

УДК 336.71

DOI 10.33251/2707-8620-2019-1-126-132

**ПОГРІБНА Наталія Володимирівна,**

кандидат економічних наук,

доцент кафедри фінансів,

Київський національний університет

імені Тараса Шевченка

ORCID: 0000-0003-3867-9701

## СУЧАСНА ФІЛОСОФІЯ СВІТОВОГО РИНКУ ФІНАНСОВОГО КАПІТАЛУ

*У статті розглянуто концепцію фінансового капіталу, виокремлено основні теорії докризової парадигми (гіпотеза ефективних фінансових ринків, принцип зростаючого фінансування, фінансової стабільності та філософію фінансової дерегуляції) та пояснено причини переходу до нової філософії світового ринку фінансового капіталу, обґрунтовано витоки та причини зміни парадигм фінансових ринків та запропоновано дії фінансової політики на сучасному етапі.*

**Ключові слова:** фінансовий капітал, ефективні фінансові ринки, фінансова дерегуляція, фінансова глибина, докризова парадигма, міжнародні фінансові потоки капіталів, глобальні ринки капіталів, фінансова криза.

**Постановка проблеми.** Ще 10 років тому світова фінансова криза та її наслідки поставили під сумнів пануючу парадигму ефективних та самостійних фінансових ринків. Нова посткризова парадигма формується шляхом синергії концепцій поведінкових фінансів, емпіричної макроекономіки та фінансової історії. Вона визнає можливості фінансових ринків періодично недостовірно оцінювати основні ризики, і спирається на міцніші засади підвищення стійкості фінансової системи до коливань цін на активи.

Також спростовується підхід зростаючого фінансування (так званий «чим більше, тим краще» – the more, the merrier) і серйозніше оцінюються негативні зовнішні наслідки високого рівня приватного боргу та відкритості фінансової системи до ринкового ризику. Крім того, нова парадигма підкреслює, що цикли буму та спаду приватних, а не державних боргів, як правило, є основним рушієм фінансової нестабільності. Нарешті, вона фокусується на пруденційному регулюванні на основі простих та прозорих правил.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій та виокремлення частини нерозв'язаної раніше проблеми.** Сьогодні немає жодних сумнівів у тому, що добре функціонуючі фінансові ринки мають вирішальне значення для економічного розвитку. Фінансовий сектор мобілізує та розподіляє капітал на найбільш продуктивні потреби. Він продукує інформацію, оцінюючи компанії, домашні господарства та ринкові умови для прийняття інвестиційних рішень. Саме тут здійснюється моніторинг підприємств, диверсифікуються індивідуальні ризики, заощаджуються накопичення для великих проектів та здійснюється управління системою платежів.

Концепція капіталів є однією з найважливіших в поясненні сутності фінансового капіталу на рівні організації. Відповідно до даної концепції організація створює вартість формуючи, розвиваючи і використовуючи такі види ресурсів – капіталів, як фінансовий, виробничий, людський, інтелектуальний, соціальний і природний капітали. Фінансовий капітал – це зовнішні (емісія акцій, внески власників, позики, кредити, гранти) і внутрішні джерела фінансування (нерозподілений прибуток), які доступні організації [1].

Концепція фінансового капіталу Р. Гільфердінга цілком лежала в руслі грошового капіталу. За його визначенням «банківський капітал, – тобто, капітал у грошовій формі, –

який ... перетворений в промисловий капітал, я називаю фінансовим капіталом». Це «капітал, що знаходиться в розпорядженні банків і застосовується промисловцями» [4]. Вчений створив систему приватного фінансового капіталу. З'єднання промислового і грошового банківського капіталів означало, що банківська система була переведена на вищий щабель складності, ніж було можливо для комерційного банку та його заставної схеми. Крім того, пріоритет перейшов від комерційного банку до інвестиційного. Тим самим був зроблений майже революційний крок в напрямі зміни заставної системи, яка відтепер охопила промисловий капітал в цілому. Відповідно принципово розширилися можливості довгострокового інвестиційного кредитування, збільшилися ресурси індустріалізації. Так народилася континентальна модель економіки. Надалі фінансовий капітал стимулював виникнення повноцінних фінансових ринків.

Введена Дж. М. Кейнсом англосаксонська модель відрізнялася від неї тим, що орієнтувалася не на інвестиційну функцію грошей, а на власне грошову функцію, на зовнішньоекономічні і валютно-грошові зв'язки.

Розвиток кейнсіанських грошових ринків реалізувався у створенні, з одного боку, Бреттон-Вудської системи, а з іншого – сучасного вільного валютно-грошового ринку. Майже паралельно з фінансовим капіталом Р. Гільфердінга формувалися потужні міжнародні банки. Вже Дж. М. Кейнс стверджував, що в майбутній війні будуть протистояти один одному не сильні армії, а сильні фінансові системи і перемога буде за ними [6].

У той же час, фінансовий капітал має здатність формувати ринки як цілісні системи. У цьому випадку він обумовлює трансформацію ринкової мережі в ринкову вертикаль, яку очолює стратегічний відкритий ринок фінансового капіталу. Кругообіг фінансового капіталу, на відміну від кругообігу основного капіталу, проходить по вертикалі ієрархії ринків: стратегічний ринок фінансового капіталу (ринок великих стратегічних програмних інвестицій), валютно-грошовий ринок (ринок грошового капіталу), ринок продуктивного капіталу (організований як система територіальних інвестиційних кластерів), споживчий ринок (ринок соціального капіталу) [5]. Таким чином, ринок фінансового капіталу служить платформою, де відбувається функціонування послідовності зазначених функціональних капіталів.

**Метою статті** є розкриття сучасних парадигмальних засад функціонування фінансового капіталу на глобальному рівні відповідно до становлення нової посткризової філософії у фінансах.

**Викладення основного матеріалу.** Сфера фінансового капіталу має тенденцію нарощувати цикли коливання економічної активності на кредитних ринках, що вводять економіку в глибокі та тривалі рецесії з істотними економічними та політичними витратами. Слід зазначити, що докризові парадигми зосереджені виключно на позитивній ролі фінансів. Нова парадигма серйозно ставиться до іншої сторони фінансів і досягає діаметрально інших компромісів та регуляторних підходів. У деяких аспектах нова парадигма спирається на старі погляди, проте до уваги беруться насамперед висновки, отримані після глобальної фінансової кризи, використовуючи найсучасніші емпіричні та теоретичні дослідження.

Отже, для більш докладного розуміння моменту концептуального переходу у філософії сучасного світового ринку фінансового капіталу, необхідно порівняти основні засади старої та нової парадигм.

Так, домінантна докризова парадигма опиралася на чотири основні теорії: гіпотеза ефективних фінансових ринків, принцип зростаючого фінансування, фінансової стабільності та філософію фінансової дерегуляції.

Гіпотеза ефективних фінансових ринків (effective market hypothesis) стверджує, що ціна повністю та раціонально відображає всю наявну інформацію. Цінові зміни відображають нову, а не стару інформацію, а ірраціональні відхилення цін від їх фундаментальних основ можуть, якщо взагалі вони існують, бути лише тимчасовими:

іраціональна поведінка інвесторів скасує одна одну в сукупності, або раціональні арбітражі можуть виграти проти іраціональної інвестиційної поведінки.

Принцип зростаючого фінансування пояснює, чому для ринкової економіки потрібна досить розвинена та динамічна фінансова система – для розподілу коштів та страхування від ризиків. Відповідно до старої парадигми, фінансове поглиблення (financial deepening), тобто збільшення розміру операцій фінансового посередництва, таких як позики та кредити, зазвичай сприймалося як досягнення ринкової рівноваги та підвищення його ефективності.

Принцип фінансової стабільності доводив, як попередні концепції (збільшення фінансової глибини та ефективних ринків) зміцнюють фінансову стабільність. Підвищення потенціалу управління ризиками на ліквідних ринках мали зробити фінансову систему більш стійкою до економічних потрясінь та дозволити учасникам застрахувати (імовірні) ризики. Боргові цінні папери та похідні інструменти мали дозволити учасникам фінансового ринку адекватно оцінювати цінні ризики через сам ринок. Світова фінансова та ринкова інтеграція збільшувала можливості міжнародної диверсифікації. Тому вважалося, що національні та локальні ризики нейтралізуються у площині глобального ринку фінансового капіталу [3].

Відмінною рисою сучасної фази розвитку фінансових ринків є зростаюча роль фінансового капіталу як інструменту встановлення фінансової гегемонії та полегшення привласнення надлишку (прибутку). У розвинених країнах цей перехід до фінансової гегемонії був результатом інфляційної кризи та стагнації, яка вплинула на країни ОЕСР після кінця 1960-х років. Відповідна фіскальна та монетарна політики щодо скорочення інфляції прискорила темпи реального зростання економік. Це, разом з низькими реальними процентними ставками на банківські депозити, негативно вплинуло на банківський сферу та прибутки. Дані події спричинили процес дерегуляції та лібералізації фінансового сектору, нібито дозволяючи банкам зменшити втрати та знаходити нові засоби для отримання прибутку.

Дерегуляція призвела до розширення та диверсифікації фінансового сектора. З наростаючим фінансуванням, пов'язаним із виникненням нових ринків та перетворенням старих, створенням нових небанківських фінансових установ та «виробництвом» нових фінансових продуктів, фінансовий сектор зміг збільшити обсяг свого прибутку. Сек'юритизація, шляхом прийняття на продаж кредитних активів, що дозволяє передати ризик, і звільнення кредиторів від основного ризику, сприяли масовому розширенню обсягу наданих кредитів. Це вимагало розширення кола позичальників, котрі будучи змушені брати позики, прагнули перевести надлишки з своїх доходів безпосередньо до фінансової сфери.

Глобальні операції на фінансових ринках зростали галопуючими темпами. Однією з очевидних форм цього є міжнародний кредитний бум наприкінці 1970-х рр. та розширення операцій міжнародних банків у менш розвинених країнах, особливо на так званих ринках, що швидко розвиваються. У період кризи у Східній Азії (середина 1997 р.) позиція за міжнародними активами банків-резидентів у 23 країнах, що звітували перед Банком міжнародних розрахунків, становила 9,95 трлн. дол. США, в тому числі 8,6 трлн. дол. США зовнішніх активів після коригування місцевих активів у міжнародних валютах. До червня 2007 року, до початку світової фінансової кризи, яка призвела до великої рецесії, за інформацією 40 країн, міжнародні активи банків-резидентів збільшились до 33,71 трлн. дол., а зовнішні активи склали 29,98 трлн. дол. Наприклад, міжнародні активи банків Великої Британії зросли з 1,5 трлн. до 6,1 трлн. дол., а американських банків – з 0,74 трлн. до 2,8 трлн. дол [2].

Одним із наслідків розширення ліквідності в міжнародній фінансовій системі після 1970-х років була необхідність для міжнародного фінансового капіталу знайти нові шляхи для позик та інвестування. Необхідно було підтримувати рух фінансових активів, щоб збільшувати прибутки, і вичерпання варіантів в розвинених країнах, приватному міжнародному фінансуванні, виключало більшість країн, що розвиваються, з сфери діяльності, оскільки вони вважалися занадто ризикованими як з економічної, так і політичної

точки зору, та спрямовувало орієнтацію на деякі країни, що розвиваються (developing countries), які незабаром були визначені як ринки, що швидко розвиваються (emerging markets). Раптово потоки приватного фінансового капіталу в країни, що розвиваються, які до цього мали доступ до іноземного капіталу лише у вигляді обмежених потоків прямих іноземних інвестицій та допомоги з боку двосторонніх і багатосторонніх мереж в рамках організацій підтримки розвитку, стали можливими у великих обсягах.

Щоб використовувати цей варіант, країнам, що розвиваються, потрібно було зменшити контроль над потоками іноземного капіталу, особливо іноземним фінансовим капіталом, який бажав увійти до ринків власних капіталів, боргових та страхових ринків. З огляду на це загальновідомо, що майже всі країни, що розвиваються, вирішили скористатися цим варіантом на різних етапах свого розвитку, починаючи з 1970-х років з країн Латинської Америки. Причини, звичайно, відрізнялися по країнах та виходили з різноманітних стратегій розвитку, які були прийняті країнами, що розвиваються після періоду, який охопив дві світові війни, аграрну депресію, Велику депресію та деколонізацію. У деяких країнах війни та рух проти колоніалізму призвели до заснування урядів на чолі з соціалістичними силами, які обирали розвиток в рамках централізованого планування. Але більшість країн, опинилися під владою, яка вибрала капіталістичний шлях розвитку на залишках напівфеодальних відносин.

Згідно докризової парадигми роль та можливості для фінансового регулювання були обмежені. Ефективні фінансові ринки та підвищення стабільності за рахунок інтеграції ринків й інноваційного управління ризиками залишали мало можливостей для регулювання та нагляду. Сам ринок капіталів сприймався як основний інструмент дисциплінування. А власне регулювання повинно було заповнити той простір, де ринок не може ефективно регулювати себе, або самостійно стабілізуватися. Наприклад, за наявності страхування депозитів, короткострокові боржники не мали такої необхідності контролювати прийняття ризику банками; отже, регулятори Базелю знизили до мінімуму вимоги щодо капіталу банків. Так, регламенти по капіталу в рамках Базель-1 та Базель-2 повинні були запобігти надмірним ризикам окремих банків за наявності державних гарантій щодо депозитів та забезпечення буфера безпеки для поглинання збитків. Тим не менше, Базель-2, зокрема, надав банкам значну свободу дій щодо коригування ризиків свого капіталу відповідно до їх активів. Основне припущення полягало в тому, що регулювання окремих інституцій неминуче гарантуватиме стабільність системи в цілому.

Підсумовуючи, можна стверджувати, що докризова парадигма була побудована на тій підставі, що більша кількість фінансових операцій та потоків не тільки призведе до зростання, але також й до більш стабільної економіки.

**Висновки та перспективи подальших розвідок.** Фінансова криза виявила значний рівень недооцінки активів на ринку нерухомості США, розкрила вплив банківського сектора на систематичний (недиверсифікований) ризик ринку житла, підкреслила втрати в серіях приватних боргів та їх наслідки, виявила недоліки підходу мікро-регулювання. Ці суперечності не лише посилили сумніви щодо ефективності інформації та самостійності фінансових ринків. Вони також призвели до фундаментального переосмислення ролі фінансів в економіці, зокрема принципу зростаючого фінансування та принципу фінансового дерегулювання.

Загалом, історія фінансових криз свідчить, що слід дотримуватися обережності, коли ринки активно зростають, а інвестори раціоналізують надмірність зростаючого фінансування через виникнення пояснюючих концепцій в економіці. Не кожне величезне зростання цін на кредити та активи – це рівноважне явище, виправдане економічними засадами. Поряд з визнанням притаманних фінансовим ринкам тенденцій функціонувати за циклами коливання економічної активності, слід мати на увазі майбутні загрози фінансовій стабільності.

В умовах формування нової парадигми функціонування фінансових ринків, шлях до стабільної фінансової системи вимагає переосмислення фінансової політики загалом та дій на різних рівнях.

По-перше, центральні банки повинні бути оснащені розширеним набором інструментів та більш широким впливом на підтримання фінансової стабільності. Світова фінансова криза фактично призвела до того, що саме центральні банки взяли на себе обов'язок підтримання фінансової стабільності. Проте у кожній національній економіці вони потребують суттєвої політичної підтримки та необхідних політичних інструментів, щоб ефективно виконувати цю роль. Цього можна досягти шляхом прямої інтеграції фінансової стабільності до основних нормативних актів.

Центральні банки також повинні стати провідними наглядовими та макроструктурними установами. Адже права на нагляд, фінансову стабільність та монетарну політику реалізуються найбільш ефективно, коли вони провадяться єдиною установою з чіткою структурою та визначеними обов'язками. Управління кредитним циклом і функція кредиту останньої надії вимагають безпосереднього нагляду. Надання центральним банкам додаткового права для коригування цільового та менш волатильного фінансового циклу також дозволить їм більш ефективно управляти наслідками взаємодії макропруденційної та монетарної політик.

По-друге, Базельський комітет повинен намагатись замінити надмірно складні регуляторні стандарти більш простими правилами. Регулятори повинні зменшувати кількість вимірів регулятивного капіталу. У той же час, національні регулятори повинні оптимізувати свої внутрішні інституційні структури. Вони повинні визначати чітку ієрархію між різними регулюючими органами та намагатись обмежувати дублювання певних видів нагляду різними відомствами.

По-третє, національні уряди повинні вирішити питання щодо інвестицій у нерухомість, що фінансуються за рахунок боргу. Безумовно, це передбачає відхід від моделі, яка активно стимулює іпотечне фінансування, а прийняття більш нейтральної позиції буде складним завданням для розвинених країн світу.

Нарешті, нова фінансова парадигма закликає до співробітництва та координації міжнародної політики. Односторонні зміни в політиці навряд чи будуть ефективними в глобально інтегрованій фінансовій системі. Наприклад, зменшення дефолту боргу на національному рівні підвищує стимули для переміщення міжнародних боргів.

#### Список використаних джерел

1. Capitals background paper for IR. The International Integrated Reporting Council. March 2013. URL: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/IR-Background-Paper-Capitals.pdf> (дата звернення: 14.09.2019).
2. Neva R.G. Five Kinds of Capital: Useful Concepts for Sustainable Development. GDAE Working Paper. Global development and environment institute. – September 2003. No. 03-07. URL: [http://www.ase.tufts.edu/gdae/publications/working\\_papers/03-07sustainable\\_development.PDF](http://www.ase.tufts.edu/gdae/publications/working_papers/03-07sustainable_development.PDF) (дата звернення: 14.09.2019).
3. Schularick M., Kaspar Z. Towards a New Paradigm: Stabilising Financial Markets. Vol. 53, May/June 2018, N 3, pp. 124-135. URL: <https://archive.intereconomics.eu/year/2018/3/towards-a-new-paradigm-stabilising-financial-markets/> (дата звернення: 14.09.2019).
4. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. М.: Издательство социально-экономической литературы, 1959. 492 с.
5. Гуляева Л. П. Сучасні підходи до трактування ролі фінансового капіталу у забезпеченні сталого розвитку. *Науковий вісник Одеського національного економічного університету*. 2013. №22 (201). С. 128–138.

6. Евстигнеева Л. П. Метаморфозы финансового капитала. / Евстигнеева Л. П., Евстигнеев Р. Н. Экономический портал. 2013. URL: <http://institutiones.com/theories/2242-metamorfozy-finansovogo-kapitala.html> (дата звернення: 14.09.2019).

### References

1. Capitals background paper for IR (2013). The International Integrated Reporting Council. Retrieved from: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/IR-Background-Paper-Capitals.pdf>
2. Neva, R.G. (2003). Five Kinds of Capital: Useful Concepts for Sustainable Development. GDAE Working Paper, Global development and environment institute. No. 03-07. Retrieved from: [http://www.ase.tufts.edu/gdae/publications/working\\_papers/03-07sustainabledevelopment.PDF](http://www.ase.tufts.edu/gdae/publications/working_papers/03-07sustainabledevelopment.PDF)
3. Schularick, M., Kaspar, Z. (2018). Towards a New Paradigm: Stabilising Financial Markets. Vol. 53, No 3, pp.124-135. Retrieved from: <https://archive.intereconomics.eu/year/2018/3/towards-a-new-paradigm-stabilising-financial-markets/>
4. Hilferding, R. (1959). Financial capital [*Financial capital*]. M.: Izdatelstvo socialno-ekonomicheskoy literatury. Publishing house of socio-economic literature. 492 p. [in Russian].
5. Gulyaeva, L.P. (2013). Suchasni pidkhody do traktuvannia roli finansovoho kapitalu u zabezpechenni staloho rozvytku [*Current approaches to the interpretation of the role of financial capital in ensuring sustainable development*]. Naukovyi visnyk Odeskoho natsionalnoho ekonomichnoho universytetu. No 22 (201). pp. 128-138. [in Ukrainian].
6. Evstigneeva, L.P., Evstigneev, R.N. (2013) Metamorfozy finansovogo kapitala [*Metamorphoses of financial capital*]. Ekonomicheskij portal. Retrieved from: <http://institutiones.com/theories/2242-metamorfozy-finansovogo-kapitala.html> [in Russian].

**POHRIBNA Nataliia**, PhD in Economics, Associate Professor of the Department of Finance, Taras Shevchenko National University of Kyiv.

### MODERN PHILOSOPHY OF THE GLOBAL FINANCIAL CAPITAL MARKET

**Abstract. Introduction.** *Today the ability of the financial markets to periodically misjudge the underlying risks is widely recognized, as well as its reliance on a stronger foundation for enhancing the financial system's resilience to asset price fluctuations. Due to the fact that old approaches simplified the concept of growing finance (the more the merrier), it is crucial to more seriously assess the negative externalities of high levels of private debt and the openness of the financial system to market risk. That is why for a more thorough understanding of the moment of conceptual transition in the philosophy of today's world financial capital market, it is necessary to compare the basic principles of the old and the new paradigms.*

**Purpose.** *The paper aims at disclosure of modern paradigm principles of the financial capital functioning at a global level in accordance with the development of a new post-crisis philosophy in finance.*

**Results.** *The dominant pre-crisis paradigm rested on four basic theories: the efficient financial markets hypothesis, the principle of increasing financing, financial stability, and the philosophy of financial deregulation. According to the pre-crisis paradigm, the role and opportunities for financial regulation were limited. Effective financial markets and increased stability through market integration and innovative risk management left little room for regulation and oversight. The capital market itself was seen as a major discipline tool. The pre-crisis paradigm was built on the basis that more financial transactions and flows would not only lead to growth but also to a more stable economy. However, the history of financial crises proves that caution should be exercised when markets are actively growing, and investors are rationalizing the excess of increasing funding because of the emergence of explanatory concepts in the economy.*

**Originality.** *The outbreak of the old philosophy was explained due to the fact that the view on growing and stable finances through the increasing financial depth proved to be wrong, and the new global reality demands for simpler rules and broader instruments to maintain the financial stability.*

**Conclusion.** *Under development of a new paradigm for the functioning of financial markets, stabilizing the financial system requires redesigning financial policy in general and taking the following actions: central banks need to be equipped with an expanded set of tools and a broader impact on maintaining financial stability; replacing overly complex regulatory standards with simpler rules; and national governments should address debt-financed real estate investments.*

**Keywords:** *financial capital, efficient financial markets, financial deregulation, financial depth, pre-crisis paradigm, international financial capital flows, global capital markets, financial crisis.*

*Одержано редакцією: 15.11.2019 р.  
Прийнято до публікації: 20.11.2019 р.*