

Є. А. Поліщук,
докторант кафедри банківських інвестицій,
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ АСПЕКТИ У МЕТОДОЛОГІЇ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ

Ye. A. Polishchuk,
doctoral of chair of banking investment,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

INSTITUTIONAL ASPECTS IN METHODOLOGY OF RESEARCH OF INVESTMENT MARKET

У статті розглянуті інституціональні теорії інвестування, які стали методологічною основою дослідження діяльності суб'єктів інвестиційного ринку. Інвестиційні теорії інституціоналізму зводяться до окремих концепцій поведінки суб'єктів ринку та до аналізу інвестиційного клімату. Було визначено, що серед них є такі, які надавали важливе значення фінансовим посередникам у ролі активаторів розвитку економіки. Визначено принципи теоретико-методологічної парадигми інституціоналізму в дослідженні інвестиційного ринку: методологічного холізму, міждисциплінарного підходу, принципу історизму, правової та ідеологічної бази обміну, соціального інституту, системи цінностей, правил та норм поведінки, дослідження структурних та інституційних особливостей економіки, норми, яка є базовою складовою будь-якої інституції, впливу держави, як інституції вищого порядку; впливу групи з спеціальними інтересами; залежності еволюції інституцій від раніше обраної траєкторії. Доведено можливість використання інституціональної теорії у дослідженні інвестиційного ринку. Зокрема, визначено, що вона дає можливість простежити закономірності генези інвестиційного ринку, визначити підґрунтя нераціональної та опортуністичної поведінки інвесторів, тобто взаємозв'язок конституюваних організаційних форм (регулятор та громадські об'єднання (СРО)) та інвестиційного середовища.

The article deals with institutional investment theory, which became the methodological basis of research of participant activity of investment market. Investment institutionalism theory represent the behavior of individual concepts to analyze the market and investment climate. It was determined that among them there are those who provide essential financial intermediaries as activators of economic development. There are principles of theoretical and methodological institutionalism paradigms in research of investment market: methodological holism, interdisciplinary approach, the principle of historical, legal and ideological base exchange, social institutions, values, rules and standards of behavior, the study of structural and institutional features of the economy, the rules, which is the base component of any institution of state, as an institution of higher order; the influence of special interest groups; depending on the evolution of institutions from the previously chosen path. The possibility of using institutional theory in the study of the investment market was proved. In particular, stipulates that it makes it impossible to trace the genesis of the investment market patterns, to determine the basis of irrational behavior and opportunistic investors, the relationship constituted organizational forms (regulator and public organizations (SRO)) and investment environment.

Ключові слова: інституціоналізм, інвестиційний ринок, фінансовий посередник, небанківська фінансова установа.

Keywords: institutionalism, investment market, financial intermediary, non-bank financial institute.

Постановка проблеми. Зміни, що відбуваються в останні роки в Україні, дають багатий емпіричний матеріал для дискусії в економічній науці, присвяченій співвідношенню очікуваного і непередбаченого в процесі прийняття рішень суб'єктами господарювання. Одним з найбільш методологічно продуктивних напрямків економічної теорії у дослідженні змісту, шляхів і механізму реалізації системних перетворень у ринкових економіках є інституціоналізм. Необхідно зауважити, що це пов'язано із його загальною орієнтацією на комплексне дослідження основ функціонування та розвитку економічних систем у широкому суспільному контексті. Фундаментальною передумовою інституціонального аналізу економічних систем є положення про те, що економіка не обмежується ринком. Воно обумовлює вихід інституціоналізму у площину активної міждисциплінарної взаємодії з іншими суспільними науками і залученням у сферу дослідження більш широкого кола змінних, які не мають суто економічного характеру, але визначають реалізацію економічних процесів та реалізацію економічного розвитку – історичних, соціальних, психологічних, правових, політичних, філософсько-етичних, етнокультурних тощо. Завдяки своїй методологічній специфіці інституціоналізм можна використовувати при вирішенні різних проблем як специфічних, так і загального характеру.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. В царині наукової літератури є чимало праць присвячених інституціональним теоріям інвестицій. Зокрема, можна виділити здобутки таких зарубіжних учених як А. Шпітгоф [1, с. 330-331.], Дж. Коммонс [2], У. Мітчелл [3], Дж. Б'юкенен [4], В. Росту [5], Р. Коуз [6], Ж. Елльоль [7], Р. Арон [8], Дж. Гелбрейт [9], Й. Шумпетер [10], О. Фаворо [11]. Наголосимо на тому, що в Україні також представлені наукові дослідження вітчизняних вчених з використанням методологічного інструментарію інституціоналізму, праці яких торкалися інституціоналізації фінансового сектору (Ю.М. Коваленко [12]), інституційної архітектури банківського сектору (Ю.В. Прозоров [13]), інституційної архітектури бюджетної системи (І.Я. Чугунов [13]), інституціоналізації фіскального регулювання (Т.В. Паєнко [14]), інституційної інфраструктури особистих фінансів (Н.А. Ясинська [15]), інституціональної парадигми фінансового господарства (Голубка С.М. [16]). Тож, використання методології інституціоналізму у фінансовій науці досить є поширеним явищем, що свідчить про його можливість використання у дослідженні діяльності фінансових посередників на інвестиційному ринку.

Мета статті – довести можливість використання принципів теоретико-методологічної парадигми у дослідженні інвестиційного ринку.

Виклад основного матеріалу. В межах інституціоналізму протягом усього періоду існування розвивалися теорії, які прямо чи опосередковано торкалися процесів інвестування. Так, серед них можна виділити й такі: теорія інвестиційних імпульсів, теорія «регульованого капіталізму», «адміністративного капіталізму», кон'юнктурно-статистична теорія інституціоналізму Мітчелла; теорія трансакційних витрат та економічна теорія прав власності; теорія суспільного вибору Дж. Бюкенена, теорія «народного капіталізму», теорія свідомого формування обмежувального чи сприятливого інституційного середовища; теорія «індустріального суспільства», теорія зникаючих інвестиційних можливостей. Зазначені теорії є методологічною основою нашого дослідження, тому вважаємо за необхідне розглянути їхні основні положення більш детально:

Таблиця 1.

Інституціональні теорії як методологічна основа дослідження інвестиційного ринку*

ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ ТЕОРІЇ ЯК МЕТОДОЛОГІЧНА ОСНОВА ДОСЛІДЖЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ	
✓	Теорія інвестиційних імпульсів – А. Шпітгоф, М. Туган-Барановський Імпульсом до кумулятивного інвестування є: 1) формування галузей (заснованих на новітніх технологіях та природних перевагах), де отримуються надвисокі прибутки і котрі мають значні переваги перед іншими та у світовому господарському просторі, які посилюватимуть попит на інвестиції; 2) відкриття нових можливостей у порівняно відсталих країнах — нових ринків, що потребуватимуть від промислово розвинених країн інвестицій та позик.
✓	Теорії «регульованого капіталізму», «адміністративного капіталізму» - Дж. Коммонс Для запобігання або пом'якшення циклічних економічних криз необхідне регулювання загальних розмірів інвестицій і споживчого попиту. Панування приватної власності на засоби виробництва виключає можливість безпосереднього централізованого розподілу капіталовкладень, планомірного формування доходів і цін тощо, через це державне регулювання зачіпає сферу урядових фінансових операцій і кредиту.

Держава повинна забезпечити управління розвитком економіки. Тому вона мусить встановити такий юридичний і економічний порядок, який забезпечував би сталу основу розвитку. Це означає формування правового та економічного середовища, яке спонукало б до прогнозованої інвестиційної діяльності.	
✓ Кон'юнктурно-статистична течія інституціоналізму Мітчелла	
Пожвавлення інвестиційного процесу чи його затухання пов'язане з дією екзогенних (перервний або безперервний науково-технічний прогрес, зростання населення, війни, неврожаї, автономні явища у валютно-кредитній сфері, діяльність держави та інші сторонні імпульси (міжнародна інвестиційна діяльність) та ендогенних (посилення мотивів інвестиційної діяльності (зростання прибутку і процента), зниження основних та додаткових витрат, сталість грошово-кредитних відносин, стабільність позиції банків як позикодавців, зростання маси капіталів, що шукають сфери застосування) чинників.	
✓ Теорія суспільного вибору Джеймса Б'юкенена	
вивчає різні способи і методи, за допомогою яких індивіди використовують урядові установи у своїх власних інтересах. Об'єктом аналізу досліджуваної теорії є суспільний вибір в умовах як прямої, так і представницької демократії. Тому основними сферами її аналізу вважаються інвестиційний процес, діяльність депутатів, теорія бюрократії, політика регулювання і конституційна економіка.	
✓ Теорія свідомого формування обмежувального чи сприятливого інвестиційного середовища - В. Ростоу, Ж. Елліюла і Р. Арона.	
Можливість поєднання державного управління інвестиційними процесами та лібералізації іноземної підприємницької діяльності полягає у створенні сприятливих умов для носіїв стратегічних інвестицій — транснаціональних корпорацій, які завдяки існуючим національним перевагам, зацікавлені в інвестуванні імпульсних галузей національного виробництва. Транснаціоналізація економіки завдяки корпоратизації створює умови для обміну передовими технологіями та для інвестування виробництва таких технологій. Згідно з інвестиційною доктриною В. Ростоу цілеспрямоване інвестування державою техногенних процесів і створення сприятливого інвестиційного клімату, зокрема, створення розгалуженої мережі фінансових посередників, з метою залучення внутрішніх та іноземних інвестицій у цю сферу уможливить розв'язання всіх проблем соціально-економічного розвитку, оскільки буде сформовано суспільство з кумулятивними економічними структурами.	
✓ Теорія «індустріального суспільства» - Дж. Гелбрейт	
«Синтетична» теорія, яка охоплювала всі найважливіші напрями інституціональних досліджень. Держава має забезпечувати безризиковість корпоративної діяльності, утворюючи відповідні національні та міжнародні інституції. Повинна інвестувати технічний прогрес, забезпечувати техногенну перебудову суспільства, створюючи тим самим сприятливі умови для діяльності корпорацій. Крім того, на державу покладається функція перебудови колективної психології за допомогою інституцій, що є в її розпорядженні (ідеологія, право, мораль, освіта, медичне обслуговування, соціальні гарантії тощо). Гелбрейт наголошує на тому, що інвестиції держави в ці сфери дають не економічний, а соціальний ефект, що згодом позитивно позначатиметься на суспільній економічній діяльності.	
✓ Теорія зникаючих інвестиційних можливостей – Й. Шумпетер	
Основні причини зникнення інвестиційних можливостей пов'язані з: насиченням потреб, сповільнення приросту населення, вичерпуванням нових земель, технічних можливостей, переважанням державних інвестицій	
Інституціональні інвестиційні теорії, в яких ключове місце відведено фінансовим посередникам	✓ Теорія трансакційних витрат та економічна теорія прав власності – Р. Коуз
	Трансакційні витрати в суспільстві мають загальний характер, оскільки кількість благ, створених суспільством, є обмеженою, а тому їх використання має бути контрольованим і раціональним. Вони пов'язані з усуненням екстернальних ефектів, на думку Коуза, можуть бути предметом інституціональних обмежень (на основі національної та міжнародної стандартизації) або торгів. Тут виникають посередники, які в змозі взяти на себе відповідальність за зменшення трансакційних витрат на певних умовах.
	✓ Теорія нового французького інституціоналізму- О. Фаворо
	Призначення фінансового посередника полягає в тому, що вони «концентрують колективні знання відносно функціонування ринку». Часто посередники формують замкнуте коло, яке нагадує внутрішній ринок праці. Таке відокремлення можна пояснити не егоїстичними міркуваннями чи економічними інтересами груп, а високими професійними вимогами до рівня їх підготовки і відповідного рівня якості надання фінансових послуг. На противагу індивідуальним

	учасниками вони є професійними учасниками, які працюють з капіталом своїх клієнтів, шукаючи оптимальні варіанти його розміщень, зважуючи ризики та дохідність.
	✓ Теорія «народного капіталізму» - А. Берлі, Г. Мінз, І. Надлер, С. Чейз, П. Дракер
	Збільшення кількості акціонерних підприємств, розповсюдження акцій забезпечує можливість вільної міграції капіталу, його розпорошення як усередині країни, так і за кордоном. Надлер і Чейз наголошували на необхідності контролю держави за процесом міграції інвестицій, зауважуючи, що вільний відплив капіталів сприяє розвитку зарубіжних країн, а не власної країни, призводить до дезінвестування і дестабілізації національної економіки. За Г. Мінзом та П. Дракером, акціонування, навпаки, сприяє інтенсивному нагромадженню капіталів, надлишок яких має вільно пересуватись за кордон. Крім того, створення транснаціональних корпорацій є ефективним засобом регулювання інвестиційних потоків, формування інвестиційних імпульсів.

**Складено автором на основі:[1-11]*

Слід наголосити, що серед інвестиційних теорій інституціоналізму можна зустріти і такі, які надавали важливе значення фінансовим посередникам у ролі активаторів розвитку економіки. Передусім це такі теорії як теорія трансакційних витрат та економічна теорія прав власності (Р. Коуз), теорія нового французького інституціоналізму (О. Фаворо), теорія «народного капіталізму» (А. Берлі, Г. Мінз, І. Надлер, С. Чейз, П. Дракер) тощо. Втім, фінансові установи у інвестиційних теоріях інституціоналізму згадуються лише побічно у якості інститутів, що функціонують у певному середовищі. З огляду на малу кількість досліджень у цьому напрямку, вважаємо, що використання методологічного інструментарію інституціоналізму поглибить теоретичну та джерельну базу з цієї проблематики.

Інвестиційні теорії інституціоналізму, по-перше, наголошували на необхідності врахування впливу позаекономічних чинників активізації такої діяльності та її кумулятивного розгортання; по-друге, указували на об'єктивну зумовленість стимулюючого втручання держави в інвестиційні процеси; по-третє, доводили, що роль держави в розгортанні інвестиційної діяльності полягає, головне, у створенні сприятливого інвестиційного клімату, що включає в себе розвиток фінансових посередників, як інститутів, які здатні брати на себе частину інвестиційних ризиків, таким чином, зменшуючи обсяги трансакційних витрат; по-четверте, до основних інституцій сприятливого інвестиційного середовища відносили поряд з економічними (стан грошово-кредитної сфери; макроекономічні показники економіки; національні економічні переваги; розвиток факторів виробництва, до яких належать кваліфікована робоча сила, природні ресурси й капітали; формування провідних галузей економічної структури; стан внутрішньої конкуренції; місце країни в міжнародному поділі праці; експортний потенціал країни; рівень розвитку транснаціональних зв'язків тощо) також неекономічні (інституціональна будова суспільства; правова база; розвиток ідеології; менталітет нації; вплив певних лобістських груп на уряд країни; стан і потреби соціального розвитку).

Важливо, на наш погляд, зазначити інвестиційні теорії інституціоналізму зводяться до окремих концепцій поведінки суб'єктів ринку та до аналізу інвестиційного клімату. Необхідно також зауважити, що основною претензією до методології інституціональних теорій є їхня незавершеність та розмитість. Втім, як свідчать дані комітету Нобелівської премії, саме вчені-інституціоналісти у галузі економіки отримують її найчастіше. Примітним є також той факт, що це відбувається у кризові часи. Це підтверджує те, що інституціональна економіка здатна пояснити виникнення таких проблем, як конфлікт приватних і суспільних інтересів, мала ефективність праці та капіталу, ірраціональна поведінку споживача та інвестора тощо, тобто тих, що загострюються на фоні криз.

Для побудови методології дослідження діяльності НБФУ на інвестиційному ринку, на нашу думку, необхідно дотримуватися наступних принципів теоретико-методологічної парадигми інституціоналізму, які ми виділили в ході вивчення інвестиційних теорій інституціоналізму:



Рис. 1. Принципи теоретико-методологічної парадигми інституціоналізму*

*Складено автором самостійно

Розглянемо деякі з них, починаючи з *методологічного холізму*, сутність якого полягає в тому, що висхідним пунктом аналізу є не індивіди, а інституції, що виступають як форми організації поведінки економічних суб'єктів. *Міждисциплінарний підхід* передбачає потребу у дослідженні всіх чинників, які формують інституціональне середовище, де відбуваються економічні процеси. *Принципи історизму*, або генетичний підхід необхідний для вияву рушійних сил і чинників суспільної еволюції в економічних системах. На відміну від неокласичної передумови (вільний обмін означає оптимальне примирення індивідуальних оцінок корисності) інституціоналісти виокремлюють *правову та ідеологічну бази обміну* й еволюційні аспекти в організації ринків. У неокласичних теоріях ринок вважається універсальним і нейтральним механізмом розподілу обмежених ресурсів між альтернативними можливостями використання, інституціоналісти ж розглядають його як *соціальний інститут*, характер функціонування якого враховує особливості соціальної системи як частину інституційного середовища. Характер економіки, на їх думку, визначає не ринок, а *система цінностей, правил та норм поведінки*, які переважають. Для представників інституціоналізму є важливими *дослідження структурних та інституційних особливостей економіки*: заперечують тезу про ідеологічно нейтральний характер неокласичної економічної теорії і вважають, що їм властива деяка соціальна філософія з відповідною системою цінностей. На думку інституціоналістів, *норма є базовою складовою будь-якої інституції*.

Необхідно згадати також Д. Норта, який посилався на тандем трьох факторів, що впливають на економічний розвиток: *вплив держави, як інституції вищого порядку; вплив групи з спеціальними інтересами; залежність еволюції інституцій від раніше обраної траєкторії* (path dependence problem або проблема колії) [17]. На нашу думку, їх також варто віднести до принципів теоретико-методологічної парадигми інституціоналізму, яка буде базою нашого дослідження.

Очевидно, що дотримання єдиних принципів інституціональних теорій це лише частина методології, тому необхідно зупинитися на роз'ясненні основних категорій та понять, якими ми будемо оперувати у дослідженні діяльності небанківських фінансових установ на інвестиційному ринку.

Так, в інституціональній науці прийнято вважати, що інституційна організація будь-якої економічної системи складається з інституціонального порядку, інституціонального середовища, за яким по ієрархії йде інституціональна структура. На рис. 2 показана їх ієрархічна підпорядкованість.

Для подальшого визначення впливу ендогенних та екзогенних факторів на діяльність агентів особливо важливим є дослідження інституційного середовища економічної системи та її інституційної структури. Тому ця робота безпосередньо буде сфокусована на інституційному середовищі та інституційній структурі інвестиційного ринку.

Інституційне середовище має вагомe значення тому, що його основною функцією є «...досягнення взаємовигідного співіснування значної кількості економічних агентів під час вирішення контрактних завдань» [18]. Позаяк якщо на ринку спостерігається транспарентна конкуренція, і це забезпечують

відповідні механізми координації дій агентів, то він є прогнозованим і ефективним. Зрозуміло, що безглуздо очікувати від ринку нагороди всім без винятку учасникам. Класичний конкурентний капіталізм пропонує збагачення одного з учасників «ринкової гри» внаслідок його спроможності задовольнити потреби споживачів або навіть везіння на противагу іншому, який програв змагання. Такий стан речей є природним стимулом для розвитку підприємництва, «двигуном» економічної системи, основним фактором підвищення добробуту населення та людського розвитку.

Інституційна організація економічної системи

Інституційний порядок - це системний компонент, що визначає фундаментальні регулярності (тривалі стабільні зв'язки між інституціями, які склалися еволюційно) в ході діяльності інституційних одиниць (інститутів)

Інституційне середовище - це сукупність формальних і неформальних інституцій, які обумовлюють «правила гри» в економічній системі та дозволяють їй суб'єктам розвиватися або навпаки створюють бар'єри, а також визначають мотиви агентів та формують цінності їх діяльності.

Інституційна структура - це сукупність інститутів (організацій) різних рівнів, діяльність яких обумовлена інституціями, об'єднаних цільовою функцією структурованих у часі і просторі відносин між інституційними одиницями, пов'язаними з обміном тимчасового права розпорядженням активів на майбутні вигоди у вигляді комерційного або соціального ефекту.

ІНСТИТУЦІЇ

інститут

інститут

інститут

Формальні: офіційні, правові обмеження, які законодавчо, нормативно чи юридично закріплені (втілені) в суспільстві.

Неформальні: неофіційні, неправові обмеження, традиції, звичаї, культурні норми, неписані правила чи кодекси поведінки, ментальність та ін

Рис. 2. Інституційна організація економічної системи*

*Складено автором самостійно

Важливо зауважити, що ієрархічні (вертикальні) економічні зв'язки зорганізуються на принципах субординації, а горизонтальні (мережні) зв'язки між рівноправними економічними суб'єктами – на засадах координації. Інституції лежать в основі організації як вертикальних, так і горизонтальних зв'язків. У першому випадку інституції набувають форми різноманітних законодавчих актів, а у другому – форми контракту. Обидві форми прояву інституцій об'єднує ключова риса – вони спрямовані на інтеграцію економічної системи, відображають і враховують її головну мету.

Слід зазначити, що у будь-якій економічній системі структурні рівні виникають для забезпечення спільних для всіх структурних частин цілей. Сукупність системних цілей зосереджується в центрі системи або в центрах структурних рівнів, відносно яких вибудовуються структури підсистем.

Існує також думка, що об'єктами дослідження в інституціоналізмі є певні *інститути* (корпорація, держава, профспілки), а також правові, психологічні та морально-етичні аспекти (звичаї, навички, інстинкти тощо) [19, с. 657] - *інституції*. У нашій же роботі, об'єктом дослідження виступатимуть інституції, які формуватимуть інституційне середовище для діяльності його інститутів. Відповідно, предметом дослідження є інститути, які є організації, що діють в межах цього інституційного середовища. В науковій літературі із даної тематики часто можна помітити ознаки дискусії з приводу взаємозаміни цих понять. У зв'язку із необхідністю у чіткому визначенні понятійного апарату, вважаємо за необхідне зупинитися на цьому більш детально, розглянувши діалектику цих категорій.

Інституції – це сукупність формальних і неформальних правил економічної системи, що сформувалися під впливом інстинктів, звичаїв, традицій її суб'єктів з метою скоординованої поведінки. До організацій (**інститутів**) ми відносимо закріплення цих правил, норм і обмежень у вигляді суб'єктів економічної системи. Незважаючи на те, що окремі дослідники ототожнюють інституції з організаціями чи установами, вважаємо доцільним розмежувати дані категорії, а при дослідженні інституційної організації економічної системи цілком правомірним опиратися на наукові здобутки Д. Норта і чітко відрізнити «правила гри» (інституції) від «гравців» (інститутів, організацій, установ). Останні повинні створюватися як результат консолідації правил, норм, обмежень для досягнення суспільної мети, тому інституції недоцільно ототожнювати з організацією (установою), а інститути вважати організаціями як суб'єкти, які втілюють ці правила чи норми.

Слід зауважити, що структурна взаємодія формальних і неформальних інституцій, є важливою, позаяк неврахування звичаїв, традицій, ментальності індивідів певної країни (території) може призвести до суттєвого зниження дієвості інституційних перетворень і реформування певної сфери економіки. Необхідно зауважити, що на сьогоднішній день у суспільстві відбувається децентралізація формальних та неформальних інституцій, загострюється конкуренція, у здійсненні економічної діяльності домінує непряма мотивація.

Враховуючи те, що у переважній більшості держав світу сучасна економіка розвивається як динамічна відкрита система, на яку суттєво впливає комплекс зовнішніх та внутрішніх факторів не лише суто економічного характеру, а й політичного, соціального та культурного, розроблена інституціоналістами методологія пізнання інституційних змін може виступати основою теоретичного пізнання та дослідження інституційної структури та інституційного середовища інвестиційного ринку України в умовах необхідності здійснення економічних та інституційних трансформацій його посткризового стану.

Наше дослідження також буде опиратися на постулати інституціоналізму, оскільки це нова сучасна економічна теорія, яку можна застосувати для дослідження такої економічної системи, як інвестиційний ринок.

Інвестиційний ринок – це економічна система, де здійснюється обмін контрактних угод на активи між інститутами напряду або опосередковано, обумовлений впливом *інституцій*, що в сукупності утворюють інституційне середовище.

Таке визначення інвестиційного ринку 1) підкреслює специфіку акту обміну на інвестиційному ринку (в основі відносин лежать активи – вони можуть приносити дохід), 2) не відходить від інституціональної теоретико-методологічної парадигми, яка є основою нашої роботи, 3) дотримується системного підходу, що покладений в основу інституціоналізму, а її основними елементами є контракти на активи, покупці і продавці (інститути – суб'єкти інвестиційного ринку) та інвестиційний клімат (інституційне середовище).

На відміну від загальноприйнятих підходів, які описані в науковій літературі, що стосуються розгляду суб'єктів інвестиційного ринку, пропонуємо застосувати інституціональний. Очевидно, що фінансові посередники виступатимуть інститутами, на яких покладена виконання певної функції на інвестиційному ринку. Відтак на цьому етапі дослідження виникає необхідність у визначенні місця НБФУ на інвестиційному ринку. В межах інституціонального підходу його слід розглядати серед суб'єктів, які складають інституційну структуру інвестиційного ринку. Вона показує внутрішню будову ринку та характер взаємовідносин між ними.

Інституційний порядок інвестиційного ринку складається із інституційного середовища та інституційної структури. Перший компонент формує умови, в яких відбуваються операції на інвестиційному ринку, другий представляє собою сукупність суб'єктів, які здійснюють обмін контрактних угод на активи. Останніх можна поділити на три великі групи організацій:

- *організації 1-го порядку*, які представляють державні органи влади, які регулюють ринок і контролюють дотримання організаціями 2-го і 3-го порядків норм та правил. Варто наголосити на тому, що

організації 1-го порядку у своїй сукупності представляють економічний центр (або центр економічної влади). Сюди належать органи виконавчої, судової та законодавчої гілок влади. Вони визначають весь господарський порядок інвестиційного ринку: розробляють закони, правила, норми поведінки; здійснюють контроль щодо їх реалізації; наділені унікальним правом та можливістю застосовувати механізми примусу та сили щодо їх виконання.

- *організації 2-го порядку* – це саморегульвні організації, асоціації та інші неприбуткові організації, яким делеговано деякі повноваження організацій 1-го порядку та можуть виступати в деяких інтересах організацій 3-го порядку;

- *організації 3-го порядку* - це ті суб'єкти від яких йде ініціатива обміну контрактних угод. В основі відносин, які реалізуються на цьому рівні, лежить ринковий механізм. Він реалізується через горизонтальні зв'язки між організаціями 3-го порядку, які власне і забезпечують реалізацію інвестиційного процесу. В основі відносин між цього порядку лежать контрактні угоди на активи. Тож фактичне формування попиту, пропозиції та ціноутворення відбувається саме на цьому рівні.

Ринковий механізм полягає у наступному: інвестор, вкладаючи кошти, розраховує отримати максимальний прибуток за мінімальних витрат. Він віддає перевагу найприбутковішим активам (інвестиційним товарам) з найвищою нормою прибутку на вкладений капітал. Ця ефективна галузь залучає більшу масу капіталу. Відповідно попит на інвестиційні товари починає перевищувати пропозицію, та їх ціна збільшується. Висока ринкова ціна таких товарів є індикатором їх привабливості для інвесторів з точки зору віддачі інвестицій — їх дохідності.

Перелив інвестицій у зазначену галузь призведе, врешті-решт, до підвищення пропозиції цього інвестиційного товару та, як наслідок, до зниження його ціни. Інвестиції ж спрямовуватимуться на нові високоприбуткові виробництва, що у майбутньому неминуче приведе до розширення попиту на інвестиційні товари, виробництва їх нових видів і стимулювання діяльності інвесторів у використанні прибутку та нагромадженні капіталу, а також до створення умов для розвитку фірм, які виступають на ринку основними продавцями інвестиційного товару.

На жаль, априорі ринковий механізм не є досконалим, що обумовлює необхідність державного впливу на ринкові стимули. Він повинен відповідати економічним закономірностям, на основі яких ринковий механізм реагує на зміну умов, урахувати прогнози різнобічних наслідків заходів впливу, створювати умови для реалізації потенційних можливостей ринкового механізму шляхом антимонопольних заходів через механізм дії ціни зрівноваженості.

Та не одна лише держава в змозі підтримувати ринковий механізм на інвестиційному ринку. Відносини з приводу інвестування між суб'єктами, як вже зазначалося, можуть здійснюватися прямим чи опосередкованим шляхом. У другому випадку маємо справу з представниками фінансового ринку - фінансових посередників, до яких, як вже згадувалось входять НБФУ та банки. Через ці установи відбувається зв'язок фінансового та інвестиційного ринків.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Отже, інституціональний підхід у дослідженні діяльності суб'єктів на інвестиційному ринку дає змогу у комплексі:

– простежити закономірності генези інвестиційного ринку (інституції як «інвестиційні встановлення»), тобто сукупності «правил гри» (правил, норм, санкцій), формальних правил та неформальних норм, відкритих та прихованих встановлень, які загалом упорядковують та роблять передбачуваною людську взаємодію;

– визначити підґрунтя нераціональної та опортуністичної поведінки інвесторів, тобто взаємозв'язок конституюваних організаційних форм (регулятор та громадські об'єднання (СРО)) та інвестиційного середовища, а також домовленостей щодо обов'язкового дотримання додаткових «внутрішніх» обмежень, які доповнюють діючі «правила гри».

В подальшому вбачаємо перспективним є дослідження діяльності небанківських фінансових установ на інвестиційному ринку з урахуванням принципів теоретико-методологічної парадигми інституціоналізму.

Література.

1. Блауг М. Шпитгоф. 100 великих економістів до Кейнса. — СПб.: Економікус, 2008. — 352 с.
2. Дж. Коммонс. Економіка колективних дій. — Нью Йорк, Макмілан, 1951
3. Митчелл У. Економіческие циклы: Проблема и ее постановка. — М. Л., 1930
4. Бреннан Дж., Бьюкенен Дж. Причина правил. Конституционная политическая экономия. — СПб.: Экономическая школа, 2005. — 272 с.
5. W. Rostow. The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto, 1960
6. Коуз Р. Фирма, рынок и право / пер. с англ. Б. Пинскера. — М.: Дело ЛТД, 1993. — 192 с.
7. Ellul Jacques. The Technological Society. N-Y. 1964.
8. Реймон Арон. Вступ до філософії історії: Есе про межі історичної об'єктивності. пер. з фр. Оксана Йосипенко, Сергій Йосипенко. - Київ: Український центр духовної культури, 2005. - 580 с.
9. Galbraith, John .The New Industrial State, 1967

10. Эклунд К. Эффективная экономика – шведская модель: (Экономика для начинающих и не только для них...): Пер. со швед./Авт. предисл. В.В. Попов, Н.П. Шмелев; Науч. ред. А.М. Волков. – М.: Экономика, 1991. 349 с.
11. Фаворо О. Внутренние и внешние рынки // Вопросы экономики. 1997. №10. с.90-103;
12. Коваленко Ю.М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки : монографія / Ю.М. Коваленко; національний університет ДПС України. – Ірпінь, 2013. – 608 с.
13. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / Под ред. д-ра экон. наук А.А. Гриценко. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.
14. Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фінансового регулювання фінансових потоків : монографія / Т. В. Паєнтко. – К. : ДКС центр, 2013. – 294 с.
15. Ясинська Н.А. Трансформація інституційної інфраструктури особистих фінансів в умовах криз : автореферат на здобуття ступ. д.е.н./ Н.А. Ясинська. – Краматорськ, 2015
16. Голубка С.М. Інституціональна парадигма генези та еволюції фінансового господарства України : автореферат на здобуття ступ. д.е.н./ С.М. Голубка. – Київ, 2015
17. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. – К.: Основи, 2000. – 198 с.
18. Steele G. R. Laissez-faire and the Institutions of the Free Market // Economic Affairs. — 1999. — September, Vol. 19, issue 13. — P. 47–51.
19. Економічна енциклопедія: У трьох томах Т.1 / Редкол.: ...С.В. Мочерний (відп. ред.) та ін.. – К.: видавничий центр «Академія», 2000 – 864 с.

References.

1. Blaug M. Shpitgof (2008). *110 velikih ekonomistov do Keinsa* [Great Economists before Keynes]. — SPb.: Eonomykus.
2. J. Commons (1951). *Ekonomika kolektivnykh dij* [The Economics of Collective Action.], New York: Macmillan, 1951.
3. Mytchell U. (1930) *Ekonomycheskiye tsykly: Problema y ee postanovka* [Business Cycles: The problem and its setting]. – M. L.
4. Brennan Dzh., B'iukenen Dzh. (2005). *Prychyna pravyl. Konstytutsyonnaia polytycheskaia ekonomiya* [Reason rules. Constitutional Political Economy]. — SPb.: Ekonomycheskaia shkola/
5. W. Rostow (1960). "The Stages of Economic Growth: A Non-Communist Manifesto"
6. Kouz R. (1993). *Fyrma, rynek y pravo* [Firm, market and law]. — M.: Delo LTD
7. Ellul Jacques (1964). "The Technological Society". N-Y
8. Rejmon Aron (2005). *Vstup do filosofii istorii: Ese pro mezhi istorichnoi ob'ektivnosti* [Introduction to the Philosophy of History: An essay on the limits of historical objectivity.]. - Kyiv: Ukrains'kyj tsentr dukhovnoi kul'tury.
9. Galbraith, John (1967). "The New Industrial State"
10. Eklund K. (1991) *Effektivnaia ekonomika – shvedskaia model': (Ekonomika dlia nachynaiuschykh y ne tol'ko dlia nykh...)* [Effective Economy - shvedskaya model: (Economy for beginner and not only for them ...)]. – M.: Ekonomika.
11. Favoro O. (1997). "Domestic and foreign markets", *Voprosy ekonomiky*. Vol. 10. pp.90-103;
12. Kovalenko Y. (2013). *Instytutsionalizatsiia finansovoho sektoru ekonomiky* [The institutionalization of the financial sector]. National University of STS of Ukraine, Irpen.
13. A.A. Hrytsenko (2008). *Ynstytutsional'naia arkhytektonyka y dynamika ekonomycheskkh preobrazovanyj* [Institutional architectonic and dynamics of economic transformation]. Kh.: Fort.
14. Paientko T. V. (2013). *Instytutsionalizatsiia fiskal'noho rehuliuвання finansovykh potokiv* [The institutionalization of fiscal regulation of financial flows]. – K. : DKS tsentr.
15. Yasyn'ska N.A. (2015) "The transformation of the institutional infrastructure of personal finance in crises", Doctor of economic science Thesis, Money finance and credit, Donbass Engineering Academy of Ministry of Education and Science of Ukraine, Kramatorsk, Ukraine
16. Holubka S.M. (2015) "Institutional paradigm genesis and evolution of the financial sector of Ukraine", Doctor of economic science Thesis, Economic Theory and History of Economic Thought, State Educational and Scientific Institution, Kyiv, Ukraine
17. Nort D. (2008) *Instytutsii, instytutsijna zmina ta funktsionuvannia ekonomiky* [Institutions and institutional changes in economy] K.: Osnovy
18. Steele G. R. (1999) "Laissez-faire and the Institutions of the Free Market", *Economic Affairs* September, Vol. 19, issue 13. — pp. 47–51.
19. Mochernyj S.V. (2000) *Ekonomichna entsyklopediia* [Economic Academy]: V.1. K.: vydavnychyj tsentr «Akademiia.

Стаття надійшла до редакції 18.11.2015 р.