УДК 336.7

Семеног А. Ю.,
аспірант ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України"

ЕВОЛЮЦІЯ ЗАРУБІЖНИХ КОНЦЕПЦІЙ ВПЛИВУ МОДЕЛЕЙ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ НА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ КРАЇНИ

У статті досліджено еволюцію концепцій щодо впливу моделей фінансової системи на економічне зростання країни. Обґрунтовано залежність економічного зростання від рівня розвитку фінансової системи, її структури та виконуваних функцій.

Ключові слова: *фінансова система, фінансова структура, економічне зростання, банкоцентрична концепція, ринково орієнтована концепція.*

В статье исследована эволюция концепций относительно влияния моделей финансовой системы на экономический рост страны. Обоснована зависимость экономического роста от уровня развития финансовой системы, ее структуры и выполняемых функций.

Ключевые слова: *финансовая система, финансовая структура, экономический рост, банкоцентрическая концепция, рыночно ориентированная концепция.*

The evolution of the concepts concerning the influence of models of financial system on economic growth is researched in the article. The dependence of economic growth from the development of a financial system, its structure and functions is described.

Keywords: *financial system, financial structure, growth, bank-based view, market-based view.*

Постановка проблеми. Останнім часом постає нагальна потреба пошуку нових джерел економічного зростання. Традиційні теорії економічного зростання не приділяють належної уваги фінансовій системі, вважаючи зростання незалежним від розвитку фінансових інститутів. Надаючи перевагу накопиченню фізичного та людського капіталу, фінансам відводять лише роль обслуговувачів даного процесу. Однак стійке економічне зростання можливе лише за умови своєчасного ефективного поєднання накопичення капіталу з приростом інвестицій. Отже, для ефективної конвергенції цих факторів особливе місце повинно відводитися фінансовій системі і безпосередній діяльності фінансових інститутів зокрема.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. У цьому контексті зростає увага до зарубіжного досвіду. Аспекти впливу фінансової системи на

© Семеног А. Ю., 2010

економічне зростання знайшли відображення у численних дослідженнях зарубіжних науковців (Ф. Аллен, Т. Бек, Л. Гершенкрон, Р. Голдсміт, Дж. Грінвуд, А. Деміргуц-Кунд, Б. Джованович, Л. Зінгалес, Р. Кінг, Д. Крістопулос, Р. Левайн, Н. Лояза, Р. Маккіннон, В. Максімович, Б. Патрік, Е. Прескот, Р. Раджан, Дж. Стігліц, Е. Ціонас, Е. Шоу). Однак низка питань, що стосуються впливу фінансової системи на економічне зростання, залишаються недостатньо дослідженими.

Мета і завдання дослідження. У межах статті проаналізуємо економічні концепції науковців відносно впливу моделей фінансової системи на економічне зростання країни.

Виклад основного матеріалу. Як показує аналіз наукових джерел, питання визначення впливу фінансової системи на економічне зростання залишається дискусійним. Частина вчених дотримується думки щодо відсутності ефекту від розвитку фінансової системи на довгострокове економічне зростання. Науковці доводять, що розвиток фінансової системи є наслідком розвитку реального сектору, тому економічне зростання формує попит на послуги фінансових інститутів. Отже, фінансова система виступає не фактором зростання, а насамперед засобом реагування на потреби промисловості (Р. Деметріадес, К. Луінтель, Р. Лукас, Б. Патрік, Дж. Робінсон, М. Хан, Н. Штерн та інші). Інші вчені (Ф. Аллен, Р. Голдсміт, Дж. Грінвуд, А. Деміргуц-Кунд, Л. Зінгалес, Р. Кінг, Р. Левайн) відводять фінансовій системі головну роль у перерозподілі продуктивних інвестицій для економічного зростання.

Дослідження у сфері фінансів та економічного зростання започаткував Й. Шумпетер. У праці "Теорія економічного розвитку" (1911) учений стверджував, що послуги, які надають фінансові посередники – мобілізація інвестицій, оцінка проектів, управління ризиками, контроль за управлінням та забезпечення трансакцій – є пріоритетними для економічних інновацій та економічного зростання [2]. Головну роль відомий економіст відводив банківському сектору, що, впливаючи на розподіл, а не на норму заощаджень, забезпечує зростання продуктивності праці і технологічні зміни.

Гідним продовженням ідей Й. Шумпетера стала робота американського економіста Р. Голдсміта "Фінансова структура та розвиток" (1969). Здобутком вченого вважають виділення поняття "фінансової структури", як певного поєднання фінансових інструментів, ринків і посередників, що функціонують в економіці, та намагання визначити механізм впливу фінансової структури на економічне зростання. Дослідник намагався з'ясувати системний вплив фінансового розвитку (кількісні та якісні характеристики фінансових інструментів, ринків та посередників) на економічне зростання та кількісно визначити темп цього зростання [5]. Сфокусувавши увагу на розвитку фінансового сектору 35 країн світу за період з 1863 по 1960 р., Р. Голдсміт довів, що створення фінансової структури у більшості країн відбулося на ранніх стадіях економічного розвитку, пере-

важно до першої світової війни. Чим ближче співвідношення між фінансовими і матеріальними активами, тим зрілішою можна вважати фінансову систему країни. Американський економіст довів, що відносна роль фінансових інститутів, особливо небанківських, зростала у більшості розвинутих країнах паралельно з формуванням зрілості фінансової системи.

Продовжуючи погляди попередників, Р. Кінг та Р. Левайн, дослідили статистичні дані понад 80-ти країн за період з 1960 по 1989 рр. Учені спробували емпіричним шляхом виявити, чи співвідноситься високий рівень фінансового розвитку із сучасним і майбутнім економічним зростанням та приростом фізичного капіталу [15]. З цією метою дослідники виділили такі показники:

1. Показники "фінансового розвитку": фінансова глибина (відношення ліквідних пасивів фінансових посередників до ВВП) (LLY), частка кредитів комерційних банків до загальної суми кредитів плюс активи центрального банку (BANK), кредит приватному сектору (відношення суми кредиту для приватного бізнесу стосовно загальної величини кредиту) (PRIVATE), частка кредитів приватному сектору у ВВП (PRIVY).

2. "Індикатори зростання" – темп зростання норми основного капіталу на душу населення (GK) та відношення суми інвестицій до ВВП (INV).

Здійснивши кореляційний аналіз взаємозалежності показників фінансового розвитку та індикаторів зростання, Р. Кінг та Р. Левайн прийшли до висновків, що:

– у країнах з високим темпом економічного зростання спостерігалася більша кореляція зі зростанням фінансової глибини, частки комерційних банків і кредиту приватному сектору у ВВП, аналогічно ж у країнах з більш швидкими темпами накопичення основного капіталу фінансова система розвивалася краще;

– показники фінансового розвитку тісно корелюють один з одним у різні часові проміжки (тобто більша фінансова глибина у попередню декаду призводить до більшого зростання в наступні періоди);

– початковий розмір показників фінансового розвитку впливає на подальше економічне зростання. Наприклад: якби у такій країні Африки, як Заїр у 1970 році частка кредитів видана приватними банками становила не 26 %, а на рівні країн, що розвиваються (57 %), тоді ВВП зростало б на 0,9 % на рік швидше і на 1980 рік ВВП на душу населення був би на 9 % більшим;

– розвиток фінансових послуг стимулює економічне зростання підвищуючи ефективність основного капіталу в економіці країни.

Ідею необхідності фінансової лібералізації як засіб фінансового розвитку та підтримки зростання було запропоновано Р. Маккінноном та Е. Шоу. Скасування граничної процентної ставки, високих вимог за резервами полегшують економічне зростання, адже, зацікавленість домогосподарств у заощадженнях буде стимулювати фінансове посередництво та інвестиційне зростання в країні [7].

Наукові дослідження підтверджують, що фінансовий розвиток впливає на економічне зростання за умови, коли фінансові інструменти, ринки та посередники, збільшуючи позитивний ефект від зниження інформаційних, організаційних та трансакційних видатків, формують основи для реалізації таких функцій фінансової системи, як збір інформації про можливості інвестування, розподіл капіталу і зниження ризиків капіталовкладень.

Особливості інформаційної ролі фінансової системи вивчали С. Рамакрішан, Дж. Бойд, Е. Прескот, Ф. Аллен. Відомі економісти відводили чільне місце фінансовим посередникам, які створюються для збору інформацію та її продажу інвесторам, поліпшення очікуваної оцінки інвестиційних можливостей [1, 3].

Модель, побудована Дж. Грінвудом, яскраво доводила, що фінансові посередники найкраще забезпечують потребу в інформації та поліпшують розподіл ресурсу, фінансуючи фірми з кращими технологіями, і таким чином, сприяючи зростанню [6].

Одна з найважливіших функцій фінансової системи – це розподіл ризику. В економічній літературі є багато досліджень, що безпосередньо аналізують взаємодію ролі розподілу ризику фінансових систем і економічного зростання. Розвинуті фінансові ринки, які значною мірою диверсифікують ризики, забезпечують формування більш ризикових (агресивних) інвестиційних портфелів з більшою часткою високодохідних та інноваційних проектів. Проведені дослідження [6, 12, 14] показали, що висока диверсифікація приватного ризику інвестора стимулює подальше нарощення інвестицій та інвестиційну діяльність нових, попередньо не готових до ризику агентів. Крім того, краща диверсифікованість ризику на міжнародних фінансових ринках сприяє економічному зростанню країни, дозволяючи спеціалізуватися на виробництві меншої кількості товарів, максимізуючи дохід від спеціалізації.

Розподіл ризиків відіграє ключову роль для підтримки економічного зростання при появі ризику ліквідності. Існування зв‘язку між фінансовим розвитком та ліквідністю пов‘язано з тим, що більшість високодохідних та інноваційних проектів потребують “довгих грошей”, а більшість інвесторів не погоджуються на втрату контролю за своїми капіталами. Саме тому більшість інноваційної продукції, що з‘явилася протягом першого десятиліття Промислової революції, була винайдена набагато раніше, а головною передумовою промислової революції в Англії у XVIII сторіччі стала висока ліквідність ринку довгострокового позичкового капіталу [8].

Зниження трансакційних видатків фондових ринків призводить до збільшення числа інвестицій у неліквідні, проте високодохідні проекти. Водночас високоприбуткові та довготривалі виробничі проекти вимагають трансформації їх власності протягом життєвого циклу у вторинні цінні папери, що зменшує трансакційні витрати, підвищуючи ліквідність і змінюючи високодохідний проект [10].

Вплив фінансової системи на економічне зростання залежить не лише від функцій, які вона здійснює, а й від її невід'ємних складових – інститутів.

Як показує проведений нами аналіз, більшість досліджень структури фінансової системи присвячені аналізу Німеччини та Японії, як класичного прикладу "банківської" моделі, США і Великобританії як прикладів "ринкових" моделей фінансової системи.

Прихильники "банкоцентричної концепції" (bank-based view) фінансового ринку наголошують на позитивній ролі банків в одержанні інформації про фірми та їх керівництво, що покращує розподіл капіталу і корпоративного контролю [4], управління міжгалузевим, міжчасовим ризиком та ризиком ліквідності й у такий спосіб посилюють інвестиційну ефективність економічного зростання [3, 10]. Наголошуючи на недоліках ринково орієнтованої системи, прихильники "банківської концепції" підкреслюють її недоліки: Дж. Стігліц, зокрема, наголошує, що високорозвинені ринки відкрито наводять інформацію, яка зменшує стимули для індивідуальних вкладників її одержувати, натомість банки мають довгострокові відносини з фірмами тому інформація доступна на ринку лише через деякий час [15]. Крім того, банки, виступаючи в ролі коаліції інвесторів, здійснюють більш ефективний контроль за фірмами і зменшують моральний ризик. Натомість на ліквідних ринках інвестори завжди можуть недорого продати свої акції, отже, в них буде менша мотивація слідкувати за корпоративним контролем, що може перешкоджати економічному зростанню. Крім того, сильні банки мають більше важелів впливу на фірми, щодо погашення заборгованості за зовнішніми позиками, особливо у країнах зі слабким розвитком контрактних відносин [13]. Без "сильних" банків зовнішні інвестори можуть відмовитися фінансувати індустріальне розширення в країнах зі слабкорозвиненими фінансовими установами.

Натомість прихильники "ринкової концепції" (market-based view) зазначають, що ринок виступає більшим стимулом до інвестування через більшу доступність інформації та більш активну торгівлю цінними паперами, що полегшує нагляд за корпоративним управлінням, процесами поглинання й управління ризиками [10, 12]. Аналогічно прихильники даної теорії наголошують на слабких сторонах банкоцентричної моделі: сильні банки можуть, на основі доступу до інсайдерської інформації призупиняти інновації, беручи так звану "інформаційну ренту" і захищати окремі "обрані" фірми. Крім того, сильні банки можуть таємно змовитися з керівництвом фірм проти інших кредиторів [14].

Недоліком банківських інститутів є те, що їхня кредитна база складається переважно з боргових інструментів, що не створює передумов для фінансування ризикових інвестиційних проектів. Таким чином, банківська модель майже не залишає шансів новим компаніям на фінансові ресурси, тому стримує економічне зростання.

Яскраво виражена банківська модель часто виступає "гальмом" еко-

номіки, адже за протекторату уряду банки можуть підтримувати нерентабельні підприємства, що в періоди зростання додає стабільності, однак, коли необхідні кардинальні реформи, призводить до неефективного використання ресурсів. Водночас конкурентоспроможні ринки капіталу відіграють позитивну роль в об'єднанні розрізнених "інформаційних сигналів" про стан справ в економіці та ефективній передачі інформації інвесторам.

Заслуговують на увагу ідеї З. Боді, Р. Левайн, Р. Мертон. На їх думку, вищезгадані моделі не забезпечують стабільного розвитку економіки через притаманні для них протиріччя і недоліки, подолати які може концепція "фінансових послуг" (financial services view). У центрі концепції фінансові умови – контракти, ринки, і посередники, які виникають, щоб усунути недоліки ринку і забезпечити надання якісних фінансових послуг [10, 11]. Для визначення кращої моделі фінансової системи першочергове значення має не інститут, на якому вони ґрунтуються, а середовище, в якому фінансові інститути та ринки здійснюють свою діяльність, надаючи свої посередницькі послуги та забезпечуючи інноваційне економічне зростання.

Концептуально теорія фінансових послуг повністю сумісна з попередніми моделями, однак головна ідея полягає в пошуку умов кращого функціонування як банкоцентричної, так і ринково орієнтованої моделі фінансової системи. Банки та ринки цінних паперів можуть системно працювати на розвиток економіки через взаємне "хеджування" своїх недоліків. Наприклад, ринки цінних паперів можуть підсилювати конкуренцію на ринку капіталу, надаючи альтернативні методи фінансування і таким чином, знижуючи вплив банків на реальний сектор економіки.

Особливий випадок теорії фінансових послуг – це концепція "закону та фінансів" (law and finance view). Теорія законності та фінансів на перший план виводить систему контрактів. Її суть полягає в тому, що фінанси – це ряд контрактів. Відповідно, добре функціонуюча правова система покращує діяльність як ринків, так і фінансових інститутів, що стимулює ефективний розподіл ресурсів і створює передумови для економічного зростання [9].

Висновки. Отже, проведений нами аналіз зарубіжних концепцій довів важливість розвитку фінансової системи в контексті економічного зростання. Ефективна структура фінансової системи, що відповідає економічному розвитку країни, якісна система надання фінансових послуг та законодавче забезпечення прав інвесторів – це основні фактори, які виступають єднальною ланкою між фінансовою системою, розвитком фінансових інститутів та економічним зростанням.

Вивчення моделей фінансових систем країн Західної Європи та США у контексті їх впливу на економічне зростання буде здійснено в наступних дослідженнях.

Література:

1. Рубцов Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики [Електронный ресурс] – Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs//Rub_evolfin.pdf.

2. Шумпетер Й. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия [Текст] / Й. Шумпетер. – М.: Эксмо, 2007. – 864 с.

3. Allen F. Comparing Financial Systems [Text] / F. Allen, D. Gale. – MA: Cambridge MIT Press, 2000. – 520 p.

4. Diamond, D. Financial intermediation and delegated monitoring [Text] / D. Diamond // Rev. of Econ. Studies. – 1984. – № 51. – P. 393-414.

5. Goldsmith, R. W. Financial Structure and Development. New Haven [Text] / R. W. Goldsmith. – CT: Yale University Press, 1969. – 561 p.

6. Greenwood J. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income [Text] / J. Greenwood, B. Jovanovic // Journal of Political Economy. – 1990. – № 98. – P. 1076-1107.

7. Gurley, J. Financial Aspects of Economic Development [Text] / J. Gurley, E. Show // American Economic Review. – 1995. – № 45. – P. 515-538.

8. Hicks, J. A Theory of Economic History [Text] / J. Hicks. – Oxford: Clarendon Press, 1969. – P. 143-145.

9. Laporta, R. Law and finance [Text] / R. Laporta, F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, R. Vishny // Journal of Political Economy. – 1998. – № 106. – P. 1113-1155.

10. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? [Text] / R. Levine // Journal of financial intermediation. – 2002. – № 11. – P. 1-30.

11. Merton R. The Global Financial System: A Functional Perspective [Text] / R. Merton, Z. Bodie. – Harvard Business School Press, Boston, MA, 1995. – P. 3-32.

12. Obstfeld, M. (1994). Risk-taking, global diversification, and growth [Text] / M. Obstfeld // American Economic Review. – 1994. – № 84. – P. 1310-1329.

13. Rajan, R. Financial Dependence and Growth [Text] / R. Rajan, L. Zingales // American Economic Review. – 1998. – № 88. – P. 559-586.

14. King, R. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right [Text] / R. King, R. Levine // The Quarterly Journal of Economics. – 1993. – № 3 (Vol. 108). – P. 717-737.

15. Stiglitz, J. E. Credit Markets and the Control of Capital [Text] / J. E. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – № 17. – P. 133-152.