

УДК 330.837:336.02

**НЕОІНСТИТУЦІОНАЛЬНИЙ ПІДХІД ДО АНАЛІЗУ  
ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ****Дуднік І.М.***E-mail: IKuzmenko@list.ru**Науково – дослідний фінансовий інститут**ДННУ»Академія фінансового управління» Міністерства фінансів України»*

У статті досліджується розвиток фінансової системи у світі. Проаналізовано практичний внесок і теоретичні підходи вчених – неоінституціоналістів. Визначено напрями трансформації інституційної структури фінансового ринку і основні фактори, які впливають на неї. Доведено, що фінанси в ідеалі повинні перерозподіляти кошти на користь найефективніших компаній, але наявність транзакційних витрат, схильності людей до опортунізму, нечітких прав власності, «хвиль оптимізму і песимізму», притаманних людській спільноті, надають широкий простір для розвитку неоінституціоналізму. Об'єднання неокласичної, інституціональної теорії і поведінкових фінансів в єдину теорію дозволить краще управляти інвестиціями. Зазначено, що рівень розвитку фінансового ринку в Україні набагато відстає від існуючого на Заході і описаного в працях нобелівських лауреатів. Тим не менше, для успішного здійснення економічної політики необхідна перспективна і надійна економічна теорія, якою і являється неоінституціоналізм.

**Ключові слова:** фінансова система; неоінституціоналізм; поведінкові фінанси; диверсифікація; фінансові інновації; транзакційні витрати

UDC 330.837:336.02

**NEW INSTITUTIONAL APPROACH TO ANALYZING THE  
FINANCIAL SYSTEM****Dudnik I.M.***E-mail: IKuzmenko@list.ru**Financial Research Institute**Academy of Financial Management Ministry of Finance of Ukraine*

The development of the financial system on the world has been researched in the article. The practical contribution and theoretical approaches of scientists of New Institutional Economics have been analyzed. It have been determined the directions of the transformation of the institutional structure of the financial market and the main factors that affect it. It has been proved that finance should ideally reallocate funds to benefit of the most efficient companies, but the presence of transaction costs, the propensity of people to opportunism, non-clear ownership, «waves of optimism and pessimism» inherent to the human community, giving wide scope for development of New Institutional Economics. Combining of neoclassical, institutional theory and behavioral finance into a single theory will manage the investments better. The level of development of financial market in

Ukraine is far behind the existing West one and described in the works of Nobel Prize winners. However, successful using of economic policy requires promising and reliable economic theory that is New Institutional Economics.

**Key words:** financial system; New Institutional Economics; behavioral finance; diversification; financial innovation; transaction costs

**Актуальність проблеми.** Фінансова система є однією із найважливіших сфер економіки тому, що тут відбувається формування, розподіл і споживання фондів грошових коштів. Україні потребує формування потужного реального сектору, а без відповідних фінансових ресурсів і послуг неможливо забезпечити економічний і соціальний розвиток, гарантувати безпеку, інтегруватись у світову економіку. Незважаючи на певні зрушення, українська фінансова система перебуває на нижчому рівні, ніж середньоєвропейська і не задовольняє потреби національної економіки. Крім цього, важливим є також забезпечення нейтралізації негативного впливу інших країн на функціонування фінансової системи України, зменшити залежність від світових фінансових криз.

На нашу думку серед наукових напрямків, які досліджували фінансову систему, неоінституціоналізм є найбільш перспективним напрямом економічної теорії і має ґрунтовні теоретичні та практичні напрацювання, про що свідчать численні нагороди наукового співтовариства і мають практичне застосування. Таким чином, актуальність виокремлення і аналізу найбільш цінних ідей і пропозицій вчених - неоінституціоналістів щодо функціонування і розвитку фінансової системи, не викликає сумнівів, і є, безумовно, потрібним на сучасному етапі розвитку економіки.

**Аналіз останніх наукових досліджень.** Дослідженням фінансової системи і її складових займалися такі представники зарубіжної науки, як Дж. Б'юкенен, П. Кругман, Г. Марковіц, Дж. Ю. Стиглиц, В. Шарп, М. Шоулз. Представниками вітчизняної фінансової науки є В.Л. Андрущенко, О.В. Длугопольський, Л.Л. Лазебник, П.М. Леоненко, С.В. Науменкова, А.С. Філіпенко. Незважаючи на значні досягнення, складність і постійний розвиток фінансів дозволяє продовжити наукові пошуки. Неоінституціоналізм як течія зародився на Заході і має значні наукові доробки. Вітчизняні вчені швидко надолужують час, втрачений через існування СРСР і плідно працюють у цьому напрямі. Однак, на нашу думку, недостатньо опрацьованим слід вважати аналіз досліджень представників

іноземної фінансової науки, зокрема, нобелівських лауреатів Роберта Шиллера [7], Роберта Мертона [1] і Ендрю Ло [8], а також можливості застосування неоінституціональних підходів до проблеми фінансів.

**Мета роботи:** виокремлення ролі неоінституціонального підходу до аналізу фінансової системи та використання його основних теоретичних положень при формуванні фінансової політики держави, зокрема, в Україні.

**Викладення основного матеріалу дослідження.** Фінансова система (financial system) – це сукупність ринків та інших інститутів, що використовуються для укладання фінансових угод, обміну активами і ризиками. Одним із найважливіших питань фінансів є вивчення закономірностей еволюції фінансової системи» – таке визначення дають у своєму підручнику «Фінанси» З. Боді і Р. Мертон [1, с. 15].

У класичній економічній теорії ефективність означає максимально можливий результат порівняно із затратами по його досягненню. Теорія фінансів ефективність пояснює як швидке засвоєння інформації. Ціни реагують на новини, на різні неочікувані події, тому динаміка цін на фінансових ринках є непередбачуваною і швидко змінюється.

Неокласична теорія вважає людину раціональною, яка в усіх своїх діях керується власним економічним інтересом і так само, як і фірма максимізує цільову функцію. Це припущення вірне за умов, що ринковий обмін здійснюється без обмежень, інформація загальнодоступна і права власності чітко визначені. На практиці цього не відбувається, люди суб'єктивно сприймають вигоди і витрати і діють скоріше ірраціонально. Цей факт визнавав Дж. М. Кейнс і вважав саме його головною причиною спадів і підйомів економіки і вимушеного безробіття [7, с. 17].

Із вищезазначеного слідує, що необхідно виявляти закономірності ірраціональної поведінки для розуміння механізму економіки з метою уникнення негативних наслідків.

Підтвердженням цього є також висловлювання лауреата Нобелівської премії П. Самуельсона, який зазначав, що «ми не можемо індивідуально купити або продати достатню кількість акцій, щоб змінити загальний національний настрій» [5, с. 541]. Таким чином, із макроекономічної точки зору, спекулятивні ринки можуть поглинути хвилі песимізму і оптимізму за відсутності змін могутніх економічних сил, які корегують ці коливання таких настроїв.

Неоінституціоналісти вважають причиною економічних подій прагнення до вигоди і те, як люди звикли мислити. Тобто, неоінституціо-

нальний підхід до теперішнього спаду у фінансовій сфері полягає у врахуванні настрою людей, рівню довіри, уявлень про справедливість, поширення зловживань, грошовій ілюзії і історіях, які люди розповідають одне одному (тобто інституціональній структурі суспільства), також ролі і впливу трансакційних витрат.

Важливо підкреслити, що емпіричні дослідження вчених неінституціонального напрямку підтверджують ірраціональність людської діяльності, яка поширюється і на фінансову сферу. Результатом цього є виникнення такого напрямку фінансової науки як «поведінкові фінанси». Поведінкові фінанси враховують ірраціональну природу учасників фінансового ринку в умовах невизначеності і ризику при прийнятті рішень.

Основоположниками теорії поведінкових фінансів є Д. Канеман і А. Тверські, хоча нераціональна поведінка людей описувалась і вивчалась багатьма дослідниками. Наприклад, інвестори часто надмірно реагують на нову інформацію, незалежно від того, погана вона чи добра. Результатом такої надмірної реакції є невиправдано високе (що не відповідає економічному становищу компанії) зростання котирувань, коли інформація позитивна, і невиправдано низьке їх падіння, коли інформація негативна.

Проведений аналіз дає можливість виокремити причини того, що інформація не сприймається об'єктивно, які полягають у психологічній поведінці людини.

По - перше, люди вважають повною обмежену інформацію; по - друге, приймають доступну інформацію за інформацію обґрунтовану; по - третє, люди не розрізняють значущу інформацію; по - четверте, застосовують невірні методи для оцінки навіть достовірної інформації; по - п'яте, люди схильні випадковість сприймати як закономірність.

Доцільно визначити причинно-наслідкові зв'язки між нераціональною поведінкою учасників сучасних фондових ринків в межах теорії поведінкових фінансів:

– на противагу загальноприйнятій думці, інвестування є скоріше механічним процесом, який потребує чіткого плану і дотримання певної стратегії. Інвестори ж у більшості своїй непослідовні, тому що послідовність вимагає занадто багато зусиль, відчувають такі поширені емоції як нудьга, відраза до втрат і переоцінка бажаного;

– інвестори прогнозують майбутнє, використовуючи теорію ймовірностей і математичну статистику, не враховуючи, що одержані результати є середніми і вірними для великої кількості експериментів;

– інвестори приймають різні інвестиційні рішення залежно від формулювання задачі («ефект оформлення»);

– враховуючи консерватизм і емоції, інвестори проявляють або недостатню, або надмірну реакцію, що впливає на формування цін на фінансові активи і на величину одержуваного інвесторами доходу.

Таким чином, ситуація невизначеності і ризику, в яких і проходить вся інвестиційна і фінансова діяльність, ще більше посилюють нераціональну поведінку людей.

Видатний представник неоінституціоналізму Р. Шиллер зазначає, що значення мають тільки люди. Він стверджує: «Компанії важливі лише в тій мірі, в якій вони допомагають людям. Люди думають про інвестування дуже консервативно. Правильно вибрані фінансові інструменти допомагають їм долати вузькість поглядів» [8, с.85]. Така точка зору є дискусійною і з нею можна не погодитися. Однак на практиці людям не дають навіть основ фінансової грамотності, що допомагало б правильно вибирати фінансові інструменти, що породжує масові зловживання і обман вкладників. Молоді люди, отримавши вищу освіту, в більшості випадків не мають практичної фінансової освіти, яка є базою.

Заслуговує на увагу точка зору Д. Норта, який зазначав: «У нашому невизначеному світі ніхто не знає правильної відповіді на проблеми, що стоять перед нами і тому фактично ніхто не здатний максимізувати прибуток. Суспільство, яке найбільшою мірою допускає досліди та експерименти, більше інших товариств здатне вирішувати свої проблеми...» [4, с. 106].

Таким чином, у максимізації прибутку провідну роль відіграють інституціональні обмеження поряд із обмеженнями класичної економічної теорії. Зусиль організацій, які прагнуть до прибутку, мало для того, щоб змінити правила. Для цього також потрібні відповідні навички і знання, які стимулюють суспільство до інвестування. Інвестиції в формальну освіту, нові технології і в чисту науку обґрунтовані, так як в результаті вони несуть зрослий прибуток і формують довгостроковий економічний стан. Крім того, значною економічною, моральною і етичною проблемою є збереження заощаджень громадян. Здійснити це дуже важливо, але дуже важко.

На сучасному етапі розвитку економіки підвищується роль торгівлі похідними інструментами, такими як опціони, ф'ючерси, інші деривативи. Р. Мертон вважав розповсюдження похідних інструментів великим досягненням фінансової системи тому, що вони знижують трансакційні витрати, вартість інформації, агентські витрати, розподіляють ризик. Однак

події останніх років говорять протилежне. Найбільші банки світу постраждали саме через них. Однією із причин сьогоденної кризи є те, що банкіри в усьому світі почали створювати деривативи деривативів деривативів. Наприклад, «облігація, забезпечена борговими зобов'язаннями», «високоприбуткові (насправді низькосортні) корпоративні облігації», «кредитний дефолтний своп». Насправді багатоступінчасті деривативи руйнують світову банківську систему точно так само, як кредитні картки та позики під заставу житла руйнують сім'ї. Кредитні карти, гроші, облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями, низькосортні корпоративні облігації, іпотека – все це деривативи, хоча і називаються по-різному. В основі цього є не вина похідних інструментів, а жадібність і ненаситність банків і «спритних» ділків, які пограбували простих людей на мільярди доларів (наприклад, звинувачення Б. Медоффа в обмані інвесторів на 65 мільярдів доларів у 2009 році).

Аксіомою є те, що без державного втручання сучасна ринкова економіка завжди буде нестабільною. Періоди оптимізму будуть змінюватися періодами паніки.

Встановлення законодавчої бази, забезпечення миру і безпеки, охорона здоров'я, боротьба з бідністю є незаперечними функціями держави. Починаючи з післявоєнного періоду і до 70-х років 20 ст. державні витрати в більшості країн зростали і це сприймалось як необхідні заходи, необхідні для виправлення провалів ринку. Однак 70-ті роки ХХ ст. продемонстрували зміни майже в усіх сферах життя, що відобразилось і на розумінні нової ролі держави. Першочерговими стали питання подолання «провалів держави», недоліків політичних процесів, тощо. Теорія суспільного вибору, агентських відносин, аналізу асиметричної інформації привели до перегляду ролі держави в нових умовах. Кардинально змінилось ставлення до зростання державних витрат. Теорема Р. Коуза привела до погляду на ринки, як такі, що вирішують питання що, як і для кого виробляти в умовах визначених прав власності. Сучасною тенденцією є розширення співпраці державного і приватного секторів.

Крім того, інституціональна структура фінансових ринків зазнала докорінних змін під впливом таких чинників, як інформатизація, охоплення Інтернетом все більшої кількості людей у світі, поширення торгівлі товарами, послугами, цінними паперами через Інтернет, поява нових фінансових інструментів, розширення чисельності і кількості послуг, які

надаються біржами, банками, інвестиційними фондами, хедж-фондами, реформи пенсійної системи, а також глобальні виклики, які ігнорувати стає дедалі важче.

Сучасні фінансисти високо оцінюють ефективність взаємних фондів. Досить поширеною є думка про те, що для індивідуальних інвесторів вони дають можливість широко диверсифікувати свої портфелі активів, що вважається засобом зниження ризику, і знизити витрати на комісійні фірмам, які управляють інвестиціями.

На нашу думку, це не можна вважати справжньою диверсифікацією, тому що інвестиційних фондів існує більше, ніж найменувань акцій. У портфелях більшості фондів знаходяться одні і ті ж акції або інші паперові активи. Остання фінансова криза, яка ще не закінчилась, виявила слабкість такої позиції. Справжня диверсифікація, яка доказала свою дієвість, полягає у такому: перша категорія інвестицій – це бізнес. Багатії володіють одним або декількома напрямками бізнесу, який забезпечує доходом, часто не вимагаючи присутності. По – друге, це нерухомість, за яку одержують квартирну або орендну плату. По – третє, це акції, облігації, паї інвестиційних фондів, інші паперові активи. По – четверте, золото, срібло, платина, нафта, інші матеріальні активи.

До відносно нових фінансових інструментів належать брокерські рахунки управління готівкою, облігації, забезпечені пулом іпотек, процентні свопи, конвертовані облігації з правом дострокового погашення, звільнені від податку облігації з плаваючою ставкою і ще багато інших.

Неоінституціоналісти у сфері фінансів покладають великі надії на розвиток інститутів і їх визначальний вплив на ринки капіталу. Завдяки інститутам і конкуренції відбувається зниження трансакційних витрат, психологічні невідповідності учасників нівелюються, що в цілому приводить до вищої ефективності. Цілком можливо, що в майбутньому неокласична, інституціональна теорія і поведінкові фінанси будуть об'єднані в єдину теорію для підвищення ефективності управління інвестиціями.

**Висновки.** Фінанси в ідеалі повинні перерозподіляти кошти на користь найефективніших компаній, але наявність трансакційних витрат, схильності людей до опортунізму, нечітких прав власності, «хвиль оптимізму і песимізму», притаманних людській спільноті, надають широкий простір для розвитку неоінституціоналізму і застосуванню інструментарію цієї перспективної теорії в інтересах все більшої кількості людей.

Інформація сьогодні надходить до людини із різних джерел: телебачення, комп'ютери, радіо, преса, мобільні телефони. В епоху

інформації через комп'ютери, які зменшують трансакційні витрати, можна швидко заробити значні статки і ще швидше втратити їх. Люди втрачали мільйони через погані поради, недостовірну інформацію, відсутність фінансових знань. Без відповідної освіти неможливо засвоїти необхідне для прийняття правильного рішення, така інформація не має ніякої цінності.

Отже, на сучасному етапі важливим є введення фінансових освітніх програм у навчальні заклади, які будуть самим надійним захистом для інвесторів у «морі» інновацій у сфері фінансів. Країна, яка зробить це, обов'язково стане багатю. Потрібно завжди пам'ятати, що головне призначення фінансової системи полягає в задоволенні першочергових потреб людей та забезпеченні достойного рівня життя. Органи державної влади, корпорації існують для виконання цих важливих завдань і для успішного здійснення економічної політики необхідна перспективна і надійна економічна теорія, якою і є неоінституціоналізм.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ:

1. Зви Боди Финансы / Зви Боди, Роберт К. Мертон; пер. с англ. – М: Вильямс, 2007. – 592 с.
2. Інституціонально-інформаційна економіка: підручник / А. А. Чухно, П. М. Леоненко, П. І. Юхименко; за ред. акад. НАН України А. А. Чухна. – К.: Знання, 2010. – 687 с.
3. Канеман Д. Принятие решений в неопределенности: правила и предубеждения / Д. Канеман, П. Словик, А. Тверски; пер. с англ. – Х.: «Гуманитарный центр», 2005. – 632 с.
4. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт; пер. с англ. А. Н. Нестеренко: предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. – М.: Фонд эк. книги «Начала», 1997. – 180 с.
5. Самуэльсон П. Экономика / П. Самуэльсон, Нордхаус В.; пер. с англ. – М.: «Бином», «Лаборатория Базовых Знаний», 1997. – 800 с.
6. Самуэльсон П. О чем думают экономисты: Беседы с нобелевскими лауреатами / Под ред. П. Самуэльсона и У. Барнетта: Пер. с англ., 2-е изд. – М.: ООО «Юнайтед Пресс». 2010. – 490 с.
7. Акерлоф Дж. Как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма / Дж. Акерлоф, Р. Шиллер; пер. с англ. Д. Прияткина; под научн. ред. А. Суворова; вступ. ст. С. Гуриева – М.: ООО «Юнайтед Пресс», 2010. – 273 с.
8. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция / П. Бернстайн; пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.