

Львовчкін С.В.,

доктор економічних наук,
Глава Адміністрації Президента України

Опарін В.М.,

доктор економічних наук, професор,
професор кафедри фінансів
ДВНЗ “Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана”

Федосов В.М.,

доктор економічних наук, професор,
заслужений діяч науки і техніки України,
завідувач кафедри фінансів
ДВНЗ “Київський національний
економічний університет
імені Вадима Гетьмана”

СУПЕРЕЧНОСТІ ФІНАНСОВОЇ ТЕОРІЇ І ПРАКТИКИ В КОНТЕКСТІ ЦИКЛІЧНОСТІ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

Визначено та оцінено суперечності між суспільними й приватними інтересами в сфері інвестування, функціонування фінансового ринку та корпоративного управління, що провокують зародження й загострення фінансових криз та негативно впливають на економічний цикл.

The authors determine and evaluate contradictions between public and private interests in the investment sphere, functioning of financial market and corporate management which provoke the emergence and aggravation of financial crises and negatively influence the economic cycle.

Ключові слова: фінансова криза, фінансова політика, фінансовий сектор, фінансові активи, фінансові ресурси, інвестиції, кейнсіанство, монетаризм.

Нинішня світова фінансова криза, що вкрай негативно позначилася на розвитку України, поставила багато запитань як у практичній, так і в теоретичній площині. Знову на порядку денному, як і в 1990-х, завдання досягнення макрофінансової стабілізації, без якої неможливо забезпечити стійке економічне зростання. Водночас проблематика стабілізації економіки й фінансів має істотні відмінності. Якщо попередня криза була зумовлена складністю переходу від адміністративної до ринкової економіки та вимагала передусім докорінної фінансової реструктуризації, то нинішня виникла практично на ринковій основі. При цьому ми не поділяємо діаметрально протилежних думок стосовно того, що криза в нашій країні або має виключно внутрішнє походження внаслідок помилок в управлінні фінансовою системою, або є результатом впливу дестабілізуючих зовнішніх чинників.

З огляду на достатню інтегрованість у світовий фінансовий простір Україна не могла не постраждати від світової фінансової кризи (хоча ще в середині 2008 р.

висловлювалися думки, що наша країна може навіть виграти від неї). Втім, і намагання пов'язати кризу виключно із зовнішнім впливом (інфікування національної економіки й фінансової системи), безумовно, не аргументовані. Відповідно, й заходи щодо подолання наслідків кризи мають бути спрямовані як на виправлення помилок, так і на мінімізацію негативного зовнішнього впливу. Разом із тим варто звернути увагу на одну особливість внутрішніх і зовнішніх чинників: вони багато в чому ідентичні та пов'язані з неефективним управлінням ризиками. Наприклад, хіба напередодні кризи українські банки не припускалися таких самих помилок, як американські, захопившись боротьбою за клієнта та видаючи не забезпечені належним чином кредити? Чи можна не помічати, що нині, в умовах досягнення певних успіхів у стабілізаційній політиці, котра сприяла відновленню довіри до банків і, як результат, поверненню депозитних вкладів, банки, маючи надлишкову ліквідність, знову починають вести певною мірою ризикову політику? Точніше, поки що ризики контролюються, але перші ознаки послаблення вимог уже є.

Перейшовши до ринкової економіки, ми отримали не лише її переваги, а й недоліки, і насамперед надто ризикову гонитву за прибутками й надприбутками. Свого часу ми зазначали, що в основі кожної кризи — банальне прагнення людей жити краще. Саме це є рушійною силою суспільного прогресу, але водночас рано чи пізно провокує кризу¹. Отже, уникнути криз неможливо, що доводить теорія циклів. Однак за належного управління, що ґрунтуватиметься на фундаментальних положеннях економічної науки, можна згладжувати циклічні коливання та зменшувати негативні наслідки криз. Глобальний характер нинішніх кризових явищ зумовлений тим, що помилки в управлінні фінансами в різних країнах були досить однотипними. І якщо така масштабна й глибока криза, що за великим рахунком була цілком передбачуваною, все ж таки допущена, є всі підстави стверджувати, що й у теорії, й у практиці далеко не все відпрацьовано.

Метою даної статті є оцінка деяких дискусійних положень теорії фінансів у контексті нинішньої кризи.

Останнім часом у вітчизняних фахових виданнях з'явилося чимало публікацій, присвячених цій проблематиці, серед яких варто назвати праці Т. Богдан, О. Барановського, Г. Багратяна та І. Кравченка, Д. Полозенка й К. Раєвського, І. Радіонової, М. Сивульського². В них досліджувалися питання переважно практичного

¹ *Львовичкін С.В., Опарін В.М., Федосов В.М.* Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку // *Фінанси України*. — 2008. — № 12. — С. 3—21.

² *Богдан Т.П.* Глобальна фінансова криза та виклики для економічної політики в посткризовий період // *Фінанси України*. — 2010. — № 6. — С. 3—14; *Барановський О.І.* Предтечі фінансових криз // *Фінанси України*. — 2009. — № 3. — С. 3—22; *Барановський О.І.* Сутність і різновиди фінансових криз // *Фінанси України*. — 2009. — № 5. — С. 3—20; № 6. — С. 3—13; № 8. — С. 19—32; *Багратян Г.А., Кравченко І.С.* Світова криза та Україна: проблеми й нові підходи до фінансового регулювання // *Фінанси України*. — 2009. — № 4. — С. 33—41; *Полозенко Д., Раєвський К.* Бюджетна і кредитна політика України на сучасному етапі // *Вісник Національного банку України*. — 2009. — № 10. — С. 7—11; *Радіонова І.Ф.* Фінансова природа економічних коливань: зміст і моделювання // *Фінанси України*. — 2011. — № 3. — С. 19—34; *Сивульський М.І.* Національні особливості фінансової кризи // *Фінанси України*. — 2009. — № 7. — С. 3—19.

характеру, пов'язані із зародженням криз, причинами їх загострення, зовнішніми формами прояву, типологізацією та впливом на світову й національні економіки. До речі, більшість вітчизняних і зарубіжних учених схилиються до думки, що корінь проблеми — у фінансовому секторі, зокрема в його інституційній будові та засадах функціонування й регулювання, а також у механізмах взаємопідпорядкування економіки й фінансів.

Взаємозв'язок фінансів і економіки має доволі складний і неоднозначний характер та може розглядатися у двох аспектах — регульовальному й забезпечувальному. Почнемо з першого, який пов'язаний із системою державного регулювання темпів і пропорцій соціально-економічного розвитку. Ключова роль у механізмах цього регулювання відводиться засобам фінансової політики держави. При цьому наука розглядає економіку як об'єкт, а фінанси — як інструментарій впливу, що включає засоби фіскальної й монетарної політики. На сьогодні можна виділити дві основні концепції державного регулювання економіки: кейнсіанство та монетаризм. Дж.М. Кейнс, обґрунтувавши необхідність державного втручання в економічні процеси, вважав, що основними інструментами цього втручання є засоби фіскальної політики, тоді як монетаристи надають перевагу монетарним важелям. Обидві концепції пройшли випробування практикою та свого часу забезпечили позитивні результати. Так, завдяки кейнсіанським рецептам було досить швидко подолано наслідки Великої депресії, а на основі концепцій монетаризму — розв'язано проблеми, які виникли в економіках провідних країн світу в 1970-х, та забезпечено макроекономічну стабільність і зростання світової економіки.

Водночас надмірне захоплення концепцією провокувало появу великих проблем. Так, широке застосування положень кейнсіанства щодо стимулювання сукупного попиту призвело до високих темпів інфляції й певного розбалансування економіки. Власне, на цій основі зародився й зміцнів монетаризм, доміанти якого тривалий час превалювали в системі державного регулювання економіки. Проте нинішня світова фінансова криза засвідчила наявність у цій системі серйозних проблем. Із нашої точки зору, на даний аспект кризи поки що не звертається належна увага, хоча є всі підстави говорити про її монетарне походження. На думку багатьох фахівців, витоки кризи слід шукати в заходах урядів, спрямованих на протидію на основі політики “дешевих” грошей уповільненню темпів економічного зростання, котре проявилось на початку XXI ст. у провідних економіках світу. А надмірна пропозиція грошей цілком закономірно призвела до зростання рівня інфляції та надлишку кредитних ресурсів, що, у свою чергу, спонукало комерційні банки до розширення обсягів кредитування, в т. ч. іпотечного (нагадаємо, що саме іпотечна криза в США зрештою призвела до нинішньої глобальної кризи економіки й фінансів).

Постає питання: що саме спричиняло зародження й загострення криз — підходи кейнсіанства й монетаризму чи помилки урядів при використанні фіскальних

і монетарних інструментів? Ми погоджуємося з тими теоретиками й практиками, котрі роблять наголос на помилкових управлінських рішеннях, визначаючи їх як один із основних чинників кризи. Та все ж не варто повністю абстрагуватися від самої концепції макроекономічної політики. Якщо дотримуватися наукової логіки й історичної послідовності, то, визнаючи так звану Велику інфляцію (кінець 1960-х — середина 1980-х) крахом кейнсіанських підходів, слід визнати й те, що нинішня світова фінансова криза, якій передували досить серйозні латиноамериканські (1994—1995 рр.) та азійська (1997—1998 рр.) кризи, багато в чому є також кризою монетаризму. Точніше не так монетаризму, як переважно одновекторного підходу до системи державного регулювання економіки. Свого часу, досліджуючи проблеми фінансової реструктуризації в Україні, ми звертали увагу на поступову конвергенцію двох провідних течій економічної думки, тобто проникнення неоконсервативних ідей у посткейнсіанство, а кейнсіанських — у неоконсерватизм. При цьому наголошувалося на тому, що в умовах перехідної економіки необхідна структурно інтегрована фінансова політика, яка органічно поєднуватиме використання засобів монетарної й фіскальної політики³.

З метою недопущення загострення кризи та подолання її наслідків уряди країн були змушені активно використовувати інструменти фіскальної політики — надання державної підтримки окремим компаніям і фінансовим інституціям. За даними МВФ, які наводить Т. Богдан, на початок 2010 р. тільки пряма бюджетна підтримка фінансового сектору в середньому по країнах Великої двадцятки становила 4,0 % ВВП, а в розвинутих країнах, що мають більші фінансові можливості, — 6,2 %, загалом майже 2 трлн дол. США⁴. В багатьох країнах такі дії викликали критику з боку суспільства, іноді досить жорстку, через сприйняття перерозподілу коштів платників податків на користь постраждалих від кризи структур як спасіння багатих за рахунок бідних. Але, по-перше, саме завдяки цим заходам вдалося відвернути цілком можливий украй небажаний розвиток подій, по-друге, фактично рятували все суспільство, адже, якби ситуацію не вдалося взяти під контроль, наслідки кризи могли би бути непередбачуваними.

Другий аспект взаємозв'язку економіки й фінансів розглядається в контексті забезпечення потреб суспільного відтворення. Своєрідною аксіомою є те, що фінанси призначені для обслуговування потреб економіки, а не економіка для фінансів. Саме цей забезпечувальний аспект фінансів дає змогу найповніше розкрити поняття “фінансова інфраструктура”, яке, у свою чергу, виходить із розуміння самих фінансів як одного з ключових елементів ринкової інфраструктури⁵.

³ Федосов В., Опарін В., Львовичкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Моногр. / За наук. ред. В. Федосова. — К.: КНЕУ, 2002. — С. 50.

⁴ Богдан Т.П. Зазнач. праця. — С. 7.

⁵ Детальніше див.: Львовичкін С., Опарін В., Федосов В. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи // Економіка України. — 2008. — № 11. — С. 57.

Варто зазначити, що фінансова наука й практика постійно розвиваються: виникають нові явища та поглиблюються знання про вже відомі, що потребує розширення понятійного апарату. Введення кожної нової категорії — це завжди певний крок уперед, який розширює сферу фінансової науки, сприяючи її розвиткові й поглибленню. Зокрема, термін “фінансова інфраструктура” збагачує теорію тим, що допомагає дослідити специфічний, забезпечувальний, зріз фінансів як суспільного явища. Такі споріднені з ним терміни, як “фінансова система”, “фінансовий сектор”, “фінансовий ринок” чи “ринок фінансових послуг”, що використовуються нині, не дають змоги повноцінно розкрити цей бік функціонування фінансів.

Ще раз підкреслимо: фінанси існують не самі по собі, а заради забезпечення потреб громадян, підприємств і держави. Будь-яка фінансова операція так чи інакше, в даний момент чи в перспективі має бути пов’язана із суспільним відтворенням. Утім, на практиці, в умовах розгалуженого та всебічно розвиненого фінансового ринку, поступово сформувалися відносини, за яких фінансові ресурси почали обертатися всередині самого ринку, а не спрямовуватися в економіку. Утворилася так звана фінансова економіка, в котрій доходи окремих суб’єктів формуються всередині ринку. Фінансовий сектор із обслуговуючої інфраструктурної складової економіки перетворюється на певною мірою самодостатню систему, що набуває значного розвитку. Водночас отримані в такий спосіб доходи мають не продуктивний, а спекулятивний характер, тобто, по суті, є фіктивними.

Саме на необхідності зменшення ролі фінансового сектору та усунення недоліків у його регулюванні неодноразово наголошували науковці й лідери провідних розвинутих країн при обговоренні проблематики світової фінансової кризи. Відповідно, в контексті інфраструктурного розуміння фінансів спробуємо визначити ключові теоретичні проблеми, які зумовлюють деформацію співвідношення фінансового й реального секторів економіки. Причому для об’єктивності дослідження цю проблематику треба розглядати з позицій обох сторін (хоча досить часто все зводиться до докорів виключно на адресу фінансового сектору). З боку фінансового сектору потребують уточнення питання визначення сутності й призначення фінансового ринку, характеристики його суб’єктів, предмета торгівлі та засад діяльності інституційних одиниць. А з боку нефінансового сектору особливого значення в контексті формування на фінансовому ринку нереальної (завищеної) ціни на активи набуває з’ясування мети фінансового менеджменту в акціонерному товаристві.

Визначення фінансового ринку доволі багатоаспектне — це і його сутнісна характеристика та функціональна структура, й організаційний та інституційний вимір, і правове оформлення. Хоча в економічній літературі наводяться різні визначення фінансового ринку, за змістом вони майже ідентичні. Так, у виданому нещодавно фундаментальному підручнику “Фінанси” читаємо: “За своєю економічною сутністю фінансовий ринок — сукупність економічних відносин, які виникають між його учасниками при формуванні попиту і пропозиції на специфічні фінансові

послуги, пов'язані з купівлею-продажем фінансових активів, які знаходяться у власності економічних суб'єктів національної, регіональної та світової економіки"⁶. При цьому зазначається, що саме фінансовий актив визначає зміст поняття "фінансовий ринок"⁷.

У такому ж аспекті фінансовий ринок розглядає В. Базилевич. На його думку, це сукупність суспільно-економічних відносин, що виникають із приводу купівлі і продажу фінансових активів. При цьому він, по суті, ототожнює фінансові активи й фінансові ресурси, вказуючи, що "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"⁸.

Подібний підхід, за якого фінансовий ринок визначається як сфера торгівлі фінансовими активами, домінує не тільки в літературі, а й у законодавстві. Так, згідно із Законом України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг", під фінансовою послугою, котра тісно пов'язана з функціонуванням фінансового ринку, розуміється "операція з фінансовими активами, що здійснюється в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів"⁹. А ринки фінансових послуг визначаються як сфера діяльності їх учасників із метою надання та споживання певних видів фінансових послуг (банківських, страхових, інвестиційних, операцій з цінними паперами та інших, що забезпечують обіг фінансових активів)¹⁰. До складу фінансових активів законодавцями включено кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів.

Як видно, розуміння фінансових активів ґрунтується на загальноприйнятому в світі бухгалтерському підході — це фінансові складові активу балансу підприємства. Водночас варто зауважити, що в їх складі є як статичні елементи — кошти (точніше, залишки грошових коштів) у касі й на поточних банківських рахунках, так і динамічні (що функціонують, рухомі) — кошти на депозитних рахунках, цінні папери. Якщо статичні елементи забезпечують поточну платоспроможність, то динамічні мають приносити дохід. Окрім того, у складі активу балансу є тимчасові складові, що не забезпечують ні платоспроможності, ні отримання доходу — дебіторська заборгованість. По суті, це взагалі чужі кошти, які підприємство чи то

⁶ Фінанси: Підруч. / За ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова. — К.: Знання, 2008. — С. 392.

⁷ Там само. — С. 395.

⁸ Базилевич В.Д. Розвиток фінансового ринку в сучасних умовах // Фінанси України. — 2009. — № 12. — С. 6.

⁹ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12.07.2001 № 2664-III // ВВР. — 2002. — № 1. — Ст. 1, п. 5.

¹⁰ Там само. — Ст. 1, п. 6.

на законних підставах із урахуванням специфіки проведення розрахунків, чи то внаслідок порушення платіжної дисципліни використовує в обігу.

Таким чином, за своїм економічним змістом окремі складові фінансових активів у складі балансу підприємства істотно різняться. Тому поєднувати поняття, різні за сутнісним наповненням, із нашої точки зору, навряд чи обгрунтовано, а тому цілком доречно розрізнити поняття фінансових активів у їх бухгалтерському й фінансовому розумінні. З позицій останнього, фінансовими активами є вкладення певних суб'єктів із метою отримання доходу. Разом із тим, щоб уникнути термінологічної плутанини, динамічні складові фінансових активів доцільно визначати як фінансові ресурси. До речі, в літературі використовується як розширене (загальна сума коштів, що на певну дату перебуває в розпорядженні окремих суб'єктів), так і звужене трактування цих ресурсів (кошти, запущені в обіг із метою забезпечення певної діяльності).

Звужене трактування фінансових ресурсів максимально наближене до базової економічної категорії “капітал”, хоча дещо відрізняється від нього (наприклад, вкладення в основні засоби становлять основний капітал, але фінансовими ресурсами, які представлені в грошовій формі, є лише амортизаційні відрахування). Виходячи з того, що фінанси є забезпечувальною інфраструктурною складовою економіки, предметом торгівлі на фінансовому ринку варто визначати саме фінансові ресурси, а сам ринок трактувати як сферу, через яку здійснюється переміщення ресурсів від одного суб'єкта до іншого на засадах купівлі-продажу прав на їх використання на постійній (акціонерний капітал) або тимчасовій (позиковий капітал) основі. А якщо такого переміщення ресурсів у економіку не відбувається, фінансовий ринок перетворюється на сектор, де утворюються спекулятивні доходи, отримані всередині нього, а не з економіки. Отже, є всі підстави вважати такі доходи фіктивними, оскільки за ними не стоять конкретні блага. Ці доходи формуються з так званих мильних бульбашок, що неминуче лопаються й призводять до кризи, а масштаби кризи вимірюються обсягами фіктивних доходів. За великим рахунком ніякої кризи немає — відбувається просто повернення на вихідні позиції, але при цьому завдається велика шкода суспільному розвитку.

У контексті інфраструктурного призначення фінансів у цілому й фінансового ринку зокрема постає ще одне важливе теоретико-практичне питання: що таке інвестиції та хто такий інвестор? У загальному розумінні інвестиції — це всі види майнових та інтелектуальних цінностей (ресурсів), які вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту, а інвестором є суб'єкт, котрий вкладає власні, позичені чи залучені кошти у відповідні об'єкти й проекти. Водночас не уточнюється один із ключових моментів, а саме за рахунок чого отримується прибуток. За способом здійснення інвестицій їх зазвичай поділяють на реальні (капітальні вкладення в основні й оборотні активи) та фінансові (в цінні папери). При цьому вважається, що саме фінансові інвестиції являють собою фіктивний капітал. Насправді ж

це дещо спрощений підхід, оскільки проблема полягає не в способі інвестування, а в характері подальшого використання коштів. Так, із одного боку, вкладення в цінні папери, котрі потім спрямовуються в економіку та використовуються для забезпечення відповідної діяльності, ніяк не можна ідентифікувати як фіктивний капітал — це ресурси, що реально працюють. Із другого — капітальні вкладення в основні й оборотні активи, нерухомість або земельну ділянку з метою їх перепродажу в майбутньому за вищою ціною, тобто спекуляції, навряд чи можна визначати як реальні інвестиції.

Саме в характері використання коштів, на нашу думку, слід шукати корінь проблеми у сфері інвестицій. Наведемо приклад із вітчизняної практики, який наочно демонструє всю безглуздість, недоцільність і шкідливість подібного “інвестування”, — житлове будівництво. В докризовий період вкладення коштів у будівництво квартир і будинків вважалося (й було) одним із найприбутковіших напрямів інвестування, що забезпечувалося стрімким зростанням цін на житло. На перший погляд, це реальні інвестиції, бо за ними стоять реально створені матеріальні цінності. От лише чи використовуються вони за призначенням? Досліджуючи особливості прояву фінансової кризи в Україні, М. Сивульський як перший її чинник визначив саме спекулятивний розвиток будівництва. За його словами, падіння будівельної галузі в нашій країні — “це не відголосок іпотечної кризи, що розпочалася в США, а обвал будівельної піраміди, вибудованої завдяки банківському кредитуванню, яке опиралося не на реальні потреби, а на спекулятивний попит”¹¹. Справді, квартир побудовано чимало, а житлова проблема як була, так і залишилася гострою, оскільки переважній більшості громадян житло за спекулятивними цінами просто не доступне.

Подібні корисливі мотиви присутні в усіх сегментах фінансового ринку, як і на всіх товарних ринках, оскільки будь-який товар чи фінансовий інструмент може використовуватися й за цільовим призначенням, і з метою отримання спекулятивного доходу. У зв’язку з цим постає питання, чи є інвестиціями за своєю сутністю вкладення зі спекулятивними мотивами? На наш погляд, із урахуванням розростання спекулятивної складової фінансового та інших ринків, що й провокує фінансові кризи, треба обмежити поняття “інвестиції” лише тими вкладеннями, котрі надходять у економіку або на розвиток соціальної сфери та завдяки яким створюються й надаються конкретні блага. Інакше спотворюються економічні реалії: інвестиції начебто є, а результату від них немає. Більше того, визнання спекулятивних вкладень інвестиціями дискредитує фінансову науку, котра в такий спосіб, по суті, визнає нереальне реальним, недоречне припустимим, шкідливе корисним. Адже справжні інвестиції є рушійною силою економіки, сприяють розвиткові суспільства в цілому, тоді як фіктивні робляться з корисливою метою. Тому вважаємо за необхідне повернути економічній категорії “інвестиції”

¹¹ Сивульський М.І. Зазнач. праця. — С. 6.

її первинне сутнісне трактування, пов'язане із забезпеченням потреб розвитку економіки й суспільства.

Ще однією важливою проблемою, що пов'язана з функціонуванням фінансового ринку, є державне регулювання діяльності його інституцій. Під час максимального загострення кризи й науковці, й політики, і практики звертали увагу на прорахунки в діяльності державних регуляторних органів та недоліки в побудові самої системи регулювання. Очевидно, що ці органи певною мірою прогледіли кризу, а в деяких країнах своїми невмілими й неорганізованими діями ще й посилили її. В окремих випадках можна помітити навіть цілеспрямовані дії з метою загострення ситуації. Наприклад, не зрозуміло, на якій підставі й навіщо в період розгортання кризи в розвинутих країнах та за наявності негативного сальдо платіжного балансу в Україні в середині 2008 р. було проведено ревальвацію гривні до рівня 4,60—4,65 за 1 дол. США? Також не ясно, чому НБУ в період обвалу на валютному ринку фактично усунувся від контролю ситуації на ньому, допустивши стрімке падіння національної валюти, до речі, одне з найбільших у світі? Чому врешті-решт за це ніхто не відповів, хоча, згідно з чинним законодавством, саме центральний банк відповідає за стабільність національної грошової одиниці? Чому НБУ не помітив очевидних прорахунків у діяльності окремих комерційних банків? Подібних питань надзвичайно багато, от лише відповіді на них суспільство досі не отримало.

У теоретичному аспекті проблема корениться в дуалістичному характері діяльності комерційних банків, небанківських кредитних установ, страхових компаній, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів тощо. З одного боку, вказані фінансові інституції забезпечують рух фінансових ресурсів, виконуючи таким чином своє суспільне призначення. З другого — вони є суб'єктами підприємницької діяльності, що мають власні інтереси, пов'язані з отриманням прибутку. Причому прибуток у сучасних умовах значною мірою заробляється за рахунок тих самих спекулятивних операцій, а не виконання функцій із забезпечення ресурсами потреб економіки. Якщо оцінювати ситуацію в Україні, то й без глибокого аналізу помітний перекис у бік приватних інтересів цих інституцій, які поки що працюють переважно на себе, а не на суспільство. Це стосується й тарифів на фінансові послуги, й перекладання відповідальності на клієнтів, і порушення співвідношення основних показників (приміром, страхові премії, що збираються страховиками, в разі перевищують страхові виплати).

Суперечності між суспільними й приватними інтересами повинна розв'язувати система державного регулювання, між тим саме вона й не спрацювала, вчасно не задіяла попереджувальні механізми. З нашої точки зору, проблема не в організації (один мегарегулятор чи декілька спеціалізованих органів), а в установленні вимог і міри відповідальності керівників як окремих фінансових інституцій, так і регуляторних органів.

Не будемо вдаватися до детального аналізу статутних вимог і встановлених нормативів, оскільки криза виявила необхідність їх посилення. Спробуємо відповісти

на інше питання: чи правомірно взагалі запроваджувати більш жорстку систему регулювання? Адже, як уже зазначалося, фінансові інституції є суб'єктами підприємництва та начебто мають усі права діяти на власний розсуд. Насправді ж ніякої проблеми тут немає, бо працюють вони переважно з коштами клієнтів, а не з власними. Процес концентрації ними фінансових ресурсів, по суті, є усупільненням останніх, хоч і на приватній основі, а тому суспільний контроль із боку держави повинен бути жорстким у контексті як спрямування даних ресурсів на потреби розвитку економіки, так і забезпечення прав клієнтів. Наразі, коли криза пригальмувала, складається враження, що проблема стоїть не так гостро й уже можна нічого не робити. Але це не так. По-перше, криза тільки затихла, а по-друге, якщо нічого не змінити в системі й механізмах державного регулювання, вона може повторитися з ще руйнівнішою силою.

Нарешті зупинимося на проблемі, котра пов'язана зі створенням відповідного підґрунтя для спекулятивних операцій та отримання фіктивних доходів — формуванням цін на фінансові активи, в першу чергу на акції корпорацій, які на даний час домінують серед форм організації бізнесу. В будь-якому підручнику з корпоративних фінансів або фінансового менеджменту можна прочитати: метою управління фінансами є забезпечення добробуту акціонерів на основі збільшення ринкової вартості (капіталізації) акціонерного товариства, що досягається за рахунок зростання ринкового курсу акцій. Зверніть увагу: не на основі обсягів продажів, забезпечення належної прибутковості, фінансової стійкості, стабільного фінансового стану, а саме зростання капіталізації, хоча, безумовно, всі вказані параметри фінансової діяльності залишаються в полі зору фінансового управління. Концепція вартісно-орієнтованого управління фінансами корпорацій більшістю теоретиків і практиків визнається не просто найсучаснішою, а найбільш доцільною й ефективною. Водночас варто розібратися в тому, що й кому дає зростання курсу акцій. Спробуємо зробити це з позицій різних суб'єктів та їхніх інтересів.

Почнемо з акціонерів, виграш яких нібито є очевидним — оцінка їхніх майнових прав підвищується, отже, вони стають багатшими. Однак це швидше віртуальне збагачення: якщо вони в момент зростання не продадуть свої акції за вищою ціною, ніж ціна їх придбання, то не отримають додаткового доходу. Реального зростання доходів не відбувається, оскільки майно акціонерного товариства у фізичному вимірі залишається незмінним. Пояснити віртуальність збагачення досить просто на прикладі знов-таки житла. Скажімо, стандартна дво-трикімнатна квартира в середині 1990-х була придбана за 25—30 тис. дол. США, а зараз вона коштує 250—300 тис. дол. Чи став власник квартири вдсятеро багатшим, адже його помешкання за всіма технічними параметрами залишилося незмінним? Може, він став багатшим, продавши квартиру? Так, якщо в нього є інше помешкання. Але якщо такого немає, він має придбати нове, витративши на нього всі отримані гроші. Тобто зростання ринкової вартості акціонерного товариства є

швидше способом психологічного впливу на потенційних інвесторів із метою їх заохочення до вкладання коштів у акції певної корпорації.

Практично нічого не виграє й саме акціонерне товариство як суб'єкт підприємництва. Від віртуального зростання його ринкової вартості обсяг фінансових ресурсів, що перебувають у його обігу, ні на копійку не збільшується. Єдина вигода полягає в можливості залучення більшого обсягу кредитних ресурсів під вищу заставну вартість майна. Реальні додаткові ресурси можна отримати від додаткової емісії акцій, яка характеризує справжнє, а не віртуальне, зростання власного капіталу. Ще одним джерелом його збільшення може бути, в разі прийняття акціонерами відповідного рішення, нерозподілений прибуток. Утім, на цей час його отримання начебто не є головною метою управління корпоративними фінансами.

Таким чином, від зростання ринкової вартості акціонерного товариства ні його власники, ні воно саме як суб'єкт підприємництва не отримують реального доходу або реальних ресурсів. Навряд чи є підстави шукати якісь вигоди для споживачів, адже від цього кількість і якість відповідних благ аж ніяк не зростуть. Тож кому це вигідно? Вочевидь, спекулянту. Якщо для економіки в цілому, окремих виробників і споживачів важлива стабільність, то для спекулянтів, котрі заробляють саме на коливаннях цін, вона вкрай небажана. Саме вони провокують необґрунтоване зростання цін на фінансові активи, а фінансова теорія їм у цьому фактично підіграє. Поставимо ще одне запитання: чи може вартість корпорації збільшуватися без кінця (саме це впливає з визначеної в теорії головної мети управління фінансами акціонерного товариства)? Безперечно, ні. Отже, у фінансових спекулянтів є тільки один вихід — обвалити ринок, що вони з успіхом і робили вже декілька разів. А оскільки обсяги так званої фінансової економіки в останні десятиріччя надмірно зросли, то й періодичність криз збільшується. Можливо, подібні дії спекулянтів, які збагачуються за рахунок усього суспільства (у фінансах діють ті самі закони, що й у природі — гроші нізвідки не беруться й нікуди безслідно не зникають), і могли б ігноруватися громадою, якби не руйнівний характер їх впливу на економіку й суспільство. Якщо раніше циклічність економічного розвитку обумовлювалася об'єктивними закономірностями, то наразі світове співтовариство перебуває під впливом так званих великих фінансистів, котрі, по суті, є геніальними спекулянтами. Якщо їх не зупинити, то зрештою їхнє безупинне бажання збагачення зруйнує світову економіку.