

УДК 336.763

*А. О. Єпіфанов, д-р екон. наук, проф., Р. В. Коробка, аспірант,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи Національного банку України”*

## ІНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РИНКУ ЯК ІНСТИТУЦІАЛІЗОВАНА ФОРМА ТРАНСАКЦІЇ

*У статті досліджено економічну сутність інфраструктури як механізму оптимізації транзакційних витрат при проведенні операцій з цінними паперами.*

*Ключові слова: фондовий ринок, інфраструктура, транзакційні витрати.*

**Постановка проблеми.** В умовах становлення ринку цінних паперів в Україні вивчення теорії і практики функціонування його інфраструктури, оптимізації її складу та формування ефективних механізмів взаємодії окремих елементів набуває особливої значущості, оскільки інвестиційна привабливість цінних паперів, що реалізуються на фондовому ринку України, значною мірою визначається узгодженістю взаємодії всіх елементів ринкової інфраструктури, спрямованої на забезпечення максимальної реалізації інвестиційних інтересів вітчизняних та іноземних учасників угод з купівлі-продажу цінних паперів як об'єкта інвестування, який характеризується певною дохідністю та ризикованістю вкладання капіталу.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** У науковій літературі склався дещо спрощений підхід до вивчення проблем розвитку інфраструктури фінансового ринку в цілому та фондового ринку як окремого його сегмента. Наукова думка поки що не запропонувала єдиного цілісного системного трактування сутності поняття “інфраструктура ринку цінних паперів”, в якому б узгоджувалися достатньо протилежні прояви її змісту – виняткова роль у забезпеченні ефективності операцій з купівлі-продажу цінних паперів та певний другорядний обслуговуючий характер

стосовно інших учасників фондового ринку. Окремі питання функціонування інфраструктури ринку цінних паперів аналізувалися у роботах багатьох вітчизняних та іноземних науковців і практиків. Серед них можна відзначити С. Архієреєва [2], Ю. Беленького, А. Головка, В. Жупаненка, М. Коваленко [3], О. Мозгового, І. Рекуненка [5], В. Смагіна, Ш. Шелудько [7] та інших, кожен з яких пропонує свої підходи до визначення інфраструктури ринку.

Недостатній рівень розробки сучасною економічною наукою проблеми інфраструктури фінансового ринку в цілому та фондового ринку як окремої його складової, зокрема, ускладнює раціональне здійснення господарської практики реалізації обмінних операцій з приводу купівлі-продажу фінансових інструментів, а також загальний перебіг інвестиційних процесів в Україні. Це зумовлено тим, що у таких умовах фактично відсутня система обґрунтованих та дієвих рекомендацій щодо створення адекватного інфраструктурного забезпечення ефективного функціонування ринку, що органічно поєднувала б світовий досвід із національною специфікою української економіки.

Науковці, як правило, в цілому визнаючи її важливість, місце та роль у забезпеченні нормальної реалізації економічних відносин між прямими учасниками ринкових угод, акцентують увагу

саме на підлеглих та залежності інфраструктури від інтересів та дій інших учасників. При цьому здебільшого вивчаються зв'язки інфраструктури з потребами та інтересами інших учасників фондового ринку та ігнорується проблема внутрішньої будови самої інфраструктури як самостійного об'єкта дослідження, організаційно-технічних форм та фінансово-економічних моделей взаємодії окремих її елементів.

**Метою даної статті** є дослідження економічної сутності інфраструктури як механізму оптимізації трансакційних витрат при проведенні операцій з цінними паперами.

**Виклад основного матеріалу.** З точки зору свого походження, інфраструктура фінансового ринку в цілому та ринку цінних паперів як його складової, на яких рух товарно-грошових потоків забезпечується виключно за рахунок укладання угод (трансакцій), є інституціоналізованою формою трансакції [3]. При цьому інституалізація передбачає необхідність створення цілої системи спеціалізованих інститутів, які є невід'ємною складовою розвинутої ринкової економіки і становлять її інфраструктуру. Інфраструктура за допомогою своєї діяльності скорочує для учасників ринку час здійснення операцій і витрати із ними пов'язані, тобто витрати обігу, тим самим вивільняючи ресурси учасників ринку для більш ефективної роботи.

Базові методологічні положення, що дозволяють пояснити принцип дії інфраструктури на ефективність проведення фінансових операцій, у тому числі і на фондовому ринку, були розроблені в межах теорії інституціоналізму.

При цьому особливий інтерес представляє погляд на механізми формування інституціональної структури економіки і суспільства Дж. Коммонса та Р. Коуза [10; 11]. Досліджуючи базові положення неокласичної теорії щодо досконалості ринку як механізму оптимізації витрат, вони показали, що на практиці об'єктивно виникають витрати використання ринкового механізму, тобто так звані трансакційні витрати.

Саме через існування трансакційних витрат Р. Коуз пояснює виникнення ринкової інфраструктури як сукупності спеціалістів, що забезпечують процес обміну між прямими учасниками угоди з купівлі-продажу: "Покупці і продавці мають знаходити один одного; покупці повинні вивчити те, що продавці можуть їм запропонувати, а продавці – що покупці хочуть придбати; обидві сторони мусять вивчити ціни, за якими інша сторона погодиться здійснювати операції, сторони повинні вести переговори, виробляти контракти, забезпечувати їх виконання і таке інше. Створюватимуться ринки і з'являтимуться спеціалісти – дилери і брокери – для забезпечення процесу обміну. Саме витрати такої діяльності я називаю трансакційними витратами [10]".

Слід зазначити, що сучасне розуміння трансакційних витрат варіює від вузьких визначень, що пов'язують ці витрати з окремими видами економічної діяльності, до широких, що підкреслюють інституційну природу явища (табл. 1), проте всі вони прагнуть зв'язати трансакційні витрати з певними діями і затратами, які виникають у процесі укладання угоди на ринку.

**Таблиця 1 – Огляд трактування поняття трансакційних витрат\***

Автор, джерело	Поняття, що використовується
К. Ерроу [8]	Витрати експлуатації економічної системи
Дж. Джоунс і С. Хілл [12]	Витрати на переговори, моніторинг і виконання угод, які дозволяють сторонам дійти згоди
А. Алчян [1]	Трансакційні витрати виникають, оскільки існують проблеми спілкування, обробки інформації, дотримання умов договору, нечіткі визначення прав тощо
С. Чанг [1]	Будь-які інституційні витрати, які виникають у будь-якій економіці
О. Уільямсон, Я. Корнаї [6]	Є еквівалентом тертя в механічних системах, яке заважає оперативному укладанню угод між економічними агентами

\*Складено авторами

Саме прагненням уникати витрат з укладання операцій на ринку пояснюється існування інфраструктури ринку, в якій відбувається алокація інформаційних ресурсів щодо стану основних факторів, які визначають доцільність укладання угоди з купівлі-продажу. Відповідно, інфраструктура ринку існуватиме та розширюватиметься до тих пір, поки вона реалізує функцію координації інформаційних потоків між прямими учасниками угоди при менших витратах, ніж

це досягалося б при ринкових операціях, неопосередкованих інфраструктурою.

Для оптимізації кількісних параметрів інфраструктури ринку необхідно виходити з того, що основним чинником обмеження її зростання є обсяг економії на витратах: кількість об'єктів інфраструктури зростає до тих пір, поки економія на витратах, пов'язаних з укладанням ринкових операцій, не почне перебиватися збільшенням витрат, пов'язаних з використанням

адміністративного механізму, необхідного для утворення інфраструктури, фінансового забезпечення її функціонування та координації її роботи.

В рамках теорії немає одностайності щодо пояснення природи трансакційних витрат, проте всю множину існуючих поглядів можна згрупувати у три базисні підходи: теорію трансакційних витрат, теорію суспільного вибору і теорію угод. Теорія трансакційних витрат висуває на передній план те, що ринок інформації погано розвинутий, а цінові сигнали спотворені внаслідок високої монополізації ринку і структурних диспропорцій. Теорія суспільного вибору акцентує на незавершеності формування ринку, на розмірах національного ринку і великій кількості його учасників. Теорія угод пояснює високий рівень трансакційних витрат нестабільністю співвідношень різних угод і їх фрагментацією [4, с. 152]. На нашу думку, всі вони є взаємодовнюючими, проте лише їх комплексне поєднання дозволяє адекватно пояснити виникнення трансакційних витрат при проведенні ринкових операцій.

Характерною особливістю фінансового сектора економіки є те, що всі його витрати

за своєю природою є трансакційними, а зниження питомої вартості фінансових операцій в цілому, у тому числі пов'язаних із купівлею-продажем цінних паперів на фондовому ринку, досягається за рахунок стандартизації порядку їх проведення та концентрації операцій у спеціалізованих організаціях – складових інфраструктури.

Таким чином, теорію трансакційних витрат можливо використати для удосконалення інфраструктури фондового ринку, забезпечення його прозорості, упорядкування проведення реєстраційної і депозитарної діяльності, а також зменшення трансакційних витрат ринкових агентів малих організаційних форм щодо доступу до зовнішніх джерел фінансування за рахунок утворення раціонального складу інфраструктури ринку та вибору ефективної моделі її побудови.

Узагальнення літературних джерел дозволяє виділити п'ять основних форм трансакційних витрат, які, на нашу думку, є визначальними для обґрунтування феномена існування інфраструктури ринків в цілому та фондового ринку зокрема (табл. 2).

**Таблиця 2 – Вплив різних форм трансакційних витрат на формування інфраструктури фондового ринку\***

Форма витрат	Характеристика впливу на формування інфраструктури	Елемент інфраструктури фондового ринку
Витрати на пошук інформації	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів фондового ринку, що спеціалізуються на пошуку і аналізі інформації про тенденції фондового ринку та фінансовий стан емітента цінних паперів, а також наданні консалтингових послуг	Торговельно-інформаційні системи Аналітичні компанії Консалтингові компанії Рейтингові агенції Маркетингові компанії Електронні та друковані інформаційні мережі
Витрати вимірювання	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів фондового ринку, що спеціалізуються на аналізі та оцінці інвестиційної привабливості цінних паперів, а також наданні відповідних консалтингових послуг	Фондові біржі Торговельно-інформаційні системи Аналітичні компанії Консалтингові компанії Рейтингові агенції Компанії з управління активами Інвестиційні фонди Пенсійні фонди Страхові компанії
Витрати на ведення переговорів	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів, що забезпечують агентське представництво інтересів покупців та продавців цінних паперів в процесі укладання угод на фондовому ринку	Фондові біржі Торговельно-інформаційні системи Торговці цінними паперами Брокери, дилери Банки
Витрати опортуністичної поведінки	Необхідність передбачення у складі інфраструктури нормативно-правового та методичного забезпечення, що уніфікує порядок проведення ринкових операцій та взаємодії між учасниками з метою підвищення фінансової безпеки ринку, захисту інтересів інвесторів та уникнення зловживань та нецільового використання коштів у схемах довірчого та колективного інвестування	Клірингові системи Компанії з управління активами Інвестиційні фонди Пенсійні фонди Страхові компанії
Витрати із специфікації прав власності	Необхідність формування інфраструктурних суб'єктів для здійснення реєстраторської і депозитарної діяльності	Реєстратори Депозитарії Зберігачі

\*Складено авторами

Узагальнення різних функціональних властивостей інфраструктури із врахуванням цільового спрямування інфраструктури ринку цінних паперів дозволяє виділити чотири її основні функції, кожна з яких реалізується окремою підсистемою складної ієрархічної системи, якою є фондовий ринок. Такими функціями є:

- посередницька – забезпечення взаємодії емітентів та інвесторів, опосередкування обігу цінних паперів на ринку;
- організаційна – створення умов для торгівлі цінними паперами;
- технічна – забезпечення всіх технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій із цінними паперами;

- інформаційна – налагодження прозорого інформаційного простору для функціонування ринку.

Враховуючи функціональний зв'язок підсистем інфраструктури ринку цінних паперів, може бути запропонована декомпозиція її функцій та завдань (рис. 1).

При цьому внутрішній поділ елементів підсистем інфраструктури є до певної міри умовним, оскільки, як свідчить світова практика, на ринку цінних паперів професійні учасники можуть поєднувати різні види професійної діяльності, а отже “бути присутніми” в кількох підсистемах інфраструктури фондового ринку.

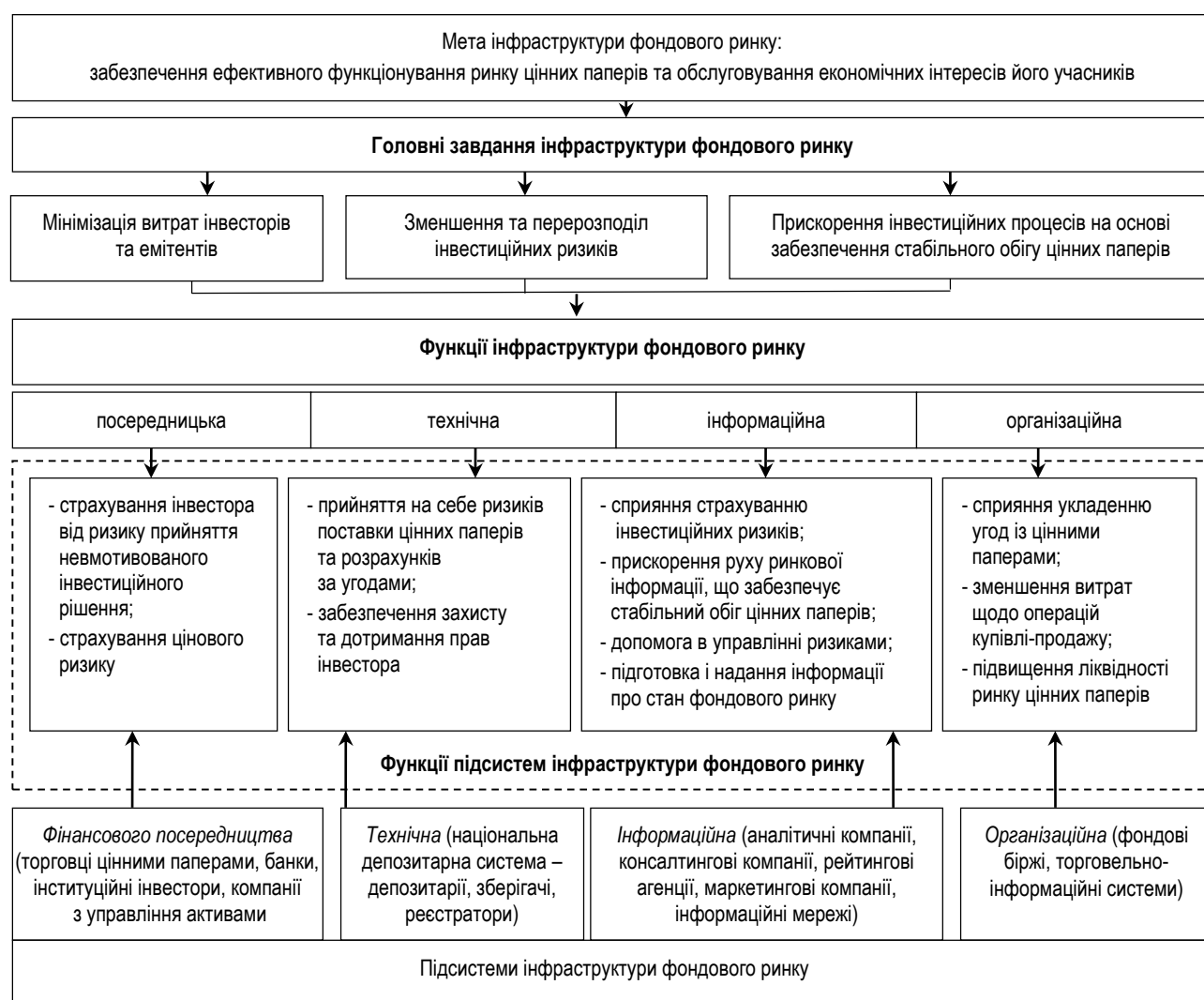


Рисунок 1 – Декомпозиція функцій та завдань інфраструктури фондового ринку (розроблено авторами)

На основі аналізу функцій і завдань, які покликана виконувати інфраструктура, а також з позиції погляду на неї як важливу складову ефективного функціонування ринку цінних паперів,

нами пропонується таке визначення: *інфраструктура ринку цінних паперів – це складна підсистема ринку цінних паперів, функціональне призначення якої полягає в забезпеченні ефективної*

реалізації економічних інтересів емітентів та інвесторів через організацію раціональної взаємодії інститутів фінансового посередництва, технічної підтримки, торговельного та інформаційного обслуговування при здійсненні операцій із цінними паперами для забезпечення мінімізації трансакційних витрат, стабільного обігу цінних паперів та прискорення процесу акумуляції інвестиційних ресурсів.

**Висновки.** Таким чином, ринкова інфраструктура забезпечує підтримку оптимального режиму відтворення і збалансованого розвитку окремих ринків. Поява інфраструктури

фондового ринку є закономірним процесом та наслідком прояву розподілу і спеціалізації суспільного виробництва у фінансовій сфері. Інфраструктура ринку, як і сам ринок цінних паперів, – динамічна система, функції і завдання якої безперервно розширюються і змінюються відповідно до основних тенденцій розвитку світових та національних ринків цінних паперів, змін настроїв і побажань основних суб'єктів ринку – емітентів та інвесторів. Розвинута і розгалужена інфраструктура ринку цінних паперів знижує рівень трансакційних витрат в економічній системі

### Список літератури

1. Алчян А. Производство, стоимость информации и экономическая организация / А. Алчян, Г. Демсец // Вехи экономической мысли. – Том 5: Теория отраслевых рынков. – СПб.: Экономическая школа, 2003. – С. 280–317.
2. Архиреев С. И. Трансакционные издержки институционализации фондового рынка / С. И. Архиреев, Я. В. Зинченко. – Х. : ХНУ им. В. Н. Каразина, 2005. – 248 с.
3. Коваленко М. Є. Концепція інфраструктури у фінансовому секторі економіки / М. Є. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Т. 16. – С. 298–306.
4. Олейник А. Институциональная экономика / А. Олейник // Вопросы экономики. – 1999. – № 5–6. – С. 151–158.
5. Рекуненко І. І. Інфраструктура ринку: елементи та значення в ринковій економіці // Економіка, фінанси, право. – Київ. – 2011. – № 11–12. – С. 14–18.
6. Уильямсон О. Экономические институты капитализма. Фирмы, рынки и отношенческая контрактация / О. Уильямсон. – СПб. : Лениздат Sev Press, 1996. – 702 с.
7. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : навчальний посібник / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., випр. і доп. – К. : Знання-Прес, 2003. – 535 с.
8. Эрроу К. Возможности и пределы рынка как механизма распределения ресурсов / К. Эрроу. – THESIS, 1993. – Т. 1. – Вып. 2. – С. 53–68.
9. Cheung S. On the New Institutional Economics. – Contract Economics: Blackwell Publishers, 1992.
10. Coase R. H. The Problem of Social Cost [Електронний ресурс] / R. H. Coase. // Journal of Law and Economics. – 1960. – Vol. 3. – P. 1–44. – Режим доступу : <http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/Forstater/420/420papers/Coase1960.pdf>.
11. Commons J. R. Institutional Economics. / J. R. Commons. – Madison : University of Wisconsin Press, 1934. – 921 p.
12. Jones G. R., Hill C W. Transaction Costs Analysis of Strategy-Structure Choice. Strategic Management Journal. – Vol. 9. – С. 160.

Отримано 01.11.2012

### Summary

In this paper the economic substance of the infrastructure as a mechanism to optimize transaction costs for operations with securities is investigated.

Спіфанов А. О. Інфраструктура фондового ринку як інституціалізована форма трансакції / А. О. Спіфанов, Р. В. Коробка // Вісник Української академії банківської справи. – 2012. – № 2 (33). – С. 3–7.