

**С.І.Архієреєв, д-р екон. наук,**

**Я.В.Зінченко, канд. екон. наук**

Харківський національний університет ім. В.Н.Каразіна

## **ПОСТТРАНСФОРМАЦІЙНА РИНКОВА ЕКОНОМІКА: ІНСТИТУЦІОНАЛІЗАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ**

*Проаналізовано особливості формальної та реальної інституціоналізації фондового ринку в посттрансформаційній економіці. Висвітлено вплив системної специфічності й ринкової оцінки активів акціонерних товариств, а також розподілу прав власності в корпоративному секторі на рівень трансакційних витрат фондового ринку. Розкрито сутність трансакційних витрат інституціоналізації фондового ринку і основну умову завершення його інституціоналізації в посттрансформаційній економіці.*

Проблеми фондового ринку в економіці країн, що стали на шлях ринкової трансформації, лежать у полі зору багатьох економістів. Незважаючи на всю різноманітність підходів, що застосовуються вченими, недостатня увага приділяється інституційним аспектам його функціонування. Серед цілої низки робіт, у яких до них лише торкаються, виділяється стаття<sup>1</sup>, в якій цілеспрямовано реалізовано інституційний підхід у дослідженні фондового ринку. Залишається маловивченим такий важливий аспект цього підходу як проблема трансакційних витрат на фондовому ринку в умовах ринкової трансформації. Нерозкритим також залишається питання взаємозв'язку цих витрат і процесів інституціоналізації фондового ринку. Метою даної статті є аналіз інституціоналізації фондового ринку в сучасних умовах функціонування економіки країн, які пішли шляхом ринкової трансформації, і трансакційних витрат, що виникають в її ході.

Інституціоналізація є складним, багатоплановим процесом, а отже, можливі найрізноманітніші методологічні підходи до її дослідження. На наш погляд, ключовим для аналізу трансформаційної економіки є виокремлення формальної і реальної інституціоналізації. Реальна інституціоналізація базується на процесах ендогенного розвитку (тобто внутрішнього саморуху) системи. В її ході зароджуються, визрівають і утверджуються формально або закріплюються неформально інституційні ролі суб'єктів і функціональні ролі об'єктів і сегментів ринку, необхідних для його нормального функціонування. Навпаки, формальна інституціоналізація ґрунтується на прийнятті законів, нормативних актів і може спричинити створення суб'єктів, які фактично не відіграють тих інституційних ролей, які відповідають їх призначенню.

---

<sup>1</sup> Мильчакова Н. Эффективность фондового рынка: институциональный подход // Вопросы экономики. – 2004. – № 5. – С. 97–110.

Особливістю формальної інституціоналізації в умовах ринкової трансформації є те, що вона є засобом екзогенного розвитку (тобто такого, за якого напрям змін задається ззовні щодо економічної системи<sup>2</sup>). В умовах ринкової трансформації вона значно випереджає процеси реальної інституціоналізації. Внаслідок цього мають місце істотні відмінності між ходом процесів формальної і реальної інституціоналізації. Разом з тим завершення інституціоналізації передбачає досягнення високого ступеня відповідності її формальних і реальних процесів. Оскільки на фондовому ринку України подібне ще не спостерігається, можна стверджувати, що найважливішою характерною рисою становлення фондового ринку в трансформаційній економіці є незавершеність його інституціоналізації. Ця риса багато в чому визначається незавершеністю ринкових перетворень у вітчизняній економічній системі.

Оскільки точного моменту завершення формування ринкової економіки все одно неможливо назвати, є сенс використати визнання цього факту міжнародним співтовариством, незважаючи на великий вплив на цей процес політичного чинника. Тим більше, що для України (втім, як і для Росії, тільки трьома роками раніше – у 2002 році) основні світові економічні центри – ЄС і США – визнали ринковий характер економіки практично одночасно. Таким чином, доцільно визнати, що у 2005 році формування ринкової економіки в Україні завершилося.

Привертає на себе увагу, що для визнання економіки ринковою висуваються критерії, багато в чому пов'язані з процесом *формальної* ринкової інституціоналізації, тоді як результати *реальної* багато в чому не беруться до уваги.

Незважаючи на значні відмінності між процесами формальної і реальної інституціоналізації, з погляду національних інтересів було б неправильно і, більш того, шкідливо заперечувати, що ринкова економіка сформувалася. В усякому разі безповоротність трансформаційних процесів вже не викликає ані найменшого сумніву. Все питання полягає в тому, як класифікувати ринкову економіку, що сформувалася внаслідок перехідних процесів? На нашу думку, особливості її генезису і сутності досить точно відобразатиме термін *посттрансформаційна ринкова економіка* (ПРЕ).

Процес ринкової трансформації зовсім не тотожний *ринковій інституціоналізації* економіки, а його закінчення аж ніяк не означає завершення останньої як процесу становлення ринкових інститутів. Інша справа, що *формальна* ринкова інституціоналізація в основному завершена, проте для *реальної* залишається достатній простір.

Посттрансформаційний характер економіки означає, що остаточно не сформувалася її національна модель. Процеси реальної ринкової інституціоналізації, що продовжуються, можуть спричинити як формування моделі, що відповідає розвиненим ринковим економікам, так і специфічної національної моделі, яка відрізняється наявністю суттєвих пережитків минулого, інтегрованих в ринкову економіку, як, наприклад, в країнах Латинської Америки. У ви-

<sup>2</sup> Зінченко Я.В. Трансакционные издержки интенсивного институционального развития фондового рынка // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія: економічна. Вип. 70. – Донецьк, 2004. – С. 168, 171.

борі національної моделі полягає особливість ПРЕ, яку також можна образно назвати *ринковою економікою на роздоріжжі*. Намагаючись охарактеризувати *ПРЕ-капіталізм*, можна відзначити такі його характерні риси: неконкурентоспроможність на світовому ринку значної частки товарів, що виробляються, переважання продукції сировинних галузей у структурі експорту, високий рівень опортунізму в економіці, слабкість соціальної сфери тощо.

Природно, ринкова трансформація має бути спрямована на перехід до моделі розвинутої ринкової економіки. Це стосується і тих функцій, які виконує фондовий ринок в економіці. Приклад фондового ринку яскраво показує, що функції, характерні для розвинутої ринкової економіки, він поки що не виконує. Завершення інституціоналізації фондового ринку має створити основу для виконання ним своєї класичної функціональної ролі, яка полягає в забезпеченні мобільності капіталів в економіці. Слід зазначити, що функціональна роль фондового ринку ширша, оскільки він виконує цілу низку функцій. Зокрема, особливістю ринку акцій є участь у розподілі і перерозподілі власності на економічні активи акціонерних товариств. Проте першопричина існування фондового ринку полягає саме в необхідності забезпечення умов для мобілізації та руху капіталів. Той факт, що ця функція на фондовому ринку України відіграє, як і раніше, другорядну роль, є наслідком незавершеності процесу його інституціоналізації і, передусім, незрілості інституційних ролей його ключових суб'єктів і сегментів і функціональних ролей об'єктів. Дану обставину можна проілюструвати, проаналізувавши деякі з них.

Незрілість інституційних ролей емітентів акцій виявляється у вигляді високого рівня опортунізму з боку власників контрольних пакетів акцій і керівників, значного поширення невиплати дивідендів за акціями або виплат їх у край малих розмірах, низькому рівні професіоналізму керівників багатьох акціонерних товариств і корпоративної культури, загостренні корпоративних конфліктів. Важливе значення мають також ризикованість вкладень у виробничу сферу і низький потенційний рівень прибутковості інвестицій, що не дозволяє реалізувати наявний потенціал фондового ринку<sup>3</sup>. Незрілість інституційної ролі інвесторів характеризується переважним прагненням до придбання цінних паперів з метою захоплення власності для здобуття особистих вигод на шкоду іншим учасникам акціонерного товариства, низьким ступенем готовності багатьох інституційних інвесторів (таких як інститути спільного інвестування) до роботи з реальними інвестиційними ресурсами, відсутністю умов для розміщення коштів на фондовому ринку населенням.

Про інституційну зрілість фондового ринку можна робити висновки також на підставі складу і структури його об'єктів – цінних паперів, що обертаються на ньому. Його недостатню зрілість в Україні підтверджують негативні тенденції, що спостерігались аж до 2005 року:

– українська питома вага таких важливих видів цінних паперів як корпоративні облигації (11,8% емісії цінних паперів у 2004 році) й інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів (5,8%);

<sup>3</sup> Борщ Л.М. Інвестиції в Україні: стан, проблеми і перспективи. – К., 2002. – С. 115.

– практично повна відсутність на ринку похідних цінних паперів (0,3%) і акцій корпоративних інвестиційних фондів (0,4%);

– переважання векселів серед укладених угод з цінними паперами (44–69% у 1999–2003 роках проти 16–33% угод з акціями)<sup>4</sup>, а також у вартості боргових цінних паперів (74–91% в 2000–2003 роках)<sup>5</sup>.

Остання обставина є чинником інституційної незрілості фондового ринку, оскільки векселі не повною мірою є об'єктами фондового ринку. З погляду функціональної ролі фондового ринку в економіці до його об'єктів слід віднести цінні папери, що беруть участь у формуванні й трансформації фондів, що мають цільове призначення. Вексель є засобом розрахунків. З його допомогою можуть розподілятися або перерозподілятися кошти, отримані як наслідок виробничої або комерційної діяльності, але участь у створенні фондів не є його безпосередньою функцією. Якщо кошти, отримані за векселем, усе ж таки були направлені до якого-небудь фонду, то це сталося тому, що відбулася реалізація товарів або послуг, а не тому, що розрахунки за нею були опосередковані таким цінним папером як вексель<sup>6</sup>. Тому векселі можна вважати об'єктами фондового ринку лише тою мірою, якою вони беруть участь у формуванні й трансформації цільових фондів фінансових коштів у процесі вторинного обігу, передусім, в операціях обліку векселів. Але все-таки, незважаючи на те, що частина векселів є об'єктами фондового ринку, цінні папери, що обертуються в Україні, досить повно виконують функціональну роль засобу розрахунків при відносно неповноцінному виконанні ролі інструментів забезпечення мобільності капіталів.

Про незрілість фондового ринку України, на нашу думку, свідчить також співвідношення його організованого і неорганізованого сегментів. Як показано в таблиці, на організований ринок у 1997–2004 роках припадало від 1,7 до 13,4% загального обсягу торгів, причому в цілому діяла тенденція до скорочення його частки (за перші чотири роки періоду його частка складала в середньому близько 8,5%, а в наступні – близько 6%). Навпаки, для сучасного світового фондового ринку характерна наявність приблизної рівності обсягів операцій на біржовому і позабіржовому сегментах<sup>7</sup>. Більш того, на фондових ринках провідних країн з розвинутою ринковою економікою останніми роками спостерігається зміцнення позицій фондових бірж при одночасному падінні довіри до позабіржової торгівлі<sup>8</sup>. Отже, організований ринок в ПРЄ України не виконує властивої йому функціональної ролі.

<sup>4</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2004 рік: [Продовження] // Цінні папери України. – 2005. – № 39 (379), 29 вересня. – С. 33–44; Драган Т., Макогон О. Ринок цінних паперів України: динаміка зростання // Цінні папери України. – 2004. – № 2 (290), 15 січня. – С. 8.

<sup>5</sup> Розраховано за: Вартість цінних паперів // Статистичний щорічник України за 2003 рік / Державний комітет статистики України. – К., 2003. – С. 70.

<sup>6</sup> Архиреев С.И., Зинченко Я.В. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка. – Х., 2005. – С. 82–83.

<sup>7</sup> Доронин И.Г. Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. – 2002. – № 9. – С. 61.

<sup>8</sup> Доронин И.Г. Новые явления и тенденции в экономике и на финансовых рынках западных стран // Деньги и кредит. – 2003. – № 9. – С. 54.

Таблиця

Співвідношення обсягів торгів на організованому і неорганізованому сегментах фондового ринку України у 1997–2004 роках\*

Показник	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
<b>Фондовий ринок – всього, млрд грн</b>	<b>7,5</b>	<b>10,4</b>	<b>16,8</b>	<b>39,2</b>	<b>68,5</b>	<b>108,6</b>	<b>203,0</b>	<b>321,3</b>	403,8
у тому числі: організований млрд грн %	<b>0,8</b> 10,7	<b>0,5</b> 4,8	<b>1,9</b> 11,3	<b>2,8</b> 7,1	<b>9,2</b> 13,4	<b>6,5</b> 6,0	<b>3,5</b> 1,7	<b>9,4</b> 2,9	16,4 <b>4,1</b>
неорганізований млрд грн %	<b>6,7</b> 89,3	<b>9,9</b> 95,2	<b>14,9</b> 88,7	<b>36,4</b> 92,9	<b>59,3</b> 86,6	<b>102,1</b> 94,0	<b>199,5</b> 98,3	<b>311,9</b> 97,1	387,4 <b>95,9</b>

\* Складено і розраховано за даними: Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 рік: [Частина 2] // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2005/part2.pdf>; Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2002 рік // Українська Інвестиційна Газета. Нормативна база. – 2003. – № 27 (405), 8 липня. – С. 56.

Незрілість інституційних ролей ключових суб'єктів і сегментів і функціональних ролей об'єктів фондового ринку призводить до збереження значних трансакційних витрат, оскільки є причиною існування високого рівня інформаційної неоднорідності, опортунізму, ризикованості операцій та інших чинників формування цих витрат. Крім того, екзогенне упровадження елементів зрілих ринкових моделей в економіку з невідповідним для них економічним й інституційним фундаментом збільшує розрив між формальною і реальною інституціоналізацією фондового ринку, а отже, сприяє ще більшому зростанню рівня трансакційних витрат. Остання обставина пояснюється тим фактом, що ефективність виконання інституційних і функціональних ролей досягається в процесі реальної інституціоналізації, тоді як формальна інституціоналізація сама по собі її забезпечити не може. Збільшення розриву між формальною і реальною інституціоналізацією означає зниження ефективності виконання інституційних ролей суб'єктів і сегментів фондового ринку і функціональних ролей його об'єктів, а отже, сприяє збільшенню трансакційних витрат.

Історично фондовий ринок виник з потреб реального сектора. Саме в тісному взаємозв'язку з реальним сектором відбувалася його інституціоналізація в єдності її реальних і формальних процесів і навіть з деяким випередженням реальними процесами формальних. Як наслідок, у розвинених країнах сформувалися досить ефективні з погляду виконання своєї функціональної ролі фондові ринки. Їх ефективність зберігається й нині, незважаючи на значне поширення спекулятивної діяльності, яка найбільшою мірою відірвана від реального сектора. При цьому хотілося б особливо підкреслити, що ефективність фондового ринку в розвинених країнах визначається виконанням інституційних ролей суб'єктами і сегментами ринку і функціональних – його об'єктами.

В умовах ринкової трансформації, навпаки, формування фондового ринку не було безпосередньо пов'язане з інвестиційними потребами реального сектора. Відповідно, інституціоналізація ринку мала переважно екзогенний

характер і відбувалася доволі автономно від процесів, що протікали в реальному секторі. Більш того, спроби знайти так званого ефективного власника за допомогою приватизації можна розглядати як спосіб екзогенного впливу на стан реального сектора. При цьому передбачалося, що розвиток фондового ринку має виступити рушійною силою підвищення ефективності реального сектора. Проте, для досягнення цієї мети необхідно, як було сказано, щоб інституціоналізація фондового ринку змогла забезпечити необхідний ступінь мобільності капіталів в економіці. Якщо його формальна інституціоналізація спочатку визначалася необхідністю обслуговування масової приватизації, то з розвитком ринкових відносин законодавство України дедалі більше орієнтоване на досягнення вітчизняним фондовим ринком своєї класичної ролі в економіці. Про це свідчить, зокрема, спрямованість Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" на забезпечення умов для акумуляції та розміщення на фондовому ринку ними реальних грошових коштів (на відміну від чинної до його ухвалення нормативно-правової бази – законодавчої основи обігу приватизаційних паперів).

Незважаючи на значні зміни в законодавстві, фондовий ринок України ще вельми далекий від повноцінного виконання своєї класичної ролі в економіці. Причина тому – той самий значний розрив між його формальною і реальною інституціоналізацією. Навіть за наявності стрімких змін у законодавчих умовах функціонування фондовий ринок, як і раніше, залишається ареною перерозподілу власності на шкоду забезпеченню умов для руху капіталів тому, що саме в ньому зацікавлені суб'єкти, що прагнуть (і здатні) до отримання контролю над акціонерними товариствами. Отже, незрілість інституційної ролі інвесторів є значною причиною наявності розриву між формальною і реальною інституціоналізацією фондового ринку. Те саме можна сказати і про інституційну роль емітентів. Для них на даний час продовжують зберігатися вельми високі транзакційні витрати залучення капіталу через механізм фондового ринку. Річ у тому, що для акумуляції значних обсягів інвестиційних ресурсів в умовах низької ліквідності переважної більшості акцій, що обертаються на фондовому ринку України, акціонерним товариствам необхідно виплачувати досить високі дивіденди. Для діючих акціонерних товариств це автоматично означає необхідність збільшення виплат за усіма раніше випущеними акціями, тобто призводить до існування надвисоких витрат фінансування їх інвестиційних потреб шляхом емісії акцій.

Альтернативою такому способу фінансування є банківські кредити і випуск облігацій. Відсутність необхідності підвищення розміру дивідендів у цьому разі означає отримання підприємством певного транзакційного виграшу й одночасна наявність альтернативних витрат у способу фінансування за допомогою емісії акцій. Величина таких транзакційних витрат українська велика для основної маси вітчизняних акціонерних товариств. Ці витрати тим більше значні, оскільки сертифікатна приватизація сформувала зобов'язання акціонерних товариств перед акціонерами без еквівалентного забезпечення підприємств інвестиційними ресурсами. Як наслідок, граничні витрати залучення одиниці капіталу шляхом емісії акцій для діючих акціонерних товариств наба-

гато вищій, ніж для новостворюваних. Однак створення нових акціонерних товариств в умовах незавершеності реальної інституціоналізації, властивій ПРЕ, протікає вкрай повільно. Тому ринок акцій, як і раніше, практично не справляє позитивного впливу на отримання фондовим ринком своєї класичної ролі в економіці.

Боргові цінні папери через свою функціональну роль не можуть брати участь у перерозподілі власності (за винятком такого їх специфічного різновиду як конвертовані облігації). На відміну від акцій, їх випуск і обіг, як правило, пов'язані виключно з процесами руху капіталів. Тому їх *відносний* внесок в отримання вітчизняним фондовим ринком своєї класичної ролі в економіці набагато вищий у порівнянні з акціями (хоча в абсолютному вираженні обсяг капіталу, що перерозподіляється на ринку акцій, вищий, ніж на ринку облігацій). Активізація емісійної діяльності підприємств на ринку облігацій в Україні останніми роками (рисунок) свідчить, *по-перше*, про наявність у них значної потреби в позикових коштах, а *по-друге*, про відносно низькі транзакційні витрати залучення ресурсів за допомогою даного виду фінансових інструментів (у тому числі в порівнянні з банківським кредитом).

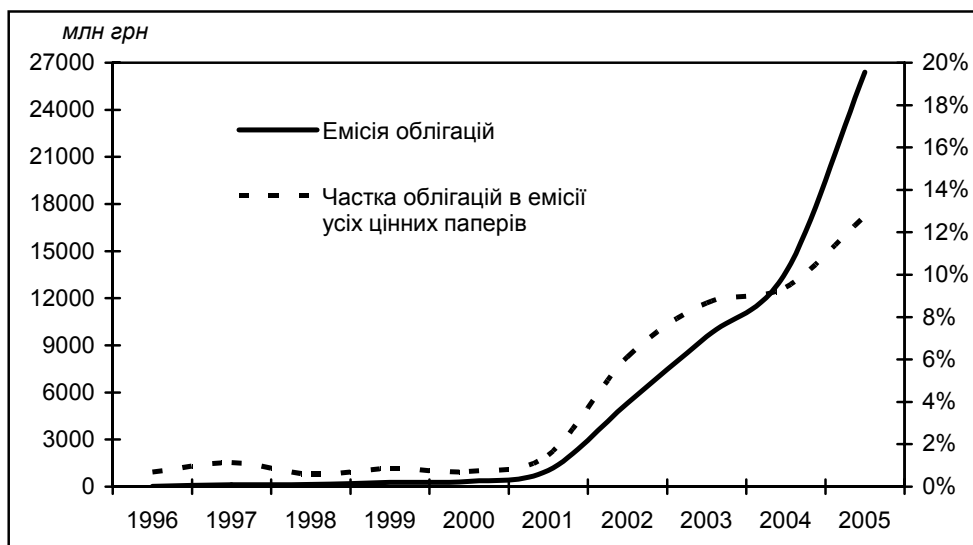


Рисунок. Динаміка обсягу емісії облігацій і його частки в емісії всіх цінних паперів на фондовому ринку України (накопиченим підсумком по роках)\*

\* Побудовано за: Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2005 рік: [Частина 2] // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2005/part2.pdf>.

Як впливає з проведеного аналізу, фінансовий зв'язок фондового ринку з реальним сектором, який має першорядне значення для отримання першим своєї класичної ролі в економіці, в ПРЕ забезпечується виключно завдяки обмеженому колу цінних паперів. Значна частина цінних паперів опосередковує зв'язок фондового ринку і реального сектора лише в рамках процесу перерозподілу власності, при цьому вони у багатьох випадках випадають із вторинного обігу, залишаючись у володінні зацікавлених осіб. Все сказане свідчить, *по-перше*, про наявність фундаментальних диспропорцій у структурі фу-

нкцій, що виконуються фондовим ринком у ПРЄ, на користь забезпечення умов для перерозподілу власності, а не капіталів в економіці. *По-друге*, про те, що ці диспропорції обумовлені незавершеністю його реальної інституціоналізації. *По-третє*, незавершеність реальної інституціоналізації фондового ринку є результатом не тільки процесів, що протікають усередині фондового ринку, а й особливостей фінансово-економічного стану акціонерних товариств у ПРЄ, які стикаються з відносно високими трансакційними витратами залучення капіталу за допомогою акцій у порівнянні з таким, що здійснюється за допомогою облігацій.

Формування акціонерних капіталів у процесі приватизації стало не єдиним чинником, що визначив особливості фінансово-економічного стану акціонерних товариств у ПРЄ. Іншим таким чинником стала *системна специфічність* переважної частки їх активів, створених в умовах адміністративно-командної системи. Поняття специфічності активів поширене в теорії трансакційних витрат і є одним із найважливіших їх атрибутів. Воно використовується зазвичай стосовно аналізу діяльності фірми<sup>9</sup>. Проте, на наш погляд, ця економічна категорія може характеризувати стан і особливості розвитку не тільки фірми, а й національної економічної системи в цілому. Системна специфічність економічних активів полягає в тому, що максимальний ефект від їх використання може бути отриманий тільки в даній соціально-економічній системі. Тому закономірним є зниження ефекту від використання специфічних активів при переході від однієї системи до іншої. В адміністративно-командній системі економічні активи створювалися відповідно до спрямованості руху системи, що визначається, з одного боку, метою її побудови, а з іншого – пройденим шляхом ("path dependence"). Відповідно, ці активи могли бути найбільш ефективно використані і високо оцінені саме в рамках цієї системи. У той же час ефект від їх використання значно знизився в результаті переходу до ринкової економіки.

На відміну від адміністративно-командної системи, у ринковій економіці визначальним критерієм ефективності специфічних активів є оцінка можливостей (перспектив) створення ними майбутньої вартості (прибутковості). Саме тому в розвинених країнах значне поширення отримали послуги рейтингових агентств і рейтинги, що складаються ними, як орієнтир для прийняття інвестиційних рішень, а також метод дисконтування як найважливіша складова методологічної основи останнього. У трансформаційній і посттрансформаційній економіці досить високий рівень прибутковості характерний для дуже обмеженого кола підприємств, таких як "блакитні фішки". Активи цих підприємств відрізняються низьким рівнем системної специфічності та здатні до досить стабільного функціонування з високим рівнем рентабельності як в адміністративно-командній, так і в ринковій системі. У той же час більшість підприємств функціонує з низькою рентабельністю або збиткові. Така низька прибутковість активів, створених в умовах адміністративно-командної системи, свідчить про

<sup>9</sup> *Капелюшников Р.И.* Экономическая теория прав собственности (методология, основные понятия, круг проблем). – М., 1990. – [http://e2000.kyiv.org/biblioteka/biblio/ek\\_pravo.zip](http://e2000.kyiv.org/biblioteka/biblio/ek_pravo.zip)

високий ступінь їх системної специфічності, яка виявилася в умовах ринкової трансформації.

Результатом переоцінки активів, системно-специфічних для адміністративно-командної системи, на принципах, властивих ринку, стало різке падіння їх вартості. Ця обставина може бути пояснена вкрай низькою оцінкою ринковими суб'єктами потенційної прибутковості активів, що втратили системну специфічність. Не можна сказати, що така оцінка формується під впливом виключно суб'єктивних чинників. Її об'єктивною підставою є невідповідність характеру системно-специфічних для адміністративно-командної системи активів ринковим відносинам, що формуються в трансформаційній та посттрансформаційній економіці. При цьому системна специфічність активів полягає в особливостях їх технічних характеристик і організаційних умов експлуатації, властивих адміністративно-командній системі. Наявність цих особливостей перешкоджає ефективному функціонуванню таких активів у ринковій економіці. Отже, збереженням значною мірою цих особливостей у процесі становлення ринкових відносин обумовлена низька потенційна (і фактична) продуктивність активів і, як наслідок, їх прибутковість у національному масштабі. Песимістична оцінка потенційних можливостей створення вартості економічними активами підприємств у національному масштабі сприяє підтримці на низькому рівні національного гудвілу як показника, що відображає оцінку перспектив національної економіки<sup>10</sup>, що негативно позначається на оцінці національних підприємств-емітентів цінних паперів і можливостях залучення ними інвестиційних ресурсів на фондовому ринку.

Таким чином, невідповідність активів, специфічних для адміністративно-командної системи, і економічних відносин, що мають характер (хай навіть частково) ринкових, є об'єктивною перешкодою на шляху ефективного виконання інституційної ролі емітента таким важливим суб'єктом фондового ринку як акціонерні товариства. Ця обставина, як уже наголошувалося, сприяє зростанню рівня трансакційних витрат на фондовому ринку. Їх величина тим вища, чим гострішою є вказана невідповідність. На відміну від традиційних закономірностей економічного розвитку, в умовах ринкової трансформації та ПРЕ економічні відносини схильні до змін набагато більшою мірою, ніж економічні активи. Будучи значно динамічнішими, вони досить швидко трансформуються відповідно до моделі ринкової економіки, сприяючи тим самим її становленню. Швидкість трансформації активів, навпаки, низька. Вони, як і раніше, залишаються багато в чому системно-специфічними для адміністративно-командної системи. Чим вища ступінь їх специфічності, тим гостріша їх невідповідність ринковим відносинам, а отже, вищий рівень трансакційних витрат фондового ринку. Враховуючи відмінність у темпах трансформації економічних активів і відносин, можна стверджувати, що висока системна специфічність перших в національному масштабі, успадкована від адміністративно-командної систе-

<sup>10</sup> *Архиереев С.И.* Трансакционные издержки и неравенство в условиях рыночной трансформации. – Х., 2000. – С. 175.

ми, є однією з основних об'єктивних причин високого рівня трансакційних витрат фондового ринку України.

Водночас не можна не враховувати вплив економічних відносин на рівень трансакційних витрат фондового ринку. Як уже було сказано, трансформація відносин власності в ході сертифікатної приватизації обумовлює значне зростання трансакційних витрат залучення капіталу за допомогою акцій. Іншою стороною відносин власності є відносини, що виникають у зв'язку з прагненням "найсильніших" учасників ринку до реалізації економічної влади в акціонерних товариствах. Ці відносини справляють вирішальний вплив на багато аспектів процесів функціонування фондового ринку, його формування і розвитку. Розквіт такого роду відносин обумовлений не тільки впливом інституційного середовища трансформаційної та посттрансформаційної економіки, що характеризується опортунізмом, а й високим рівнем системної специфічності економічних активів акціонерних товариств. Надмірні трансакційні витрати залучення капіталу за допомогою акцій сприяють не інвестиціям у виробничу сферу і нарощуванню виробничого потенціалу, а перерозподілу власності з метою одержання прибутку від короткострокових операцій.

Наявність значного трансакційного виграшу обмеженого кола осіб і програшу переважної більшості учасників ринку (переважно дрібних акціонерів) означає наявність деформацій в розподілі окремих правомочностей між пучками прав власності різних суб'єктів корпоративного сектора. Фактично нечисленні суб'єкти, що мають контроль над підприємством (мажоритарні акціонери, а також керівники), беруть на себе частину прав дрібних акціонерів. Тим самим вони забезпечують собі володіння більш широким пучком прав, а отже, є реальними власниками підприємства, а дрібні акціонери – формальними співвласниками. Отже, пучок прав, яким володіє той або інший акціонер, залежить не від володіння ними цінними паперами, а від частки останніх в акціонерному капіталі, а також від ступеня привласнення прав акціонерів керівниками акціонерного товариства.

Такий розподіл прав власності не може не відбитися на оцінці акцій. Як впливає з проведеного аналізу, основним чинником, що на неї впливає в ПРЕ, стає не стільки вартість і/або прибутковість активів підприємства, скільки права власності на них, які забезпечує (може забезпечити) володіння акціями. При цьому на ринку існують значні відмінності в індивідуальних оцінках вартості акцій, яка визначається граничною корисністю їх володіння тим або іншим суб'єктом. Для дрібних акціонерів, позбавлених частини своїх правомочностей, гранична корисність акцій досить низька, а для мажоритарних – вельми висока (до отримання ними певної частки в акціонерному капіталі емітента). При всіх відмінностях в оцінці вартості акцій для міноритарних і мажоритарних акціонерів у відносинах купівлі-продажу, які складаються між ними на ринку, ціна акцій, як правило, найбільшою мірою тяжіє до мінімальної ціни, яку готові заплатити дрібні акціонери. При цьому така ціна набагато нижча за ту, яка відповідає оцінці вартості акцій мажоритарними акціонерами.

Охарактеризовані особливості ціноутворення на фондовому ринку ПРЕ можна пояснити наявністю своєрідної монопсонії (або олігопсонії) на ринку

акцій окремо взятого емітента, за якої монопсоніст – мажоритарний акціонер – має можливість диктувати ціни акцій, які він купує, міноритарним акціонерам. Як наслідок, перший одержує значний трансакційний вииграш, тоді як другі зазнають високих трансакційних витрат. Високий рівень монопсонізації фондового ринку в ПРЕ не тільки є джерелом значних трансакційних витрат численних дрібних акціонерів, а й перешкоджає виконанню організованим ринком своєї інституційної ролі. Дійсно, трансакційний вииграш монопсоніста на неорганізованому ринку, на якому відсутня єдина рівноважна ціна, потенційно (і фактично) набагато вищий, ніж на організованому. Ця обставина породжує незацікавленість найсильніших учасників фондового ринку до проведення операцій на його організованому сегменті, а отже, вузькість кола його суб'єктів, об'єктів і низький обсяг операцій, що проводяться.

Трансакційні витрати дрібних акціонерів, що породжуються монопсонізацією фондового ринку, є лише частиною витрат, які виникають у зв'язку з прагненням найсильніших учасників ринку до реалізації економічної влади в акціонерних товариствах. Іншою їх частиною є витрати опортуністичної поведінки з боку не тільки мажоритарних акціонерів, а й керівників акціонерних товариств. Вони за своєю суттю є інтеракційними, тобто витратами внутрішньо-фірмової координації економічної діяльності<sup>11</sup>. Існування обох цих складових трансакційних витрат породжує неможливість реалізації дрібними акціонерами своїх інтересів ні в діяльності акціонерного товариства, ні на фондовому ринку. Отже, диспропорції в розподілі правомочностей між пучками прав власності учасників фондового ринку є іншою, не менш важливою в порівнянні з системною специфічністю активів, причиною наявності високих трансакційних витрат дрібних акціонерів, які виявляються найменш захищеними суб'єктами фондового ринку в ПРЕ.

Те саме можна сказати і про індивідуальних інвесторів, які виступають клієнтами різного роду фінансових посередників. Так само як і дрібні акціонери, перші, як правило, володіють звуженим пучком прав власності у порівнянні з власниками та керівниками фірм-посередників. Як наслідок, індивідуальні інвестори зазнають трансакційних витрат, що породжуються економічною владою останніх.

На підставі проведеного аналізу можна зробити висновок, що від розподілу правомочностей між окремими суб'єктами фондового ринку і ступеня системної специфічності економічних активів залежить хід реальної інституціоналізації ринку, характер і рівень трансакційних витрат, що виникають в її процесі. Для підвищення ступеня інституційної зрілості фондового ринку необхідне виконання двох основних умов: а) досягнення високого рівня подолання системної специфічності активів акціонерних товариств; б) подолання деформацій в розподілі прав власності в корпоративній сфері. Виконання першої умови стає можливим при підвищенні інвестиційної активності акціонерних товариств, яка дозволяє безпосередньо змінювати якісний і кількісний стан наявних економічних активів. Проте передумовою досягнення цієї мети є подолан-

<sup>11</sup> Там же. – С. 89.

ня властивої ПРЕ тенденції до використання активів мажоритарними акціонерами і керівниками з метою отримання особистих вигод у короткостроковому періоді на шкоду перспективному розвитку підприємства. По суті, виконання цієї умови спричинить втрату реальними власниками частини привласнених ними прав дрібних акціонерів, що сприятиме більш рівномірному розподілу прав власності в корпоративному секторі.

Отже, подолання деформацій в розподілі прав власності в корпоративному секторі є найбільш значущою умовою завершення інституціоналізації на основі приведення її реальних процесів у відповідність із формальними. При цьому трансакційні витрати, пов'язані з втратою мажоритарними акціонерами і керівниками частини своїх прав, є основною складовою трансакційних витрат реальної інституціоналізації фондового ринку. З урахуванням вищевикладеного, можна стверджувати, що трансакційні витрати інституціоналізації фондового ринку в ПРЕ виступають, передусім, у вигляді витрат ліквідації деформацій в розподілі прав власності в корпоративному секторі (і на ринку в цілому). В цьому плані пошук способів усунення цих деформацій, а також подолання системної специфічності економічних активів є найперспективнішим напрямом подальших наукових досліджень проблеми трансакційних витрат інституціоналізації фондового ринку.