

21 N0E0002E1 2 ÇAÑAAÈ AÍ AE2ÇÓ 2Í AÑN0E02E1 Î - A2BEÜÍ Î N02

Обґрунтовано трактування інституційних інвесторів з позиції інституційного підходу та виконання ними функцій, притаманних формальному інститутам. Проведено аналіз динаміки розвитку інституційних інвесторів банківського та небанківського типу у вітчизняній економіці.

Активність інституційних інвесторів на розвинених ринках з 1970-х рр. пов'язана із значним зростанням і структурними змінами ринків капіталу; ринки ж країн з перехідною економікою пішли шляхом підвищення інституціалізації заощаджень. В більшості з них активи в управлінні інституційних інвесторів швидко зростають, що пов'язано передусім із початком реформ пенсійного забезпечення і зростанням популярності інвестиційних фондів. Не залишилась осторонь цього процесу й економіка України.

На інвестиційному ринку України на сьогодні діє понад тисяча різних інституцій (і щорічно їх кількість зростає швидкими темпами, як і обсяги їх активів), які виконують безліч посередницьких операцій, і взаємодіючи між собою, формують його інфраструктуру.

Метою статті є проведення інституційного аналізу фінансових посередників, які виконують роль інституційних інвесторів та визначення їх ролі в економіці України.

Питання інституціалізації всіх секторів економічної діяльності в Україні останнім часом набуває широкої популярності. Так, значним кроком у визначенні ролі інституційного підходу для аналізу вітчизняної економіки ми вважаємо працю Архієреєва С.І. [1].

Звісно, що будь-які спроби інституційного аналізу не оминають найвагоміших праць неінституціональної теорії – Д.Норта, Р.Коуза, О.Уільямсона.

Незважаючи на те, що зустрічаються спроби комплексного аналізу ролі інституційних інвесторів у інвестиційному процесі в Україні Осецьким В.Л. та Реверчуком С.К., ми вважаємо, даний напрям малодослідженим, в першу чергу, через відсутність єдиного методологічного підходу та понятійно-категоріального апарату. Дослідження зарубіжних науковців – Ф. Фабоцці, З. Боді, У. Шарпа, Р. Габбарда – дещо переносять епіцентр аналізу на фондовий ринок, що, без сумніву є актуальним для розвинутої системи інституційних інвесторів, проте в процесі становлення даної системи такий аспект аналізу дещо звужує проблематику дослідження.

З точки зору інституціоналізму „інститути – це „правила гри” в суспільстві чи створені людиною обмеження, що організують взаємини між людьми” [6]. Переслідуючи власні інтереси люди зіштовхуються між собою і здатні завдавати один одному шкоду. Тому перша функція інститутів – координація поведінки людей таким чином, аби вони не завдавали шкоди один одному, чи, аби така шкода певною мірою компенсувалася. Друга функція інститутів – мінімізація трансакційних витрат, що пов'язані з пошуком інформації та укладенням угод. Інститути покликані полегшити як пошук потрібних людей, товарів, цінностей, так і можливість людей домовитись один з одним. І третя функція інститутів – організація процесу передачі інформації чи навчання. Отже, інститути формують певні обмеження, щоб легше проводити переговори і досягати згоди [4].

У працях одного з найвідоміших дослідників інститутів, лауреата Нобелівської премії з економіки Д.Норта, наголошується, що інститути зменшують ступінь невизначеності вибору в економіці за умов нестачі інформації. Нестача інформації призводить до невизначеності вибору та істотно збільшує затрати трудових та інших ресурсів пов'язаних із ним. Інститути, своєю чергою, допомагають економити ресурси в ситуації вибору, показуючи деякий шлях, вже пройдений іншими. Вони:

1) *забезпечують передбачуваність результатів визначеної сукупності дій і додають стабільності економічній діяльності.* Той чи інший інститут підвищує ступінь ймовірності отримати пошукуване, витративши певні кошти [2].

Зокрема, прийшовши в банк, економічний суб'єкт, витративши певний час на ідентифікацію своїх доходів отримає в своє розпорядження бажану суму. Так само, особа, вклавши кошти до недержавного пенсійного фонду, здійснюючи вкладення протягом визначеного періоду часу, після настання пенсійного

віку отримує значну надбавку до пенсії. Це дає підстави відносити банки, недержавні пенсійні фонди та інші інституційні інвестори до інститутів;

2) *сприяють розвиткові вмінь через притаманний їм процес навчання*. Навчання здійснюють спеціалізовані організації. Воно відбувається і тоді, коли люди в ході роботи наслідують досвідченіших колег [2]. Аналогічним чином відбувається навчання й інституційних інвесторів, бо без відповідних знань і досвіду, без відслідковування зарубіжного досвіду та досвіду досвідченіших учасників ринку вони можуть зазнати невдачі;

3) *чутливі до певних стимулів, що впливають на їх поведінку*. Інститути не можуть діяти, якщо немає системи позитивних чи негативних стимулів [2]. Ця риса цілком притаманна інституційним інвесторам, які у разі „правильної” поведінки отримують прибуток, в той час як у протилежному випадку – збитки;

4) *сприяють свободі і безпечності діяльності індивідів в конкретних межах, що винятково високо ціняться економічними суб'єктами* [2]. Безперечно, йдеться про ринкову економіку, що відзначається високим ступенем економічної свободи. Щодо інституційних інвесторів, то їм також дозволеним є усе, що не заборонено законом;

5) *зменшують трансакційні витрати*. Це є і однією з найважливіших функцій інституційних інвесторів: трансакційні витрати завдяки діяльності їх є значно нижчими, ніж за умов, коли приватні заощадники інвестують кошти самостійно.

Вагомий вплив трансакційних витрат на функціонування економічної системи був визнаний після появи статті Р.Коуза „Природа фірми” (1938 р.). Ортодоксальна неокласична теорія розглядала ринок як досконалий механізм, де немає потреби враховувати витрати пов'язані з укладанням угод. Утім, як довів Р.Коуз, такі витрати існують, і за кожної угоди „необхідно проводити переговори, здійснювати нагляд, встановлювати взаємозв'язки, усувати розбіжності”. Вчений визначає трансакційні витрати як витрати пов'язані з користуванням ринковим механізмом [3].

Згодом поняття „трансакційні витрати” набуло ширшого змісту. До них почали відносити будь-які види витрат, що супроводжують взаємодію економічних агентів, де б воно не відбувалось: на ринку чи всередині організації. Адже ділову співпрацю в межах ієрархічних організацій (на кшталт фірм) також супроводжують певні витрати. Згідно інституційному підходу, незалежно від того, є трансакції „ринковими” чи „ієрархічними”, їх обслуговування справа досить дорога [3].

Одним з важливих елементів трансакційних витрат нині виділяють витрати опортуністичної поведінки.

Розрізняють дві основні форми опортуністичної поведінки:

– „ухиляння”, яке виникає при асиметричній інформації, коли агент точно знає, скільки ним затрачено зусиль, а принципал має про це тільки приблизну уяву. У такому випадку існує і стимул, і можливість працювати не з повною віддачею. Особливо гостро постає проблема, коли люди працюють командою і особистий вклад кожного визначити дуже важко;

– „вимагання”, яке спостерігається в тих випадках, коли якийсь агент володіє ресурсом, спеціально пристосованим для використання в даній команді і не має високої цінності за її межами. Такий ресурс називається „специфічним”. У решти учасників з'являється тоді можливість претендувати на частину доходу від цього ресурсу, погрожуючи його власнику розривом відносин, якщо той відмовиться з ними поділитися. Загроза „вимагання” підриває стимули до інвестування в специфічні активи.

Витрати опортуністичної поведінки загострюються на ринках, які розвиваються, за умови обмеженості фахівців відповідної кваліфікації. Така ситуація склалася й у сфері інституційного інвестування в Україні. Ризик опортуністичної поведінки із зростанням даної сфери має перспективи загострюватись, зважаючи на відсутність реальних джерел кваліфікованих працівників.

Одним із розв'язків проблеми високих трансакційних витрат для інвестиційної сфери є об'єднання коштів багатьох різних інвесторів, завдяки чому вони можуть скористатися з економії масштабу. Остання означає зменшення трансакційних витрат на одиницю інвестицій, коли масштаби ділових операцій зростають. Об'єднання коштів інвесторів сприяє істотному зменшенню трансакційних витрат для кожного індивідуального інвестора. Економії масштабу досягають унаслідок того, що сумарні витрати на проведення ділової операції на фінансових ринках зростають незначною мірою, коли масштаби операції збільшуються. Наприклад, витрати на угоду купівлі 10000 акцій за сумою не набагато більші від витрат на угоду купівлі 50 акцій [5, С. 213].

Наявність економії від масштабу в діяльності інституційних інвесторів пояснює їх важливість у формуванні фінансової структури. Яскравим прикладом інституційного інвестора, що викликаний економією масштабу, є інвестиційні фонди. Інвестиційний фонд – це інституційний інвестор, який продає

акції індивідам, а виторг інвестує в облігації або акції. Оскільки ці фонди купують великі пакети акцій або облігацій, то вони можуть скористатися з низьких трансакційних витрат. Ця економія на трансакційних витратах переходить до індивідуальних інвесторів після того, як інвестиційні фонди зменшують ці витрати у формі винагороди за управління рахунками інвесторів. Додаткова вигода для індивідуальних інвесторів полягає у тому, що інвестиційний фонд досить великий, що дає змогу купувати широкодиверсифікований портфель цінних паперів. Розширення можливостей диверсифікації зменшує для індивідуальних інвесторів їхній ризик і таким чином поліпшує їхнє становище.

Інституційні інвестори виникають і тому, що вони придатні для проведення експертизи, яка знижує трансакційні витрати. Інституційні інвестори виконують роль експертів, коли набувають відповідних правових знань. Вони можуть кваліфіковано і недорого скласти угоду. Економія масштабу є важливим фактором зниження інституційними інвесторами витрат по таких напрямках, як послуги правників і комп'ютерна техніка. Наприклад, банк витрачає значну суму грошей на оплату послуг правника за добре складену угоду з надання позики. Цей банк може багаторазово використовувати цю угоду в своїх ділових позикових операціях, знижуючи таким чином витрати на позику.

У ділових операціях, що відбуваються на фінансових ринках, дуже часто один із учасників не знає всього того, що йому потрібно було б знати про іншого учасника для прийняття правильних рішень – це так звана асиметрична інформація. Наприклад, позичальник, який бере позику, звичайно володіє кращою інформацією про потенційні доходи і ризик, що пов'язані з інвестиційними проектами, які планує здійснити, ніж кредитор. Відсутність інформації створює проблеми у фінансовій системі на двох напрямках: до проведення ділової операції і після проведення ділової операції [5, С. 214].

Несприятливий вибір – це проблема, що створюється асиметричною інформацією до проведення ділової операції. Несприятливий вибір має місце тоді, коли потенційні позичальники, які скоріш за все викличуть несприятливий наслідок – непогашені позики, – найактивніше шукають позики, і найімовірніше можна вибрати саме їх (аналогічний приклад – фінансові піраміди середини 1990-х років в Україні та Росії). Несприятливий вибір створює високу можливість того, що надані позички матимуть надмірно великий кредитний ризик і їх можуть не повернути, тому кредитори можуть не надавати жодних позик навіть тоді, коли на ринках існують сприятливі для позичок умови.

Наслідком асиметричної інформації є моральний ризик після здійснення ділової операції. Такий ризик на фінансових ринках виникає тоді, коли кредитор зазнає ризику через потребу у діяльності, що є небажана з погляду кредитора. Моральний ризик до того ж робить малоімовірною можливість повернення позики і спонукає у певних випадках кредиторів не надавати позики [5, С. 215]. Морального ризику зазнавали довірчі товариства та інвестиційні фонди в Україні у приватизаційний період: доручаючи їм приватизаційні майнові сертифікати їхні власники сподівалися стати співвласниками певного майна. Насправді внаслідок іншого напрямку використання коштів вони жодної власності не набули. Звісно, якщо б вони про це наперед знали, то жодної довіри зазначені інституції не мали б.

Роль інституційних інвесторів в національній економіці можна оцінити відносно ВВП, для цього ми пропонуємо використовувати показник *рівня активів інституційних інвесторів (РАІІ)*, який можна обчислити за формулою:

$$РАІІ = \frac{АІІ}{ВВП} \times 100\%,$$

де РАІІ – рівень активів інституційних інвесторів,

АІІ – обсяг активів інституційних інвесторів.

Значення даного показника понад 100%, на наш погляд, можна вважати високим рівнем розвитку системи інституційних інвесторів.

Оцінку за даним показником слід проводити і окремо для інституційних інвесторів банківського типу та інституційних інвесторів небанківського типу. Порівнюючи значення показника за типами інституційних інвесторів можна дійти до висновку про модель організації структури фінансового ринку.

Підсумовуючи викладене, варто відзначити доцільність віднесення інституційних інвесторів до формальних інститутів з притаманними останнім властивостями. Маємо підстави також стверджувати, що інституційні інвестори у якості інститутів в економіці виконують притаманні їм функції – зниження ризику інвестування коштів; усунення проблеми асиметричної інформації; зниження витрат шляхом економії на масштабах; зниження трансакційних витрат та забезпечення професійного управління портфелем інвестованих коштів.

Література

1. Архієреєв С.І. Трансакційний сектор економіки України. – Х.: ХФ НІСД, 2003. – 56 с.
2. Вольчик В.В. Курс лекцій по інституціональній економіці. – Ростов-на-Дону: Изд. Рост. Ун-та, 2000 // Доступно з <http://ie.boom.ru/Lecture.htm>
3. Капелюшников Р. И. Новая институциональная теория. // Доступно з <http://www.donntu.edu.ua>
4. Кузьминов Я.И., Юдкевич М.М. Курс лекцій по інституціональній економіці // Доступно з http://www.hse.ru/rector_net/lectures.htm
5. Мишкін, Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С.Панчишин, А.Стасишин, Г.Стеблій. – К.: Основи, 1999. – С. 214.
6. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. – К.: Основи, 2000. – 198 с.