

Базилевич В.Д.,

член-кореспондент НАН України,
доктор економічних наук, професор,
заслужений діяч науки і техніки України,
декан економічного факультету
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка

РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО РИНКУ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Досліджено роль і значення фінансового ринку в сучасній економічній системі. Визначено особливості впливу фінансового ринку на розвиток національної економіки. Проаналізовано взаємозв'язок ефективності фінансового ринку та стабільності економіки країни.

The role and importance of the financial market in modern economic system are investigated. Peculiarities of influence of the financial market on the national economy development are defined. The interrelation between efficiency of the financial market and stability of a national economy is analyzed.

Ключові слова: фінансовий ринок, ринкова економіка, реальний сектор економіки, фінансові ресурси.

Фінансовий ринок відіграє дедалі більшу роль у економічних перетвореннях, що відбуваються у світі й кожній країні. Як центр акумуляції й перерозподілу фінансових ресурсів він забезпечує функціонування потужного механізму стимулювання розвитку інвестиційної, виробничої сфер економіки, а також усієї системи суспільно-економічних відносин. В умовах трансформаційних перетворень економіки фінансовий ринок практично набуває рис потужного джерела інвестиційних ресурсів, забезпечуючи ефективне акумулювання коштів та економічно доцільне задоволення інвестиційного попиту економічних агентів на ресурси як коротко-, так і довгострокового характеру.

Аналіз показує, що світова економічна криза стала наслідком багатьох взаємообумовлених подій. Серед найважливіших із них такі:

1) зниження ефективності управління ризиками на рівні професійних учасників фінансового ринку — фінансових інститутів, що спровокувало виникнення проблем із ліквідністю;

2) криза на кредитному ринку й передусім у секторі іпотечного кредитування, спричинена неналежним контролем із боку держави змін у його кон'юнктурі, а також неефективною діяльністю фінансових інститутів щодо управління ризиками;

3) дестабілізація валютного ринку, викликана намаганням економічних суб'єктів інвестувати вивільнені на ринку цінних паперів кошти у стабільну й вільно конвертовану грошову одиницю;

4) не контрольоване державою зростання пропозиції фінансових активів на фінансовому ринку, зумовлене емісійною діяльністю його учасників — великих

© Базилевич В.Д., 2009

корпорацій і фінансових інститутів (при цьому швидке зростання місткості фінансового ринку не відповідає темпам розвитку реального сектору економіки);

5) активний розвиток фінансових інновацій на ринку цінних паперів, унаслідок якого виникли нові, досить ризикові фінансові активи, що стають популярним об'єктом спекуляцій;

б) зростання цін на сировинних ринках;

7) падіння попиту на продукцію реального сектору економіки, спричинене кризою на кредитному ринку, а також інфляцією пропозиції.

Отже, світова економічна криза великою мірою зумовлена кризою на фінансовому ринку. Це ще раз підтверджує не лише важливість, а й суперечливість ролі фінансового ринку в розвитку як національної, так і світової економіки.

В умовах ринкової економіки для суб'єктів підприємницької діяльності основним джерелом вільних грошових коштів для фінансування капіталовкладень є фінансовий ринок, що забезпечує ефективний перерозподіл капіталу в рамках економічної системи, формування матеріального базису економічного зростання та починає відігравати визначальну роль у розширеному відтворенні суспільного виробництва. Фінансовий ринок посідає надзвичайно важливе місце у структурі ринкової економіки, оскільки саме на ньому зустрічаються суб'єкти господарювання, котрі відчувають дефіцит коштів і потребу в додаткових інвестиціях, та власники заощаджень, які можуть бути використані для фінансування капіталовкладень. У процесі опосередкованого фінансовим ринком руху фінансові ресурси набувають специфічної форми фіктивного капіталу, що уречевлюється у фінансових активах.

Незважаючи на те, що фінансовий ринок опосередковує рух реальних фінансових ресурсів, об'єктом обміну на ньому виступають фінансові активи, які є однією з форм реалізації фінансових інструментів. Таким чином, фінансовий ринок можна визначити як сукупність суспільно-економічних відносин, що виникають із приводу купівлі і продажу фінансових активів. Із допомогою фінансових активів здійснюється передача фінансових ресурсів від тих, хто має їх надлишок, тобто від інвесторів, до тих, хто відчуває їх дефіцит, тобто до емітентів фінансових активів. Відповідно, на сучасному етапі розвитку економічних відносин фіктивний капітал у вигляді фінансових активів опосередковує та юридично закріплює рух реального грошового капіталу в межах фінансового ринку.

Таким чином, існує надзвичайно тісний взаємозв'язок фінансового ринку й реального сектору економіки. Розвиток суспільного виробництва не можливий без ефективного перерозподілу капіталу в рамках економічної системи, який на сьогодні може забезпечити лише фінансовий ринок. Водночас сам фінансовий ринок існує тільки за рахунок реального сектору економіки, оскільки дохідність фінансових активів забезпечується прибутком, отриманим унаслідок продуктивного використання залученого на фінансовому ринку грошового капіталу. Цей зв'язок дає змогу повною мірою охарактеризувати визначну роль фінансових

відносин, що виникають із приводу купівлі або продажу фінансових інструментів на сучасному етапі розвитку ринкового господарства. Її особливої актуальності розвиток фінансових відносин набуває в умовах транзитивної економіки з її багатокладністю, низькою ефективністю використання наявного капіталу та розривом між заощадженнями й інвестиціями.

У межах економічної системи фінансовий ринок виконує функції інтеграції, регулювання, перерозподілу, санації, стимулювання й інформаційну. На нашу думку, принциповими є функції регулювання, перерозподілу та інформаційна.

Функція регулювання полягає в тому, що фінансовий ринок забезпечує впорядковані взаємодії економічних агентів із приводу купівлі і продажу фінансових активів та в такий спосіб сприяє встановленню цін на фінансові ресурси, котрі зрівноважують попит і пропозицію на них. Відповідно, зміна ринкової ціни на фінансові активи визначає пропорції й напрями розподілу фінансових ресурсів у межах економічної системи.

Функція перерозподілу полягає в тому, що фінансові ресурси, вивільнені на окремих стадіях відтворювального процесу, з допомогою фінансового ринку спрямовуються в інші сектори економічної системи, що прискорює обіг капіталу, сприяє прогресивному коригуванню всієї структури виробництва, створює можливості для запровадження новітніх технологій. Ринок забезпечує ефективне розміщення фінансових ресурсів завдяки посередницькій діяльності фінансових інститутів, які акумулюють вільні фінансові ресурси, а потім перерозподіляють їх серед суб'єктів господарювання.

Інформаційна функція передбачає формування єдиної ринкової ціни, що є результатом взаємодії попиту і пропозиції на фінансові активи, створює передумови для прогнозування його майбутньої кон'юнктури та дає змогу його суб'єктам відповідним чином корегувати власні господарські плани і приймати ефективні рішення в умовах власної обмеженої раціональності.

У цьому контексті, на наш погляд, потрібно звернути особливу увагу на роль фінансових інститутів, адже саме вони забезпечують ефективне функціонування фінансового ринку. По-перше, фінансові інститути, що належать до складу інституційної структури, своєю діяльністю сприяють встановленню реальних зв'язків між власниками фінансових ресурсів і емітентами фінансових активів, які в переважній більшості випадків є територіально розосередженими. З точки зору сучасної економічної науки, існування ринку зумовлюється його здатністю знижувати трансакційні витрати для економічних агентів, котрі здійснюють свою діяльність у його рамках. Оскільки фінансові інститути об'єднують розрізнені суб'єктів фінансового ринку та опосередковують їх взаємодію, знижуючи в такий спосіб їхні трансакційні витрати, вони фактично конституують ринок, забезпечують його функціонування та перетворюються на об'єктивно необхідну складову ринкового механізму. Крім того, наявність фінансових інститутів, які здійснюють

трансформацію грошових потоків у межах ринку, дає змогу подолати суперечність між потребами суб'єктів господарювання та обмеженими фінансовими можливостями індивідуальних інвесторів, що зумовлена як часовим фактором, так і заощаджувальним потенціалом окремих власників капіталу. Потрібно наголосити, що в умовах транзитивної економіки, що характеризується недостатньо розвиненим ринком цінних паперів, фінансові інститути взагалі становлять єдиний механізм, здатний забезпечити ефективний перерозподіл фінансових ресурсів на користь суб'єктів господарювання, котрі відчують у них потребу внаслідок скорочення бюджетного фінансування.

По-друге, фінансові інститути є основними професійними учасниками фінансового ринку, які формують попит на фінансові ресурси й фінансові активи та в такий спосіб визначають рівноважну ринкову ціну на них. Оскільки фінансові інститути здатні найточніше оцінити ризиковість фінансових активів, вони сприяють встановленню такої ринкової ціни, яка узгоджує потреби суб'єктів господарювання в ліквідних засобах із можливостями власників фінансових ресурсів.

По-третє, фінансові інститути за рахунок використання наукових методів управління інвестиційним портфелем мають можливість достовірно оцінити платоспроможність, кредитоспроможність і загальний стан емітентів фінансових інструментів, а отже, ідентифікувати найприбутковіші й водночас найменш ризиковані напрямки вкладання залучених у інвесторів коштів. Індивідуальні власники капіталу на противагу професійним учасникам ринку не завжди можуть правильно оцінити ризиковість фінансового активу й тому іноді вкладають кошти неефективно.

По-четверте, фінансові інститути забезпечують стабільне функціонування фінансового ринку. Вони завжди згодні не лише викупити, а й продати інвесторам фінансові активи. Здійснюючи на постійній основі операції із фінансовими інструментами з метою отримання прибутку, вони стабілізують ринок, протидіють значним коливанням ринкових цін, гасять шоки попиту і пропозиції, які не зумовлені змінами в реальній вартості, дохідності й ризиковості фінансових активів (на цій важливій ролі фінансових посередників особливо наголошували у своїх працях Дж.М. Кейнс та Дж.Р. Хікс).

Як уже зазначалося, в сучасних умовах господарювання фінансовий ринок формує ефективний механізм перерозподілу вільних фінансових ресурсів у межах економічної системи. Проте ефективне функціонування самого ринку на сьогодні забезпечують фінансові інститути. Наведені нами обґрунтування свідчать про те, що існування великої кількості відокремлених власників капіталу й потенційних емітентів фінансових активів є лише необхідною, проте аж ніяк не достатньою умовою існування ринку. Його ефективне функціонування, особливо в умовах перехідної економіки, може гарантувати лише система фінансових інститутів.

Досліджуючи еволюцію фінансових інститутів і формування фінансового ринку, можна виокремити важливі закономірності. По-перше, фінансове посередництво,

як специфічний вид економічної діяльності з надання фінансових послуг, виникло задовго до появи перших фінансових інститутів. Унаслідок поступового розвитку продуктивних сил і виробничих відносин та науково-технічного прогресу постала потреба в нарощуванні масштабів фінансових операцій і збільшенні різноманітності фінансових послуг, що могли забезпечити лише організовані форми фінансового посередництва, такі як фінансові інститути.

По-друге, осередком активного зародження нових видів фінансових інститутів до середини XIX століття були такі європейські країни, як Англія й Німеччина. Починаючи із другої половини XIX століття центр розвитку фінансового посередництва переміщується до США, оскільки фінансовий ринок цієї країни на той час перетворюється на один із найбільших у світі.

По-третє, перехід фінансових інститутів на кожний новий етап їх розвитку був зумовлений формуванням відповідного матеріального базису, який став своєрідним каталізатором і акселератором прогресивних еволюційних змін. Становлення виробничих відносин і міжнародної торгівлі, концентрація грошових капіталів, зародження безготівкового грошового обігу, зростання попиту суб'єктів господарювання на депозитні і кредитні послуги, а також розвиток фінансового ринку створювали об'єктивні передумови для виникнення нових видів фінансових інститутів і розвитку вже існуючих.

Таким чином, можна стверджувати, що розширення фінансового ринку, активний розвиток операцій із такими ринками зумовили виникнення фінансових інститутів як професійних фінансових посередників. І в сучасних умовах ефективне функціонування фінансового ринку не можливе без ефективних фінансових інститутів. Адже саме вони координують діяльність надзвичайно великої кількості власників капіталу й економічних суб'єктів, які мають потребу у фінансових ресурсах.

Отже, якщо фінансові інститути починають “захоплюватися” спекулятивними операціями на фінансовому ринку та при цьому не зважають на рівень притаманних їм ризиків, формуються передумови для кризи на фінансовому ринку. А оскільки на сьогодні він тісно пов'язаний із реальним сектором економіки, криза може швидко поширитися на всю економіку. Саме це ми спостерігаємо протягом розгортання світової економічної кризи 2008—2009 років.

Зазначені висновки підтверджуються дослідженнями монетарних посткейнсіанців, серед яких слід виділити А. Лейонхуфвуда, С. Вайнтрауба, П. Девідсона, Р. Клауера та Х. Мінські. Особливістю даного напрямку є різка критика монетаризму й ортодоксального кейнсіанства та водночас прагнення синтезувати методологічний каркас теорії Дж.М. Кейнса з окремими концепціями монетаризму. Монетарні посткейнсіанці ставлять за мету перегляд кейнсіанської теорії з позицій сьогодення, очищення її від різних нашарувань і змін, які внесені послідовниками Дж. Кейнса та певним чином спотворюють і викривляють зміст основних макроекономічних концепцій, викладених у “Загальній теорії зайнятості, процента

та грошей”¹, і разом із тим намагаються доповнити її новим категоріальним апаратом і методикою теоретичного аналізу монетаризму, відновити її дієздатність у галузі наукового пояснення причин виникнення та механізму функціонування макроекономічних явищ і процесів.

За словами Х. Мінські, представники ортодоксального кейнсіанства й неокейнсіанства на противагу Дж. Кейнсу у процесі дослідження практично не враховують механізм ціноутворення на ринку капіталу². Внаслідок чого, як зазначає А. Лейонхуфвуд, монетаризм піддає критиці скоріше не економічну теорію Кейнса, а “кейнсіанську теорію”³. За визначенням Р. Клауера та С. Вайнтрауба, основною проблемою економічної теорії на сьогодні є аналіз монетарних факторів і фінансових змінних, що визначають темпи, масштаби й форми фінансування капіталовкладень, вивчення яких допоможе зрозуміти механізм функціонування сучасного капіталістичного господарства, що базується на використанні капіталу та характеризується розвиненим фінансовим ринком⁴. Використання кейнсіанцями в ролі ядра аналізу теоретичних постулатів виробничої функції, а також застосування монетаристами концепції грошей як екзогенного чинника в рамках вальрасівської моделі ринку, надає їм можливість розглядати лише екзогенні чинники порушення загальноекономічної рівноваги, тоді як, на думку Х. Мінські та П. Девідсона, нестабільність сучасної економічної системи породжується впливом переважно ендегенних факторів⁵. Монетаристи аналізують гроші як екзогенний фактор, котрий виконує функції засобу обігу і платежу та вводиться до моделі простого ринкового товарообміну, що самостійно забезпечує координацію діяльності економічних суб’єктів, автономне врівноваження ринку та його стабілізацію. При цьому вони не враховують існування фінансового ринку та, за словами Х. Мінські, дають неправильну “характеристику інституційній структурі сучасної економіки”, не зважають на те, що на сьогоднішній день ринок капітальних благ фактично пронизує всю інституційну структуру капіталізму⁶.

Як зазначають у своїх працях Х. Мінські та Р. Клауер, характерною рисою монетаристського й ортодоксально-кейнсіанського підходу є аналіз грошей як товару,

¹ Кейнс Дж.М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей. — К.: АУБ, 1999. — 189 с.

² Minsky H.P. Finance and stability: The limits of Capitalism. — The Jerome Levy Economics Institute Press, 1993. — 26 p.

³ Leijonhufvud A. Information and Coordination: Essays in Macroeconomic Theory. — Oxford University Press, 1981. — 440 p.

⁴ Weintraub S. Keynes, Keynesians and Monetarists. — University of Pennsylvania Press, 1978. — 368 p.; Beyond microfoundations: Post Walrasian economics / Ed. by David Colander. — Cambridge University Press, 1996. — 284 p.

⁵ Minsky H.P. The transition to a market economy: Financial options. — The Jerome Levy Economics Institute Press, 1993. — 23 p.; Davidson P., Davidson L. The Collected Writings of Paul Davidson. — Palgrave Macmillan Limited, 2001. — 457 p.

⁶ Minsky H.P. The capital development of the economy and the structure of financial institutions. — The Jerome Levy Economics Institute Press, 1993. — 32 p.

що опосередковує обмін. Як наслідок, в умовах рівноваги на ринку товарів надлишкова пропозиція грошей утворює надмірний попит на інші товари, й у такий спосіб відбувається ціноутворення на всі товари, що є об'єктом обміну⁷. Отже, головною проблемою економічного аналізу, на думку монетаристів, є виявлення механізму встановлення ціни на товари поточного періоду. Водночас активний розвиток фінансового ринку (ринку капітальних благ) у сучасних умовах вимагає пояснення механізму ціноутворення на ньому та його впливу на динаміку інвестицій, що неможливо зробити з позицій ортодоксально-кейнсіанського й монетаристського підходів.

На думку А. Лейонхуфвуда, в капіталістичній економіці, відповідно до встановленої інституціональної практики, фінансування капіталомісткого виробництва здійснюється шляхом емісії корпоративних прав і боргових зобов'язань⁸. Таке фінансування, за словами Х. Мінські, “значною мірою реалізується з допомогою банківської системи; остання як “посередник” гарантує боргові відносини між кредиторами, що розміщують свої кошти, та позичальниками, які одержують їх у позику для фінансування своїх інвестицій у реальні активи”⁹. Поява системи фінансових інститутів на фінансовому ринку, яку спочатку Дж. Кейнс, а потім Х. Мінські називали “грошовою вуаллю”, в ролі посередника у відносинах між власниками реальних активів і власниками фінансових ресурсів, на думку монетарних посткейнсіанців, особливо чітко відображає характерні риси сучасного світу.

За твердженням П. Девідсона, гроші, які виникають у процесі функціонування фінансових інститутів, є елементом розгалуженої системи фінансових зобов'язань, котрі зумовлюють виникнення різноспрямованих потоків готівкових платежів і фінансових активів¹⁰. Таким чином, виникнення попиту на гроші може частково пояснюватися існуванням ринку фінансових інструментів, а також тим, що позичальники змушені тримати частину активів у ліквідній формі для підтримки власної платоспроможності.

Як зазначає у своїй праці Х. Мінські, “гроші та вся система фінансового посередництва утворюють невід'ємний елемент капіталістичної господарської системи”¹¹. Спекулятивні операції фінансових інститутів на ринку та зумовлена внутрішніми факторами еволюція фінансових відносин усередині капіталістичної економіки спричиняють появу безлічі типів господарської поведінки.

⁷ Beyond microfoundations: Post Walrasian economics / Ed. by David Colander. — Cambridge University Press, 1996. — 284 p.

⁸ Leijonhufvud A. Macroeconomic instability and coordination: selected essays. — Edward Elgar Publishing, 2001. — 392 p.

⁹ Minsky H.P. Finance and stability: The limits of Capitalism. — The Jerome Levy Economics Institute Press, 1993. — 26 p.

¹⁰ Davidson P., Weintraub S. Money as Cause and Effect // The Economic Journal. — 1973. — № 83. — P. 1117—1132.

¹¹ Minsky H.P. The capital development of the economy and the structure of financial institutions. — The Jerome Levy Economics Institute Press, 1993. — 32 p.

Грунтуючись на результатах досліджень монетарних посткейнсіанців, можна стверджувати: таке явище, як нестабільність фінансового ринку, має ендогенний характер, саме тому неможливо забезпечити “точне” регулювання капіталістичного господарства, котре базується на активному використанні ринку фінансових інструментів. За таких умов державі залишається тільки реалізувати гнучку економічну політику, яка допускатиме можливість різних “режимів” функціонування економіки в межах існуючої інституційної структури та враховувати фактори її внутрішньої дестабілізації, що дасть змогу значно більше наблизитися до стану, який характеризується повною зайнятістю, стабільністю ринкових цін і сталим економічним розвитком.

Підсумовуючи викладене, слід зазначити: як економічна теорія, так і практика свідчать про те, що фінансовий ринок, з одного боку, є невід’ємною складовою будь-якої ринкової економічної системи, а з другого, за певних умов, — може виступати фактором поширення кризових тенденцій у економіці, створюючи постійну загрозу стабільності як національних, так і світової економічних систем. Усе це вказує на необхідність ефективного регулювання фінансового ринку державою, й передусім дієвого контролю діяльності його професійних учасників — фінансових інститутів.