

УДК 336.76-043.83(100)

СМАГИН В.Л., д.е.н.

м. Київ

ГЕНЕЗИС ЕКОНОМІЧНИХ ЗАСАД ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Анотація. В статті досліджено, яким чином відбувалося становлення елементів фінансового ринку на ранніх етапах формування капіталістичних ринкових систем та його еволюція впродовж багатьох століть. Виділення ключових тенденцій цього генезису дає підстави для адекватної їх адаптації до українських реалій формування сучасних ринкових відносин.

Ключові слова. Еволюція, фінанси, фінансовий ринок, нагромадження капіталу, цінні папери, фондова біржа, фіктивний капітал, фінансовий капітал, кейнсіанство, монетаризм, інституціоналізм.

Аннотация. В статье исследовано, каким образом происходило становление элементов финансового рынка на ранних этапах формирования капиталистических рыночных и его эволюция на протяжении многих веков. Выделение ключевых тенденций этого генезиса дает основания для адекватной их адаптации к украинским реалиям формирования современных рыночных отношений.

Ключевые слова. Эволюция, финансы, финансовый рынок, накопление капитала, ценные бумаги, фондовая биржа, фиктивный капитал, финансовый капитал, кейнсианство, монетаризм, институционализм.

Abstract. The paper investigates how the formation of financial market elements went on in the early stages of capitalist market system and analyzes the evolution of financial market over many centuries. Highlighting the key trends of this genesis gives grounds for their adequate approximation to the Ukrainian context of actual market relations formation.

Keywords: evolution, finance, financial market, capital formation, securities, stock exchange, fictitious capital, financial capital, Keynesianism, monetarism, institutionalism.

Постановка проблеми. Достовірно оцінити значення діяльності фінансового ринку в сучасній економічній системі і забезпечити ефективну реалізацію його потенціалу можливо лише за умови дослідження його еволюції розвитку у взаємозв'язку з історико-економічними процесами розвитку ринкових відносин, що відбулися в Європі та США. Фінансові інструменти фінансового ринку виникли на ранньому етапі промислового капіталізму і потім тривалий час виконували другорядну роль у фінансово-грошових розрахунках і тільки в ХХ ст. вони стали основним інструментом фінансових капіталів в сучасному світі. Таким чином виникає об'єктивна проблема в дослідженні еволюційного шляху розвитку всіх теорій фінансового ринку до сучасних трактувань.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Тією чи іншою мірою проблемам фінансового ринку, закономірностям його функціонування присвячували свої праці майже всі видатні діячі економічної науки: А. Сміт, Д. Рікардо, К. Маркс, А. Маршалл, Дж. Кейнс, Ф. Хайек, М. Фрідмен та інші. Сформульовані ними положення в процесі розвитку економічної теорії уточнювались і поглиблювались вітчизняними вченими: С. Архієреєвим, О. Василюком, В. Гейцем, А. Гриценком, А. Даниленком, В. Корнеєвим, В. Лагутіним, В. Опарнім, В. Шелудьком та інших науковцями.

Викладення основного матеріалу. З метою формування цілісного систематизованого наукового підґрунтя для дослідження фінансового ринку важливо

побачити, які зміни відбувались у теоретичних поглядах на фінансовий ринок та його місце у суспільному відтворенні. Саме аналіз теоретичних положень, що відбивають еволюцію фінансового ринку, має допомогти в розумінні того, як і куди рухатиметься фінансовий ринок у майбутньому.

Теорія фінансового ринку відображає рівень знань, нагромаджений у науці, сутність процесів, що відбуваються у фінансовій сфері. Ця теорія є продуктом історичного розвитку знань про фінанси та фінансові відносини.

Теорія фінансового ринку має в історії економічної думки глибоке коріння. В її становлення та розвиток зробили вагомий внесок чимало видатних економістів, які обґрунтували значення фінансового ринку для розуміння закономірностей функціонування економічних систем.

Прийнято вважати, що історія фінансового ринку починається зі створення в 1602 р. фондової біржі в Амстердамі. Однак очевидно, що біржова торгівля, як організована форма, могла виникнути лише в результаті тривалого розвитку самого ринку і безпосередньо товару, що торгується в ньому. Дійсно, елементи фондового ринку можна віднайти задовго до створення біржі; зокрема, частками державних позик торгували ще близько 1328 р. у таких містах-державах як Венеція, Флоренція і Генуя, де діяв також активний ринок розписок та платіжних зобов'язань банків [1, с. 54].

Офіційним роком народження фондової біржі вважається 1592р., коли в Антверпені був вперше обнародований список цін на папери, що продавалися тут на біржі [2, с. 100]. Окрім торгівлі іншими товарами, там вперше почали здійснювати операції, пов'язані з розміщенням державних позик. Лише слідом за Антверпеном котування майже всіх тогочасних цінних паперів почали здійснювати в Нідерландському порту Амстердамі, де справді було створено одну з перших фондових бірж. Суттєво новим в Амстердамі були обсяги та публічність торгів, ліквідність виставлених на торги цінних паперів, а також свобода здійснення спекулятивних угод [3, с. 76]. Однак все це не постало відразу, а поступово склалося як результат розвитку первинних зародкових елементів фінансового ринку.

В кінці XVIII – початку XIX ст. роль фондової біржі в капіталістичній економіці значно зростає, оскільки досяг певного ступеня процес первісного накопичення капіталу. Фондовий ринок не тільки став наслідком еволюції економіки, а й помітно вплинув на цей розвиток, оптимізуючи господарські структури. Деякі автори вважають, що промислова революція стала можливою завдяки тому, що раніше відбулася фінансова, завдяки якій відбулося становлення банківської системи і ринку цінних паперів.

Однак саме XX ст. стало періодом найгрунтовнішого розроблення теоретичних засад функціонування фінансового ринку. Починаючи з XX ст. економічна наука приділяла значну увагу вивченню природи фінансового ринку та механізму його функціонування, місця й ролі в економічній системі, аналізу впливу фінансового ринку на розвиток процесу суспільного відтворення. Найбільший інтерес викликала проблема залежності розвитку економіки від нагромадження капіталу, динаміки ринку капіталу та фінансових активів.

Саме дослідженню фінансового ринку значну увагу в першу чергу приділяли представники класичної політичної економії. А. Сміт виокремив як основний фактор економічного прогресу суспільства нагромадження капіталу. Він довів, що нагромадження – ключ до багатства нації. Нагромадження неминуче вело до формування ринку, на якому заощадження повинні перетворюватися в промисловий капітал. В економіці при цьому формується механізм оптимального розподілу капіталовкладень [4, с. 50]. Першим з класиків економічної науки до питань використання можливостей фінансового ринку для розв'язання макроекономічних завдань звернувся Д. Рікардо (як відомо, він сам був одним з найбільших дилерів на ринку цінних паперів в Англії). Д. Рікардо розробив теоретичну модель, що описувала процес вирівнювання норми прибутку в економіці завдяки міжгалузевому переливу капіталу. Він одним з перших економістів вказав на зростання ролі й значення позикового капіталу в розвитку капіталізму в період промислового піднесення. Приділяючи важливу роль проблемам оподаткування,

Д. Рікардо стверджував, що завданням податкової політики є заохочення "прагнення до нагромадження".

Друга половина XIX ст. є періодом запровадження нових для того часу технологій, що супроводжувалися радикальними змінами в організації та структурі виробництва, розподілом доходів, принципами корпоративного управління. Це був час активного розвитку національних фінансових ринків, зростання міжнародного руху капіталів і формування світового фінансового ринку. Цьому процесу сприяли політичні й економічні умови. Перехід країн до золотомонетного стандарту означав установа фіксованих золотих паритетів національних валют за відсутності будь-яких обмежень у галузі переміщення капіталу.

Система обігу цінних паперів емітентів одних країн на фінансових ринках інших країн була в той час звичайною практикою. Англійські банки відкривали свої відділення в США і працювали на американському фінансовому ринку. Аналогічно діяли американські фінансові компанії в Англії, включаючи європейський фінансовий ринок у цілому. Зростаюча інтеграція дозволяла розміщувати цінні папери на кількох фінансових ринках одночасно.

Для ефективного фінансування фінансових ринків були створені сприятливі комунікаційні умови. Був установлений прямий зв'язок через перший трансатлантичний кабель між Європою й Америкою, що дозволило здійснити прямий зв'язок між фінансовими ринками США та Європи. Завдяки конкуренції між біржовим та позабіржовим ринками удосконалювалась інфраструктура фінансових ринків.

Підвищення ролі акцій, поява корпоративних облігацій і зростання в цілому ролі фінансового ринку в економічному розвитку сприяло виникненню наукового інтересу безпосередньо до дослідження фінансового ринку. У цей час учені-дослідники почали більш активно розробляти теоретичні аспекти розвитку фінансового ринку і корпорацій, переключившись із загальних проблем до більш конкретних питань.

Важливим результатом, який поділяли представники різних наукових шкіл, був висновок про те, що в процесі становлення корпоративної економіки функції управління в акціонерному товаристві відокремлені від власності на капітал. Теоретичні дослідження функціонування фінансового ринку велось різними школами економічної науки, серед яких необхідно виділити класичну школу маржиналістів та історичну школу.

Синтезував основні досягнення цих шкіл основоположник неокласичної теорії видатний англійський економіст А. Маршалл. Він обґрунтував сутність відсотка на капітал як винагороди за втрати, з якими пов'язане очікування матеріальних ресурсів. При цьому нагромадження багатства розглядалось як результат його очікування [5, с. 311]. Чимало його положень були покладені в основу нових напрямів економічної науки, що безпосередньо стосувалися проблематики фінансів і фінансового ринку.

За А. Маршаллом, увесь капіталістичний світ можна розглядати як єдиний ринок для багатьох видів цінних паперів. Цей ринок добре організовується, а фондова біржа стає зразком для формування всіх інших ринків. А. Маршалл приділяв значну увагу вивченню акціонерних відносин і високо оцінював здатність акціонерного капіталу утворювати великі промислові підприємства, підкреслював значення їхньої гнучкості, навіть якщо розміри акціонерного підприємства ставали вельми значними [6, с. 7]. А. Маршалл помітив, що особливі риси акціонерної форми капіталу роблять значущими її переваги в багатьох сферах господарської діяльності [7, с. 22–23].

Неабияку увагу дослідженню позикового капіталу, фондового ринку, руху цінних паперів і природи позикового відсотка у третьому томі “Капіталу” приділив К. Маркс. Він визначив джерело виникнення позикового відсотка (процес виробництва), розглянув дивіденд як перетворену форму додаткової вартості, тобто, у кінцевому підсумку, як різновид вторинних доходів.

Важливим є Марксове розуміння сутності фіктивного капіталу за яким ця категорія є капіталом, представленим цінними паперами. Крім того, він показав відмінність між фіктивним і дійсним капіталом. Якщо дійсний капітал вкладається у виробництво, то цінні папери слугують титулами власності, що представляють цей капітал. Однак цей капітал не існує подвійно – один раз як капітална вартість титулу власності, акцій і другий – як капітал, що справді вкладений або має бути вкладений у підприємства. Капітал лише тільки в цій останній формі, і акція є тільки титулом власності [8, с. 9]. Проте К. Маркс ніколи принципово не заперечував важливої ролі цінних паперів і фінансового ринку в капіталістичній економіці.

Початок ХХ ст. позначився важливими змінами на фінансових ринках розвинених країн, що було відображено у працях економістів того часу. Мабуть, найбільш значущими в цьому плані стали праці А. Маршалла “Принципи економічної науки” та Р. Гільфердинга “Фінансовий капітал”. Методологічною базою теорії фінансового ринку на рубежі ХІХ–ХХ ст. стала неокласична концепція ефективної економіки й ринкової рівноваги Ф. Еджуорта і В. Парето [9, с. 542–543].

У дореволюційний період (до 1917 р.), а також у часи непу в 1920-х рр. в Україні існував повноцінний фінансовий ринок. Теорію його функціонування, особливо акціонерного підприємництва, досліджували на межі ХІХ–ХХ ст. відомі українські економісти М. Х. Бунге, І. Тарасов, М. І. Туган-Барановський [10, с. 686–689].

Вкрай важливим етапом еволюції теоретичного аналізу фінансового ринку стала кейнсіанська теорія загальної рівноваги як реакції на пояснення причин економічної кризи. Основоположником теорії фінансового ринку у ХХ ст., безумовно, слід вважати видатного англійського економіста Дж. М. Кейнса. Теорія Дж. Кейнса знаменувала принципово новий підхід до

питання про роль і місце фінансів у процесі суспільного відтворення й означала розрив з колишніми класичними теоріями капіталу К. Вікселля та І. Фішера про значення фінансів. Виникнувши під впливом економічної кризи 1929–1933 рр., теорія Дж. Кейнса визнавала неможливість автоматичного досягнення рівноважного стану економіки внаслідок високої міри невизначеності фінансово-економічної системи. Нагадаємо, що сама Велика депресія почалась із краху фондового ринку. “Найбільш значними пороками економічного суспільства, в якому ми живемо, є його нездатність забезпечити повну зайнятість, а також його довільний і несправедливий розподіл багатства і доходів” [11, с. 220], – зазначав Дж. Кейнс. У цих умовах досягнення макроекономічної стабільності покладається на державу, якій пропонувалося впливати на три ключові макроекономічні змінні: схильність до споживання, граничну ефективність капіталу і норму відсотка. Дж. Кейнс вслід за Д. Рікардо, К. Марксом і А. Маршаллом вважав, що нагромадження капіталу рано чи пізно приведе його граничну ефективність до нуля [12]. Дж. Кейнс писав про тенденцію до перевищення над можливостями їх прибуткового інвестування.

Дж. Кейнс велику увагу приділив проблемі ліквідності фінансового ринку. Так, він критикував спекулятивно організований, на його думку, ринок на Нью-Йоркській фондовій біржі, протиставляючи його більш підприємницькому ринку на Лондонській фондовій біржі. Дж. Кейнс вважав, що більш високі бар’єри входження і, відповідно, більш низька ліквідність перешкоджають перетворенню лондонського ринку на спекулятивний.

Опонентом кейнсіанської економічної концепції традиційно була неокласична теорія. Видатний австрійський економіст Ф. А. Хайєк відновив принцип захисту свободи підприємництва, забезпечення приватної ініціативи та конкуренції, найбільш повного використання ринкових сил у розвитку економіки. На цій основі сформувалося положення про те, що фінансовий ринок може ефективно функціонувати лише за свого підпорядкування інтересам інвесторів.

У напрямі протистояння кейнсіанській теорії розвивалась і теорія монетаризму, так звана чиказька школа М. Фрідмана, яка є принциповим супротивником державного втручання в економіку, розглядаючи його як загрозу ринку. В основі монетаризму лежить постулат, що гроші є головною сферою, що визначає розвиток суспільного виробництва. Слід зазначити, що монетаристські рецепти в чистому вигляді зазвичай рекомендуються лише для країн, що розвиваються. Країни зі стабільною економікою гнучко поєднують державне регулювання з ринковими механізмами на основі фінансового стимулювання виробництва. М. Фрідман послідовно обстоював ідею про виняткове значення стійкості грошей для нормального функціонування економіки. Відхилення від цього правила означає розлад усіх ринкових механізмів [13, с. 23–25].

Монетаристи бачать головну причину кризових явищ в економіці в інфляції, що, своєю чергою, є наслідком надмірної грошової емісії. Звідси випливає потреба у двох принципових заходах: 1) обов'язковому збалансуванню бюджету; 2) стримуванню зростання грошової маси. Досвід багатьох країн наприкінці ХХ ст. спростував цілу низку монетаристських догм і свідчив про неможливість надмірного відособлення фінансового ринку від реальної економіки.

Макроекономічна політика на основі кейнсіанської теорії альтернативна монетаризму не як метод боротьби з інфляцією, а як метод стимулювання економічного зростання та зайнятості в умовах помірної (контрольованої) інфляції. Можливості уряду, що провадить політику на основі монетаристської теорії, щодо забезпечення макроекономічної стабілізації більш значущі там, де інфляція досягла високого рівня.

Важливе місце в теорії фінансового ринку кінця ХХ ст. посідає q -теорія інвестування Дж. Тобіна [14, с. 56–61]. Дж. Тобін, один з представників посткейнсіанства, вважав, що класичну теорему А. Сміта про "невидиму руку ринку" як основний регулятор економіки слід спрямувати в більш конструктивне русло [15, с. 44]. Згідно з його q -теорією, інвестиційні витрати фірми залежать від співвідношення її ринкової вартості на фондовому ринку стосовно відновлюваної вартості капіталу фірми. Коли q високе, то вартість капітального обладнання дешевша, ніж ринкова вартість фірми. Тоді компанії, які залучають капітал через випуск акцій, можуть придбавати більше інвестиційних товарів. Отже, зростання курсової вартості акцій полегшує фірмам фінансування інвестиційних проектів, оскільки збільшується співвідношення вартості фірми на фондовому ринку порівняно з вартістю купівлі її капіталу на ринку продукції. Як наслідок – інвестиційні витрати фірми зростають, що приводить до розширення реального обсягу виробництва, тож q -теорія має важливе значення як засіб вимірювання стимулів до здійснення інвестицій. На жаль, дія q -теорії інвестування Дж. Тобіна в Україні майже не виявляється внаслідок занадто низької капіталізації вітчизняного фінансового ринку й малого обсягу корпоративних акцій та облігацій.

Зауважимо, що для неокласичних моделей характерні спрощені уявлення, згідно з якими взаємодія економічних агентів здійснюється без витрат і перешкод. Вони абстрагувались від особливостей інституційного середовища, припускаючи, що трансакційні витрати є нульовими, що права власності чітко розмежовані і надійно захищені, а угоди, що укладаються, є повними (тобто враховують будь-які, наскільки завгодно віддалені події) і підлягають безперечному виконанню.

Неоінституціоналізм відмовляється від такого спрощеного підходу, підкреслюючи, що в реальній дійсності трансакційні витрати завжди позитивні, що права власності ніколи не бувають повністю визначені і абсолютно надійно захищені, що будь-які кон-

тракти є неповними, а їх учасники схильні до порушення взятих на себе зобов'язань.

У межах теорії інституціоналізму розвиваються також і так звані *поведінкові фінанси* (behavioural finance), в яких аналізуються соціокультурні стандарти інвесторів, їхня психологія та особливості прийняття інвестиційних рішень. У біхевіористських концепціях (Д. Драйзер, Дж. Кінг та інші) поведінка акціонерів є вирішальною. При цьому акції та облігації розглядаються як прості товари, адже споживачі підходять до купівлі цінних паперів так само, як і до придбання інших товарів [16, с. 224].

Особливостям обігу капіталу на фінансовому ринку присвячені дослідження Г. Марковіца та У. Шарпа. В їхніх працях відображені закономірності поведінки інвесторів на фінансовому ринку, їхнє прагнення забезпечувати рівновагу у своєму інвестиційному виборі за оптимізації залежності між ризиком і прибутковістю різних фінансових активів. Це обумовлює потребу першочергового аналізу співвідношення розміру доходу від інвестицій і рівня ризику, пошуку можливостей дальшої максимізації оцінки доходів способом оптимізації портфеля фінансових активів на основі використання різних стратегій інвестування. Американський економіст Г. Марковіц зробив видатний внесок у теорію фінансових ризиків. У своїй праці 1952 р. він сформулював теорію оптимального портфеля, або портфельну теорію [17, 77–91]. Ця теорія розв'язала проблему вибору інвесторами портфеля фінансових активів, який максимізує очікувану прибутковість за деякого прийняттого для інвесторів рівня ризику. За розроблення цієї теорії в 1990 р. Г. Марковіцу було присуджено Нобелівську премію з економіки.

У теорії оптимального портфеля вперше було введене визначення ризику через дисперсію, тобто ризик визначався як ступінь можливих відхилень від очікуваного (середнього) значення. Завдяки цьому положенню портфельні менеджери дістали можливість на практиці кількісно порівнювати портфелі фінансових активів з різною мірою ризику. Відповідно, з'явилася можливість визначити оптимальний портфель як портфель фінансових активів з оптимальним співвідношенням їх прибутковості та ризику. Був сформульований критерій оптимізації портфеля фінансових активів за допомогою їх диверсифікації. Робота з різними ризиками на фінансовому ринку одержала своє теоретичне обґрунтування. Портфельна теорія функціонування фінансового ринку заклала необхідні теоретичні підвалини для діяльності інститутів колективного інвестування. Через наявність різних фінансових інструментів у портфелі колективних інвесторів реалізується принцип диверсифікації портфеля фінансових активів.

Праці Г. Марковіца значною мірою вплинули на дальший розвиток теорії фінансового ринку. На основі його ідей було розроблено модель оцінки капітальних активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM),

яка є нині основною моделлю неокласичної теорії фінансового ринку. Американський економіст У. Шарп наприкінці 1960-х – на початку 1970-х рр. сформулював на цій основі теорію ринку капіталу, за що здобув також у 1990 р. Нобелівську премію з економіки. Ця теорія дала змогу більш чітко сформулювати поняття справедливої ринкової ціни фінансових активів, у результаті чого вона виявилася необхідною для перевірки рекомендацій інвестиційних аналітиків. Теорія ринку капіталів сприяла більш глибокому осмисленню природи ризиків на фінансовому ринку. Перші праці у сфері ризиків і доходу, що з'явилися на початку ХХ ст., мали переважно технічний характер. Вони ілюстрували залежність між ризиком і доходом і способи зниження ризику, але не давали відповіді на питання про природу цих взаємозв'язків.

Сучасна теорія фінансових ризиків, яка значною мірою спирається на праці американського економіста та математика К. Эрроу, а також французького економіста Ж. Дебре, внесла істотні уточнення в розуміння ризику стосовно специфіки фінансового ринку.

К. Эрроу запровадив поняття повного й неповного фінансових ринків, для яких управління ризиком істотно різниться. Поняття повного ринку допускає такий набір фінансових активів, який дає інвесторові можливість за реалізації будь-якої випадкової події одержувати гарантований дохід, тобто повнота ринку припускає наявність широкого спектра інструментів управління ризиком. Іншими словами, повнота ринку дає змогу перетворювати невизначеність у ризик. Між цими двома поняттями існує принципова розбіжність: невизначеність не дає інвесторам можливості передбачати результати своєї діяльності, ризик же дає змогу оцінювати результати, а отже, здійснювати роботу з ризиками та управляти ними. Неповний фінансовий ринок, до якого належить і український, теоретично припускає брак інструментів страхування ризику. Кількість таких інструментів на практиці є недостатньою для врахування всіх факторів невизначеності.

Слід підкреслити важливість інформаційного аспекту концепції ефективного фінансового ринку, початок якої поклали Ю. Фама і Дж. Стіглер [18, р. 91–96]. Поняття асиметрії інформації вперше запровадив в 1970 р. американський економіст Дж. Ейкерлоф, який досліджував вплив асиметрії інформації на ринок і ринкову поведінку продавців і покупців [19, р. 448–500]. Асиметрична інформація є різновидом неповної інформації. У цьому разі інформація нерівномірно розподілена між учасниками ринку (продавцями, покупцями), різні суб'єкти ринку мають різні обсяги інформації про ті самі ринкові явища.

Імпульсом до дослідження питання про необхідність захисту інтересів інвесторів як обов'язкової умови ефективного функціонування фінансового ринку стала праця Ф. Модільяні і М. Міллера "Вартість капіталу, фінанси корпорацій і теорія інвестицій", яка

побачила світ у 1958 р. Розроблена в межах цієї праці теорема Модільяні–Міллера (теорема ММ) стверджувала, що ринкова вартість компанії не залежить від структури її капіталу і є відображенням лише майбутніх доходів компанії [20, с. 36–85]. Ця теорема лягла в основу теорії фірми, що розглядала підприємство як сукупність інвестиційних проектів, а випущені цим підприємством акції й облигації – як вимоги до майбутніх фінансових потоків підприємства. Фінансові активи при цьому опосередковують рух грошових коштів, даючи змогу співвідношенню попиту та пропонування оптимізувати процес установавання цін.

Теорема Модільяні–Міллера ініціювала велике коло досліджень у сфері фінансової теорії щодо вивчення механізму дії сучасного фінансового ринку.

У західних економічних концепціях важливе значення надається теорії корпоративних фінансів (Ю. Фама, Б. Брейлі, С. Майєрс та інші). Зазначимо в цьому зв'язку концепцію ефективного фондового ринку, розроблену професором Чиказького університету Ю. Фама на початку 1970-х років. На його думку, ідеальним типом фондового ринку є той, де ціни забезпечують достовірну інформацію для розподілу фінансових ресурсів. Інакше кажучи, ринок, на якому фірми приймають рішення про вкладення капіталу у виробництво й де інвестори роблять вибір щодо вигідності інвестицій у фінансові активи різних емітентів, має враховувати всю доступну інформацію про ціни цих активів [21, р. 3–25].

Тож згадані дослідження в другій половині ХХ ст., по суті, започаткували перетворення теорії фінансового ринку в самостійний науковий напрям загальної економічної теорії.

Висновок. Таким чином, теоретичні концепції фінансового ринку відбивають рівень знань, нагромаджений у науці, сутність процесів, що відбуваються у фінансовій сфері. Ці теорії є продуктом історичного розвитку знань про фінансові відносини. Теорія фінансового ринку має в історії економічної думки глибоке коріння. У її становленні та розвитку зробили вагомий внесок чимало видатних економістів, які обґрунтували значення фінансового ринку для розуміння закономірностей функціонування економічних систем. Найбільш повно і ґрунтовно роль фінансового ринку в суспільному відтворенні була досліджена у ХХ ст.

ЛІТЕРАТУРА

1. Туктаров Ю. Эволюция инструментов фондового рынка / Ю. Туктаров // Рынок ценных бумаг. – 2004. – №15. – С.53-56.
2. Черников Г.П. Фондовая биржа: Международный опыт / Г.П. Черников – М.: Международные отношения, 1991. – 192с.
3. Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV-XVIII ст. У 3-х т. / Ф Бродель – К.: Основи, 1997. – Т.2. Ігри обміну. – 585с.
4. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг. – М. : Дело Лтд, 1994. – 720 с.

5. Маршалл, Альфред. Принципы политической экономики / А. Маршалл; Ред. С. М. Никитин : [пер. с англ.]. – М. : Прогресс, 1983. – Ч. 1. – 415 с.
6. Маршалл, Альфред. Принципы политической экономики / А. Маршалл; Ред. С. М. Никитин : [пер. с англ.]. – М. : Прогресс, 1984. – Ч. 2. – 310 с.
7. Маршалл, Альфред. Принципы политической экономики / А. Маршалл; Ред. С. М. Никитин : [пер. с англ.]. – М. : Прогресс, 1984. – Ч. 3. – 351 с.
8. Маркс К. Твори/К. Маркс, Ф. Энгельс. Т.25, Ч.2: “Капітал”, т.3. – 1965. – 511 с.
9. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг. – М. : Дело Лтд, 1994. – 720 с.
10. Історія економічних учень / за ред. В. Д. Базилевича. – К. : Знання, 2004. – 1300 с.
11. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости / Дж. М. Кейнс // Вопросы экономики. – 1997. – № 5. – С. 102-113.
12. Meltzer A. Keynes Monetary Theory: A Different Interpretation / A. Meltzer. – Cambridge: Cambridge University Press, 1988.
13. Фридмен, Милтон. Если бы деньги заговорили. : пер. с англ. / М. Фридмен; ред. М. К. Бункина. – М. : Дело, 1998. – 160 с.
14. Довбенко М. В. Сучасна економічна теорія: Економічна нобелелогія: навч. посіб. / М. В. Довбенко. – К. : Академія, 2005. – 335 с.
15. Тобин Дж. Теорема о “невидимой руке” должна быть модифицирована / Дж. Тобин // Рос. экон. журн. – 2002. – № 3. – С. 44-49.
16. Мусатов В. Т. США : биржа и экономика / В. Т. Мусатов; отв. Ред. Ю. И. Бобраков. – М. : Наука, 1985. – 224 с.
17. Markowitz H. Portfolio Selection / H. Markowitz // Journal of Finance. – 1952. – March.
18. Arrow K. The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing / K. Arrow // Review of Economic Studies. – 1964. – Vol. 29.
19. Akerlof G. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism / G. Akerlof // Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Vol. 84.
20. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? / Ф. Модильяни, М. Миллер. – М. : Дело, 2001. – 272 с.
21. Fama E. Dividend Yields and Expected Stocks Returns / E. Fama, K. French // Journal of Financial Economics. – 1988. – Vol. 22. – P. 3–25.