

С.И. АРХИЕРЕЕВ,

Я.В. ЗИНЧЕНКО,

Харьковский национальный университет им. В.Н. Каразина

ТРАНСАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИИ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

Обсуждение проблем формирования и развития фондового рынка Украины получило широкое распространение в экономической литературе. В то же время не нашел отражения вопрос о разграничении понятий «формирование» и «развитие», и зачастую они употребляются как синонимы. По нашему мнению, этот вопрос важен не только с теоретической, но и с практической точки зрения, поскольку эти этапы динамики фондового рынка качественно различны и требуют различных по характеру действий как со стороны его участников, так и со стороны государства. Цель данной статьи состоит в выявлении сути формирования и развития фондового рынка как основных этапов его динамики и их теоретической характеристике с точки зрения транзакционных издержек и институциональной структуры рынка.

По нашему мнению, любой рынок состоит из трех основных системных элементов, по которым можно судить о нем самом и о его функционировании:

1. принципы и правила, на которых строятся отношения между субъектами рынка (институты);

2. отношения, в которые вступают субъекты в ходе реализации своих интересов на рынке;

3. непосредственно субъекты и объекты рыночных отношений.

Взаимосвязи, складывающиеся внутри одного системного элемента рынка, являются взаимосвязями по горизонтали, а между различными системными элементами – взаимосвязями по вертикали. Характер связей по горизонтали внутри системных элементов и по вертикали между ними является основой для выработки критериев формирования и развития рынка.

В ходе формирования рынка происходит его выделение в экономической системе как обособленного элемента для выполнения определенных функций и оформление в виде системы взаимосвязанных составляющих за счет установления устойчивых взаимосвязей как по горизонтали, так и по вертикали. При выполнении этих условий рынок можно считать сформированным.

Главенствующая роль в системе рынка принадлежит первой сфере. Именно она определяет характер отношений между субъектами рынка и во многом оказывает влияние на процессы его формирования и развития. Принципы и правила построения отношений имеют достаточно широкие границы. Они не только содержатся в законах, подзаконных актах, инструкциях, уставах и прочих документах, регулирующих деятельность субъектов рынка, но и складываются в ходе функционирования рынка в виде нерегламентированных, неписаных или негласных правил. Наличие устойчивых связей по горизонтали внутри этого системного элемента проявляется в существовании системы согласованных формальных и неформальных принципов и правил поведения субъектов рынка, находящихся свое внешнее выражение в характере отношений между ними, и означает сформированность институциональной структуры рынка. Отсутствие таковой, наличие неэффективных или несправедливых принципов и правил поведения или несоблюдение формальных норм (то есть расхождение между формальными и нефор-

мальными принципами поведения) способны приводить к значительным транзакционным издержкам в форме транзакционных потерь, препятствующих формированию рынка. Поэтому от транзакционных издержек институционализации во многом зависит процесс формирования рынка, а значит, они заслуживают особого внимания.

С полным основанием можно утверждать, что институтам принадлежит определяющая роль в формировании рынка. Наличие справедливых принципов и правил взаимодействия субъектов рынка, образующих целостную систему, позволяющую минимизировать транзакционные потери его участников, является первым, наиболее важным критерием сформированности рынка. В настоящее время нельзя говорить о том, что в Украине сложилась целостная институциональная структура фондового рынка. С одной стороны, недостаточно сформирована система формальных принципов и правил поведения: отсутствует законодательство по отдельным вопросам, сохраняются пробелы и противоречия в нормативно-правовой базе фондового рынка [2, с. 29].

С другой стороны, для украинского фондового рынка характерно расхождение между формальными и неформальными принципами поведения. В частности, об этом свидетельствуют попытки руководителей предприятий запретить акционерам доступ к информации, открытой для всех через Государственную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку [3, с. 13-17]. Такие действия приводят к росту транзакционных издержек инвесторов, вызванных оппортунистическим поведением управляющих, несмотря на то, что именно институты призваны способствовать их минимизации.

Очевидно, что действующая в Украине институциональная структура фондового рынка пока не способна достаточно эффективно справляться с задачей минимизации транзакционных потерь участников

рынка. Принимая во внимание все вышеуказанные обстоятельства, можно утверждать, что первый критерий сформированности рынка пока что не выполняется.

Вторым критерием сформированности рынка является наличие устойчивых отношений между субъектами рынка, а также устойчивых взаимосвязей между отдельными аспектами отношений. Выполнение этого критерия означает, что имеет место постоянное воспроизводство этих отношений, а значит, существуют устойчивые взаимосвязи по горизонтали внутри второго системного элемента рынка. Неустойчивость отношений является отличительной чертой стадии формирования рынка, поскольку они начинают устанавливаться между субъектами в масштабах всего рынка в целом. Отсутствие отлаженной институциональной структуры и инфраструктуры рынка препятствует становлению устойчивых отношений между субъектами формирующегося рынка.

В целом, отношения между участниками фондового рынка Украины нельзя охарактеризовать как устойчивые. В частности, тот факт, что многие предприятия не возобновляют выпуски ценных бумаг после первой эмиссии, объясняется тем, что многие из руководителей предприятий-эмитентов рассматривали фондовый рынок в качестве дешевого заменителя банковских кредитов, забывая о необходимости впоследствии учитывать мнение акционеров, поэтому теряют интерес к дальнейшим выпускам акций [1, с. 13]. Таким образом, не устанавливается устойчивого воспроизводства отношений, складывающихся по поводу выпуска акций: однократное вступление в отношения не влечет за собой их повторения в силу того, что основных действующих лиц, от которых это зависит, не устраивают результаты первоначального вступления в такие отношения. Следовательно, не наблюдается их воспроизводства.

Можно сказать, что руководители предприятий расценивают появление но-

вых совладельцев, препятствующее полноценной реализации их собственных интересов, как трансакционные издержки. На самом деле такие издержки скорее следует назвать псевдотрансакционными, поскольку менеджеры должны действовать в интересах акционеров, а значит, с точки зрения нормального функционирования фондового рынка данные издержки не являются трансакционными в полном смысле этого слова. Напротив, для инвесторов, особенно для мелких акционеров, издержки оппортунистического поведения руководителей акционерных обществ являются трансакционными потерями, которые способствуют формированию отрицательных стимулов к дальнейшей инвестиционной деятельности. Как видно, не только трансакционные потери, но и псевдотрансакционные издержки препятствуют формированию фондового рынка. Таким образом, налицо невыполнение второго критерия сформированности рынка.

Третий критерий сформированности рынка – наличие системы взаимодействующих субъектов и объектов рыночных отношений. Выполнение данного критерия означает, что на рынке должен быть представлен весь спектр субъектов и объектов отношений, необходимых для его нормального функционирования, с наличием устойчивых взаимосвязей по горизонтали между ними. Субъекты фондового рынка представлены как его непосредственными участниками (государство, эмитенты, институциональные и индивидуальные инвесторы, а также профессионалы, выступающие в роли инвесторов), так и профессионалами, обслуживающими рынок и формирующими его инфраструктуру. Взаимосвязи по горизонтали внутри этого системного элемента рынка возможны между субъектами (участник-участник, участник-профессионал, профессионал-профессионал), между субъектами и объектами, а также между объектами. Следует отметить, что понятие «взаимосвязь» не тождественно понятию «отношение», и это можно на-

глядно показать на следующем конкретном примере. Существует взаимосвязь между такими объектами отношений, как конвертируемые облигации и акции того же эмитента, на которые их владелец имеет право обменять. Взаимосвязь между данными представителями третьего системного элемента рынка есть, а отношений нет.

Следует отметить, что взаимосвязи по горизонтали между субъектами рынка как составляющими третьего системного элемента являются компонентами второго системного элемента рынка. Выделение в отдельный системный элемент взаимосвязей между элементами другого связано, во-первых, с тем, что отношения между субъектами рынка являются одним из важнейших показателей, позволяющих судить о его функционировании, а во-вторых, с тем, что это дает возможность отдельно рассматривать фактор взаимосвязи между отношениями. В то же время взаимосвязи между составляющими третьего системного элемента характеризуют сами отношения, но ничего не говорят о взаимосвязи между ними. Поэтому, если ограничиться рассмотрением только первого и третьего системного элемента без выделения второго, анализ рынка будет неполным.

Наличие устойчивых взаимосвязей между составляющими третьего системного элемента свидетельствует, по крайней мере, о двух обстоятельствах:

- во-первых, субъект-субъектные, субъект-объектные и объект-объектные взаимосвязи стали типичными для определенного рынка, т.е. присутствуют регулярно в масштабах всего рынка в целом;

- во-вторых, функционирует стабильная и надежная инфраструктура, осуществляющая эффективное обслуживание участников рынка.

В Украине создано достаточно большое количество субъектов фондового рынка. Главным образом благодаря приватизации произошло наполнение рынка объектами отношений. Тем не менее типичными стали только некоторые виды взаимосвязей

по горизонтали между элементами третьей сферы. Операции с ценными бумагами в основном осуществляются или с целью перераспределения собственности, или в спекулятивных целях. Фондовый рынок остается закрытым для широких слоев населения, недостаточно развита и неэффективна инфраструктура рынка. В целом, количественный рост составляющих третьего системного элемента пока что не перешел в качественные изменения. Следовательно, третий критерий сформированности фондового рынка выполняется лишь частично, в основном в плане количественных изменений.

Наконец, четвертый критерий сформированности рынка представляет собой наличие устойчивых взаимосвязей по вертикали между всеми тремя системными элементами рынка. Выполнение этого критерия означает, что все системные элементы находятся во взаимодействии между собой, благодаря чему рынок становится целостной, динамичной системой. Особо следует отметить, что выполнение этого критерия возможно лишь в том случае, если имеют место взаимосвязи по вертикали не только сверху вниз, но и снизу вверх. В частности, наличие взаимосвязей сверху вниз между первым системным элементом и двумя другими означает, что на действующих принципах и правилах строятся любые отношения между субъектами, функционируют участники и профессионалы рынка, выпускаются ценные бумаги. Напротив, наличие отношений по вертикали в противоположном направлении означает, что действующая институциональная структура способна адаптироваться к меняющимся условиям функционирования рынка. Неадаптивность или недостаточная адаптивность действующей системы институтов способна приводить к значительным транзакционным потерям субъектов отношений и, следовательно, тормозить формирование рынка. Именно такая ситуация наблюдается сейчас на фондовом рынке Украины, а

значит, четвертый критерий сформированности рынка не выполняется.

В целом, рынок можно считать сформированным тогда, когда он выделился в экономической системе в виде целостного элемента для выполнения определенной функциональной роли, способного к самостоятельному развитию в рамках данной экономической системы. Пока что роль фондового рынка Украины сводилась к обслуживанию приватизационного процесса, в то время как его базовая функция – эффективное перераспределение денежных ресурсов – выполнялась скорее как исключение, чем правило. Об этом свидетельствует крайне низкий показатель капитализации фондового рынка Украины.

Невыполнение критериев сформированности рынка позволяет сказать о том, что фондовый рынок не стал целостным образованием и в достаточной мере не выделился в экономической системе в виде отдельного элемента, способного к самостоятельному развитию во взаимосвязи с другими элементами системы. Поэтому есть все основания полагать, что фондовый рынок Украины находится на стадии формирования. Следовательно, конкретные действия государственных органов управления должны подчиняться общей цели доведения процесса формирования рынка до конца, а их направленность должна определяться исходя из критериев сформированности рынка. Завершение формирования рынка создает основу его дальнейшего развития.

Развитие рынка – это его кумулятивное прогрессивное движение, происходящее путем накопления количественных и качественных изменений. Количественные изменения обуславливают экстенсивное развитие рынка, а качественные – интенсивное. Они могут наблюдаться внутри любого из трех системных элементов рынка как за счет изменения их составляющих, так и за счет изменения горизонтальных и вертикальных связей между ними. Основное отличие между формированием и раз-

витиём рынка состоит в том, что на первой стадии он должен стать целостной системой, а на второй – уже будучи таковой – претерпевает изменения.

Без нарушения достигнутой целостности в процессе развития рынка, как и в процессе его формирования, основная роль принадлежит институтам. Именно от институциональной динамики в первую очередь зависит степень интенсивности его развития. Несвершенство или неадаптивность системы действующих институтов способны приводить к значительным транзакционным потерям субъектов рынка, что, в свою очередь, препятствует его экстенсивному развитию, а также может препятствовать интенсивному развитию второй и третьей сфер.

Стадии формирования и развития рынка различаются также по величине и структуре транзакционных издержек. На стадии формирования рынка особо значимы различные виды транзакционных потерь (издержки несогласованности законодательства или других нормативных актов, издержки отсутствия действенного контроля и принуждения к следованию законодательным нормам, издержки оппортунистического поведения). Поэтому особая роль принадлежит транзакционным затратам, связанным с формированием системы институтов, позволяющих минимизировать транзакционные потери, чрезмерная величина которых негативно влияет как на формирование, так и на развитие рынка.

Речь идет об издержках институциональных транзакций, которые обуславливают интенсивное воспроизводство институциональной структуры рынка вообще и фондового рынка в частности. Любая сделка с ценными бумагами на фондовом рынке совершается в рамках действующей институциональной структуры, не изменяя ее, и поэтому способствует ее экстенсивному воспроизводству. Интенсивное воспроизводство институциональной структуры рынка предполагает ее качественные изменения, которые становятся возможными

благодаря институциональным транзакциям, представляющим собой обмен правами не на товары, а на совершение товарных транзакций (метаправами) или правилами, по которым они происходят. Именно в ходе такого обмена устанавливаются правила игры, распределяются и перераспределяются существующие права, а также создаются новые.

Отличительной чертой стадии формирования рынка является масштабное (в рамках всего рынка) первичное распределение метаправ, благодаря чему создаются базовые институты рынка. Перераспределение метаправ или создание и распределение новых в рамках сложившейся институциональной структуры – характерные черты интенсивного институционального развития рынка. Экстенсивное институциональное развитие означает наращивание масштабов рынка при сохранении неизменными качественных характеристик институциональной структуры (в данном случае мы абстрагируемся от признаков экстенсивного или интенсивного развития второго и третьего системных элементов, поскольку в центре нашего внимания находится первый). При этом не происходит качественно новых институциональных транзакций. Если, например, экстенсивное развитие происходит за счет вовлечения в сферу рыночных отношений (данного рынка) новых субъектов, то они не участвуют в *формировании* институтов, которое произошло *ранее*, а лишь вливаются в действующую институциональную структуру, принимая существующие правила игры. При этом, уступая часть своих прав или приобретая новые *для себя*, которые являются устоявшимся элементом действующей институциональной структуры, такие субъекты осуществляют институциональные транзакции, не способствующие интенсивному развитию рынка, а лишь позволяющие расширить сферу действия данного рынка.

Осуществление институциональных транзакций сопряжено с транзакционными

издержками в форме трансакционных затрат. В отличие от трансакционных потерь, трансакционные затраты в виде издержек институциональных трансакций носят креативный характер, т.е. способствуют формированию и развитию рынка. Являясь неотъемлемым элементом формирования институциональной структуры, они благоприятствуют формированию рынка; в последующем, будучи элементом ее качественных преобразований, способствуют интенсивному развитию рынка; позволяя расширять сферу действия рынка и его институциональной структуры, способствуют его экстенсивному развитию.

В процессе формирования фондового рынка Украины в определенной мере осуществилось распределение метаправ, однако сложившаяся институциональная структура оказалась неспособной к восприятию изменений в виде перераспределения метаправ и создания и распределения новых. На наш взгляд, это, в первую очередь, связано с неспособностью ключевых субъектов рынка нести соответствующие трансакционные затраты. В целом, это тормозит его формирование и препятствует снижению трансакционных потерь участников рынка.

Таким образом, наблюдается тесная взаимозависимость между величиной и структурой трансакционных издержек и

институциональными характеристиками фондового рынка. Задачи, связанные с формированием фондового рынка Украины, не могут быть решены без регулирования трансакционных издержек его субъектов, а это, в первую очередь, предполагает завершение институционализации рынка. Как видно, в процессе формирования рынка на первый план выходят проблемы формирования институциональной структуры и регулирования трансакционных издержек институционализации. Выполнение обоих этих условий в единстве является базовой предпосылкой как скорейшего завершения процесса формирования фондового рынка Украины, так и его дальнейшего развития.

Список литературы

1. Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А. Рынок ценных бумаг (теория и практика).- К.: МАУП, 1999.- 256 с.
2. Кравченко Ю. Рынок ценных бумаг.- К.: ВИРА-Р, 2002.- 368 с.
3. Шапран В.С. Ринок цінних паперів в Україні: функціональні особливості розвитку // Фондовый рынок. - 2002.- № 11.- С. 13-17.

М.А. ЙОХНА

Технологічний університет Поділля, м. Хмельницький

НЕОІНСТИТУЦІОНАЛЬНА ТЕОРІЯ ПОЗАЛЕГАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ: СУТНІСТЬ ТА МОЖЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ДЛЯ ПОДОЛАННЯ КРИЗОВИХ ЯВИЩ В УКРАЇНІ

Серед факторів, що стримують розвиток українського суспільства та серйозно загрожують національній безпеці, одне з провідних місць займає тінізація економіки. Про загрозливість її масштабів може свідчити фактичне визнання колишнім міністром економіки та з питань

європейської інтеграції України О. Шлапак том того, що основною у нас стала не офіційна, а позалегальна економіка. За його оцінками, "... близько 60% реальної економіки держави сьогодні знаходиться в тіні. Тобто, якщо не контрольний, то блокувальний пакет" [1]. Як свідчать результати