



Наталія Балдич,
кандидат наук з державного управління,
докторант кафедри економічної теорії
та історії економіки НАДУ

Методологічні засади дослідження проблем державного регулювання фінансових ринків

У статті узагальнено методологічний інструментарій дослідження ролі та функцій держави в регулюванні фінансових ринків. Показано, що для сучасних досліджень фінансових ринків характерним є відхід від уявлень про досконалість (у тому числі інформаційну) ринків та визнання неминучих ситуацій неспроможності ринку, що пояснюють потребу в державному втручанні в роботу ринків.

Ключові слова: гіпотеза ефективного ринку, державне регулювання фінансових ринків, неспроможність ринку, теорія асиметричної інформації, теорія раціональних сподівань, фінансові ринки.

In the article it is summarized the methodological tools for researching of the role and functions of state in financial markets regulation. The author shows that contemporary research of financial markets is based on the breakaway from perfect market suggestions (including informational perfection) and recognition of inevitable market failures in which the state intervention is needed.

Key words: efficient market hypothesis, state regulation of financial markets, market failure, theory of asymmetric information, theory of rational expectations, financial markets.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими та практичними завданнями. Розвиток сучасних фінансових ринків характеризується суперечливими тенденціями. Формування світових і регіональних фінансових центрів, посилення інтеграційних процесів супроводжується втратою керованості глобалізованої фінансової системи, швидким поширенням кризових явищ у планетарному масштабі, збільшенням уразливості асиметрично відкритих національних економік перед експансією короткострокового спекулятивного іноземного капіталу. Поява інноваційних фінансових інструментів, запровадження нових технологій торгів на фінансових площадках має наслідком збільшення фінансових ризиків, пов'язаних із недосконалістю інформації та процедур її обміну. У таких

умовах актуалізується пошук адекватних механізмів регулювання національних і глобальних фінансових ринків, раціонального поєднання в них ринкових та державних засобів впливу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми, та виділення невирішених раніше питань. Реалії фінансової глобалізації зумовлюють потребу в застосуванні нових підходів, методів і прийомів наукових досліджень різноманітних відносин, що складаються на національних та глобальних фінансових ринках. Їх методологічною базою слугують багатовікові дослідження з проблем управління господарськими процесами, виконані в економічній науці, доповнені сучасними досягненнями у вивченні поведінки економічних суб'єктів, методів прийняття рішень у ситуаціях неповноти ринків. У межах цього дослідження особлива увага приділяється аналізу концепцій неспроможності ринку, раціональних сподівань, гіпотези ефективного ринку, обмеженої раціональності, асиметричної інформації та ін.

Разом з тим сучасні трансформації фінансового простору гостро поставили питання концептуального осмислення ролі та місця держави в регулюванні фінансових ринків, що зумовлює актуальність проведеного в статті дослідження.

Завданням статті є узагальнення методологічного інструментарію дослідження ролі та функцій держави в регулюванні фінансових ринків.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових висновків. Розвиток методології дослідження проблем державного регулювання фінансових ринків бере свій початок від перших спроб втручання держави в роботу фінансових інституцій, зокрема на початку XVIII ст., коли виникли перші скандали, пов'язані зі створенням фінансових пірамід. Найбільш резонансними стали "мільні бульбашки" у Франції у 1719-1720 рр., пов'язані з ім'ям Джона Ло, та приблизно у ті ж самі роки - діяльність Компанії Південних морів у Англії [2, с. 25]. Відповіддю держави на крах цих фінансових пірамід стало прийняття в Англії першого законодавства про акціонерні компанії, у Франції - перетворення Паризької біржі в публічну установу. Таким чином, від самого початку і впродовж всієї історії втручання держави в роботу фінансових ринків переважно було реакцією на періодичні фінансові спекуляції, що завершувались крахом деяких фінансових установ або ж загальною фінансовою кризою.

Таким чином, від початку XVIII ст. і до сьогодні об'єктивним підґрунтям для державного регулювання фінансових ринків (та багатьох інших ринків) слугують ситуації неспроможності ринкових механізмів саморегулювання, так звані провали або фіаско ринку. "Аналіз провалів ринку став ключовою темою економічної теорії XX ст." [1, с. 153]. Причини неспроможності ринку полягають у порушенні фундаментальної теореми економічної теорії добробуту, відповідно до якої успішно функціонуючі конкурентні

ринки здатні забезпечити рівноважну алокацію ресурсів, оптимальну за Парето. Серед умов ефективного функціонування ринків називаються три: 1) забезпечення повноти ринків; 2) конкурентність поведінки споживачів і виробників; 3) досягнення стану рівноваги [3, с. 501]. Порушення хоча б однієї з цих умов призводить до неефективного розміщення ресурсів, а значить - втрат у суспільному добробуті. За цих обставин втручання держави може підвищити добробут окремих ринкових суб'єктів і суспільства в цілому.

Серед зазначених умов ефективності ринків найбільша невизначеність щодо критеріїв її досягнення характерна повноті ринків. Разом з тим загальний принцип повноти ринків передбачає, що ринки в змозі забезпечити комунікацію між своїми учасниками та їх інформування про можливості укладання взаємовигідних угод, що забезпечують підвищення добробуту обох сторін [3, с. 501-502]. Таким чином, об'єктом багатьох наукових досліджень в економічній теорії стала інформаційна роль ринків, причини неефективного її виконання та завдання держави щодо підвищення поінформованості ринкових суб'єктів. Особливого значення інформація набуває на фінансових ринках, вона стає необхідним фактором прийняття рішень на фінансових ринках.

Характерною рисою сучасних досліджень фінансових ринків та поведінки його учасників є все більший відхід від моделі "людини економічної", розробленої в межах класичної школи, для якої були характерні визначальна роль власного інтересу в мотивації економічної поведінки та компетентність (інформованість і усвідомленість дій) економічного суб'єкта [1, с. 73-74]. Модель "людини економічної" не брала до уваги обмеження на доступ індивіда до інформації, що не давало їй змоги описувати реальну поведінку економічних суб'єктів. Урахування обмеженості інформації та введення до економічного аналізу категорії невизначеності, а значить і багатоваріантності поведінки суб'єкта, розширило методологічний інструментарій дослідження економічних явищ і процесів. Це привело до зміни уявлень про економічних суб'єктів, які пасивно діють у заданих умовах, та їх розгляд як активних ринкових акторів, що здійснюють цілеспрямовану діяльність. Такі ідеї щодо поведінки ринкових агентів були розвинуті американським економістом Джорджем Стіглером і отримали назву теорії пошуку, а відповідна поведінка економічних агентів щодо пошуку різних варіантів поведінки - методом "огортання" [1, с. 79].

Важливий емпіричний інструментарій для дослідження процесів прийняття рішень учасниками фінансових ринків з урахуванням фактора їхньої поінформованості надає гіпотеза ефективного ринку (далі - ГЕР, англ. *Efficient Market Hypothesis*), витоки якої беруть свій початок з робіт французького математика Луї Бушельє на початку XX ст., надалі розроблена в 1950-1960-ті рр. Відповідно до ГЕР ринок капіталу є ефективним, якщо він повністю і правильно враховує всю необхідну інформацію при визначенні курсу цінних па-

перів [4, с. 263]. З розвитком ГЕР було виділено три рівні ефективності ринку, які відповідають трьом різним типам інформаційних множин:

1) слабка форма ГЕР передбачає, що ціни на акції повністю відображають усю інформацію, що міститься в історичних даних про їхню динаміку, таким чином, інвестори аналізують минулу динаміку цін (цей метод отримав назву "технічний аналіз");

2) помірна (напівсильна) форма ГЕР передбачає, що поточний курс акцій відображує не тільки всю інформацію про їх динаміку в минулому, але й також усю загальнодоступну інформацію, що стосується акцій певної фірми (цей метод аналізу фінансових ринків отримав назву "фундаментальний аналіз");

3) сильна форма ГЕР передбачає, що в ринкових цінах повністю відображена будь-яка інформація про компанію, відома хоча б одному учаснику ринку [4, с. 263].

Значення ГЕР полягає в тому, що вона слугує методичною базою для оцінки фінансових активів з використанням емпіричних даних. Згідно з ГЕР припускається, що всі учасники ринку, використовуючи доступну інформацію, досягають прогнозу раціональних сподівань щодо гарантованого в майбутньому прибутку від цінних паперів, і ці прогнози повністю відображаються в цінах, що спостерігаються на фінансових ринках [7, с. 46].

Разом з тим ГЕР неодноразово піддавалась критиці через періодичне виникнення біржових бумів і крахів. Крім того, ГЕР не пояснює, чому учасники ринку, маючи за припущенням однакову інформацію, по-різному її інтерпретують. Критики ГЕР стверджують, що якби вона адекватно пояснювала реальні процеси, що спостерігаються на фінансових ринках, то торгівлі фінансовими активами взагалі б не відбувалось. У цьому контексті потрібно зауважити, що як і будь-яка економічна модель ГЕР не позбавлена недоліків, головні з яких полягають у тому, що фінансові ринки розглядаються відокремлено від ринків реальних товарів, підприємницької активності в інших секторах економіки. Розгляд ГЕР з таких критичних позицій дає важливі висновки щодо завдань державного регулювання фінансових ринків: держава має забезпечити якомога більший рівень поінформованості учасників фінансових ринків, разом з тим запобігаючи розгортанню спекулятивних операцій і відриву вартості фінансових активів від вартості реальних активів, на підставі яких вони емітовані.

Інформаційний аспект у поведінці ринкових суб'єктів займає важливе місце в теорії раціональних сподівань, розробленій у 1960-1970-ті ХХ ст. американським ученим Робертом Лукасом. Теорія раціональних сподівань у цьому аспекті тісно пов'язана з ГЕР. Головний постулат теорії раціональних сподівань полягає в тому, що "оскільки при формуванні своїх сподівань економічні суб'єкти використовують наявну доступну інформацію оптимально (раціонально), то й сподівання їхні слід розглядати як "раціональні" [1,

с. 80-81]. Важливий висновок теорії раціональних сподівань для державної політики полягає в мінімальному втручанні в роботу ринків, оскільки раціонально діючі економічні суб'єкти в змозі передбачити будь-які рішення влади і відповідним чином адаптувати свою поведінку. Таким чином, будь-які рішення влади, навіть найбільш оптимальні, не будуть мати очікуваного результату, оскільки реакція на них з боку економічних суб'єктів буде іншою, ніж очікує влада.

Продовженням теорії раціональних сподівань можна вважати концепцію обмеженої раціональності американського дослідника Герберта Саймона. Ця концепція характеризує обмежену раціональність як таку, якій не вистачає універсального знання, що не дає змоги пізнати всі альтернативи, невизначеність подій, що відбуваються в зовнішньому світі, а також нездатність прораховувати всі їх наслідки. За таких умов найкраще, що можна зробити, - це спростити процес прийняття рішення і знайти "задовільне рішення" [1, с. 87]. Концепція обмеженої раціональності Г. Саймона дала поштовх для ширшого застосування методів математичного моделювання поведінки і прийняття рішень економічними суб'єктами.

Узагальнюючи розглянуті концептуальні підходи до аналізу фінансових ринків, можна зазначити, що практично всі з них передбачають можливість прийняття ринковими суб'єктами оптимальних рішень з урахуванням їхніх сподівань, рівня поінформованості. На принципово інших вихідних позиціях ґрунтується теорія асиметричної інформації, започаткована в 1970-ті рр. американськими вченими Джорджем Акерлофом, Майклом Спенсом та Джозефом Стігліцем. Свої теоретичні моделі вони будували з урахуванням неспроможності ринків забезпечити автоматичне врівноваження попиту і пропозиції за допомогою швидкої зміни цін з причин відсутності повної чи надійної інформації та різних інституційних обмежень [1, с. 139-140].

Автори теорії асиметричної інформації зробили важливий внесок в обґрунтування завдань держави щодо зменшення цієї вади ринків, у тому числі фінансових, через запровадження державних гарантій для споживачів, роботу судів, створення інституцій з інформування тощо. Подальші розробники теорії асиметричної інформації "детально розглянули та сформулювали теорію агентських витрат, пов'язавши її з проблемою формування оптимальних контрактів, які забезпечують оптимізацію трансакційних витрат" [6, с. 91].

В умовах переходу постсоціалістичних країн до ринкової організації національного господарства фінансові ринки розвинених західних країн багато в чому виступали за взірць для наслідування. Разом з тим фінансові кризи на рубежі III тисячоліття виокремили глибинні внутрішні суперечності моделі організації фінансових ринків за західним зразком і зумовили підвищення інтересу до альтернативних способів побудови фінансових ринків, зокрема в ісламських країнах. Ісламські фінансові ринки виявились більш стійкими до криз, зважаючи на принципово інший характер взаємо-

відносин між учасниками фінансових ринків, що при багатьох операціях передбачає вищий рівень довіри та відкритості перед партнером, а відповідно, і взаємної поінформованості.

Це зумовило збільшення порівняльних досліджень національних фінансових ринків, особливостей їх інституційної структури, форм і методів державного регулювання. Розвиток компаративістики у цій сфері виражається у низці рейтингів, що складаються міжнародними організаціями, окремими дослідницькими центрами. Основна мета таких порівняльних досліджень - пошук оптимальної моделі фінансового ринку, що інкорпорувала б у собі найкращі риси різних типів фінансових ринків.

Наукові засади обґрунтування подальших шляхів розвитку фінансових ринків, у тому числі в трансформаційних країнах, надає інституціоналізм, зокрема, розвинута в його межах концепція "інституціональної еволюції", під якою розуміється "процес взаємодії індивідів, одним з результатів якого стає виникнення і/або зміна правил цієї взаємодії" [5, с. 303]. У виборі траєкторії інституціональної еволюції важливу роль відіграє держава. Саме вона може здійснювати державний імпорт інститутів, легалізувати через державні структури спонтанні зміни в інституціональному середовищі або ж запроваджувати свідомо спроектовані інститути шляхом законотворчості. Разом з активністю держави в спрямуванні інституціональної еволюції вона може відбуватись і без участі держави через природний процес запозичення інститутів, їх спонтанне становлення та дискреційну поведінку економічних агентів, тобто вільний вибір або неприйняття ними спроектованих державою інститутів [5, с. 311].

Важливе місце в сучасних дослідженнях фінансових ринків відводиться застосуванню загальнонаукових методів дослідження, наприклад системному підходу, в рамках якого вивчаються всі явища та процеси, що відбуваються на фінансових ринках, осмислюються сутнісні взаємозв'язки і суперечності їх розвитку в органічній взаємодії з іншими структурними елементами економічної системи. У пошуках теоретико-методологічних підходів до вивчення об'єктивних проблем розвитку фінансових ринків не можливо оминати протиріччя та суперечливі зв'язки з реальним сектором економіки на етапі переходу від індустріального до постіндустріального суспільства.

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Огляд основних методологічних підходів до аналізу проблем державного регулювання фінансових ринків показав, що сучасний дослідницький інструментарій у цій сфері складають загальнонаукові (наприклад системний підхід, порівняльні дослідження) та спеціальні методи наукового пізнання (розвинуті економічною наукою). Для сучасних досліджень фінансових ринків характерним є відхід від уявлень про досконалість (у тому числі інформаційну) ринків та визнання неминучих ситуацій неспроможності ринку, що пояснюють потребу в державному втручанні у ро-

боту ринків. Розгляд процесів розвитку фінансових ринків з позицій інституціоналізму обґрунтовує важливу роль держави в спрямуванні еволюції її основних інститутів.

Серед актуальних напрямів подальших наукових досліджень потрібно зазначити, насамперед, вивчення ролі інформації у функціонуванні фінансових ринків та аналіз причин її недосконалості.

Список використаних джерел

1. Довбенко М. Криза економіки - не криза науки : монографія / Михайло Довбенко. - К. : ВЦ "Академія", 2009. - 304 с. - (Серія "Монограф").
2. Кайндлбергер Чарльз П. "Мыльные пузыри" // Экономическая теория / Чарльз П. Кайндлбергер ; под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена : пер. с англ. / науч. ред. чл.-кор. РАН В. С. Автономов. - М. : ИНФРА-М, 2004. - XII. - С. 25-27.
3. Ледьярд Джон. Несостоятельность (провалы) рынка // Экономическая теория / Джон Ледьярд ; под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена : пер. с англ. / науч. ред. чл.-кор. РАН В. С. Автономов. - М. : ИНФРА-М, 2004. - XII. - С. 501-508.
4. Мэлкиел Бертон. Гипотеза эффективного рынка // Экономическая теория / Бертон Мэлкиел ; под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгрейта, П. Ньюмена : пер. с англ. / науч. ред. чл.-кор. РАН В. С. Автономов. - М. : ИНФРА-М, 2004. - XII. - С. 263-273.
5. Тамбовцев В. Л. Роль рынка для институтов в институциональной эволюции // Terra eonomicus : сб. ст. рос. и зарубеж. экономистов начала XXI века. - М. : Наука-Спектр, 2008. - С. 302-313.
6. Чистякова С. В. Проблема асиметрії інформації в контексті інституційних трансформацій / С. В. Чистякова // Наук. пр. ДонНТУ. Серія: економічна. - 2008. - Вип. 34-1. - С. 89-94.
7. Шостак Ф. В защиту фундаментального анализа: критика гипотезы эффективного рынка // Terra eonomicus : сб. ст. рос. и зарубеж. экономистов начала XXI века. - М. : Наука-Спектр, 2008. - С. 46-60.

Таїсія Крушельницька,

кандидат економічних наук, доцент,

докторант кафедри економічної теорії

та історії економіки НАДУ

Удосконалення непрямого оподаткування в Україні

У статті порушено актуальні питання вдосконалення непрямого оподаткування в Україні в умовах економічної кризи, визначено окремі напрями пріоритетного розвитку державного управління податковою системою через перегляд ролі непрямих податків у бюджетному процесі.

Ключові слова: державне управління, податкова система, бюджетне відшкодування, непрямі податки, податок на додану вартість.

In this paper the author raises issues of governance separate parts of the tax system during the economic crisis. The paper identified areas of priority