

## **СПІВВІДНОШЕННЯ ПРИВАТНИХ І СУСПІЛЬНИХ ТРАНСАКЦІЙНИХ ВИТРАТ В МЕХАНІЗМІ СВІТОВОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ**

Анотація. У статті розглянуто динаміку співвідношення приватних і суспільних трансакційних витрат у ході подій світової фінансової кризи. Проаналізовано шляхи розв'язання проблеми зростання суспільних трансакційних витрат, що виникають внаслідок нестабільності глобальних фінансових ринків.

Ключові слова: трансакційні витрати, суспільні трансакційні витрати, фінансовий ринок, податок Тобіну.

Вступ. Світова фінансова криза і її наслідки привернули увагу до фундаментального питання про так звані «провали ринків», як неспроможність їх саморегулювання за умов системних криз. Чинники і шляхи розв'язання проблем недосконалості ринків досліджуються в інституційному напрямку економічної думки. Неоінституціоналісти розглядають виникнення ринків та інших механізмів координації дій економічних агентів з точки зору економії на трансакційних витратах; а соціально-економічні інститути, - як наслідок їх зависокого рівня. На нашу думку, дослідження подій світової фінансової кризи на базі методології інституційного напрямку здатне збагатити розуміння сучасного стану розвитку світової економіки і обґрунтувати заходи економічної політики націлені на протидію виникненню означених вад ринкового механізму.

Причини і наслідки глобальної кризи 2008 – 2010р. було ретельно досліджено як в закордонній, так і в вітчизняній літературі. Серед найбільш ґрунтовних праць можна виділити статті і огляди О. Бланшара [1], Ф. Мішкіна [2], В. Рейнхарта [3]. Вплив подій кризи на господарську систему України розглянуто Буковинським С., Унковською Т., Яременко О [4]. А також Шинкарук Л., Шелудько Н. та іншими авторами [5,6]. Втім, дослідженню інституційних підвалин системних протиріч в світовій фінансовій системі приділяється відносно мало уваги.

Постановка завдання. Метою цієї статті є аналіз дослідження співвідношення приватних і суспільних трансакційних витрат в механізмі кризи і обґрунтування можливих шляхів запобігання руйнівним наслідкам незбалансованої взаємодії ринкових і суспільних сил.

Результати. Однією з ключових категорій інституційного аналізу є трансакційні витрати (ТВ). Згідно одному з сучасних визначень, ТВ - це витрати ресурсів для планування, адаптації і контролю за виконанням зобов'язань індивідів в процесі відчуження і присвоєння прав власності та свобод, що прийняті в суспільстві [7, с.213]. ТВ виникають через необхідність пошуку інформації; ведення переговорів та укладання контракту; здійснення моніторингу і забезпечення виконання контрактних зобов'язань та ін. Згідно з постулатами неоінституціоналізму, за відсутності інститутів приватні трансакційні витрати можуть стати зависокими і завадити здійсненню взаємовигідних індивідуальних обмінів і реалізації порівняльних переваг, що можливі через спеціалізацію.

У свою чергу, соціально-економічні інститути мають сприяти мінімізації невизначеності та ризиків економічних агентів і створити процедури, що скорочують

ТВ як окремих економічних агентів, так і суспільства в цілому. Через це інститути ведуть к розширенню ринків і складають підвалини економічного розвитку країни. Втім, появлення інститутів спонукає зростання іншого різновиду трансакційних витрат, - сукупних ТВ. Останні є, як зазначив К. Ерроу, «витратами з експлуатації економічної системи», або ж витратами колективної дії [8]. Тягар суспільних ТВ розділений на все суспільство. Детальний розгляд структури і видів суспільних і приватних Т.В. надано С. Архієреєвим, О. Попадінець [9].

Неодноразово стверджувалося, що чим вищим є рівень розвитку економіки, тим нижчою - частка трансакційних витрат окремих економічних суб'єктів і вагомішою - частка витрат суспільства. Тобто, для розвинених економічних систем характерним є домінування суспільних трансакційних витрат над приватними, що у повній виявляється на прикладі світового фінансового ринку і фінансових секторів розвинених держав. Приватні трансакційні витрати окремих економічних агентів є незрівняно низькими.

Саме на динаміці співвідношення суспільних і приватних трансакційних витрат слід зосередитись при розгляді подій світової фінансової кризи. У сучасних умовах дуже чітко простежуються дві тенденції суспільно-економічного розвитку. По перше, спостерігається відрив фінансового сектора від реального. По мірі посилення міжнародної фінансової інтеграції і глобалізації світової економіки фінансовий сектор набув ознаки відносно самостійної системи, що має свої властивості, динаміку і рушійні сили розвитку. По-друге, реальна економіка стає все більш чутливою до дисбалансів у сфері фінансів. Чим більш економічно розвинутою є країна, тим швидше і гостріше відчувається цей вплив. Якщо додати той факт, що обсяги фінансових ринків у багато разів перевищують обсяги реальних, стає очевидним, що логіка розгортання сучасної фінансово-економічної кризи «фінансові ринки - реальний сектор - фінансові ринки» є не випадковою.

Початок кризи асоціюється з падінням ринку низьколіквідних іпотечних цінних паперів (subprime mortgage market) у США в 2007 році. Втрати пов'язані з цим видом фінансових інструментів, що згідно оцінкам, складала близько 250 млрд. долл. США [1], створили невизначеність в ціноутворенні гарантованих активами комерційних паперів (asset backed commercial paper), та довгострокових цінних паперів. Через це вже к серпню 2007 була практично заморожена активність міжбанківського кредитного ринку в Сполучених Штатах. Далі означені проблеми швидко поширились на інші розвинуті країни через їх високе насичення сек'ютиризованими похідними іпотечними паперами, а також, - через високий взаємозв'язок і фінансових інституцій і ринків за умов глобалізації. Відповідно, ці та інші проблеми фінансового сектору знайшли відображення в падінні курсів акцій фінансових інституцій і кризи на ринку приватних цінних паперів. Зниження цін, скорочення кредитів, вимога більш високих премій за ризик зумовили поступове зповзання економічно розвинутих країн до умов повільної рецесії.

Втім, в свою найгострішу фазу фінансова криза вступила в вересні 2008 року після оголошення банкрутом інвестиційного банку Леман Брозерз, четвертого по обсягу активів у світовому списку. Ця подія викликала багаторазове посилення негативних очікувань інвесторів, а точніше, їх занепокоєння щодо можливості виникнення руйнівної глобальної фінансової кризи. Як наслідок, у вересні 2008 відбулося різке падіння цін на фондових ринках. Погіршення впевненості бізнесу і споживачів призвели к суттєвому падінню попиту і обсягів виробництва. В четвертому кварталі 2008 р. світовий ВВП зменшився на 6.5 відсотків і продовжував знижуватися упродовж першої чверті 2009 р. [10]. Тобто, як неодноразово відзначувалось, саме негаразди фінансової системи призвели до суворої рецесії світової економіки.

Акуальна загроза виникнення світової кризи на зразок Великої Депресії зумовила активне втручання монетарних і фіскальних владних установ в функціонування ринку. На початкових стадіях кризи монетарна влада США започаткувала такі межі як TAF (Term Action Facility), що передбачало надання позик через депозитне вікно більш широкому колу фінансових інституцій і послаблення вимог до застави. В березні 2008р. було впроваджено програму TSLF (Term Securities Lending Facility), через яку інвестиційні банки - ключові ділери FED отримали можливості обміну облігацій, що мали нерухомість в заставі на державні облігації. Все це відбувалося на тлі запровадження традиційних меж експансійної державної політики, таких як зниження ставки федеральних фондів (FED Funds Rate).

Починаючи з жовтня 2008, державна підтримка фінансових установ набула системного характеру. Заходи державної політики передбачали по-перше, льготні умови кредитування фінансових посередників. На прикладі США таку мету мали державна програма TARP, що забезпечувала фінансування викупу Держказначейством низьколіквідних активів у приватних фінансових посередників; програма фінансування інвесторів грошового ринку (Money Market Investor Funding Facility); програма фінансування викупу комерційних паперів (Commercial Paper Funding Facility). По друге, державні інституції стали здійснювати пряме фінансування, або ж викуп власних активів фінансових посередників. Так, через день після відмови уряду США підтримки Леман Брозерз, Федеральна резервна система (ФРС) почала фінансову підтримку однієї з провідних страхових компаній, американської AEG, яка через високе насичення низьколіквідними цінними паперами теж опинилась на межі банкрутства. Пізніше Державне Казначейство надало додаткових фінансових коштів цієї компанії. Пакети акцій було придбано у інвестиційного банку Сити Груп, компаній Фредді Мак і Фанні Мей та інших. У Великобританії було націоналізовано банк Нозерн Рок, іпотечну компанію Бредфорд и Бінглі. Подібні заходи широко втілювалися і в багатьох інших країнах.

Обсяги коштів, спрямованих на допомогу фінансовому сектору і підтримку стабільності, відрізняються залежно від країни, але в сукупності досягли колосальних масштабів. Так, лише згадувана програма TARP коштувала 250 млрд. долл. США, програму TALF було розширено до 1 трлн. долл., кошторис викупу цінних паперів, з іпотекою в заставі вимірювався сотнями мільярдів американських доларів [11]. Результати і наслідки цієї політики є неоднозначними. З одного боку, її головна мета, - запобігання повного колапсу світової фінансової системи, - була досягнена. З другого, - методи, що склали основні засади політики втамування кризи, призвели до виникнення нової смуги фінансових криз, - боргової кризи суверенитетів, - що продовжує розгортатися і досі.

В більшості випадків націоналізація фінансових установ і льготне і розширене їх кредитування спричинили низку проблем у сфері державних фінансів. А саме, суттєве зростання національного боргу, зростання ціни його обслуговування, подекуди складнощі із залученням додаткового фінансування з боку іноземних інвесторів. У таблиці 1 надано дані по відносним обсягам державного боргу до ВВП для декількох європейських країн. Бачимо, якщо на початку цього року відносні показники державного боргу до ВВП перевищували сто відсотків лише для Греції, яка вже майже рік знаходиться в стані боргової кризи, то к 2015 р. цю межу переступлять Ірландія і Португалія.

Суттєвих обсягів має досягти і дефіцит держбюджетів. Такий стан державних фінансів свідчить про те, що фіскальна сфера починає гальмувати економічний розвиток через, по-перше, фіскальну рестрикцію; по-друге, зростання витрат на обслуговування боргу що є тягарем для економіки. Наприклад, для Греції, згідно

експертним оцінкам, обслуговування державного боргу буде коштуватиме біля 8-10 відсотків її ВВП к 2015 року [12].

Таблиця 1

*Державний борг, оцінюваний дефіцит держбюджету і доходність державних цінних паперів для деяких європейських країн станом на 11.01.2011\**

	Державний борг до ВВП, %		Очікуваний дефіцит держбюджету	Доходність по 10 річним цінним паперам
	Фактичний	прогноз на 2015 рік		
Греція	140.2	165	10	11.3
Ірландія	97.4	125	13	8.3
Португалія	82.8	100	8	6.8
Іспанія	64.4	85	10	5.5

\*Джерело [12]

Таким чином, в механізмі глобальної фінансової кризи 2007-2010 років висвітлювалася тенденція колосального зростання суспільних трансакційних втрат, що мали вигляд допомоги фінансовим інституціям під час кризи, а також економічні і суспільні втрати від боргової кризи суверенітетів, що є прямим наслідком тих заходів економічної політики, що було обрано для подолання кризи. Окрім того, позначилась зміна співвідношення приватних і суспільних трансакційних витрат у бік зростання долі останніх. Ця зміна, на нашу думку, підвищує ризики економічної і фінансової нестабільності окремих країн (особливо тих, що розвиваються) і світової економіки і цілому і може скласти підвалини нових фінансових криз у майбутньому. Для зниження ризиків можливих втрат необхідно створення механізмів, що скоротять суспільні трансакційні втрати і змінять співвідношення між приватними і суспільними трансакційними витратами фінансового ринку.

Одним з можливих засобів є збільшення приватних трансакційних видатків через впровадження спеціального податку на фінансові трансакції. Зважаючи на те, що саме фінансові ринки є чинником кризи і тривалої рецесії глобальної економіки, об'єктом оподаткування було б доцільно зробити фінансові трансакції. На наш погляд, найбільш прийнятним видом з усього їх розмаїття є валютні трансакції. Цьому є декілька причин. Насамперед, міжнародний валютний ринок є найбільшим за обсягами і найліквіднішим серед різних типів фінансових ринків. Так, згідно з наявними статистичними даними середній обсяг щоденного обороту глобального валютного ринку складає приблизно 4 трлн. долл США (станом на вересень 2010 р.) [13]. Колосальні обсяги ринку зумовлюють його високу ліквідність. Виходячи з цього, впровадження доволі низьких ставок оподаткування не створять значної перешкоди ефективному функціонуванню ринків. Більш того, висока ліквідність, розвиненість інфраструктури світового валютного ринку, зробили приватні трансакційні витрати окремих економічних агентів незрівнянно низькими. То ж, саме за допомогою цього ринку можна було виправити існуючий дисбаланс між приватними і суспільними витратами.

Слід також звернути увагу на той факт, що навіть за умов глобальної фінансової кризи валютний ринок зберігає свою високу ліквідність. Адже, в період кризи незважаючи на падіння обсягів світової торгівлі і супутніх валютних трансакцій, конвертування валюти не знижувало обсягів через втік капіталу із ринків країн, що розвиваються до «захищеності», тобто до високоліквідних активів, що номіновано у світових валютах (долар США, японська йена, швейцарський франк). Саме таким, - ліквідним у порівнянні з ринками інших фінансових інструментів, - бачили світовий валютний ринок інвестори. Це сприяло росту доходності від трансакцій. Це

відображено у показниках динаміки ринку. На початку передкризового періоду, у вересні 2010 товарообіг ринку був на 20 відсотків вище за показник 2007 року. За цей період обсяги трансакцій спот збільшилися на 48 відсотків [9]. Тобто, оподаткування валютних трансакцій мало б забезпечити акумуляцію стабільного фінансового потоку саме у той час, коли країни стікаються з найбільшими труднощами в фінансуванні накопичених заборгованостей. Як відомо, за умов кризових явищ у будь-якому куточку світової фінансової системи, премії за ризик зростають і обслуговування боргів суверенітетів стає набагато дорожчим. В свою чергу, кошти вилучені через валютний податок мали би бути спрямовані на полегшення умов фінансування країн що опинились у скрутному становищі і через те протидіяти розгортанню кризи. Все це зумовлює вибір саме валютних трансакцій як найбільш прийняттого об'єкта оподаткування.

Ідея впровадження податку на валютні угоди належить нобелівському лауреату з економіки Дж.Тобіну. Предумовою були нестабільності на світових валютних ринках після припинення дії Бреттон-Вудської системи та відносної втрати країнами автономності макроекономічної політики (так звана трілема макроекономічної політики відкритої економіки). На початку 70-тих років ХХ ст. Тобін запропонував встановлення податку на короткочасні операції з іноземними валютами, що в багатьох випадках мають спекулятивний характер. Податок на рівні 0,1 – 0,25% мав би дозволити скорочення спекуляцій на коливанні валютних курсів. Пропозиція Тобіна не дістала достатньої уваги в наукових і політичних колах, але на початку 1990х після бурхливої кризи Європейського монетарного союзу, і фінансових потрясінь в інших країнах і регіонах інтерес до глобального податку відновився. Не є дивним, що під час недавньої світової кризи податок Тобіну набув нових прихильників<sup>1</sup>.

Втім, існує чимало противників податку. Головні їх доводи можна систематизувати таким чином. По-перше, податок на валютні угоди може ускладнити рух ліквідності, оскільки має сплачуватись як зі стабілізуючих трансакцій, так і з дестабілізуючих угод, що здійснюють спекулянти. При цьому, відрізнити перших від других фактично неможливо. Як відомо, світовий валютний ринок є повністю децентралізованим і розміщеним локально у багатьох точках світу. Таким чином, податок може зашкодити ефективності і ліквідності ринку, що є його основними перевагами. По-друге, занижений рівень податку не зможе визвати скорочення ризикованих фінансових спекуляцій, а завищений, - негативно впливатиме на прибутковість не спекулятивних трансакцій і може спричинити уповільнення зростання світової торгівлі і виробництва. По-третє, в умовах глобального, децентралізованого ринку адміністрування податку є надзвичайно складним процесом з технічної точки зору і потребує досягнення міжнародного консенсусу щодо необхідності його впровадження. Останнє зауваження, є дуже суттєвим. Адже, проблема фрірайдера точно зображує становище справ у сфері міжнародних домовленостей що до податку.

Попри те, сьогодні нагальність потреби в модернізації інституційної архітектури світового фінансового ринку не викликає заперечень у політиків, ділових кіл і світової спільноти. За умов кризи завеликі ТВ фінансового сектору формують попит суспільства на дієві та ефективні інститути, а суспільні втрати – на створенні і функціонуванні інститутів, які дозволять скоротити їх. На наш погляд, податок Тобіну мав би відігравати роль нового стабілізуючого інституту. Створення такого механізму, його ефективне функціонування супроводжуватиметься приватними ТВ, які мають скоротити рівень суспільних ТВ. Важливо підкреслити, що має відбутися

---

<sup>1</sup> Підтримку податку висловлювали представники влади низки розвинених і розвиваючихся країн (Н.Саркозі, Г.Браун, У.Чавес, Л. да Сільва та ін).

переоцінка основного призначення цього податку. Ми вважаємо, що він має бути розглянутий не як засіб скорочення обсягу короткочасних угод і запобігання спекуляціям, а як шлях акумулювання коштів, що можуть бути використані на запобігання кризам і відновленню стабільності

**Висновок.** Актуальним завданням суспільства в післякризовий період стає створення умов для керованої економії на трансакційних витратах фінансових ринків. Інституційним забезпеченням цього процесу може стати податок Тобіну, що здатний скоротити загальний рівень суспільних трансакційних витрат за рахунок додаткових приватних трансакційних витрат. В цілому, це дозволить оптимізувати структуру трансакцій ТВ фінансового та реального сектору, сприятиме вдосконаленню інституційної структури світового фінансового ринку і призведе до підвищення загального рівня його стабільності.

### Література

1. Blanchard O. The Crisis: Basic Mechanism and Appropriate Policies // Massachusetts Institute of Technology. Department of Economics. Working Paper 09-01, December 29, 2009.
2. F. S. Mishkin over the Cliff: from the Subprime to the Global Financial Crisis // Journal of Economic Perspectives – Volume 25, Number 1- pp. 49-70.
3. R. Vincent A Year of Living Dangerously: The Management of the Financial Crisis in 2008// Journal of Economic Perspectives – Vol. 25, № 1. 2011 – pp. 71-90.
4. Буковинський С., Унковська Т. Яременко О. Шляхи подолання фінансової кризи в Україні // Економічна Теорія. – 2009. - №2.- С.47-60.
5. Шинкарук Л. Макроекономічні передумови та перебіг економічної кризи // Економічна Теорія. – 2010. - №2.- С.61-70.
6. Шелудько Н. Фінансові ринки України і Росії: уроки кризи та перспективи розвитку // Економіка і прогнозування. – 2010. - №3.- С.7-26.
7. Архієреєв С.І., Попадинець О.В. Розвиток трансакцій кредитування та заходи регулювання їх витрат в Україні – Х.:Константа, 2007. – 152 с.
8. Вольчик В.В. Курс лекцій по інституціональній економіке Ростов –н/Д: Изд-во Рост. Ун-та, 2000. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ie.boom.ru/Lecture3.htm>
9. Архієреєв С.И. Попадинец Е.В. Трансакционные и трансформационные издержки кредитования: виды и взаимосвязь // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т.18.-Суми: УАБС НБУ, 2006. – С.32-37.
10. Обзоры мировой экономики и финансов. Перспективы развития мировой экономики. Апрель 2009. Кризис и подъем. //Международный Валютный Фонд. 2010
11. K. Huang Lectures in Money and Banking//Vanderbilt University. – 2010.
- 12.The Economist. – 13/01/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.economist.com/node/17902803?story\\_id=17902803](http://www.economist.com/node/17902803?story_id=17902803)
13. Bank of International Settlement. TriennialCentral Bank Survey. Report on global foreign exchange market activity in 2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [www.bis.org](http://www.bis.org)

**Summary.** The article considers changes in ratio of public and private transaction costs during the global financial crisis. The way to reduce public expenditure transaction costs is analyzed.

**Keywords:** transaction loss, social transaction costs, financial market, the Tobin tax.

*Стаття надійшла до редакції 14.04.2011*