

І. М. Бурденко, І. О. Макаренко
ПОХІДНІ ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ ЯК ФОРМА
ФІКТИВНОГО КАПІТАЛУ

У статті розглядаються похідні фінансові інструменти як домінуюча форма фіктивного капіталу, їх основні властивості та масштаби поширення в умовах фінансіалізації світового господарства та нестабільності світової фінансової системи.

Ключові слова: реальний капітал, фінансовий капітал, фіктивний капітал, спекулятивні операції, похідні фінансові інструменти

Рис. 2. Літ. 20.

И. Н. Бурденко, И. О. Макаренко
ПРОИЗВОДНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ КАК
ФОРМА ФИКТИВНОГО КАПИТАЛА

В статье рассматриваются производные финансовые инструменты как доминирующая форма фиктивного капитала, их основные свойства и масштабы распространения в условиях финансовализации мирового хозяйства и нестабильности мировой финансовой системы.

Ключевые слова: реальный капитал, финансовый капитал, фиктивный капитал, спекулятивные операции, производные финансовые инструменты

I. Burdenko, I. Makarenko
FINANCIAL DERIVATIVES AS A FORM OF FICTITIOUS
CAPITAL

Article deals with the financial derivatives as a dominant form of fictitious capital, their characteristics and scale in conditions of financialization of the world economy and instability of the world financial system.

Key words: real capital, financial capital, fictitious capital, speculative transactions, financial derivatives

Постановка проблеми. Дерегулювання світової фінансової системи, панування доктрини монетаризму і вільного ринку, поява нових форм фінансового посередництва, інноваційних фінансових інструментів та технологій призвели до лібералізації руху фінансового капіталу та ототожнення його з фіктивним (з лат. fictio - вигадка). Виходячи з подвійної природи фіктивний капіталу та умовної дихотомії його на спекулятивну і неспекулятивну частини [7], варто відзначити бурхливе зростання спекулятивної складової з 70-х рр. ХХ ст. Вона не приймає участі в обслуговуванні потреб реального сектору у джерелах фінансування, тобто є непродуктивною з позицій забезпечення розширеного відтворення в реальній економіці та обслуговування процесів обміну і розподілу. Відповідно фінансовий капітал, що функціонує відособлено від реального капіталу, з порушенням стійких історико-економічних взаємозалежностей між ними, які проявляються в перерозподілі вартості, створеної з допомогою реального капіталу через фінансовий капітал, є фіктивним і має різні форми функціонування.

Таким чином, актуалізується проблема дослідження форм фіктивного капіталу та їх взаємозалежності з реальним капіталом з огляду на потреби у їх регулюванні. На сьогодні в умовах фінансіалізації світового господарства серед форм фіктивного капіталу ключовою можна назвати ПФІ, масштаби їх поширення поглиблюють диспропорції між реальним та фіктивним капіталом.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема функціонування ПФІ як форми фіктивного капіталу є недостатньо вивченою як у вітчизняній, так і зарубіжній науковій думці. Вона розглядається лише оглядово при дослідженні окремих аспектів функціонування фіктивного капіталу, співвідношення фінансового та реального капіталу, фінансового та реального секторів, що висвітлені в працях Г. Богачової, А. Бузгаліна, А. Колганова, І. Левіної, П. В. Суворова, та ін.[1, 2, 7, 12].

Фундаментальні передумови для аналізу фіктивного капіталу закладені у працях Р. Гілфердинга, Дж. М. Кейнса, К. Маркса, Х. Мінські [4, 6, 5, 18].

Мета дослідження: охарактеризувати ПФІ як форму фіктивного капіталу та оцінити його масштаби в контексті фінансіалізації світового господарства та впливу співвідношення фіктивного і реального капіталів на стабільність його розвитку.

Основні результати дослідження. Концептуальні підходи до визначення сутності фіктивного капіталу були закладені К. Марксом в ході аналізу позикового капіталу як перетвореної форми грошового капіталу, поява якого пов'язана з відокремленням капіталу-власності від капіталу-функції. Під фіктивним капіталом К. Маркс розумів насамперед капітал в цінних паперах (акціях, облігаціях і ін.), що дає право їх власникам регулярно привласнювати частину додаткової вартості у вигляді дивіденду або відсотка [5].

Поряд з К. Марксом Р. Гілфердинг виділяє дві форми функціонування фінансового капіталу – позиковий та фіктивний, підкреслюючи їх грошову природу [4]. К. Маркс наголошує на тому, що обидві форми приносять дохід у вигляді відсотка, проте не забезпечені реальними цінностями, а отже є фіктивними і проявляються у вигляді:

- банківського капіталу – емітовані кредитні зобов'язання банків (банкноти, банківський вексель, тощо);
- капіталу державного боргу - облігації державної позики.

Поглиблення теоретичних напрацювань щодо фінансового (фіктивного) капіталу та реального сектору економіки були здійснені Дж. М. Кейнсом та Х. Мінські. Так, Дж. М. Кейнс підкреслює спекулятивний характер очікувань інвесторів у фінансовому секторі і домінування їх над очікуваннями в реальному секторі, яке власне і породжує непередбачуваність та нестабільність фінансового сектору [6]. Х. Мінські в «гіпотезі фінансової нестабільності» доводить, що накопичення певної частини фірм, що використовують переважно спекулятивне та Понці-фінансування інвестицій (а не забезпечені його види) та певний шоковий стан на фінансовому ринку провокує кризу в реальному секторі економіки [18, 9]. Види фінансування

розрізняються згідно з поглядами Х. Мінскі залежно від наявності достатньої кількості ресурсів для погашення боргових зобов'язань [20]. Нарощування обсягів секюритизованих активів [11] та кредитних похідних інструментів провідними світовими фінансовими установами, здійснення угод з похідними фінансовими інструментами (далі – ПФІ) з високим кредитним плечем в певній мірі ілюструє процес створення нових фінансових пірамід в межах Понці-фінансування: учасниками ринків ПФІ, особливо кредитних, здійснюється постійний випуск нових зобов'язань для того, щоб погасити попередні в умовах відсутності достатнього операційного доходу.

З урахуванням значної кількості різновидів ПФІ, особливо позабіржових (тільки кредитних ПФІ налічується понад 200 видів) та різноманіття їх базових активів можна стверджувати про багатоваріантність та складність форм фіктивного капіталу втіленого в ПФІ.

Першочергово ПФІ були призначені для хеджування ризиків суб'єктів господарювання на товарних, а згодом і фінансових ринках. Їх основу склали реальні базові (товарні чи фінансові) активи. При цьому порівняно незначна кількість операцій з ПФІ носила характер спекуляцій та арбітражу і мала на меті підтримання ліквідності хеджерів. З часом спекулятивні операції з ПФІ для учасників ринку набули пріоритетного значення, відокремившись від основних хеджевих операцій, ще більше розмежовуючи фінансовий сектор і реальний сектор базових активів.

У процесі фінансіалізації світового господарства та посилення кризових явищ світової фінансової системи похідні фінансові інструменти як особлива форма генерування та перерозподілу фіктивного капіталу відіграють пріоритетну, але неоднозначну роль.

Диспропорції у співвідношенні реального і фіктивного капіталів, зумовлені домінуванням останнього, мають значний вплив на стабільний розвиток світових господарських відносин.

Найбільш яскраво така відособленість (розрив) проявляється під час появи «бульбашок» на фінансових ринках, спровокованих непродуктивним зростанням фіктивного капіталу, і відповідно кризових явищ, які транслюються на реальний сектор економіки.

В основі дослідження розриву форм фіктивного капіталу від реального лежить гіпотеза розділення фінансового і реального секторів економіки (decoupling hypothesis), за якою існує п'ять основних блоків причин такої відособленості: реальний базис, технічні інновації, інституціоналізація, фінансова нерівновага та дерегулювання [16, с. 58-63; 7, с. 89].

Сьогодні з переходом в постіндустріальну фазу розвитку суспільства з переважанням інформаційних та фінансових технологій до цих форм беззаперечно варто додати цінні папери та усю сукупність похідних фінансових інструментів. Виходячи з того, що цінні папери виступають титулами прав власності на реальні активи вони становлять фіктивний капітал першого порядку. ПФІ взагалі є титулами майбутнього капіталу, і досить часто названі цінні папери є базовими активами для них (ф'ючерси на акції) – відповідно ПФІ є фіктивним капіталом II порядку [8, 3]. Бурхливий

розвиток індустрії фінансового інжинірингу призвів до виникнення похідних фінансових інструментів, базовими активами яких є інші похідні інструменти (наприклад індексні опціони), синтетичних, гібридних, структурованих їх видів, що дозволило говорити про них як про втілення фіктивного капіталу III і вище порядків. Стосовно ПФІ, як форми сучасного фіктивного капіталу, ці причини можна екстраполювати наступним чином:

- посилення глобалізаційних процесів в базовому реальному секторі економіки призвело до зростання волатильності на світових фінансових ринках і зростанні потреб їх учасників у ефективних інструментах управління ризиками, що зумовило бурхливий розвиток ПФІ;

- технічні інновації у вигляді комп'ютерних технологій торгівлі ПФІ, моделей оцінки їх вартості створили сприятливе інформаційне середовище для збільшення масштабів операцій з ними;

- фінансова нерівновага на ринках ПФІ, зумовлена перш за все тим, що фінансування операцій з ними відбувається за рахунок залучених інвестиційних ресурсів – найчастіше за схемою Понці-фінансування [20];

- дерегулювання і пов'язана з ним лібералізація фінансових ринків також сприяли поширенню ПФІ з відміною жорстких вимог щодо розмежування інвестиційного і традиційного банкінгу.

Стрімкий розвиток ПФІ в межах загальної фінансіалізації (фінансової глобалізації) світового господарства змінили, крім співвідношення фіктивного та реального капіталу, також базові уявлення щодо традиційних фаз розвитку суспільства, поділу секторів економіки та видів капіталу, що їх обслуговує через фінансові ринки (рис. 1).

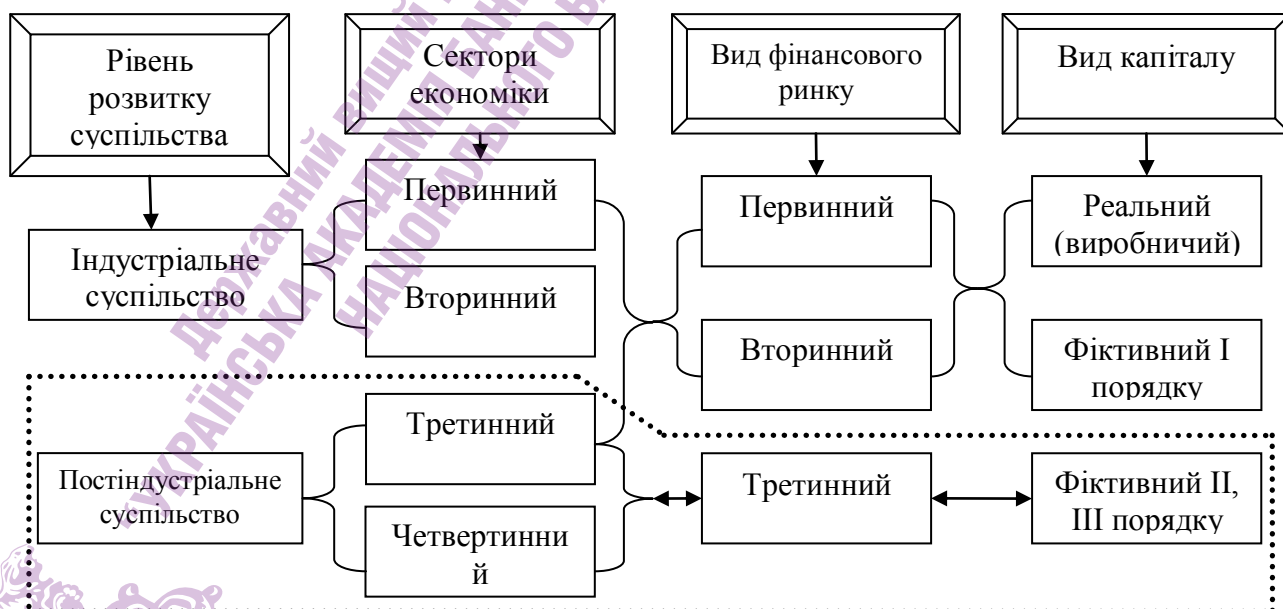


Рис. 1. Місце ринку ПФІ як форми фіктивного капіталу в системі світового господарства

Джерело: складено авторами

Для індустріального суспільства з первинним і вторинним секторами економіки, що обслуговувалось в більшій мірі промисловим (виробничим), аніж фіктивним капіталом були характерні похідні товарні інструменти – сер. XIX ст. – 70-ті рр. XX ст. Похідні фінансові інструменти пов'язані, перш за все, з переходом окремих країн в постіндустріальну стадію розвитку з переважанням третинного і четвертинного секторів економіки, і вони виступають формою фіктивний капітал II і III порядку.

Поряд з первинним ринком, на якому здійснюється залучення фінансових ресурсів учасниками фінансового ринку через емісію цінних паперів – фінансових інструментів (створення фіктивного капіталу I порядку), та вторинним ринком, що забезпечує ліквідність цих інструментів та обіг капіталу, разом з іншими авторами, ми вважаємо, за необхідне виокремлювати категорію третинного ринку. Під нею розуміють систему міжнародних економічних відносин суб'єктів господарювання та держави з приводу зменшення цінової невизначеності, пов'язаної з фактором часу на ринку базових товарних та фінансових активів, через укладання строкових фінансових контрактів, в яких вартісна оцінка величини зобов'язань та прав одного із контрагентів фіксується в момент укладання, а іншого – походить від вартості базового активу [10, с. 12]. Відповідно ПФІ є якісно новою формою фіктивного капіталу, що знаходиться в обігу на третинному фінансовому ринку і обслуговує потреби третинного і четвертинного секторів економіки в постіндустріальну стадію розвитку світового господарства. Відповідно, крім згаданих підходів до визначення впливу співвідношення фіктивного і реального капіталу на стабільність фінансової системи, причиною кризових явищ можна також назвати зміну рівнів розвитку суспільства та перехід до нових укладів реального сектору, що супроводжуються перенакопиченням фіктивного капіталу у його різних формах.

Як фіктивному капіталу, так і інструментам, за допомогою яких опосередковується його функціонування притаманні наступні ознаки: мобільність, низька урегульованість, взаємообумовленість та відрив від реального сектору, самовідтворення та віртуальність. Окремо охарактеризуємо кожну з них.

Відсутність податкових, технічних та ін. бар'єрів, інтеграція світових фінансових ринків призвели до безперешкодного руху фіктивного капіталу, а існування глобального за своїми масштабами позабіржового ринку ПФІ з потужними телекомунікаційними технологіями сприяє швидкому переміщенню фіктивного капіталу, втіленого в цих інструментах, між його учасниками в різних країнах і часових поясах, що робить його надзвичайно мобільним.

Поряд з таким швидким поширенням фіктивного капіталу спостерігається його низька контрольованість. Незрілість регулятивних інститутів і норм є головною причиною неадекватного розвитку надризикових видів ПФІ з високим рівнем левериджу, що носять переважно спекулятивний характер та непрозорість їх ринків.

Ознака взаємообумовленості з реальним сектором та одночасного відриву від нього полягає у тому, що фіктивний капітал проявляє свої характерні ознаки, через сукупність фінансових відносин між ним та реальним капіталом, незважаючи на їх відособленість та суперечливість. На рух капіталу в реальному секторі значний вплив мають оціночні рейтинги, основою яких часто є фіктивний капітал. При цьому методологічний інструментарій ринків фіктивного капіталу використовується для оцінки реального капіталу (наприклад використання методу реальних опціонів для оцінки вартості бізнесу).

В межах ознаки самовідтворення фіктивний капітал є самодостатньою системою, має замкнутий цикл обігу і відтворення, яке відбувається шляхом реалізації наступних ефектів (запропонованих П. В. Суворовим [12] та доповнених і адаптованих авторами з позицій ПФІ як форми фіктивного капіталу):

- ефект масштабу – значна гнучкість ПФІ позабіржового ринку, а також зниження вимог до маржевих внесків та використання ефекту левериджу підвищили їх доступність для пересічних інвесторів і фізичних осіб;

- ефект витіснення довгострокових інвестиційних проектів – орієнтація учасників ринку ПФІ на отримання короткострокового спекулятивного прибутку, що не сприяє вкладанню вільних коштів у довгострокові інвестиційні проекти реального сектору;

- ефект раціональних очікувань – прогнози (очікування) контрагентів за операціями з ПФІ щодо руху ф'ючерсних цін здійснюються згідно з концепцією ефективного ринку, проте ринки ПФІ як ринки фіктивного капіталу, як показав досвід останньої кризи, не є інформаційно ефективними, тому їх учасники не завжди діють раціонально, відповідно концепція їх функціонування потребує перегляду;

- ефект фінансового домінування – за своїми масштабами ринки похідних фінансових та похідних товарних інструментів значно переважають як ринки їх базових активів (фінансові та товарні цінності), так і ринки реальних активів загалом, при цьому зміна цін на похідні інструменти не корелює з динамікою цін на базові активи;

- ефект інвестиційного фінансування – лібералізація фінансових ринків та зростання різноманітності фінансових інструментів як продуктів фінансового інжинірингу призвела до пріоритетності Понці-фінансування та спекулятивного фінансування перед забезпеченим (хеджевим).

За останньою з перелічених ознак фіктивний капітал носить характер віртуального, так як достовірно кількісно та якісно визначити його фундаментальну вартість неможливо; допускається, що вона може бути оцінена як похідна від функціонуючого реального капіталу [2].

Варто відзначити, що переважну питому вагу у структурі фіктивного капіталу в сучасній світовій фінансовій системі займають не фондові цінності – цінні папери, а саме ПФІ, що дозволяє говорити про їх визначальну роль у

процесі його накопичення та впливу на реальний сектор економіки і фінансову стабільність.

Аналіз динаміки зростання фіктивного капіталу в світовому господарстві за період 1998-2008 рр. свідчить, що за цей період спостерігалось значне випередження обсягів фіктивного капіталу, втіленого у фондові цінності – капіталізація фондових ринків і біржові та позабіржові ПФІ – перед обсягами капіталу реального сектору економіки (світового ВВП) (рис. 2).

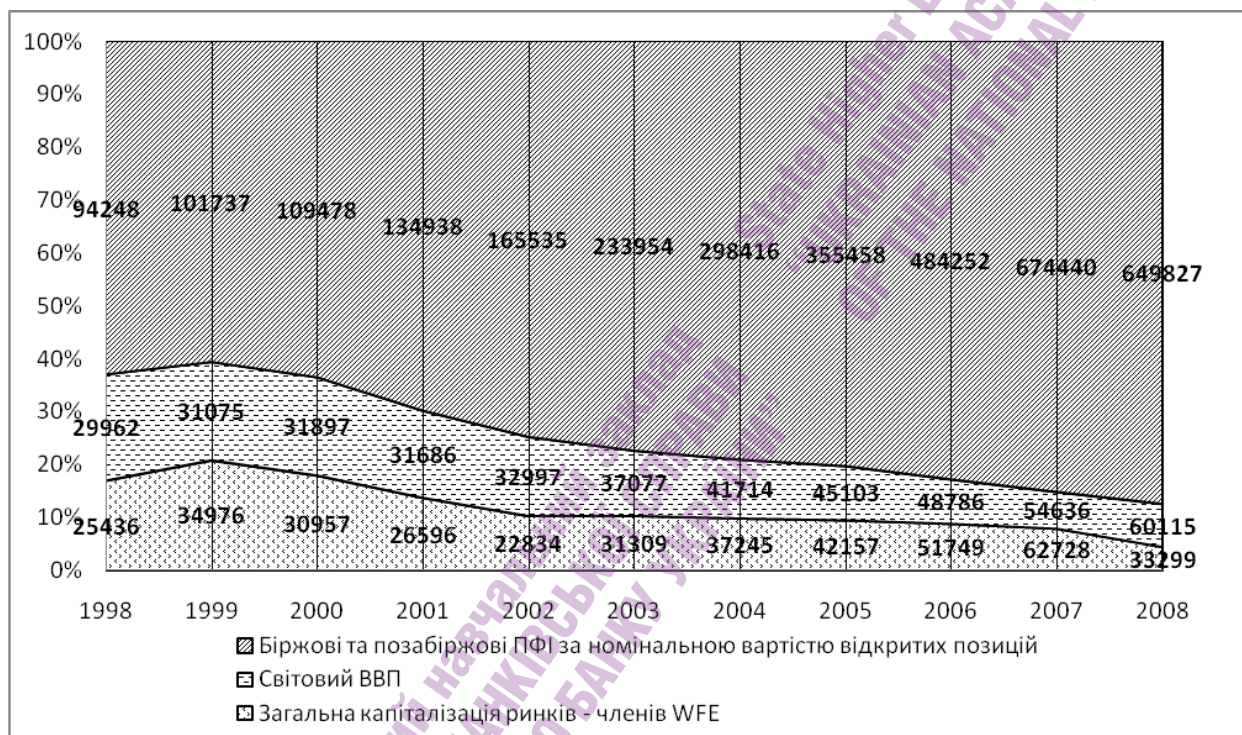


Рис. 2. Співвідношення капіталізації світових організованих фінансових ринків, світового ВВП та номінальної вартості ПФІ, млрд. дол.

Джерело: складено за даними [14, 17, 19]

Незважаючи на значне скорочення обсягів фіктивного капіталу в світовому господарстві під час кризових подій 2008 року, внаслідок яких капіталізація провідних фондових ринків світу за даними Світової федерації бірж (WFE) знизилась на 47% (у порівнянні з піковим за останні 18 років 2007 р.), що супроводжувалось значним падінням фондових індексів 3-х найбільших бірж світу (NYSE Composite (NYSE Euronext (US)) – на 41%; TOPIX (Tokyo Stock Exchange Group) – на 42%; Nasdaq Composite (NASDAQ OMX (US)) – на 41%), вже у 2009 р. почалося таке ж стрімке відновлення фондових ринків світу [14].

Так, темп приросту загальної капіталізації внутрішніх ринків країн - учасниць Світової федерації бірж у 2009 р. порівняно з 2008 р. склав 42,8%, і в цілому починаючи з 2000 р вона зросла на 33%. Відновили свої позиції і фондові індекси [15]. Подібна тенденція до зростання спостерігається і на ринках ПФІ: після зниження номінальної вартості біржових та позабіржових

ПФІ на 24613 млрд. дол. у 2008 р., протягом 2009 р. зростання на 22% демонструють біржові ПФІ [17]. Рівень світового ВВП, за оцінкою фахівців Світового банку, у 2009 р. знизився на 2,2%.

Отже, фінансова криза дозволила пересвідчитися в існуванні диспропорцій у розвитку реального та фіктивного капіталу. При цьому переважає спекулятивна складова фіктивного капіталу. Проте скорочення обсягів фіктивного капіталу під час фінансової кризи, суттєво не змінило його співвідношення з реальним. Варто також зазначити, що фіктивний капітал, втілений на сьогодні переважно в формі ПФІ, які застосовуються переважно в спекулятивних операціях на непрозорих позабіржових ринках, спотворює їх первісне призначення і позитивні хеджувальні функції.

Висновки. В умовах поглиблення відриву фінансового сектору від реального та суттєвого переважання фінансової складової в світовому господарстві, що значно загострюється під час нестабільності, першочергова роль відводиться процесам генерування фіктивного капіталу. Масштаби операцій з ПФІ, особливо в частині спекулятивних операцій, дозволяють виділити їх як якісно нову домінуючу форму фіктивного капіталу, що має значний вплив на стабільність фінансової системи домінуючу форму фіктивного капіталу. При цьому ПФІ наділені ознаками віртуальності, мобільності, взаємообумовленості з реальним сектором, низькою урегульованістю, самовідтворення, а також виражені в ефектах масштабу, витіснення, фінансового домінування, інвестиційного фінансування, раціональних очікувань.

1. Богачева Г.Н. Фиктивный капитал как обучающая система реального сектора экономики / Г. Н. Богачева // Менеджмент в России и за рубежом. - 2000. - № 3. - С. 3-12
2. Бузгалин А. Мировой экономический кризис и сценарии посткризисного развития: марксистский анализ / А. Бузгалин, А. Коланов // Вопросы экономики. - 2009. - № 1. - С. 119-132.
3. Буренин А. Н. Рынок производных финансовых инструментов: Учебное пособие / А. Н. Буренин. - М. : 1-я Федеративная Книготорговая компания, 1998. - 352 с.
4. Гильфердинг Р. Финансовый капитал / Пер. с нем. М., Финансы и статистика, 1959. - 358 с.
5. Капитал. Критика политической экономии. Т.3. Кн. 3: Процесс капиталистического производства, взятый в целом Ч. 2 / Карл Маркс ; ред. Фридрих Энгельс. - М. : Изд-во полит. литературы, 1986. - 1080 с.
6. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости процента и денег / Дж. М. Кейнс. - М. : Инфра- М, 1999. - 552 с.
7. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. Левина // Вопросы экономики. - 2006. - № 9. - С. 83-102.
8. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Финансы и статистика, 2006. - 448 с : ил.

9. Скоробогатов А. Фондовый рынок, институциональная структура и проблема стабильности капиталистической экономики / А. Скоробогатов // Вопросы экономики. – 2009. – № 12. – С. 80-97.

10. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки: глобальні тенденції та становлення в Україні : автореф. дис. док. екон. наук: Спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» / Сохацька Олена Миколаївна. – Тернопіль, 2003. – 37с.

11. Столбов М.И. Глобальный финансовый кризис в контексте посткейнсианской монетарной теории / М.И. Столбов // Вестник Института экономики РАН. – 2009. – № 2. – С. 78-87.

12. Суворов П.В. Взаимодействие реального и фиктивного капитала в условиях глобализации : автореф. дис. на стиск. учен. степ. канд. экон. наук : спец. 08.00.01 «экономическая теория (общая экономическая теория)» / П.В. Суворов – Москва : МГУ имени М.В. Ломоносова, 2007. – 25 с.

13. 10 Years in Review (2000 - 2009) World Federation of exchanges [Electronic resource] . – Access mode : <http://www.world-exchanges.org/files/file/10%20Year%20Review.doc>. – Title from a home page

14. Market Capitalization, Indexes:Time series of the World Federation of exchanges [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series/>. – Title from a home page

15. Market Highlights 2009, 2008 World Federation of exchanges [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.world-exchanges.org/files/file/2009%20Market%20Highlights.doc>. – Title from a home page

16. Menkhoff L. Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy? : 1 edition / Lukas Menkhoff, Norbert Tolksdorf. – Springer; 2001. – 233 p. – ISBN-13: 978-3540411659

17. Quarterly review 1998-2010. – Bank for International Settlements [Electronic resource]. – Access mode : <http://www.bis.org/statistics>. – Title from a home page

18. The financial instability hypothesis by Hyman P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, 1992. – Working Paper No. 74. – 10 с.

19. World Development Indicators database, World Bank, 15 September 2009 [Electronic resource]. – Access mode : <http://siteresources.worldbank.org/DATASTATISTICS/Resources/GDP.pdf>– Title from a home page

20. Wray L., Tymoigne E. Macroeconomics Meets Hyman P. Minsky: The Financial Theory of Investment // The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper № 543, September 2008. P. 11-12

13 аркушів
0,54 д.а.

