

ОСОБЕННОСТИ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОГО ПОДХОДА ПРИ ОЦЕНКЕ
ЭФФЕКТИВНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА

Бондаренко И.А., к.э.н., доцент

Армавирская государственная педагогическая академия, Россия

Долгое время в центре внимания экономистов-теоретиков находилась проблема формирования цен на товарных и факторных рынках. Вопросам ценообразования на рынках капитала уделялось слишком мало внимания, так как считалось, что рыночные курсы акций изменяются случайно и ни один частный инвестор, фирма или профессиональный участник рынка не могут повлиять на изменение цен акций либо заранее абсолютно точно знать их будущую динамику. Создатели теории корпоративных финансов Р. Брейли и С. Майерс абсолютно в русле неоклассической парадигмы утверждали, что закономерностей развития фондового рынка просто не существует.

Впервые созданием теории эффективного фондового рынка экономисты озаботились в конце 60-х, начале 70-х гг. XX века. По мнению профессора Чикагского университета Ю. Фама идеальным типом фондового рынка является тот рынок, рынок, на котором фирмы принимают решения о вложении капитала в производство и где инвесторы делают выбор относительно выгоды инвестиций в финансовые активы разных эмитентов, должен учитывать всю доступную информацию в ценах этих активов[1, С.383.]. Концепция фондового рынка в дальнейшем развивалась и другими авторами[2].

Методологически данная концепция базируется на доктрине Ф. Эджуорта и В. Парето об эффективной экономике и рыночном равновесии, а также теории контрактов[3, С.542-543]. Таким образом, из этой концепции следует, что эффективный рынок – это рынок, где невозможно для любого инвестора (или группы инвесторов) получать сверхприбыли, поскольку изменения цен акций носят случайный характер.

Институционалисты и неинституционалисты понимают эффективность фондового рынка принципиально иначе. Они полагают, что эффективность процесса обмена и выгоды заключения рыночных контрактов зависят от того, насколько хорошо работают институты - правила регулирования рынка, правовые основы экономики и т.д. если неоклассики считали, что эффективность рынка обеспечивается благодаря контрактам, позволяющим обеим сторонам максимизировать свою выгоду в процессе обмена в форме договорной цены, то институционалисты исходили из того, рыночная эффективность в действительности есть следствие хорошо работающих политических и экономических

институтов, с помощью которых "осуществление трансакций становится более дешевым"[4,С.6]. Неоклассики полагали, что социокультурные и политико-правовые факторы работают в обществе «автоматически» и поэтому их можно считать заданными условиями. В действительности институты рынка и институты регулирования – это разные экономические явления, например, организации (фирмы) представляют собой институт рынка, но это не совокупность правил и ограничений, которая характеризует институт регулирования рынка.

Многие финансовые модели унаследовали недостатки стандартных моделей неоклассиков, такие как концепция "трех форм рыночной эффективности" Ю. Фама и модель CAPM У.Шарпа. Согласно Д. Норту, эффективным рынком можно считать институциональную структуру, в рамках которой обменивающиеся стороны получают взаимные выгоды от торговли "в мире с нулевыми трансакционными издержками"[5] . Процесс обмена между индивидами не всегда бывает анонимным, неперсонифицированным, как это предполагается в моделях рынка совершенной конкуренции. Соответственно, по мнению институционалистов, " в случае персонифицированного обмена большую роль играют такие факторы, как личные связи, родство, дружба, личная приязнь или неприязнь, история деловых отношений"[6].

Необходимо отметить, что фондовая биржа, считавшаяся долгое время образцом совершенной конкуренции, в современном виде таковой не является. Фондовый рынок претерпевает серьёзные структурные изменения. Вторичный фондовый рынок, где обращается множество долговых ценных бумаг, либо представлен организованным внебиржевым рынком, либо биржа работает по принципу дилерского, а не аукционного рынка, как традиционная биржа. Таким образом, заключение сделок происходит не с анонимным контрагентом, а с конкретным дилером или брокерской конторой, поэтому так важны деловая репутация контрагента, его надежность и история сделок с ним [7]. Персонифицированный обмен и ситуации, когда правила неперсонифицированного обмена на биржах дают сбои, порождают манипуляции рынком, доступ к инсайдерской информации, в том числе в международном масштабе. В этом, по нашему мнению, и кроется феномен крупных международных спекулянтов типа Дж. Сороса, М. Мобиуса или У. Баффита. Указанные явления ставят под сомнение достоверность не только неоклассических моделей, но и моделей эффективного фондового рынка.

По мнению неоинституционалистов, эффективность рынка должна поддерживаться непрерывно во времени. Следовательно, требуются гибкость и адаптивность самих институтов к изменениям в экономике, что должно проявляться в: снижении издержек при

определении прав собственности; разработке гибкого законодательства, установлении разумных и ясных "правил игры" на рынке; децентрализованном принятии решений на уровне фирм; стимулировании и развитии конкуренции. Важнейшими функциями института регулирования являются: координационная функция, выражающаяся в том, что институты обеспечивают согласованность и взаимовыгодность действий различных участников фондового рынка с противоположными интересами и распределительная, проявляющаяся в организации эффективного размещения финансовых ресурсов как на первичном рынке ценных бумаг, так и на вторичном (возможность диверсификации портфелей инвесторов).

Спорным, на наш взгляд, является и критерий отнесения тех или иных национальных фондовых рынков к развитым и к развивающимся. Последовательно реализуя принцип приоритетности институциональных факторов в данной классификации, следует в первую очередь сформулировать такие условия, которые снижают риск инвестиций в ценные бумаги эмитентов данной страны:

- эффективное общегражданское законодательство, а также законодательство о финансовых рынках и ценных бумагах, способствующие притоку инвестиций в страну;
- гарантии и защита государством прав собственности;
- одинаковая защита прав отечественных и иностранных миноритарных акционеров;
- цивилизованные правила торговли на финансовых рынках.

Перечисленные критерии развитости фондовых рынков, как видим, относятся не столько к рыночной среде, сколько к среде институциональной, то есть к институтам регулирования рынка, включающим совокупность формальных и неформальных правил совершения операций на нем. Критерий развитости рынка, позволяющий исследовать его с позиции формирования институциональной среды, на наш взгляд, убедительно объясняет тот факт, что развивающимся фондовым рынкам одновременно присущи и большая инвестиционная привлекательность, и высокие экономические и политические риски.

Примечания

1. Fama E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. - Journal of Finance, 1970, vol. 25, issue 2.

2. См.: Fama E., French K. Dividend Yields and Expected Stocks Returns. - Journal of Financial Economics, 1988, vol. 22, p. 3-25; Modern Developments in Investment Management. Loric J., Brealey R. (eds.). N.Y.: Dryden Press, 1978; Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.

3. Согласно принципам рыночной эффективности В. Парето, эффективным является такое состояние экономики, при котором никто не может повысить уровень собственного благосостояния без того, чтобы одновременно не ухудшилось благосостояние кого-то

другого; в терминах прибыльности это означает, что ни один экономический субъект не может получать монопольные сверхприбыли, не разорив при этом другого (см.: Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе. М.: Дело, 1995).

4. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Начала-Пресс, 1997.

5. Норт Д. Эволюция эффективных рынков в истории / Режим доступа: <http://institutional.boom.ru/dnorth.htm>).

6. Норт Д. Вклад неинституционализма в понимание проблем переходной экономики/Режим доступа.: <http://institutional.boom.ru/dnorth.htm>).

7. Например, внебиржевая система Nasdaq или биржа РТС

ИЗМЕНЕНИЕ ПОВЕДЕНИЯ ПОКУПАТЕЛЯ В РЕЗУЛЬТАТЕ КОНКУРЕНЦИИ ИНСТИТУТОВ ТРАДИЦИОННОЙ И ЭЛЕКТРОННОЙ ТОРГОВЛИ В УКРАИНЕ

Н.С. Галкин, аспирант
Институт экономики промышленности НАН Украины, г.Донецк

Торговля на внутреннем рынке Украины организационно представлена различными форматами: традиционными (рыночным и магазинным форматом) и новыми прогрессивными (электронная торговля, мобильная и др.). Украинский бизнес эволюционирует, все чаще проявляются новым коммерческим явлением такие, как торговля посредством виртуальной Интернет-среды, продажа купонов-скидок на услуги и товары, различные варианты аукционов и, конечно, реклама.

В настоящий момент нет единой методики оценки рынка электронной торговли. Например, В. Тигипко, управляющий директор фонда TA Venture, в рамках конференции IDCEE заявила о 80% росте рынка электронной торговли за 2011 год. В тоже время по статистике Украинского процессингового центра (UPC) рост составил 32%. Но в любом случае эксперты сходятся в том, что рынок электронной торговли является динамично растущим. Поэтому целью данной работы стало исследование институциональных изменений, произошедших в связи с проникновением и развитием Internet в сферу торговли в Украине, выявление наличия конкуренции между институтами и ее последствий. В ходе данной работы мы рассмотрим конкуренцию институтов электронной и традиционной торговли, которая проявляется в различии поведения субъектов в ходе совершения ими процесса покупки, причем, как и с использованием Internet, так и без него.

В ходе совершения покупки субъект проходить такие этапы: