

Ємельянова Л. О.

кандидат економічних наук,
доцент кафедри міжнародного економічного аналізу і фінансів
Львівського національного університету імені І. Франка

Yemelyanova L. O.

PhD in Economics, Associate Professor,
Department of International Economic Analyses and Finance
Ivan Franko National University of Lviv

СКЛАДОВІ ІНСТИТУЦІЙНИХ РЕФОРМ У КОНТЕКСТІ ФОРМУВАННЯ АКЦІОНЕРНОГО КАПІТАЛУ В КРАЇНАХ ІЗ ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

COMPONENTS OF INSTITUTIONAL REFORMS IN THE CONTEXT OF SHARE CAPITAL FORMING IN TRANSITION ECONOMIES

Анотація. У роботі систематизовано складові інституційних реформ у країнах із перехідною економікою, упродовження яких забезпечує створення якісного інституційного середовища. Показано, що виникнення інституційних пасток може бути обумовлене помилкою на будь-якому етапі проведення інституційних реформ. Теоретичний аналіз доповнено прикладами формування та функціонування ринку акціонерного капіталу. Виокремлено два основні етапи інституційних реформ на ринку акціонерного капіталу, які повинні пройти країни з перехідною економікою.

Ключові слова: інституційні реформи, ринок акціонерного капіталу, якісне інституційне середовище, інституційні пастки, формальні та неформальні інститути.

Вступ та постановка проблеми. Світовий досвід проведення економічних реформ у державах із різними політичним устроєм, ідеологічними концепціями, моральними цінностями показав, що однією з основних складових їх успішного завершення є врахування інституційного фактора при здійсненні відповідних перетворень [1]. На думку Дж. Стігліца, «реформа інститутів є основним етапом будь-якої реформи» [2].

Не дивно, що інституційні реформи стали ключовим компонентом політики, рекомендованої для економік країн Центральної та Східної Європи з самого початку перехідного періоду [3, с. 2]. Проголошувати проведення інституційних реформ стало модно. Проте чи впорались країни ЦСЄ з поставленим завданням? Чи змогли дійсно сформувати дієві та ефективні інститути, зокрема на ринку акціонерного капіталу? Для того щоб дати відповідь на ці питання, потрібно визначити основні характеристики ефективності інституційних реформ або, іншими словами, складові інституційних реформ, без формування яких неможливо створити якісне інституційне середовище.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Глибокий аналіз окремих складових інституційних реформ можна простежити в дослідженнях економістів таких сучасних шкіл інституційного напрямку економічної думки, як: теорія трансакційних витрат, представниками якої є Р. Коуз, Д. Норт, О. Вільямсон, А. Алчіан та Г. Демсец; теорія прав власності, над розробкою якої працювали, зокрема, Р. Коуз, А. Алчіан та Г. Демсец; теорія контрактів (або теорія агентів, теорія контрактних агентських відносин), представниками якої є, зокрема, А. Берлі та Г. Мінз, А. Алчіан, М. Дженсен та В. Меклінг; а також теорія суспільного вибору, представлена працями Дж. Б'юкенена та Г. Таллока, Д. Мюллера, М. Олсона та К. Ерроу. Серед вітчизняних економістів вивченню питань інституціоналізації економіки присвячено праці А. Ткача, С. Архіреєва та Я. Зінченка. Для отримання можливості всебічного, ґрунтовного і послідовного аналізу різних аспектів інституційних реформ та формулю-

вання висновків щодо їх ефективності, зокрема в процесі формування акціонерного капіталу, вважаємо за необхідне на основі опрацьованих наукових джерел сформувати основні складові інституційних реформ у країнах із перехідною економікою.

Метою даної роботи є систематизація складових інституційних реформ у контексті формування акціонерного капіталу в країнах із перехідною економікою.

Результати дослідження. На нашу думку, ефективні інституційні реформи в країнах із перехідною економікою, опираючись на понятійно-категоріальний апарат інституційної теорії, передбачають (рис. 1):

- по-перше, створення формальних ринкових інститутів;
- по-друге, контроль та забезпечення функціонування створених інститутів із боку держави та окремих суб'єктів економічної діяльності;
- по-третє, створення/вкорінення властивих ринковому порядку неформальних інститутів.

Ефективні інституційні реформи передбачають формування привабливого інституційного середовища, відповідно до сучасних поглядів інституціоналістів, повинно забезпечувати: мінімізацію трансакційних витрат, захист прав власності, виконання контрактів, конкурентну поведінку, зменшення проявів опортуністичної поведінки та персоналізації обміну, а також враховувати наявність обмеженої раціональності (рис. 1).

При формуванні якісного інституційного середовища надзвичайно важливою є роль держави, а також саморегульованих організацій, учасників корпоративних відносин та міжнародних організацій. На рис. 1 даний аспект представлено у вигляді чотирьох виокремлених нами рівнів, на яких повинно забезпечуватись функціонування та контроль створених інститутів.

Першим виокремленим нами елементом ефективних інституційних реформ є мінімізація трансакційних витрат. За Р. Коузом трансакційні витрати – це «витрати

збору та обробки інформації, витрати проведення переговорів і прийняття рішень, а також витрати контролю та юридичного захисту виконання контракту» [4]. На думку Д. Норґа, «небезкоштовність інформації – ключ до розуміння трансакційних витрат, що складаються з витрат на вимірювання цінних атрибутів того, що обмінюється, витрат на захист прав, нагляд за дотриманням угод і забезпечення їх виконання...» [5, с. 40].

Слід відзначити, що трансакційні витрати властиві як ринковим та командно-адміністративним економічним системам, так і перехідним економікам. Трансакційні витрати зростають із розвитком. Особливий вплив на зростання трансакційних витрат мають малодоступність, недостатність, а головне – висока вартість інформації [6, с. 64–65].

Якщо економічна система функціонує ефективно, то трансакційні витрати є досить низькі. Відповідно до поглядів Р. Коуза, організації створюються з метою скорочення трансакційних витрат [7]. На думку Д. Норґа, ефективний ринок виникає завдяки функціонуванню інститутів, які забезпечують зниження трансакційних витрат [5, с. 85]. Яскравим прикладом такого інституту на ринку акціонерного капіталу є фондова біржа.

Р. Коуз показав, що аллокація ресурсів, передбачена неокласичною парадигмою, можлива лише за відсутності трансакційних витрат; при позитивних трансакційних витратах структури, пов'язані із забезпеченням прав власності, чинять вплив на аллокацію [7]. У такому випадку на ринку акціонерного капіталу капітал може спрямовуватись не в перспективні галузі промисловості, а в галузі з порівняно меншими темпами приросту доданої вартості, проте більш впливовими власниками.

Виміряти трансакційні витрати досить складно. На думку Д. Норґа, «якщо угоди мають ринковий характер, то обрахувати трансакційні витрати можливо. Проте ті трансакційні витрати, які пов'язані зі стоянням у чергах, очікуванням, дачею хабарів, виміряти неможливо» [8, с. 78]. Наявність таких витрат ускладнює оцінку величини трансакційних витрат.

Уперше спробу кількісної оцінки трансакційних витрат на окремому ринку зробив Г. Демсец. Трансакційні витрати економіст визначив як витрати використання Нью-Йоркської фондової біржі для проведення швидкого обміну акцій на гроші та обрахував на основі спреда. На думку економіста, величина спреда залежить від чотирьох факторів: кількості гравців, які приймають участь у торгах по даній акції; кількості угод; кількості ринків, на яких продається акція; а також від її ціни. Г. Демсец зробив висновок, що чим активніше відбувається торгівля акцією, тим меншим повинен бути спред; чим дорожча акція, тим, відповідно, більший спред. Це пояснюється тим, що чим активніше торгується певна акція, тим більшою є економія на масштабі операцій, яка виражається у зменшенні середньої величини трансакційних витрат, чи витрат у розрахунку на одну акцію [9].

Серед українських економістів, дослідження яких присвячені аналізу трансакційних витрат на фондовому ринку України, слід відзначити С. Архіреєва та А. Зінченка [10], а також О. Тарасенка [11]. Обрахунки трансакційних витрат проводилися вченими також на основі аналізу спреда. Економісти дійшли

висновку, що високі трансакційні витрати на фондовому ринку України свідчать про нерозвиненість та неефективність інституцій даного ринку, що в сукупності відлякує інвесторів та зменшує капіталізацію даного ринку.

Наявність більших чи менших трансакційних витрат, або ж більшої чи меншої ліквідності, на фондовому ринку можна виміряти також за допомогою коефіцієнта оборотності, який розраховується як співвідношення загального обсягу торгівлі акціями до ринкової капіталізації. Великий, проте неактивний ринок має великий показник капіталізації, але малий коефіцієнт оборотності. Невеликий ліквідний ринок має високий показник оборотності, але низький показник капіталізації.

Показовим при аналізі трансакційних витрат є також розрахунок ліквідності фондового ринку як співвідношення загального обсягу торгівлі акціями протягом певного періоду до ВВП за цей період [12, с. 538]. При цьому питання розробки загальноприйнятої методики оцінки трансакційних витрат та визначення їх структури як у масштабах економіки в цілому, так і на фондовому ринку зокрема залишається досі відкритим [13, с. 110].

Наступним елементом інституційних реформ є захист прав власності. За словами Р. Пустовійта, «без досконалої специфікації прав власності реальний демократичний устрій є неможливим... Концентрація величезного

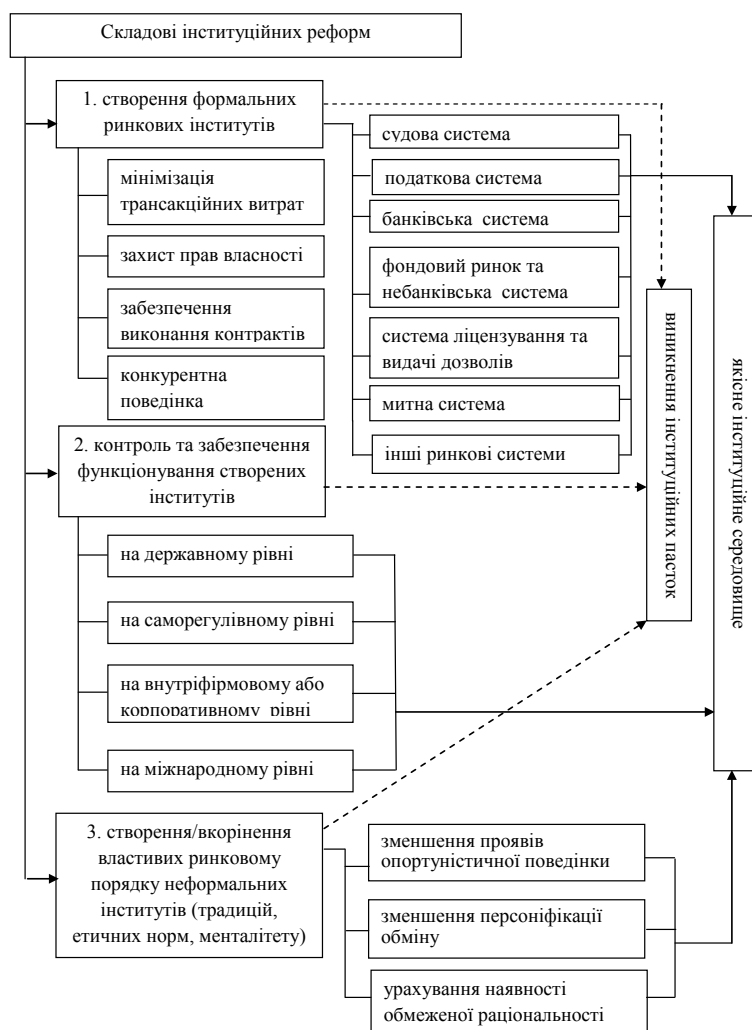


Рис. 1. Складові інституційних реформ у країнах із перехідною економікою (сформовано автором)

Примітка. Пунктирні стрілки характеризують ситуацію, коли на якомусь з етапів проведення інституційних реформ допущено помилку.

багатства в руках небагатьох призводить до концентрації політичного ресурсу, що руйнуватиме демократичний режим... Недостатня інституційна підтримка державою прав власності заохочує опортунізм, збільшує трансакційні витрати на захист від зазіхань на власність та відтягує ресурси від продуктивної діяльності» [14]. Надзвичайно велика роль у захисті приватної власності надається судовій системі країни.

Забезпечення виконання контрактів є ще одним важливим елементом проведення інституційних реформ, оскільки саме контракти забезпечують зменшення невизначеності угод, відстоюючи реальні права та зобов'язання сторін. Ця проблема є чітко окресленою в теорії контрактів, зокрема в теорії агентських відносин. Одним із питань, висунутим у цій теорії, є питання про те, якими повинні бути контракти, щоб поведінка агентів (менеджерів) найменшою мірою відхилялася від інтересів принципалів (власників)? Важливою проблемою в цій теорії є проблема відокремлення власності від контролю.

Однією з основних умов, яка забезпечує виконання покладених на ринок акціонерного капіталу функцій, є наявність конкурентного середовища (рис. 1). Важливість конкуренції для нормального функціонування будь-якого ринку визначається можливістю встановлення вільної, ринкової ціни. Жодні штучні системи контролю не можуть того, що може ринок: дати справжню оцінку товару, а у випадку з ринком акціонерного капіталу – акції.

Перераховані елементи ефективних інституційних реформ, на думку неінституціоналістів, забезпечуються шляхом належного функціонування таких базових систем економічної діяльності, як судова, податкова, банківська та небанківська системи, фондовий ринок, система ліцензування та видачі дозволів, митна та інші ринкові економічні системи (рис. 1).

Створивши нові ефективні інститути, держава, а також суб'єкти економічної діяльності та кожен окремих громадянин повинні контролювати та забезпечувати їх подальше функціонування. Важливе значення при цьому має створення системи соціального контролю над економікою. Ця проблема трактується досить широко: від контролю на внутріфінансовому корпоративному рівні до організації соціального контролю на рівні макроекономічного, реалізація якого пов'язана з активною діяльністю держави [15].

На наше переконання, слід розглядати чотири рівні контролю та регулювання створених інститутів: державний, саморегулювальний, внутріфінансовий/ корпоративний, міжнародний (рис. 1).

Держава, на нашу думку, відіграє головну роль у формуванні та зміні інституціональної структури економіки тієї або іншої країни, і саме вона повинна забезпечувати формування ефективних інститутів та контролювати встановлені правила гри. Вагома роль держави в установленні правил гри та захисті прав власності висвітлена, зокрема, у працях таких представників теорії суспільного вибору, як Дж. Б'юкенен та Г. Таллок. Держава, на думку економістів, може як сприяти створенню ефективних ринкових інститутів, так і, навпаки, створювати інституціональну структуру, що не дозволяє виявитися перевагам конкурентного порядку через монопольну владу й інші фактори, що ведуть до росту трансакційних витрат [16].

Ефективне державне регулювання є надзвичайно важливим елементом функціонування ринку акціонерного капіталу. Безконтрольний та нерегульований ринок може призводити до таких небажаних наслідків, як монополізація, нерівноправність учасників процесу обігу цінних паперів, недозване використання закритої інформації

тощо (так, зокрема, як це відбувається в перехідних економіках). На думку О. Мозгового, тільки належний контроль може забезпечити досягнення основної мети – створення цілісного, високоліквідного та ефективного фондового ринку, регульованого державою і здатного інтегруватися у світові ринки [17, с. 11–12].

Досить показовим є порівняння системи регулювання ринку акціонерного капіталу в 90-х роках у Польщі та Чехії. Економіки цих країн розвивалися за подібним сценарієм, за виключенням динаміки фондових ринків. У Чехії в середині 90-х років були майже повністю відсутні фінансові регулятори: не було регулювання ринку цінних паперів, не було незалежної комісії, майже не існувало обмежень на перекачування ресурсів із компанії собі в кишеню. У Польщі ситуація була іншою: регулювання, подібне до регулювання в США, незалежний регулюючий орган, активне втручання регулюючих органів у випадку підозри в незаконності угоди. Масова приватизація в Чехії призвела до швидкого розвитку ринку акцій на початку 90-х років, проте в кінці 90-х Польща випередила Чехію за капіталізацією в три рази [18].

Наступним рівнем контролю та регулювання створених інститутів є саморегулювання ринку, яке здійснюється за допомогою саморегулюючих організацій. На ринку акціонерного капіталу такими організаціями переважно є фондові біржі та професійні асоціації учасників інвестиційного бізнесу. Останні виникають тоді, коли дії держави з регулювання ринку з певних причин є недостатніми. Асоціації виявляють нечесну поведінку окремих осіб, яка завдає шкоди не тільки членам цих асоціацій, а й ширшому колу учасників біржової торгівлі, оскільки зниження громадської довіри до фахівців підриває основи їх бізнесу, призводить до втрати прибутку [19, с. 245]. Такі організації можна віднести до тих інститутів, які Д. Коммонс визначив як «колективну дію з контролю за індивідуальними діями» [20, с. 48].

На внутріфінансовому/корпоративному рівні контроль та регулювання полягає, на нашу думку, в забезпеченні якісного корпоративного управління. Цей рівень управління є надзвичайно важливим, оскільки жодне акціонерне товариство не може розраховувати на довіру інвесторів та надходження зовнішнього фінансування, не вживаючи заходів щодо захисту прав інвесторів, забезпечення надійних механізмів управління та контролю, відкритості та прозорості у своїй діяльності [21]. У багатьох сучасних дослідженнях поряд із важливою роллю ефективних фінансових ринків в економічному зростанні як на макро-, так і на мікрорівні, відзначається також прямий зв'язок між підвищенням якості корпоративного управління та покращанням показників економічного зростання в країні [22].

І, нарешті, під міжнародним рівнем регулювання будемо розуміти відповідність функціонування інститутів національних ринків певним міжнародним критеріям та стандартам. Цей аспект є надзвичайно важливим з огляду на євроінтеграційні процеси в країнах ЦЄС.

Так, зокрема, саме з метою створення ефективних і контрольованих фондових ринків та ринків акціонерного капіталу, а також уникнення виникнення інституційних пасток Міжнародною організацією комісії із цінних паперів (IOSCO) у 1998 р. було ухвалено документ під назвою «Цілі та принципи регулювання фондового ринку». Тридцять основних принципів, висвітлених у цьому документі, базуються на трьох основних цілях: 1) захисті інвесторів; 2) забезпеченні функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку; 3) уникненні системних ризиків [23]. Важливими для розвитку ринку акціонерного

капіталу та покращання фінансових систем країн світу є також «Загальні принципи корпоративного управління», розроблені в 1999 р. Організацією економічного співробітництва та розвитку (ОЕСР) [24], «Принципи та рекомендації з питань ефективного банкрутства та захисту прав кредиторів», розроблені Світовим банком у 2000 р., «Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку», розроблені в 2000 р. Комітетом із міжнародних стандартів бухгалтерського обліку [25].

Проте створити нові формальні ринкові інститути та відповідну систему контролю і забезпечення функціонування цих інститутів не означає провести інституційні реформи. Набагато складніше змінити старі та вкорінити нові неформальні інститути (рис. 1). Як зазначав Д. Норт, «ідеї та ідеології мають значення... Вони формують суб'єктивні уявлення, за допомогою яких індивіди тлумачать навколишній світ і роблять вибір» [5, с. 142].

На думку Д. Норта, «хоча офіційні правила можуть змінитися за одну ніч унаслідок політичних або юридичних рішень, неофіційні обмеження, пов'язані зі звичаями, традиціями та кодексами поведінки, набагато менше піддаються впливу цілеспрямованої політики» [5, с. 15]. Неформальні інститути змінюються поступово, спираючись на історичний досвід. Це є ключовим питанням для перехідних економік. У таких економіках не можна очікувати ефективної роботи ринкових законів, навіть ретельно скопійованих із законодавства розвинутих країн, якщо вони не спираються на неформальні «правила гри» даного суспільства. Прикладом є східноєвропейські країни, в яких прийняті закони про банкрутство довго та важко адаптувались до місцевих умов [26].

Величина витрат ринкових трансакцій напряму залежить від традицій ринкової поведінки контрагентів обміну (рис. 1). Якщо в суспільстві не існує моральних правил поваги до прав власності, чесності в дотриманні контрактів, то контроль із боку навіть найдосконалішого права не дозволить істотно зменшити трансакційні витрати. Це чітко простежується в умовах перехідної економіки, коли стосунки між суб'єктами ринку, що формується, розвиваються швидше, ніж створюються властиві ринковому порядку норми поведінки. Тому трансакційні витрати, навіть при створенні ідеальної правової системи, залишаються досить високими доти, поки населенню не будуть прищеплені нові етичні правила [27, с. 25–26]. Етичні норми, як правило, ефективніше сприяють зниженню трансакційних витрат, ніж формальні. Отже, етичні норми, мораль, культура, ідеологія та традиції є тими обмеженнями, ігноруючи які часто неможливо пояснити деякі економічні явища [28].

Важливість традицій та соціокультурного чинника підкреслюється і в працях Я. Міркіна, який стверджує, що «неспівставність фінансових ринків у різних країнах не можна пояснити інакше, ніж різницею в економічній поведінці населення, що базується на національному характері, релігії, традиціях» [29, с. 196].

Маючи різний менталітет, індивіди в схожих економічних ситуаціях приймають різні рішення. «Уявні конструкції гравців, задані складністю навколишнього світу, обмеженим інформаційним зворотним зв'язком із результатами діяльності, успадкованими культурними традиціями, визначають їх сприйняття» [30]. Відповідно, успіх проведення ринкових реформ багато в чому залежить від зміни менталітету населення.

Велике значення при проведенні інституційних реформ має також рівень опортунізму серед населення (рис. 1). В економічний аналіз це поняття ввів О. Вільямсон, який визначив опортунізм як «переслідування влас-

ного інтересу з використанням підступності,.. обману, приховування інформації,.. що заважає реалізації інтересів організації» [31, с. 689].

Якщо особа бачить, що її дія здатна принести значну вигоду, але заборонена певним правилом, у неї цілком може виникнути стимул до порушення цього правила. Якщо очікувана вигода від порушення перевищує очікувані витрати порушення, то раціональним виявляється порушити правило. Така опортуністична поведінка, приносячи користь одному індивіду, може покласти на інших додаткові витрати, які в сумі можуть перевищити індивідуальну вигоду порушника [32, с. 9–10].

До опортуністичної поведінки можна віднести, зокрема, надання послуг гіршої якості або меншої кількості, отримання заробітної плати в конвертах, проведення операцій у тіньовому секторі економіки, витік інсайдерської інформації, заниження реальної вартості акцій.

Опортуністична поведінка характерна не лише для простих учасників ринкового обміну, але й для осіб, відповідальних за здійснення інституційних реформ. Так, на думку А. Шастітко, «недосконалість політичного ринку робить функціонування державного апарату непрозорим для аутсайдерів. (...) Потенційні представники виборців беруть на себе нереалістичні зобов'язання. (...) Отримавши бажану посаду, вони починають вирішувати свої особисті проблеми або проблеми тих, хто профінансував їх обрання, виконуючи лише незначну частину обіцяного» [33, с. 531–532]. Це не дивно, адже політики переслідують передусім свої власні інтереси. На цьому, зокрема, наголошує і теорія суспільного вибору. Нерідко закони та інші нормативні документи пишуться в інтересах окремих соціальних груп, а не суспільства в цілому. Прикладом цього, зокрема, є законодавство щодо акціонерних товариств, притаманне країнам із перехідною економікою.

Наступним важливим елементом укорінення ринкових неформальних інститутів є зменшення персоналізації обміну (рис. 1). Обмін між індивідами не завжди буває анонімним, неперсоніфікованим, як це передбачається в моделях ринку сучасної конкуренції. Відповідно, на думку інституціоналістів, у випадку персоніфікованого обміну велику роль грають такі фактори, як особисті зв'язки, дружба, приязнь чи неприязнь, історія ділових відносин.

Персоніфікований обмін на біржах породжує маніпуляції ринком, доступ до інсайдерської інформації, у тому числі в міжнародному масштабі. Саме в цьому може полягати феномен спекуляції Дж. Сороса, М. Мобіуса, У. Баффета. Такі явища ставлять під сумнів достовірність не тільки неокласичних моделей, але й моделей ефективного фондового ринку, на якому курси акцій мають відображати всю доступну інформацію і ніхто не може отримувати надприбуток за рахунок відомостей, які не доступні іншим учасникам ринку.

Оскільки в реальному світі угоди завжди укладаються між конкретними учасниками, а обмін не може бути повністю неперсоніфікованим, інститути повинні сприяти укладенню ефективних, взаємовигідних контрактів без використання механізмів примусу.

Ще одним фактором, що впливає на прийняття рішень та трансакційні витрати, є притаманна всім людям, на думку О. Вільямсона, обмежена раціональність (рис. 1). Під цим поняттям науковець розуміє економічну поведінку, яка є раціональною, проте лише в обмеженому обсязі. Пізнавальні здібності людини в отриманні, збереженні, відновленні та обробці інформації, на його думку, є обмежені. Відповідно, всі складні контракти є, без сумніву, неповними через обмеження раціональності поведінки людини [31, с. 689].

Розглянувши основні складові інституційних реформ, варто підкреслити, що на будь-якому етапі проведення цих реформ можуть бути допущені помилки (рис. 1). У такому випадку існує велика ймовірність виникнення стійких неефективних інститутів, які дістали назву інституційних пасток.

Поява поняття «інституційна пастка» дає змогу глибше зрозуміти такі явища економічних відносин, як бартер, корупція, ухилення від сплати податків [34, с. 8], тіньова економіка, наявність адміністративних бар'єрів. Перелік інституційних пасток є невичерпним, адже неефективні стійкі норми можуть виникати в різних галузях економіки [35].

Феномен інституційних пасток став однією з серйозних проблем, з якою зіткнулись уряди країн ЦСЄ при проведенні ринкових реформ. Пом'якшуючи негативні короткострокові наслідки непідготовлених занадто швидких перетворень, інституційні пастки перешкоджають довгостроковому економічному зростанню [34, с. 8]. Приклад країн ЦСЄ ще раз довів, що створення ринкових правових обмежень не гарантує створення ефективних ринкових інститутів.

Прикладом інституційної пастки на ринку акціонерного капіталу України може бути явище політичної корупції при приватизації державних підприємств (зокрема, «перша» приватизація «Криворіжсталі» шляхом зниження реальної вартості), а також недосконалість законодавства, що регулює цей ринок і, відповідно, дає можливість перерозподіляти права власності неринковими методами (наприклад, отримання контрольного пакету акцій у стратегічно важливих підприємствах через спекуляції на фондовому ринку).

Негативно ситуацію на фондовому ринку України описує також Ю. Петрушенко. На його думку, фондовий ринок України знаходиться в інституційній пастці, оскільки не

виконує своїх функцій саме у зв'язку з невідповідністю формальних та неформальних інститутів [36, с. 184].

Узагальнивши поданий вище матеріал, уважаємо за доцільне виокремити два основні етапи інституційних реформ на ринку акціонерного капіталу, які повинні пройти країни з перехідною економікою:

– перший етап, який відповідає формальній інституціоналізації та досягається в короткостроковому періоді, передбачає створення нових формальних інститутів (законодавства про акціонерні товариства, корпоративне управління, фондовий ринок, банкрутство), а також організації та учасників ринку акціонерного капіталу (бірж, інституційних інвесторів, депозитаріїв, клірингових палат тощо);

– другий етап, який відповідає реальній інституціоналізації та досягається в довгостроковому періоді, передбачає усвідомлення суспільством необхідності дотримання нових правил, на цьому етапі виникає довіра населення до новостворених організацій та учасників ринку акціонерного капіталу; ринок стає прозорим, інформація – доступною, тобто відбувається вкорінення властивих ринковому порядку неформальних інститутів.

Висновки. Таким чином, спираючись на понятійний апарат сучасної інституційної теорії, ми визначили такі основні складові ефективних інституційних реформ у країнах із перехідною економікою, як: створення формальних ринкових інститутів, контроль та забезпечення функціонування створених інститутів, а також укорінення властивих ринковому порядку неформальних інститутів. Інституційні реформи потребують часу та не завжди приводять до формування якісного інституційного середовища. Якщо на якомусь з етапів проведення реформ допущено помилку, то економіка країни потрапляє в інституційну пастку.

Список використаних джерел:

1. Качала Т.М. Сучасні проблеми економічного розвитку України / Т.М. Качала // Вісник економічної науки України. – 2009. – № 2. – С. 48–49 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dspace.nbuv.gov.ua/bitstream/handle/123456789/45303/13-KACHALA.pdf?sequence=1>.
2. Stiglitz J. Globalization and Its Discontents / J. Stiglitz. – New York: Norton, 2002. – (Reviewed by Daniel Treisman East European Constitutional Review, Spring 2003) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.sscnet.ucla.edu/polisci/faculty/treisman/Papers/Globalization.pdf>
3. Paul G. Hare. Institutional Change and Economic Performance in the Transition Economies / G. Paul // Paper prepared for Session II of the UNECE Spring Seminar, May 7th and 8th 2001, Geneva. – 2001. – March [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.unece.org/ead/sem/sem2001/.../Hare.pdf.
4. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Р. Коуз. – М.: Дело ЛТД, 1993. – 192 с.
5. Норт Д. Институції, институційна зміна та функціонування економіки / Д. Норт. – К.: Основи, 2000. – 179 с.
6. Гайдай Т. Неінституціоналізм та його аналітично-дослідницький потенціал / Т. Гайдай // Економіка України. – 2003. – № 9. – С. 60–66.
7. Coase R.H. The Problem of Social Cost [Електронний ресурс] / R.H. Coase // The Journal of Law and Economics. – 1960. – Vol. 3 (Oct.). – P. 1–44 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www2.econ.iastate.edu/classes/.../Coase.pdf.
8. Норт Д. Институты и экономический рост: историческое введение / Д. Норт; пер. с англ. Е. И. Николаенко // THESIS. – 1993. – Вып. 2. – С. 69–91.
9. Demsetz H. The Cost of Transacting / H. Demsetz // The Quarterly Journal of Economics. – 1968. – V. 82. – № 1. – Feb. – P. 33–53 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.acsu.buffalo.edu/.../The%20cost%20o.
10. Архіреєв С.І. Посттрансформаційна ринкова економіка: інституціоналізація фондового ринку / С.І. Архіреєв, Я.В. Зінченко // Економічна теорія: міжвід. наук.-теор. журн. – 2006. – № 3. – С. 43–54 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ief.org.ua/Arjiv_ET/Nosova206.pdf
11. Тарасенко О.В. Вимірювання трансакційних витрат на фондовому ринку України / О.В. Тарасенко // Научные труды ДонНТУ. Серия «Экономическая». – 2004. – Вып. 69. – С. 215–219 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: library.donntu.edu.ua/fem/vip69/69_35.pdf.
12. Levine R. Stock markets, Banks, and Economic Growth / Ross Levine and Sara Zervos // The World Bank Policy Research Working Paper. – 1998. – №. 1690. – December [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>.
13. Ємельянова Л.О. Особливості кількісного аналізу трансакційних витрат на фондових ринках / Л.О. Ємельянова // Теоретичні та прикладні аспекти аналізу фінансових систем: зб. праць за матеріалами VI Всеукр. наук. конф. аспірантів та студентів (Львів, 26–27 квітня 2006 р.). – Львів: Львів. банківський ін-т, 2006. – С. 107–110.

14. Пустовійт Р. Теоретичний аналіз процесу інституціоналізації в постсоціалістичних економіках / Р. Пустовійт, М. Овчарук // Економіка України. – 2008. – № 6. – С. 14–26 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://cibs.ck.ua/files/scipub/pustoviyt1.pdf>.
15. Історія економічних учень: [навч. посіб.] / В.Д. Базилевич [та ін.]. – К.: Знання, 2004. – 1300 с.
16. Бьюкенен Дж. Расчет согласия. Логические основания конституционной демократии / Дж. Бьюкенен, Г. Таллок // Сочинения. – М., 1997. – Серия «Нобелевские лауреаты по экономике» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gallery.economicus.ru/cgi-bin/frame_rightn_newlife.pl?type=in&links=../in/buchanan/works/buchanan_w2_0&img=works_small.gif&name=buchanan.
17. Мозговий О.М. Фондовий ринок: [навч. посіб.] / О.М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
18. Гуриев С. Богатство, капитализация и рост / С. Гуриев, К. Сонин // Эксперт. – 2003. – № 24 (379). – 30 июня [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.expert.ru/expert/current/data/kapital2.shtml>.
19. Юлдашев О.Х. Міжнародне приватне право: теоретичні та прикладні аспекти / О.Х. Юлдашев. – К.: МАУП, 2004. – 576 с.
20. Фурубонт Г. Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Г. Фурубонт, Р. Рихтер; под ред. В.С. Каткало, Н. П. Дроздовой; пер. с англ. – СПб.: Изд-во Санкт-Петербург. гос. ун-та, 2005. – 736 с.
21. Про затвердження принципів корпоративного управління: Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 р. № 571 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://uazakon.com/document/fpart82/idx82301.htm>.
22. White Paper on Corporate Governance in South Eastern Europe [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/newsroom/2789065.pdf>.
23. Objectives and Principles of Securities Regulations issued by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com/pages/sector/legal/securities/standards.shtml>.
24. OECD Principles of Corporate Governance [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>.
25. The 12 Key Standards for Sound Financial Systems [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com/russian/pages/sector/legal/securities/standards.shtml>.
26. Дерябина М. Свежий взгляд на развитие экономики и общества / М. Дерябина [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ug.ru/old/ug_prii/ol/98/07/t7_1.htm.
27. Носова О.В. Институціональні підходи до дослідження перехідної економіки / О.В. Носова // Економічна теорія: міжвід. наук.-теор. журн. – 2006. – № 2. – С. 25–36 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ief.org.ua/Arjiv_ET/Nosova206.pdf
28. Вольчик В.В. Институциональная и эволюционная экономика: [учеб. пособ.] / В.В. Вольчик. – Ростов-на-Дону: ЮФУ, 2011. – 228 с. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://institutional.narod.ru/volchik/volchik2011.pdf>.
29. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.
30. Вольчик В.В. Лекции по институциональной экономике / В.В. Вольчик. – Ростов-на-Дону, 2002 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://institutional.narod.ru/lectures/lectures1.htm>
31. Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция / О.И. Уильямсон. – СПб.: Лениздат; CEV Press, 1996. – 702 с.
32. Ткач А.А. Институціональна економіка. Нова институціональна економічна теорія: [навч. посіб.] / А.А. Ткач. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 304 с.
33. Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория / А.Е. Шаститко; 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Экон. ф-т МГУ, ТЕИС, 2002. – 591 с.
34. Полтерович В.М. Институциональные ловушки: есть ли выход? / В.М. Полтерович // Общественные науки и современность. – 2004. – № 3 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ecsocman.hse.ru/data/2011/01/11/1214866995/Polterovich.pdf>.
35. Ляшенко В.І. Институційні пастки перехідної економіки / В.І. Ляшенко // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія «Економічна». – 2005. – Вип. 89-1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ea.donntu.edu.ua:8080/jspui/handle/123456789/727?mode=full>.
36. Петрушенко Ю.М. Вплив економічної культури населення на ефективність функціонування ринків / Ю.М. Петрушенко // Наукові праці Донецького національного технічного університету. Серія «Економічна». – 2007. – Вип. 31-1 (117) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://library.donntu.edu.ua/fem/...3/31-3_35.pdf.

Аннотация. В работе систематизированы составляющие институциональных реформ в странах с переходной экономикой, внедрение которых обеспечивает создание качественной институциональной среды. Показано, что возникновение институциональных ловушек может быть обусловлено ошибкой на любом этапе проведения институциональных реформ. Теоретический анализ дополнен примерами формирования и функционирования рынка акционерного капитала. Выделены два основных этапа институциональных реформ на рынке акционерного капитала, которые должны пройти страны с переходной экономикой.

Ключевые слова: институциональные реформы, рынок акционерного капитала, качественная институциональная среда, институциональные ловушки, формальные и неформальные институты.

Summary. In this paper we systematize the components of institutional reforms in transition economies, which implementation ensures the creation of high-quality institutional environment. We show that the emergence of institutional traps may be due to a mistake at any stage of institutional reforms. The theoretical analysis is supplemented by examples of formation and functioning of equity markets. We identify two major phases of institutional reforms on the equity market for transition economies.

Key words: institutional reforms, equity market, quality institutional environment, institutional traps, formal and informal institutions.