О. В. Ярошевська,

д. е. н., доцент, професор кафедри економіки, Класичний приватний університет, м. Запоріжжя

ORCID ID: 0000-0003-3569-8763

DOI: 10.32702/2306-6806.2020.8.15

ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В КАТЕГОРІЯХ СУЧАСНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ТЕОРІЙ

O. Yaroshevska,

Doctor of Economic Sciences, Associate Professor, Professor

of the Department of Economics of the Classical Private University, Zaporizhzhia

PROBLEMS OF FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT IN THE CATEGORIES OF MODERN ECONOMIC THEORIES

Предметом дослідження є теоретико-методологічні основи розвитку фінансового ринку і кругообігу капіталу. Об'єктом дослідження є категоріальний апарат сучасних економічних теорій, що формалізують механізм функціонування фінансового ринку. Для написання статті використано загальнонаукові методи дослідження аналізу і синтезу, індукції і дедукції, індекси. У статті узагальнено основні теоретико-методологічні підходи до дослідження ринків капіталу такими теоріями: неокласицизму, ціноутворення і оподаткування капітальних активів, поведінки цін на фінансовому ринку, динамічної волатильності, ефективного фондового ринку, біхевіоризму, арбітражного ціноутворення, випадкового блукання цін на акції, вартісного інвестування, раціональних очікувань, фрактальності фінансових ринків, реактивною теорією (надреакцій, недореакцій, контрреакцій), асиметричності інформації, фінансової нестабільності, технічного і фундаментального аналізу, фінансіалізації. Показано, що диференціація зазначених теорій визначається акцентом на різні елементи, які лежать в основі функціонування фінансових ринків, — об'єкти (ціни активів, курси цінних паперів, процентні ставки); суб'єкти (їх поведінка, очікування, мотивація); інституціональне середовище (ступінь державного регулювання, оподаткування, умови обміну інформацією та її характеристики, конкуренція).

Доведено, що дестабілізуючими факторами розвитку фінансових ринків є: брак інформації, унікальна спекулятивна природа, складність визначення справедливої вартості цінних паперів, значний вплив поведінкових факторів на прийняття інвестиційних рішень. Запропоновано доповнити неокласичну економічну парадигму, яка робить акцент на аналізі взаємодії попиту та пропозиції, теорією поведінкових фінансів, яка ґрунтується на відносних очікуваннях індивідуальної особи щодо таких параметрів, як корисність, прогнозування позитивних чи негативних фінансових результатів; враховує особистісні мотиви поведінки емітентів і інвесторів на фінансовому ринку і припускає нерациональність їх поведінки. Основним напрямом державного регулювання фінансових ринків визначено забезпечення його розвитку в напрямку зменшення інформаційної асиметрії.

The subject of research is the theoretical and methodological foundations of financial market development and capital circulation. The object of research is the categorical apparatus of modern economic theories that formalize the mechanism of functioning of the financial market. To write the article, general scientific methods of analysis and synthesis, induction and deduction, indices were used. The article summarizes the main theoretical and methodological approaches to the study of capital markets by the following theories: neoclassicism, pricing and taxation of capital assets, financial market price behavior, dynamic volatility, efficient stock market, behaviorism, arbitrage pricing, random stock price wandering rational expectations, fractality of financial markets, reactive theory (overreactions, underreactions, counterreactions), information asymmetry, financial instability, technical and fundamental analysis, financialization. It is shown that the differentiation of these theories is determined by the emphasis on the various elements that underlie the functioning of financial markets — objects (asset prices, securities prices, interest rates); subjects (their behavior, expectations, motivation); institutional environment (degree of state regulation, taxation, conditions of information exchange and its characteristics, competition). It is proved that destabilizing factors in the development of financial markets are: lack of information, unique speculative nature, the difficulty of determining the fair value of securities, the significant influence of behavioral factors on investment decisions. It is proposed to supplement the neoclassical economic paradigm, which emphasizes the analysis of the interaction of supply and demand, the theory of behavioral finance, which is based on the relative expectations of the individual regarding parameters such as

usefulness, forecasting positive or negative financial results; takes into account the personal motives of the behavior of issuers and investors in the financial market and assumes the irrationality of their behavior. The main direction of state regulation of financial markets is to ensure its development in the direction of reducing information asymmetry.

Ключові слова: фінансовий ринок, економічна теорія, розвиток, попит, пропозиція, ефективність.
Key words: financial market, economic theory, development, demand, supply, efficiency.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Нові явища, що спостерігаються на світових фінансових ринках, змушують науковців вдаватися до ревізії основних понять і гіпотез економічної науки. Розвиток ринків цінних паперів — це безперервний еволюційний процес, орієнтований на акумуляцію інвестиційних ресурсів для економічного зростання і сталості фінансових систем [1, с. 7]. Ознакою сучасної економіки і фінансових систем стала нестабільність. Вона більше не сприймається виключним явищем, а становиться їх внутрішньою властивістю. Причини циклічного розвитку економіки і виникнення фінансових катастроф досі не є повністю з'ясованими і потребують системного погляду скрізь призму історичного експерсу.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРИШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ, КОТРИМ ПРИСВЯЧУЄТЬСЯ ОЗНАЧЕНА СТАТТЯ

Дослідження проблем кругообігу капіталу та формування фінансового ринку започатковано і розвивалося відомими вченими-економістами різних історичних епох, серед яких: Тюрго А., Смит А., Рикардо Д., Блауг М., Бастиа Ф., Бем-Баверк Е., Маркс К., Туган-Барановський М., Кондратьєв М., Маршалл А., Кейнс Дж., Хікс Д., Самуельсон П. Кожний підхід не розкриває природу капіталу повністю, що одночасно підтверджує складний зміст категорії й не простий процес розвитку самої економічної науки, що найчастіше ставилася на службу існуючим соціально-економічним системам.

Переосмислення думок класиків політичної економії в частині окремих питань становлення ринків капіталу віддзеркалюють праці таких сучасних учених: Бадеа А. [Badea L.], Дайцман С. [Dajcman S.] (структура і закономірності розвитку європейського ринку капіталів); Барташевська Ю., Малишенко К., Пластун О., Яворський А. (фрактальний аналіз фінансових ринків, гіпотеза надраєкцій, мутаційна теорія); Бичіна Ю., Гуляєва А., Кулик А., Хохич Д. (податкове регулювання розвитку фінансових ринків); Грейнджер В. [Granger W.], Колосов А., Мацелюх Н., Піскун О., Радзівська В. (походження цін і процентних ставок на фінансовому ринку та їх хеджування). Високо оцінюючи науковий доробок зазначених авторів, слід визнати нагальну потребу узагальнення їх думок з приводу рушійних сил розвитку сучасного ринку капіталу.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є виявлення закономірностей еволюції економічних теорій фінансового ринку та кругообігу капіталу, їх застосування для пояснення сучасних тенденцій розвитку фінансового ринку.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Згідно з класичною теорією вартості кількість капіталу та норма прибутку визначається балансом намірів домогосподарств до заощадження та інвестицій. Головною метою учасників фінансового ринку є: для ре-

ципієнтів — формування капіталу, для інвесторів — підвищення добробуту, яке називається доходом, а якщо воно виражається у відсотках до вартості інвестицій — ставкою доходу [2, с. 67]. Крім значення доходності, фінансові аналітики мають справу також з невідомістю одержання доходу, а саме з нею пов'язаний аналіз ризику.

Значний внесок у теорію фінансових ринків зробив англійський економіст кінця XIX — початку XX ст. Альфред Маршалл (англ. Alfred Marshall; 1842—1924), який виходив із того, що формування ринкових цін на капітал відбувається в результаті взаємодії попиту і пропозиції. Він пов'язував зміну попиту з категорією граничної корисності, а пропозиції — з вирішальним впливом витрат виробництва. Визначення та сутність проценту визнається результатом не еквівалентного обміну, а встановлення ринкової рівноваги. У теорії, розробленій Джоном Меїнардом Кейнсом (англ. John Maynard Keynes, 1883—1946), зазначається, що рівень норми відсотка є винагородою за фактичну втрату ліквідності інвестиційних грошей. Найбільше значення мають такі аспекти його теорії, як формування макроекономічної рівноваги, дослідження асимптоматичних функцій попиту на фінансовий капітал, ефекти інвестиційних пасток.

Фінансові теорії часто базуються на явних або неявних припущеннях, які стосуються імовірнісної структури випадкових процесів, що лежать в основі динаміки цінних даних (прибутковості акцій, курси валют, процентні ставки тощо). У статті Бадеа Л. (Badea L.) на прикладі Франції, її основних бірж і фондових індексів показано виникнення і розвиток моделі ціноутворення капітальних активів CAPM (англ. Capital Asset Pricing Model), можливість її застосування, роль коефіцієнта бета (β) у цій моделі, а також можливості її розвитку і недоліки. CAPM розрізняється за типами ризиків, яким суб'єкт піддається на ринку: ризику, специфічному для фірми (несистематичний ризик), і ризику, що впливають із загальної еволюції ринку (систематичний ризик). Будь — який інвестор піддається певному ступеню ризику при інвестуванні в ринок і результат його інвестиційної діяльності може виявитися вище або нижче рівня очікувань [3, с. 176].

Дослідженням Дайцман С. (Dajcman S.) емпірично перевірено дієвість моделі CAPM для словенського фондового ринку, які показали її слабку дієвість, оскільки не дотримано: по-перше, акції з нульовою бетою не приносять такого ж доходу як безризикові активи, по-друге, позитивну взаємозалежність ризику і прибутковості не підтверджено [4, с. 308]. Ринковий ризик робить доходи інвестора по інвестиційному портфелю невизначеним і модель CAPM не враховує характеристик споживання, тоді як добробут є проміжною ланкою між фінансовими активами і споживанням.

Нобелівський лауреат Джеймс Тобін (англ. James Tobin, 1918—2002) довів, що оптимальним для ризикованого інвестора портфелем буде ринковий портфель (з вагами активів, відповідними вагам, що складаються, на ринку), в якому залишається тільки систематичний ризик, не усунений диверсифікацією капіталу. Він запропонував для оцінки фінансового капіталу використовувати певний показник, названий коефіцієнтом Тобіна — це відношення ринкової вартості акцій до балансової вартості акцій компанії. Дж. Тобін запропонував

вести міжнародний податок на валютні операції з інструментами, номінованими в іноземній валюті, метою якого було зниження волатильності валютних курсів на міжнародному рівні. В сучасних умовах розуміння податку Дж. Тобіна відрізняється від базової ідеї, оскільки ним називають податки не лише на валютні операції, а на будь-які операції з фінансовими інструментами [5, с. 41], тобто на фінансові транзакції [6, с. 48]. Його платниками є фінансово-кредитні організації, інвестиційні, брокерські і страхові компанії, пенсійні і хедж-фонди.

У розвитку теорії поводження цін на фінансовому ринку важливий внесок зробили Уільям Шарп (англ. William Forsyth Sharpe, 1934), Гаррі Макс Марковіц (англ. Harry Max Markowitz, 1927), Мертон Говард Міллер (англ. Merton H. Miller, 1923—2000), які отримали Нобелівську премію за свій науковий доробок. Ознакою розвиненості економіки є стан її фінансового ринку, який є визначальним для інших галузей національного господарства. Пріоритетом неринкових економік є примат інвестицій у реальні активи, тоді як більшість грошового капіталу в інших умовах спрямовується в фінансовий сектор, що сприяє зростанню реальних інвестицій.

Оцінка руху цінних паперів часто демонструвала позитивні і негативні екцеси, непостійність дисперсії, елімінування яких було запропоновано через заміну нормального розподілу на Вільфредо Парето на честь його автора (італ. Wilfried Fritz Pareto, 1848 — 1923). Критеріями оптимізації є: будь-яка зміна, яка не заподіює збитків одній стороні й при цьому приносить користь іншій, є поліпшенням; рішення, у порівнянні з яким будь-яке інше погіршує положення хоча б однієї з конфліктних сторін, є позитивним; різноманітність умов, у рамках яких формуються критерії оптимальності обох сторін [7, с. 62].

Нові виявлені закономірності привели до розвитку моделей динамічної волатильності. Було встановлено, що під час криз історичні кореляції між класами активів та її характеристики, як правило, кардинально змінюються. Нормальний характер активів зникає, натомість виникає висока кореляція окремих класів активів, а альтернативні інвестиції, які були обрані на основі їх здатності генерувати альфа без бета, раптово приносять високу бета з низькою альфа [8, с. 43].

Відомим представником вимірювання і прогнозування волатильності фінансового ринку є Тим Петер Боллерслев (англ. Tim Peter Bollerslev, 1958) на основі інтегрованої моделі GARCH (Integrated Generalized Autoregressive Conditional heteroscedasticity), призначеної для узагальнення аналізу часових рядів та авторегресії умовної гетероскедастичності. Під останньою у статистичному розумінні послідовність випадкових величин, якщо вони мають різну дисперсію. Термін означає "різна дисперсія" і походить від грецького слова "hetero" ("інший") і "skedasis" ("дисперсія"). Якщо послідовність випадкових величин має постійну дисперсію, то це явище носить назву "гомоскедастичність" (від грецького homos — рівний, однаковий, взаємний, загальний).

Критиками гіпотези ефективного фондового ринку є біхевіористи (англ. behaviorism, behaviourism, від англ. behavior — "поведінка"), які стверджують, що вона не враховує специфіку людської поведінки, її раціональність. Проте, опоненти вважають, що ринки можуть бути ефективними навіть тоді, коли деякі групи інвесторів є ірраціональними і взаємозв'язаними. Їх аргументи зводяться до такого: фондові ринки мають аномалії, коли вони стають загальновідомими, інвестори починають їх послабляти і усувати. Виникає парадокс: постійний пошук неефективних тенденцій робить ринок ефективнішим. Їх причини є: відхилення ринкової ціни акцій від їх внутрішньої вартості (її переоцінка стимулює емісійний процес, тоді як недооцінка — ні), пріоритет форми над змістом, викривлення інформації про інвестиційну привабливість, спотворення результатів

оцінки потрібної інвесторам прибутковості, що виходить з передумови ефективності ринку.

Стівен Алан Росс (англ. Stephen Alan Ross, 1944 — 2017) запропонував теорію арбітражного ціноутворення (The Arbitrage Pricing Theory — APT) як альтернативну версію моделі оцінки капітальних активів, яка акцентує увагу на зв'язок між дохідністю і ризиком за цінними паперами. Він довів, що існує певна кількість факторів, які мають вартісну оцінку і впливають на ставку очікуваного доходу за цінним папером. Якщо дія значених факторів обмежена, то на ринку капіталів створюються можливості для арбітражних операцій" а очікувана дохідність цінного папера є функцією безризикової процентної ставки і різноманітних факторів, кожний з яких визначений ринковою ціною. У моделі арбітражного ціноутворення міститься набір різноманітних джерел систематичного ризику, що дозволяє враховувати чинники, які специфічні для певного сегменту, галузі. Найбільше вагомими з них є: зміни в рівні ВВП та промислового розвитку, інфляційні очікування, різниця в дохідності низько- і високоризикових цінних паперів.

У теорії випадкового блукання цін на акції також існують опоненти [9, с. 87]. Оскар Моргенштерн (нім. Oskar Morgenstern, 1902—1977) та Сер Клайв Вільям Джон Грейнджер (англ. Sir Clive William John Granger, 1934 — 2009) виявили незначну негативну автокореляцію прибутковості окремих акцій усеппереч динаміки ринкових фондових індексів [10, с. 17]. Вони погоджуються, що короткострокові коливання цін підкоряються випадковому блуканню, проте довгострокові — ні.

Юджин Фама (англ. Eugene F. Fama; 1939) формалізував три постулати теорії ефективного ринку: забезпечення повноти фондових ринків; конкурентність поведінки споживачів і виробників; досягнення стану рівноваги. Порушення хоча б однієї з цих умов призводить до неефективного розміщення ресурсів і втрат у суспільному добробуті. Принцип повноти ринків передбачає можливість забезпечення комунікації між своїми учасниками та їх інформування щодо укладання взаємовигідних угод.

Відомий американський економіст і професійний інвестор Бенджамін Грехам (англ. Benjamin Graham, 1894 — 1976) є автором теорії вартісного інвестування (англ. value investing). Заробляючи мільйони на фондовому ринку, він прагнув передати свої знання учням і випустив цілу плеяду геніальних фінансистів, особливе місце серед яких займає Воррен Едвард Баффет (англ. Warren Edward Buffett, 1930) — успішний американський інвестор, підприємець, філантроп. У 1949 році вийшла книга Бенджаміна Грехема "Розумний інвестор", у якій викладено зміст раціонального підходу, що може підняти процес інвестування на професійний рівень за рахунок виявлення недооцінених акцій, передбачення поведінки ринку в майбутньому. Його висновки дають корисні поради для інвесторів в умовах непередбачуваності і хаотичності.

Інформаційний аспект у поведінці ринкових суб'єктів займає важливе місце також у теорії раціональних очікувань, розробленій у 60—70-тих роках минулого століття Робертом Емерсоном Лукасом (англ. Robert Emerson Lucas, 1937). Зазначений американський економіст отримав Нобелівську премію у 1995 р. за розвиток і зміну гіпотези раціональних очікувань учасників фондового ринку. Головний постулат його теорії полягає в тому, що формування сподівань економічних суб'єктів ґрунтується на використанні наявної доступної інформації за принципами оптимальності і раціональності. На схожих вихідних позиціях ґрунтується теорія асиметричної інформації, започаткована американськими вченими Джорджем Акерлофом (англ. George Akerlof, 1940), Майклом Спенсом (англ. Michael Spence; 1943), Джозефом Стігліцем (англ. Joseph Stiglitz, 1943).

"Хвильову" теорію розроблено Ральфом Нельсоном Еліоттом (англ. Ralph Nelson Elliott; 1871 — 1948). Згідно з нею рух цін на фінансових ринках складається з постійно повторюваних циклів. Типовим циклом вважається послідовність п'яти хвиль на стадії зростання ціни з подальшими трьома хвилями на стадії спаду. З практичної точки зору реалістичнішою є так звана "теорія ходіння навмання", або "теорія випадкового кроку (Random Walk Theory), згідно з якою курси акцій змінюються безсистемно незалежно від історичних змін, тому їх не можна передбачити на підставі кон'юнктурних даних минулих часів, оскільки вони не залежать від попередньої динаміки. Коливання цін має суто випадковий характер, тож отримання арбітражного прибутку шляхом прогнозування на підставі інформації минулих періодів неможливе.

Основоположником фрактальної теорії є Б. Мандельброт (фр. Benoit B. Mandelbrot, 1924 — 2010) [11, с. 11]. Досліджуючи економіку, він виявив, що зовні довільні коливання ціни можуть слідувати прихованому математичному порядку в часі, що не описується стандартними гаусівськими кривими. Мандельброт простежив симетрію як тривалих, так і короточасних коливань ціни, і показав, що за допомогою фрактальної теорії можна створювати правдоподібні цінові діаграми котирувань акцій або фондових індексів, оцінюючи ризики вкладення в різні акції (фрактал — від лат. fractus — дроблений, розбитий — множина, що володіє властивістю самоподібності).

Серед багатьох методів фрактального аналізу фінансових ринків найбільший інтерес викликає R/S-аналіз (метод Херста — Harold Edwin Hurst, 1880 — 1978), що може бути застосований для вивчення часових рядів в економіці і на ринках капіталу і дозволяє з'ясувати, чи є ці ряди випадковими блуканнями.

Невід'ємною умовою розвитку фінансових ринків є використання гіпотетичних підходів до визначення ринкової капіталізації, норми дивідендів, ринкових коефіцієнтів тощо [12, с. 54]. Вагоме значення мають такі гіпотези: надреакцій (Overreaction Hypothesis) — відповідно до якої інвестори здійснюють швидке прийняття рішень про придбання цінних паперів у разі стрімкого зростання їх цін, гіпотеза недореакцій (Underreaction Hypothesis) — інвестори обережно підходять до здійснення фінансових інвестицій, ретельно відслідковуючи динаміку цін на фінансові активи. Якщо надреакція не є результатом досягнення нового справедливого рівня ціни, а лише комплексом психологічних, технічних та інших, не пов'язаних з раціональністю факторів, то слід очікувати корекцію ціни на ринкові активи до її справедливого фундаментального рівня. Зазначені гіпотези істотно лежать в основі розвитку фондового ринку, а на їх реалізацію впливає біхевіористична поведінка інвесторів — оптимістична чи песимістична, що визначає оцінку відхилень ціни від фундаментальної вартості активу та підходи до її прогнозування.

Причиною контрреакцій на фондовому ринку можуть бути такі фактори: фіксація прибутків трейдерами, які прийняли не дуже виважене рішення у процесі здійснення фінансових інвестицій; технічні аспекти — аномально значні зміни ціни можуть свідчити про невизначеність справедливої ціни базового активу; ринкові (раціональні) фактори усвідомлення трендів попереднього періоду.

Теорія фінансового резонансу є альтернативою теорії фінансів, що пояснює процеси дестабілізації фондових ринків під впливом інформаційних сигналів. Чинниками частоти коливань є: значна амплітуда вартості цінних паперів, їх ринкова динаміка, кризові явища, паніка на фондових ринках тощо. Зазначена теорія дозволяє виділити наступні етапи процесу забезпечення стабільності та ефективності функціонування фондових ринків: визначення індикатору сталого розвитку ринку, його нормального коливання, оперативний аналіз інфор-

маційних сигналів, застосування превентивних заходів стабілізації фондового ринку, оскільки факторами дестабілізації є: непередбачуваність інформаційних повідомлень, їх нерегулярність, різна сила впливу на ринок.

Хайман Філіп Мінскі (англ. Hyman Philip Minsky, 1919—1996), американський економіст, є представником монетарного посткейнсіанства, автором гіпотези фінансової нестабільності, або фінансової крихкості, в основі якої лежить впевненість у нерациональній поведінці інвесторів. У 50-их роках минулого століття відбулася інтеграція теорій фінансових ринків із поділом на теорії економічного мейнстріму (mainstream economics) і неортодоксальні теорії (heterodox economics). Перша група теорій відповідає переважаючому консенсусу в галузі економічних досліджень і має такі ознаки: акцент на розподілі ресурсів у заданому часовому інтервалі; утилітаризм; базування на маржинальних величинах; припущення про перспективну раціональність суб'єктів; методологічний індивідуалізм; гіпотеза загальної рівноваги як цільового стану ринкової системи у цілому та її складових; використання математичної логіки для опису економічних процесів [13, с. 78]. Друга група теорій, порівняно з першою, є менше формалізованою. Ключовими є концепції: грошової економіки, активів тривалого користування, ендегенності грошей, фінансової крихкості, які обґрунтовують взаємодію реальних і фінансових ринків з позицій макроекономічного аналізу.

Теорія катастроф, яка базується на використанні фундаментального і технічного аналізу [14, с. 9], являє собою модель ринку, що складається з двох груп учасників: фундаменталісти (приймають свої рішення про інвестування виключно на основі фундаментального аналізу), чартисти (стежать за графіками поведінки ринку із метою вироблення прогнозів на основі технічного аналізу) Таким чином, в основі фінансового інвестування на фондових ринках лежить їх прогнозованість та раціональність поведінки інвесторів (повна, обмежена, відсутня).

Джозеф Юджин Стігліц (англ. Joseph Eugene Stiglitz; 1943) — американський економіст і професор Колумбійського університету (Нью-Йорк); лауреат Нобелівської премії з економіки 2001 року за дослідження ринків з асиметричною інформацією вважав, що серед традиційних функцій кредитних ринків є дві основні: розподіл капіталу, контроль над капіталом за допомогою банків.

Дослідження процесу фінансiалiзацiї (англ. financialization) базуються на посткейнсіанській інвестиційній теорії, основним напрямом якої є дослідження шляхів максимізації доходів, мінімізації витрат для "економічної людини" (споживача, підприємця, найманого працівника). Згідно з кейнсіанською інвестиційною теорією для розвитку підприємництва повинні виконуватися дві умови: очікування прибутків та достатні ресурси для реалізації проєктів. Фінансiалiзацiя прийшла на зміну фордизму (англ. fordism). Абстрагуючись від фінансової сфери, слід визнати, що виникнення терміну пов'язано із американською технологією виробництва (конвеєр, стандартизація продукції), в основі якої стояв Генрі Форд (англ. Henry Ford; 1863—1947). Остання концепція у фінансовій сфері мала за мету визначення оптимального рівня доходності та зростання можливостей для генерації прибутку. Перший підхід орієнтований на підвищення доходності операційної діяльності для розширення виробництва (реальний сектор), а також акціонерів, що відповідає можливості залучення додаткових інвесторів (фінансовий сектор).

ВИСНОВКИ З ПРОВЕДЕНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ЦЬОМУ НАПРЯМІ

1. У статті узагальнено основні теоретико-методологічні підходи до дослідження ринків капіталу такими теоріями: неокласицизму, ціноутворення і оподаткування капітальних активів, поводження цін на фінансовому ринку, динамічної волатильності, ефективного фон-

дового ринку, біхевіоризму, арбітражного ціноутворення, випадкового блукання цін на акції, вартісного інвестування, раціональних очікувань, фрактальності фінансових ринків, реактивної теорії (надреакцій, недореакцій, контрреакцій), асиметричності інформації, фінансової нестабільності, технічного і фундаментального аналізу, фінансiалiзацiї. Розглянуті теорії, попри різноманіття їх назв, не є суперечливими. Їх диференціація визначається акцентом на різні елементи, які лежать в основі функціонування фінансових ринків, — об'єкти (ціни активів, курси цінних паперів, процентні ставки); суб'єкти (їх поведінка, очікування, мотивація); інституціональне середовище (ступінь державного регулювання, оподаткування, умови обміну інформацією та її характеристики, конкуренція).

2. Дестабілізуючими факторами розвитку фінансових ринків є: брак інформації, унікальна спекулятивна природа, складність визначення справедливої вартості цінних паперів, значний вплив поведінкових факторів на прийняття інвестиційних рішень. Ймовірність дестабілізації фондового ринку підвищується в момент зростання кількості інформаційних сигналів, які свідчать про позитивний чи негативний вплив на ринок, невідповідність частоти їх виникнення тенденціям динаміки ринку. За цих умов неокласичну економічну парадигму, яка робить акцент на аналізі взаємодії попиту та пропозиції, необхідно доповнити теорією поведінкових фінансів, яка враховує особистісні мотиви поведінки емітентів і інвесторів на фінансовому ринку і припускає нерациональність їх поведінки.

3. Неefективні фінансові ринки неспроможні забезпечити автоматичне зрівноваження попиту і пропозиції за допомогою швидкої зміни цін з причин відсутності повної чи надійної інформації та різних інституційних обмежень. Теорія поведінкових фінансів ґрунтується на відносних очікуваннях індивідуальної особи щодо таких параметрів, як корисність, прогнозування позитивних чи негативних фінансових результатів. Неefективність фінансових ринків має негативний вплив на розвиток поведінкової макроекономічної теорії, оскільки призводить до невідповідності очікуваних і фактичних результатів його учасників. Тому основним напрямом державного регулювання фінансових ринків має стати забезпечення його розвитку в напрямі зменшення інформаційної асиметрії.

Перспективами подальших досліджень є розробка напрямів державної політики, орієнтованої на зростання ефективності фінансового ринку.

Література:

1. Мацелюх Н. Основні теорії походження цін на фінансовому ринку. Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. 2011. № 9-10. С. 3—10.
2. Радзівська В. М. Відсоткові ставки фінансового ринку: теоретичні аспекти. Економіка: теорія та практика. 2013. № 2. С. 61—69.
3. Badea L. CAPM in the framework of current European capital market. Актуальні проблеми економіки. 2013. № 8. С. 172—182.
4. Dajcman S. Is CAPM valid? Evidence from Slovenia. Актуальні проблеми економіки. 2013. № 9. С. 303—311.
5. Гуляєва А. П. Еволюція податку Тобіна як інструмента регулювання фінансових ринків. Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України. 2014. № 1. С. 34—42.
6. Кулик А. Б., Хохич Д. Г. Застосування моделі Тобіна для аналізу економічних процесів в Україні. Фінанси України. 2010. № 9. С. 37—48.
7. Колосов А. М. Проектування дисконтних цін товарів на основі оптимізації за Парето. Управління проектами та розвиток виробництва. 2013. № 1. С. 58—64.
8. Піскун О. В. Хеджування фондового портфеля на основі стратегій управління волатильністю з динамічним

підбором параметрів. Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. 2015. Вип. 2. С. 42—45.

9. Лебедев О. В. Концепция рыночной эффективности: теоретическое и эмпирическое обоснование и роль в создании стоимости. Корпоративные финансы. 2011. № 2 (18). С. 82—91.

10. Granger C. W. J., Morgenstern O. Spectral analysis of New York stock market prices. KIKLOS. International Review for Social Sciences. 1963. Vol. 16. Is. 1. p. 1—27. URL: //doi.org/10.1111/j.1467-6435.1963.tb00270.x (дата звернення 27.05.2020).

11. Барташевська Ю. М., Яворський А. О. Фрактальний аналіз фінансових ринків: теоретичні та практичні аспекти застосування. Європейський вектор економічного розвитку. Економічні науки. 2015. № 1. С. 7—14.

12. Пластун О. Гіпотеза надреакцій: теорія та практика фінансових ринків. Вісник Національного банку України. 2015. № 1. С. 50—55.

13. Ярошевська О. В. Механізми формування капіталу суб'єктів господарювання в умовах розвитку фондового ринку України. Краматорськ: Донбаська державна машинобудівна академія, 2018. 516 с.

14. Малишенко К. Основи мутаційної теорії фондового ринку. Ринок цінних паперів. 2013. № 9—10. С. 17—22.

References:

1. Matseliukh, N. (2011), "Basic theories of the origin of prices in the financial market", *Visnyk Derzhavnoi komisii z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku*, vol. 9—10, pp. 3—10.
2. Radziivska, V. M. (2013), "Financial market interest rates: theoretical aspects", *Ekonomika: teoriia ta praktyka*, vol. 2, pp. 61—69.
3. Badea, L. (2013), "CAPM in the framework of current European capital market", *Aktualni problemy ekonomiky*, vol. 8, pp. 172—182.
4. Dajcman, S. (2013), "Is CAPM valid? Evidence from Slovenia", *Aktualni problemy ekonomiky*, vol. 9, pp. 303—311.
5. Huliaieva, L. P. (2014), "The evolution of the Tobin tax as a tool for regulating financial markets", *Visnyk Akademii pratsi i sotsialnykh vidnosyn Federatsii profspilok Ukrainy*, vol. 1, pp. 34—42.
6. Kulyk, A. B. Khokhych, D. H. (2010), "Application of Tobin's model for the analysis of economic processes in Ukraine", *Finansy Ukrainy*, vol. 9, pp. 37—48.
7. Kolosov, A. M. (2013), "Design of discount prices of goods on the basis of Pareto optimization", *Upravlinnia proektamy ta rozvytok vyrobnytstva*, vol. 1, pp. 58—64.
8. Piskun, O. V. (2015), "Stock portfolio hedging based on volatility management strategies with dynamic parameter selection", *Sotsialno-ekonomichni problemy suchasnoho periodu Ukrainy*, vol. 2, pp. 42—45.
9. Lebedev, O. V. (2011), "The concept of market efficiency: theoretical and empirical rationale and role in value creation", *Korporativnye finansy*, vol. 2 (18), pp. 82—91.
10. Granger, S. W. J. Morgenstern, O. (1963), "Spectral analysis of New York stock market prices", *KIKLOS. International Review for Social Sciences*. vol. 16, is. 1, pp. 1-27. URL: //doi.org/10.1111/j.1467-6435.1963.tb00270.x (accessed 27 May 2020).
11. Bartashevskaya, Yu. M. Yavorskyi, A. O. (2015), "Fractal analysis of financial markets: theoretical and practical aspects of application", *Yevropeyskyi vektor ekonomichnoho rozvytku. Ekonomichni nauky*, vol. 1, pp. 7—14.
12. Plastun, O. (2015), "Hypothesis of superreactions: theory and practice of financial markets", *Visnyk Natsionalnoho banku Ukrainy*, vol. 1, pp. 50—55.
13. Iaroshevskaya, O. V. (2018), *Mechanisms of capital formation of business entities in the conditions of development of the stock market of Ukraine*. Kramatorsk: Donbas State Machine-Building Academy, 516 p.
14. Malysenko, K. (2013), "Fundamentals of stock market mutation theory", *Rynok tsinnykh paperiv*, vol. 9—10, pp. 17—22.

Стаття надійшла до редакції 29.05.2020 р.