

4. *Ram Nidumolu, C. K. Prahalad and M. R. Rangaswami.* Чому сталий розвиток є рушійною силою інновацій / *Harvard Business Review*, September 2009.

5. Управление изменениями. «Работающая инновация. Как управлять, измерять и извлекать из нее выгоду» / <http://www.management.com.ua/books/view-books.php?id=457>

УДК. 167.23 : 336.764.2

С. О. Силантьєв, канд. техн. наук,
доцент кафедри менеджменту,
ДВНЗ «Київський національний економічний
університет» імені Вадима Гетьмана

ПІСЛЯКРИЗОВІ ІНСТИТУТИ ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

Проведено аналіз післякризових інститутів трансформації фінансової системи, обґрунтовано фактичне закінчення ери Кейнсіанського підходу в урегулюванні фінансових ринків. З метою визначення сучасних проблем регулювання проаналізовано динаміку ринку похідних фінансових інструментів. На основі гіпотези фінансової нестабільності Х. Мінського сформульовано нову парадигму регулювання фінансових ринків «зверху-донизу» та радикальні зміни з пріоритетами, направлені на подолання системних ризиків і адекватного регулювання компаній «тіньової банківської системи».

КЛЮЧОВІ СЛОВА: Гіпотеза фінансової нестабільності, регулювання фінансових ринків, трансформація фінансової системи, похідні фінансові інструменти.

Проведён анализ посткризисных институтов трансформации финансовой системы, обосновано фактическое завершение эры Кейнсианского подхода в регулировании финансовых рынков. С целью представления современных проблем регулирования осуществлён анализ динамики рынка производных финансовых инструментов. На основе гипотезы финансовой нестабильности Х. Минского сформулированы новая парадигма регулирования финансовых рынков «сверху-вниз» и радикальные изменения с приоритетами, направленными на преодоление системных рисков и адекватного регулирования компаний «теневой банковской системы».

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: Гипотеза финансовой нестабильности, регулирование финансовых рынков, трансформация финансовой системы, производные финансовые инструменты.

Post-crisis institutes of financial system transformation are analysed. The end of Keynesian era of financial market regulation was

motivated. For presentation of modern financial market regulation the problem of derivative markets are analysed. On the bases of H.Minsky financial instability hypothesis the new «top-down» paradigm of financial market regulation was formulated and radical transformation with priorities on system risks reduction and adequate regulation for shadow banking companies are presented.

KEYWORDS: financial instability hypothesis, financial market regulation, financial system transformation, derivatives.

Постановка проблеми. До 1950 року фінанси розглядалися через призму особливостей монетарної теорії та функціонування фінансових установ і не мали статусу мейнстріму в економіці [39].

Портфельна теорія Г. Марковиця зробила революцію в економіці, інвестиційному менеджменті і ризик-менеджменті шляхом підйому важливості не диверсифікованого ризику до рівня очікуваного прибутку. Стаття і книга Г. Марковиця з однаковими назвами сформували основу теоретичних робіт, що відбулися у фінансах пізніше [21; 22]. З часом, на цій основі ґрунтувалися широкі спектри технологій вибору ринкових активів, портфелів акцій і інструментів фіксованої доходності для ціноутворення похідних фінансових інструментів (ПФІ) та ускладнених і синтетичних ПФІ. На думку М. Рубінштейна, «це були часи народження сучасної фінансової економіки» [32, с. 1041].

На думку головного інвестиційного менеджера ЄЦБ Альфреда Штейнхерра, теоретичні основи, що забезпечували ідентифікацію і хеджування універсальних фінансових ризиків, були знайдені сучасною економічною наукою у середині 70-х років, а спільно зі створенням і розвитком фінансових інститутів вони дозволяли ці ризики комодитизувати (перетворити у товар), торгувати ними та здійснювати їх ринкову оцінку. Все це є найвищим еволюційним досягненням сучасної ринкової економіки і «суттєвим просуванням світового капіталізму з часів індустріальної революції» [33, с. 18].

Мета статті — аналіз післякризових інститутів трансформації фінансової системи на прикладі Європи і США та виявлення невідкладних і довгострокових заходів щодо усунення недоліків передкризової і післякризової динаміки функціонування фінансової системи, ринку ПФІ тощо.

Аналіз публікацій. Основою капіталістичної економіки є інвестиції у капітал. Інвестиції і права власності ринкових активів припускають потоки договірних (ринкових) платежів. Ці потоки платежів теоріями неокласичного синтезу розглядаються інтегровано з процесами реального виробництва, споживання і інвестицій, які у сукупності формують реальний вплив на поведінку

економічних агентів. У результаті, для досягнення збалансованості економіки, ціноутворення ринкових активів (ПФІ тощо) повинно виконувати функцію розподілу ресурсів і ринкових активів таким чином, що:

- досягається ринкова рівновага;
- отримуються доходи (прибутки) на ринкові активи;
- ринкові ціни співставляються з поточними виробничими витратами, що забезпечує створення капіталу;
- забезпечується кліринг усіх боргових зобов'язань для бізнесу.

Передкризові глобальні дисбаланси розвинутих країн світу вимагали збільшення потоків інвестицій для обслуговування внутрішнього боргу і інститутів управління капіталом, чим продовжували підтверджувати неефективність діючої ринкової моделі передкризового капіталізму [26, с. 227]. Саме цю неефективність капіталізму довели події глобальної фінансової і економічної кризи 2007—2009 років, коли зростаючі інвестиції (що еквівалентно бюджетному дефіциту) не забезпечували постійного прибутку для перетворення історичних цін на ринкові активи у нову унаслідовану боргову структуру зі створенням нового економічного капіталу, але не за схемою Понці, як це відбувалося тривалий час до настання «моменту Мінського». У результаті, у сучасній економіці зовсім мало залишилося від Дж. Кейнса [26, с. 172].

Сучасні консервативні, ліберальні і радикальні інтерпретації кейнсіанської теорії економічного розвитку вже давно є застарілими, тому що розв'язання проблемних питань зводиться до банального міксту монетарної та фіскальної політики і, як стверджує теорія, все буде добре завдяки «руки ринку, яку не можна бачити» [15]. Але, відповідно до теоретичних положень Дж. Кейнса, адекватної економічної політики не було знайдено у 60-х, 70-х, 80-х роках минулого століття, а остання фінансова криза 2007—2009 років виявила можливі її наслідки і масштаби для глобальної економіки при застосуванні, у тому числі, і теорій неокласичного синтезу. Широко розповсюджена модель неокласичного синтезу Бернанке—Гертлера грошово-кредитного ринку, що створена на основі парадигми «принципал-агент» («кредитор—позичальник»), під назвою «фінансового акселератора», фактично була моделлю інфляції ринкових активів з динамікою економічного процесу, де була взагалі відсутня ринкова рівновага [4]. У цьому немає нічого дивного, тому що модель Бернанке—Гертлера була розроблена у рамках пост-кейнсіанських традиційних принципів регулювання, яке обмежувалося у границях парадигми постійного економічного

зростання і низького безробіття та було пов'язана з дешевими грошима і фіскальним оптимізмом при умовах відсутності економічної рівноваги.

«Фінансова криза, що розповсюджувалася із країн з найбільш розвинутими фінансовими системами до інших країн світу, не мала пояснень у економічній теорії» [14, с. 221].

Кризові явища 2007—2009 років показали, що усі види капіталізму, як це підкреслювалося Х. Мінським, є хибними, тому необхідно розвивати той, у якому негативні наслідки є менш очевидними [26, с. 329]. З цієї точки зору, більш привабливим є капіталізм з невеликими інвестиціями і високим рівнем споживання, високим рівнем зайнятого населення і великою кількістю невеликих організацій. У процесі обговорення проблемних питань відновлення сталого розвитку світової економіки і для підготовки квітневого саміту 2009 року країн лідерів групи G20 Європейські політичні лідери Президент Франції Н. Саркозі і Канцлер Німеччини А. Меркель були єдиними у реформуванні фінансового сектору у напрямку подолання «збоченого» фінансового порядку «аморальних» форм «нестриманого фінансового капіталізму» [18].

Сучасна фінансова криза 2007—2009 років не була результатом ейфорії, створеною панікою масових продажів, а результатом інфляції ринкових забезпечених активів у подвійній ціновій системі, яку Хьюман Мінський прийняв від Ірвінга Фішера [10, 19]. Крім інфляції ринкових активів, низьких ставок рефінансування «за останні тридцять років спостерігався зсув політики уряду у напрямку підтримки міхурів у ринкових сегментах нерухомість і ринкові активи» [29, с. 6].

Сучасна фінансова криза не пояснюється ані прибічниками гіпотези ефективного ринку, ані прибічниками її відсутності. Єдиним об'єктивним чинником, з яким погоджуються усі аналітики, науковці і практики, був тривалий штучний фінансовий бум на ринку нерухомості. Цей об'єктивний чинник, який не спростовує жодна наукова школа, свідчить про те, що правильним підходом щодо виникнення майбутньої кризи були дослідження Х. Мінського, головним науковим результатом якого було систематичне дослідження протиріч грошово-кредитної системи [35; 36].

Центральна ідея Х. Мінського щодо пояснення кризових явищ в економіці базувалася на теорії дефляції боргових зобов'язань І. Фішера і була спрямована на дослідження джерел формування підвищених боргових зобов'язань у економіці, тобто причин збільшення заборгованості відповідно до доходів, які її обслуговують [10; 26].

Слід підкреслити, що на основі цієї ідеї, яка виступала різким контрастом для теорій неокласичного синтезу з самопідтримуючими джерелами сталого економічного розвитку децентралізованого ринкового механізму («руки ринку, яку не можна бачити») зі «стабільними» цінами і «повною» зайнятістю, Х. Мінським була сформульована *гіпотеза фінансової нестабільності*, яка формулюється двома положеннями:

1. Ринкові механізми капіталістичної системи не ведуть до сталої економічної рівноваги зі стабільними цінами і повною зайнятістю населення.

2. Серйозні бізнес цикли виникають завдяки суттєвим внутрішнім рисам фінансового капіталізму.

Фактичний перегляд хибних кейнсіанських теоретичних парадигм розпочався з осмислення наукових досліджень саме Х. Мінського, але тільки у післякризовий період [18].

«Момент Мінського», що формується завдяки «капіталізму фінансових менеджерів», є об'єктивним наслідком гіпотези *нестабільності фінансової системи*, яку Хьюман Мінський сформулював задовго до фінансової кризи. На початку XXI століття наслідком наявної ситуації з низькими короткостроковими і довгостроковими ставками було суттєве збільшення зовнішнього фінансування у співвідношенні до самофінансування. Збільшення інвестицій, а відповідно і доходності виступало мотивом боргового фінансування. Саме це було сильним внутрішнім чинником дестабілізації економіки, де фінансові ринки були частиною механізму, який визначав інвестиції [26, с. 256]. Ця ідея повністю співпадає з науковими висновками Дж. Хікса щодо визначення джерел нестабільності, яка криється, у першу чергу, у сфері функціонування грошового ринку. «Нестабільність, це просто властивість грошей і цінних паперів — цих неучьких предметів, які потрібні нам не самі по собі, а лише як засіб придбання товарів у майбутньому». Й, у другу чергу, нестабільність визначається неузгодженістю планів підприємців і споживачів, яка повинна грати головну роль у еластичності цінкових очікувань переходу до інших відсоткових ставок [12]. Ще К. Маркс виявив усю нелогічність визначення ссудного відсотку із простих відношень обміну, купівлі та продажу. Ринкові операції, що припускають не еквівалентний обмін вартостей, здійснюють збільшення вартості у часі і, принципово, не є еквівалентними операціям простого товарного обміну. Зміст таких операцій уявляє собою, у першу чергу, рух капіталу з його зростанням [38].

У післякризових умовах, основні напрямки трансформації фінансової системи повинні зосереджуватися на:

— *стабілізації вартості ринкових активів*, що є головним чинником реконструкції не тільки банківської системи, але й фінансової системи у цілому [16, с. 148];

— у довгостроковій перспективі повинні бути зроблені суттєві трансформації фінансової системи і процесів її регулювання, що пов'язане з *операціями у реальній економіці* [1].

Відповідно до Європейської Дорожньої карти у напрямку досягнення конкурентної, низько карбонізованої економіки в 2050 році, затвердженої Європейською Комісією 8 березня 2011 року, планується, що 80 % енергії для промислового виробництва будуть складати відновлювальні джерела енергії, а 20 % — природний газ. Головним інструментом досягнення цієї мети є системний підхід, що базується на міжнародних досягненнях Кіотського Протоколу, дія якого закінчується у 2012 році, міжнародних документах Копенгагенського 2009 року і Канкунського 2010 року самітів з питань зміни клімату. Центральне місце у цих системних заходах відводиться ефективному застосуванню ПФІ для торгівлі новими промисловими активами, які суттєво впливають на динаміку розвитку планетарного масштабу. За оцінками провідних світових спеціалістів, станом на 1987 рік, 17 екосистем планети здійснюють послуги, неринкова вартість яких оцінювалася в інтервалі від 16 до 54 трлн дол. США з усередненим значенням 33 трлн дол. США [9]. Директивою Європарламенту 2009/29/ЕС від 29 квітня 2009 року, яка удосконалює Директиву 2003/87/ЕС щодо посилення торгівлі емісійними газами, планується шляхом торгівлі зменшити до 2050 року емісійні викиди на 50 % від рівня 1991 року. Причому безкоштовний розподіл буде у 2020 році на рівні 30 % від повного обсягу викидів, а у 2027 році повний розподіл буде здійснюватися шляхом торгівлі на ЄСТВ із широким застосуванням ПФІ [40; 41].

Необхідно підкреслити, що існують і зовсім інші пропозиції і висновки щодо виникнення кризи 2007—2009 років і шляхів її подолання:

— радикальні пропозиції ортодоксальних економістів Е. Лі Пума, Б. Лі, М. Говарда і Дж. Кінга пов'язані з поверненням до фіксованих обмінних курсів [13; 17, с. 98];

— для подолання глобальних дисбалансів фінансової системи, на думку М. Обстфельда і К. Рогоффа, подолання майбутніх кризових явищ у економіці пов'язане, по-перше, з розвитком фі-

нансових ринків економік бідних країн, і, по-друге, узгоджене міжнародне регулювання інтегрованого фінансового ринку [27];

— з точки зору Австрійської школи макроекономіки, фінансова і економічна криза 2007—2009 року не є наслідком капіталізму з «рукою ринку, яку не можна бачити». Скоріш за все вона є продуктом, по-перше, підвищеної інтервенціоністської політики на фінансових ринках, і, по-друге, ослабленої монетарної політики ФРС, яка штучно зменшувала витрати і ризики домоволодіння при сформованих підвищених ризиках за банківськими ссудами, які були, у свою чергу, наслідками застосування високо ризикових інновацій у фінансовій галузі [14, с. 102];

— на думку Б. Бернанке, передкризові бюджетні дисбаланси і дефіцити платіжних балансів більшості розвинутих країн; помилки законодавчого регулювання фінансових ринків, особливо у США; високий леверидж та бум економіки споживання США і виробництва в Азії («Азія виробляє, США споживає») були наслідком підвищення економії на глобальному рівні [3]; «На нашу думку, «... неможливо зрозуміти цю кризу без розуміння глобальних диспропорцій у торгівлі і русі капіталів, що розпочався у другій половині 1990 року» [2, с. 1].

Але, наслідком встановлення найважливішої *гіпотези фінансової нестабільності* Х. Мінського є головний результат: у зв'язку з наявністю *постійного* процесу фінансових інновацій (за висловленням Р. Мертона «спіралі фінансових інновацій» [25]), фінансові регулятори повинні *постійно* здійснювати моніторинг діючого законодавства, аналізувати його і *постійно* удосконалювати.

Виклад основного матеріалу. Незважаючи на консервативні, ліберальні і радикальні підходи щодо післякризової трансформації фінансової системи, з точки зору вимог сталого економічного, політичного і соціального розвитку, потрібно переосмислити перелік завдань для фінансової системи, яким вона повинна відповідати, у першу чергу. Зрозуміло, що вона повинна забезпечувати сталий економічний розвиток і економічне зростання для суспільства у цілому. Вона також повинна бути направленою на захист міноритаріїв і бідних людей у розвинутих країнах і країнах, що розвиваються. Інакше кажучи, фінансова система повинна бути обмеженою у типах і кількості системних (зв'язаних) ризиків, які можуть бути сформованими, не тільки для фінансового сектору економіки, за несприятливою динамікою його розвитку.

Повертаючись до Дж. Кейнса, потрібно засвідчити сучасний науковий і практичний факт про те, що ера парадигми «руки рин-

ку, яку не можна бачити» безповоротно закінчилася. Загальною вимогою для нового регуляторного законодавства повинно бути системне рішення, завдяки якому буде сформована цілісна ринкова дисципліна. В. Буїтер відносно системних рішень і регулювання ринків висловив *нову парадигму* фінансової економіки: «... повинен бути узгоджений перелік фінансових інструментів і фінансових інститутів. Будь-яка діяльність, яка не дозволяється, — є забороненою» [8].

Для сталого економічного розвитку, подолання бідності і безробіття потрібні радикальні зміни щодо регулювання фінансової системи, а саме:

- усунення обмежень відносно її гнучкості щодо ефективного вимірювання широкого спектру ідіосинкратичних та системних ризиків;

- усунення із практики діяльності фінансових установ ілюзії хеджування ризиків на основі спрощених правил одного фінансового інструменту та сподівань на необхідну динаміку розвитку ринку;

- відмовлення від часткових, недосконалих моделей ціноутворення ринкових активів, які не забезпечують хеджування позицій з множинними (зв'язаними) ризиками.

Метою нового регуляторного законодавства повинно бути забезпечення управління системними ризиками. Ілюзія структурного моніторингу системних ризиків «знизу-доверху», що була запроваджена вимогами Базельського комітету банківського нагляду (Базель I, Базель II, Базель III), повинна бути переглянута на «нову — стару» парадигму контролю ризиків «зверху — донизу», тобто старий структурний підхід повинен бути замінений на зовсім протилежний зрозумілий, ефективний, продунційний ризик-менеджмент «зверху — донизу» [30]. І це потрібно буде робити в умовах, коли «фінансові ринки залишаться глобальними і взаємопов'язаними, фінансові інновації будуть продовжувати грати важливу роль у сприянні ефективності економіки», що було підкреслено у міжнародних документах самітів групи країн G-20 у 2009 — 2011 роках.

Висловлення провідних економістів світу свідчать про те, що фрагментарність і підвищена волатильність фінансового ринку не є результатом запровадження тільки фінансових інновацій, але й наслідком чинного у передкризові часи, недосконого регуляторного законодавства та не ефективних процесів моніторингу, аналізу і оцінювання системних ризиків з неадекватною парадигмою їх визначення. «Економічні проблеми сьогодення не є ре-

зультатом мертвих економічних ідеологій, але живого політичного прагматизму» [14, с. 23].

На думку спеціалістів МВФ, згідно звіту про стабільність фінансової системи, причини кризових явищ 2008 року були, поперше, багатоаспектними, а по-друге, їх широта виявили серйозні слабкості фінансової системи у цілому. За рік до кризи економіка США була введена до нерівноваженого стану на ринку нерухомості, який був підігрітий низькими відсотковими ставками, що сприяло суттєвому притоку капіталу, у наслідок чого сформувалася бульбашка на ринку нерухомості. Крім того, неурегульованими були наступні проблеми: швидкий розвиток *«тіньової банківської системи»* [28; 37; с. 6]; слабкість ризик-менеджменту, корпоративного управління з підвищеними винагородами для топ менеджменту у фінансовому секторі економіки; конфлікт інтересів рейтингових агентств; дерегуляція емісії секьюритизованих облігацій іпотечного ринку; бурхливе зростання використання комплексних ПФІ і структурованих кредитних фінансових інструментів, ризику яких були незрозумілими з точки зору їх впливу на фінансову систему у цілому. У результаті високої волатильності цих процесів була втрачена ринкова дисципліна завдяки критичним розбіжностям пруденційного і регуляторного законодавства на мікро- і макрорівнях [37]. Слід зазначити, що *«тіньова банківська система»* була у дійсності виведена із регуляторного і наглядового законодавства. Крім того, недоліки антимонopolного регулювання, які не заважали розвитку компаній *«тіньової банківської системи»* на основі саморефлексійної динаміки Дж. Сороса, у дусі сил *«креативного руйнування»* Й. Шумпетера, визначили її переможцем у порівнянні з традиційною банківською системою. Проблеми для фінансової системи виникають тоді, коли активи *«тіньової банківської системи»* стають настільки великими, що дефолт по їх зобов'язанням суттєво впливає (ефект *«доміно»*) на стабільність фінансової системи у цілому. За оцінками З. Позсара та ін., станом на березень 2008 року (перший квартал 2010 року) зобов'язання *«тіньової банківської системи»* складала біля 20 трлн дол. США (16 трлн дол. США), що перевищувало на 100 % (25 %) зобов'язання традиційної банківської системи [28, с. 11].

З метою стабільності банківської системи для компаній *«тіньової банківської системи»* регулювання їх діяльності повинно здійснюватися у наступних напрямках:

— обмеження активності небанківських фінансових установ у розробці нових ринкових продуктів;

- обмеження трансферу фінансових активів банків до небанківських фінансових установ і повна заборона виведення обліку діяльності з цими активами з балансових рахунків банківських установ;
- підвищення вимог щодо регулювання небанківських установ [28].

З метою подолання недоліків чинного у передкризові часи законодавства у фінансовому секторі економіки, 15 провідними економістами світу запропонована концепція *«системного регулювання»*. Виходячи із передкризового досвіду вузького неузгодженого регулювання діяльності установ, продуктів, ринків тощо запропонована інноваційна концепція регулювання фінансового сектору економіки кожної країни єдиною регуляторною організацією, яка повинна бути відповідальною за стабільність функціонування фінансової системи у цілому [11].

Відповідно до запропонованої концепції системного регулювання фінансових ринків, наприклад, у США у відповідності до введеного у дію Сенатом США 15 липня 2010 року Акту Додда—Френка створено Раду з питань передбачення фінансової стабільності (FSOC).

Слід зазначити, що у реалізації цих напрямків значний внесок повинні зробити нові Європейські наглядні установи: ESMA (Європейська асоціація з контролю ринків і цінних паперів), головним завданням якої є мікро-пруденційний нагляд і ESRB (Європейська Рада з питань управління системними ризиками), головним завданням якої є макро-пруденційний нагляд за Європейською фінансовою системою у цілому з виконавчими правами щодо застосування конкретних дій на основі рекомендацій, отриманих при визначенні майбутніх ризиків.

Завдяки імплементації нового законодавства О. Бланшард і Г. Мілезі-Ферретті сформулювали три сценарія у подоланні глобальної фінансової кризи [7, с.15]:

— 1-ий сценарій — *«ідеальний»*. У результаті застосування цього сценарію розвитку здійснюється поступове покращення фінансового стану США, шляхом запровадження ефективних регуляторних законодавчих актів щодо функціонування фінансового сектору економіки з одночасним зменшенням рівня економії у Китаї;

— 2-ий сценарій — *«кризовий»*. У випадку відсутності підвищення внутрішнього споживання у Китаї, основні глобальні дисбаланси не розв'язуються і негативні процеси можуть знову розповсюджуватися на глобальному рівні;

— 3-ій сценарій — *«помірного економічного зростання»*. Якщо поведінка прибуткових економік Китаю і Азії буде аналогічною

другому сценарію, а США здійснюють скорочення мотивів економіки споживання, тоді результатом буде зменшення рівнів економічного зростання не тільки у США, але й у всіх країнах світу.

Відповідно до висновків О. Бланшарда і Г. Мілезі-Ферретті найбільш імовірним сценарієм є *третій* сценарій «помірного економічного зростання» у зв'язку з тим, що проблеми глобальних дисбалансів у економіці, найближчим майбутнім, у повному обсязі, не можуть бути розв'язаними.

Опціонна теорія Ф. Блека, М. Шоулса і Р. Мертона здійснила радикальні зміни на світових фінансових ринках за дуже короткий термін часу, зміни, які, скоріш за все, потрібно розглядати не для економіки, але для суспільств і держав у цілому [6; 23; 24]. Є. Фама відносно моделі ціноутворення опціонів висловився так: «це є самою великою ідеєю століття» [20, с. 42]. На думку професора Единбургського університету Дональда МакКензі «Теорія ціноутворення опціонів це «математика ..., що виконана із плоті і крові» [20, с. 177]. І хоча ПФІ деякими науковцями представляються як «казино-капіталізм», вони є невід'ємною складовою економіки і фінансових ринків, а не причина волатильності, як це іноді представляють [34]. На думку П. Бернстайна стаття Ф. Блека, М. Шоулса була і залишається «найбільш впливовим дослідженням, яке будь-коли було опублікованим у галузі економіки або фінансів» [5, с. 327]. Чиказька біржа відкрила власний бізнес у квітні 1973 року з 911 контрактів на 16 випусків акцій, станом на 2010 рік об'єм ПФІ за номіналом складає 601 трлн дол. США (табл. 1). Сьогодні Чиказька біржа є найскладнішим технологічним центром торгівлі у світі [42]. Таким чином, ризик-менеджмент, після виходу у світ статті Ф. Блека і М. Шоулса, вступив у нову еру (табл. 1 і 2, рис. 1 і 2).

Таблиця 1

**ДИНАМІКА ОБ'ЄМІВ БФІ (ПО КАТЕГОРІЯМ) І ПФІ
У СВІТІ (ТРЛН ДОЛ. США) [31; 42].**

Фінансові інструменти / роки	1980	1990	1993	1995	1996	1999	2000	2001
Акції	3	10	14	18	20	36	37	33
Приватні зобов'язання	2	10	12	14	16	20	24	27
Державні зобов'язання	2	9	11	13	13	14	17	18

Продовження табл. 1

Фінансові інструменти / роки	1980	1990	1993	1995	1996	1999	2000	2001
Банківські депозити	5	19	17	25	20	25	34	36
БФІ	12	48	54	70	69	96	112	114
ПФІ	1	6	20	27	35	88	95	111
Загалом	13	54	74	97	104	184	207	225
Фінансові інструменти / роки	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (2008)	2009	2010
Акції	26	33	38	45	54	62 (34)	48	54
Приватні зобов'язання	28	31	34	37	42	48(64)	74	63
Державні зобов'язання	20	22	24	27	28	29 (32)	37	41
Банківські депозити	38	40	43	46	51	56 (48)	51	54
БФІ	112	126	139	155	175	195 (178)	210	212
ПФІ	142	197	259	299	418	596 (598*)	603*	601*
Загалом	254	323	398	454	593	791 (776)	813	813
За даними BIS* (станом на серпень 2011 року), у %								
Фінансові інструменти / роки	1980	1990	1993	1995	1996	1999	2000	2001
Акції	23	18	19	18	19	19	18	15
Приватні зобов'язання	15	18	16	15	16	11	12	12
Державні зобов'язання	15	17	15	13	12	8	8	8

Закінчення табл. 1

Фінансові інструменти / роки	1980	1990	1993	1995	1996	1999	2000	2001
Банківські депозити	39	35	23	26	20	14	16	16
БФІ	92	88	73	72	67	52	54	51
ПФІ	8	12	27	28	33	48	46	49
Загалом	100	100	100	100	100	100	100	100
Фінансові інструменти / роки	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (2008)	2009	2010
Акції	10	10	10	10	9	8(5)	6	7
Приватні зобов'язання	11	10	8	8	7	6(8)	9	8
Державні зобов'язання	8	7	6	6	5	4(4)	5	5
Банківські депозити	15	12	11	10	9	7(6)	6	6
БФІ	44	39	35	34	30	25(23)	26	26
ПФІ	56	61	65	66	70	75(77)	74	74
Загалом	100	100	100	100	100	100 (100)	100	100

Таблиця 2

**ДИНАМІКА ОБ'ЄМІВ БФІ І ПФІ У СВІТІ
(У % ДО СВІТОВОГО ВВП)**

Фінансові інструменти / роки	1980	1990	1993	1995	1996	1999	2000	2001
БФІ	119	226	219	246	231	315	303	296
ПФІ	10	27	83	95	117	289	257	288
Загалом	129	253	302	342	348	603	559	584

Фінансові інструменти / роки	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (2008)	2009	2010
БФІ	281	298	305	319	335	343 (296)	341	336
ПФІ	356	466	569	615	799	1,049 (996)	980	953
Загалом	637	764	857	934	1,134	1,393 (1,292)	1,321	1,289

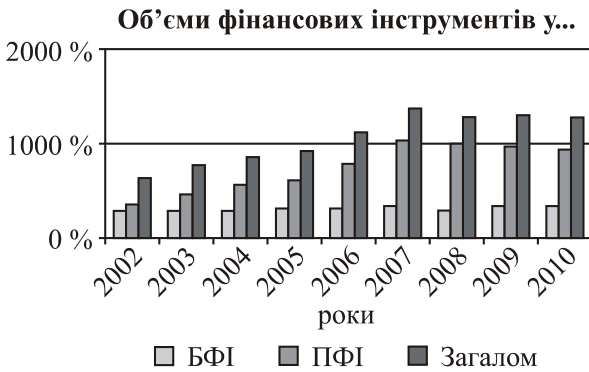


Рис. 1. Динаміка об'ємів похідних фінансових інструментів відносно світового ВВП, у %

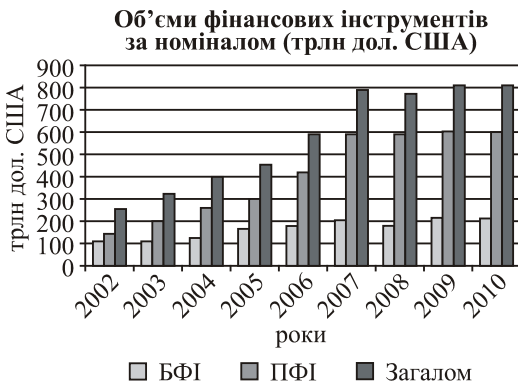


Рис. 2. Динаміка об'ємів похідних фінансових інструментів у світі за номіналом

Таким чином, післякризові об'єми ПФІ за номіналом, для яких потрібно створювати нове регуляторне законодавство, станом на кінець 2010 року, дорівнюють 601 трлн дол. США, що складає 953 % світового ВВП за 2010 рік.

Висновки. Досвід економічного розвитку у створенні і запровадженні фінансових інновацій в економіці, фінансова і економічна криза 2007—2009 років поставили два принципових питання. По-перше, серед безлічі складних інновацій необхідно визначити такі, які є небезпечними для фінансової системи, реального сектору економіки тощо. По-друге, у зв'язку з тим, що у післякризові часи сформувалося повне розуміння того, що більшість фінансових інновацій були успішною спробою ухиляння від чинного регуляторного законодавства у фінансовій сфері, у майбутньому необхідно не витратити суспільні ресурси для повтору цього критичного явища для сталого функціонування фінансової системи.

Глобальна фінансова криза надає можливості щодо призупинення епохи неолібералізму і відновлення рівноправного, життєздатного, соціального демократичного економічного порядку. Зрозуміло, що реалізація таких можливостей лежить у політичній площині, що обумовлена економікою. Якщо «тухий Кейнсіанізм» виграє боротьбу проти самого себе (капіталізму), тоді це відбудеться за рахунок повторних, широких і потенційно більш поглиблених криз у майбутньому [14, с. 156].

Література

1. *Ash M. et al.* A progressive program for economic recovery and financial reconstruction. — New York, Massachusetts: University of Massachusetts, 2009.— 25 p.
2. *Bernanke B. S.* Financial Reform to Address Systemic Risk. — Washington D.C.: Council of Foreign Relations, 10 March 2009. — 9 p.
3. *Bernanke B. S.* Global imbalances — links to economic and financial stability // Speech at the Banque de France Financial Stability Review. — February 2011.— 4 p.
4. *Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S.* The Finance Accelerator and the Flight to Quality // The Review of Economics and Statistics. — February 1996. — Vol. 78. — № 1. — P. 1—15.
5. *Bernstein P. L.* Against the Gods: The Remarkable Story of Risk. — New York; Chichester; Weinheim; Brisbane; Singapore, Toronto: John Wiley & Sons Inc., 1998. — 377 p.
6. *Black F., Scholes M.* The Valuation of Option Contracts and a Test of Market Efficiency // Journal of Finance. — May 1972. — № 27. — P. 399—418.

7. *Blanchard O., Milesi-Ferretti G.M.* Global Imbalances: In Midstream? — Washington D.C.: IMF, 2009. — 32 p.

8. *Buiter W.* Regulating the new financial system // *Vox*. — 9 March, 2009.

9. *Costanza R., d'Arge R., de Groot R., Farber S., Grasso M., Hannon B., Naeem S., Limburg K., Paruelo J., O'Neill R.V., Raskin R., Sutton P., van den Belt M.* The Value of the World's Ecosystem Services and Natural Capital // *Nature*. — 15 May 1987. — Vol. 387. — P. 253—260.

10. *Fisher I.* The Debt-Deflation Theory of Great Depression // *Econometrica*. — October 1933. — № 1. — P. 337—357.

11. *French K. R., Baily M. N., Campbell J. Y., Cochrane J. H., Diamond D. W., Duffie D., Kashyap A. K., Mishkin F. S., Rajan R. G., Scharfstein D. S., Shiller R.J., Shin H. S., Slaughter M. J., Stein J. C., Stulz R. M.* The Squam Lake Report: Fixing the Financial System. — Princeton; Oxford: Princeton University Press, 2010. — 182 p.

12. *Hicks J.* Capital and Growth. — Oxford; New York: 3rd ed., Oxford University Press Inc., 1985. — 356 p.

13. *Howard M. C., King J. E.* The Rise of Neoliberalism in Advanced Capitalism: A Materialist Analysis. — New York: Palgrave Macmillan, 2008. — 328 p.

14. *Kates S.* Macroeconomic Theory and its Failings: Alternative Perspectives on the Global Financial Crisis.— Cheltenham; Northampton: Edward Elgar Publishing, 2010. — 305 p.

15. *Keynes J. M.* The General Theory of Employment, Interest and Money. — Princeton; Oxford: Gutenberg, 2003. — 257 p.

16. *King J. E.* Nicholas Kaldor. — New York: Palgrave Macmillan, 2009. — 259 p.

17. *LiPuma E., Lee B.* Financial Derivatives and the Globalization of Risk. — Durham; London: Duke University Press, 2004. — 226 p.

18. *Lizzy D.* Leaders call for «moral» finance // *Age* (Melburne). — 10 January 2009.

19. *MacMinn R. D.* The Fisher Model and Financial Markets. — New Jersey; London; Singapore: World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2005. — 121 p.

20. *MacKenzie D.* An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets. — Cambridge; Massachusetts; London: MIT Press, 2006. — 391 p.

21. *Markowitz H. M.* Portfolio Selection // *Journal of Finance*. — March 1952. — Vol. 7. — № 1. — P. 77—91.

22. *Markowitz H. M.* Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment. — London; New York: Chapman & Hall Ltd., 1959. — 356 p.

23. *Merton R. C.* Theory of Rational Option Pricing // *Bell Journal of Economics and Management Science*. — Spring 1973. — № 4. — P. 141—183.

24. *Merton R. C.* The Relation between Put and Call Prices // *Comment, Journal of Finance*. — March 1973. — № 28. — P. 183—184.

25. *Merton R. C.* Financial Innovation and Economic Performance // Journal of Applied Corporate Finance. — Winter 1992. — Vol. 4. — № 4. — P. 12—22.

26. *Minsky H. P.* Stabilizing an Unstable Economy. — New York; Chicago; San Francisco; London; Madrid; Singapore; Sydney; Toronto: 2nd ed., McGraw-Hill Inc., 2008. — 436 p.

27. *Obstfeld M., Rogoff K.* Global Imbalances and the Financial Crisis: Product of Common Causes.—Berkeley;Harvard: University of California, November 2009.—70 p.

28. *Pozsar Z., Adrian T., Ashcraft A., Boesky H.* Shadow Banking. — New York: Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, — № 458. — 2010. — 81 p.

29. *Rapp D.* Bubbles, Booms and Busts: The Rise and Fall of Financial Assets. — New York: Springer Science & Business Media Inc., 2009. — 288 p.

30. *Reifner U., Neuberger D., Rissi R., Clerc-Renaud S.* CRD IV — Impact Assessment of the Different Measures within the Capital Requirements: Directive IV. — Brussels: European Parliament, 2011. — 115 p.

31. *Roxburgh C., Lund S., Piotrowsky J.* Mapping global capital markets. — McKinsey Global Institute: McKinsey & Company, 2011. — 38 p.

32. *Rubinstein M.* Markowitz's «Portfolio Selection»: A Fifty-Year Retrospective // Journal of Finance. — June 2002. — Vol. 57. — № 3. — P. 1041—1045.

33. *Steinherr A.* Derivatives: The World Beast of Finance. — Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 1998. — 430 p.

34. *Strange S.* Casino Capitalism. — Oxford: Blackwell Publishing Ltd., 1997. — 220 p.

35. *Toporowski J.* Minsky's Induced Investment and Business Cycles // Cambridge Journal of Economics. — 2008. — Vol. 32. — № 5. — P. 725—737.

36. *Toporowski J.* The Economics and Culture of Financial Inflation // Competition and Change. — 2009. — Vol. 13. — № 2. — P. 337—357.

37. United States: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation — Financial System Stability Assessment. — Washington D.C.: IMF, 2010. — 52 p.

38. *Маркс К., Энгельс Ф.* Сочинения. — М.: Госиздат полит. лит-ры, 1955. — т. 25. — Ч. I. —390 с.

39. *Мишкин Ф.* Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Пер. с англ. Д.В. Виноградова под ред. М.Е. Дорошенко. — М.: Аспект Пресс, 1999. — 818 с.

40. *Силантьев С. О.* Менеджмент похідних фінансових інструментів: Навчальний посібник. — К.: КНЕУ, 2010. — 279 с.

41. *Силантьев С. О.* Ефективне використання нового типу промислових активів — новий чинник конкурентоспроможності енергоємних галузей промисловості // Стратегія сталого розвитку хімічної промис-

ловості України: Збірник наукових праць під наук. ред. канд. техн. наук Силантьєва С. О. — К.: Видавничо-поліграфічний дім «Формат», 2011. — С. 203 — 222.

42. www.cboe.com — Сайт Чиказької опціонної біржі (СВОЕ).

43. www.bis.org — Сайт банку: Bank for International Settlements.

Й. С. Ситник,
к.е.н., доцент кафедри менеджменту
персоналу та адміністрування,
Національний університет «Львівська політехніка»

ІНТЕЛЕКТУАЛІЗАЦІЯ КАПІТАЛУ ОРГАНІЗАЦІЇ ТА ЙОГО СТРУКТУРУВАННЯ

Розглянуто понятійно-категорійний апарат інтелектуалізації економіки, досліджено різні тлумачення сутності та змісту «інтелектуального капіталу», «інтелектуального потенціалу» організації, аналізуються джерела та особливості формування інтелектуального капіталу, обґрунтовано необхідність розширення складових його структури.

Ключові слова: інтелектуалізація економіки, інтелектуальний капітал, інтелектуальний потенціал, структура.

The concept-category vehicle of intellectualization of economy is considered, investigational different interpretations of essence and maintenance of «intellectual capital», «intellectual potential» of organization, sources and features of forming of intellectual capital are analysed, grounded necessity expansions component of his structure.

Keywords: intellectualization of economy, intellectual capital, intellectual potential, structure.

Рассмотрен понятийно-категориальный аппарат интеллектуализации экономики, исследовано разные толкования сущности и содержания «интеллектуального капитала», «интеллектуального потенциала» организации, анализируются источники и особенности формирования интеллектуального капитала, обоснованно необходимость расширения составляющих его структуры.

Ключевые слова: интеллектуализация экономики, интеллектуальный капитал, интеллектуальный потенциал, структура.

Постановка проблеми. Непередбачуваність результатів інтелектуальної діяльності є ключовим феноменом існування людини, як особистості і як складової антропогенної структури. Інтелект — це здібність людини до пошуку, сприйняття, аналізу, систематизації і ефективного використання інформації для досягнення поставленої мети. Сукупність багатьох особистісних інте-