УДК 336.051

Ломачинська І.А.

АРХІТЕКТУРА ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ: ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ОПТИМІЗАЦІЇ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

У статті розглянуто вплив фінансової системи на соціально-економічний розвиток держави. Досліджено теоретико-методологічні основи щодо формування архітектури національної фінансової системи. Обґрунтовано концептуальні основи оптимізації розвитку фінансової системи України в сучасних умовах.

In the article influence of the financial system on socio-economic development of the state is considered. Theoretical and methodological bases of forming the national financial system architecture are explored. Conceptual bases of optimization the financial system development of Ukraine are grounded in modern terms.

Постановка проблеми у загальному вигляді. У сучасних умовах розвитку національної економіки важливим питанням є перегляд існуючих концепцій щодо ролі фінансової системи у забезпеченні стійкого економічного зростання. Світова фінансова та економічна криза продемонструвала ще раз – саме рівень фінансового розвитку та відповідність наявних механізмів фінансової системи стану, політиці національної економіки обумовлюють рівень економічного та соціального добробуту, стійкість та потенціал економічного розвитку країни. Саме тому в економічній літературі останніх двох десятиріч серед «нових» чинників економічного розвитку та ділових циклів досліджується фінансовий ринок [1, с.57]. Ц. Калдерон та Л. Лью фактично визнали, що недостатній розвиток фінансового сектора, насамперед за все, стримуватиме економічне зростання, особливо в перехідних економіках [2, с.2]. На думку Дж. Бертелемі та А. Варудакіс, недостатній розвиток фінансового сектора може стати серйозним бар'єром для зростання навіть при забезпеченні інших умов, наприклад, освіти, більш того, відсутність достатньо розвиненої фінансової системи, згідно з цими авторами, може погіршувати позитивний внесок освіти у зростання [2, с.12].

Разом з тим, якщо в розвинених країнах структура фінансової системи розвивається вже протягом відносно тривалого історичного періоду, то процес формування фінансової системи України ще не завершений, не дивлячись на значні зміни у фінансових відносинах протягом останніх років. Негативним є й те, що саме відсутність належних інституційних змін в перехідний період призвела до того, що фінансовий ринок став загрозою для соціально-економічної безпеки країни.

Аналіз досліджень і публікацій останніх років. Ґрунтовні та системні дослідження відомих науковців щодо розвитку національних фінансових систем в ХХ ст. дозволили, по-перше, емпірично підтвердити «теорію первинності фінансового розвитку» [3] та гіпотезу «фінансової крихкості» [4, с.1-10]; по-друге, довести, що фінансовий ринок прискорює економічно зростання безпосередньо, або через НТП [5, с.169-170], та покращує ефективність економіки [6, с.717-738]; по-третє, встановити безпосередній зв'язок між розвитком банківської системи й ростом продуктивності праці та технологічними змінами [7, с.323-351]; по-четверте, підтвердити, що країни, де існувала більш складна й ефективна фінансова система, в подальшому стали лідерами в економічному розвитку [6, с717-738; 8, с.597-605]; по-п'яте, виявити, що стабілізація та реструктуризація економіки неможливі без розвитку фінансового сектора [9, с.560-604] і, по-шосте, узагальнити, що фінансовий розвиток безпосередньо приносить користь найбіднішим верствам суспільства і це пов'язано з удосконаленням у розподілі доходів [10, с.26-43].

Питання економічної сутності та ролі фінансової системи в економічному розвитку

національної економіки досліджується й вітчизняними вченими, зокрема, в працях В. Базилевича, В. Зимовця, І. Лютого, О. Матюшина, С. Міщенко, С. Науменкової, В. Опаріна, М. Савлука тощо. У той же час багато аспектів даної проблеми залишаються недостатньо дослідженими. Так, у сучасних умовах фінансово-економічної нестабільності світового господарства, коли існує проблема забезпечення національної економіки України необхідними фінансовими ресурсами, актуальним є питання щодо збалансування структури фінансової системи для забезпечення умов економічного зростання.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Питання структури національної фінансової системи вперше запропонували розглядати А. Бут і А. Тхакор, які розробили теорію архітектури фінансової системи на основі визначення економічної суті та ролі фінансового ринку (в контексті фондового) та банківських установ, а також природи інформаційної асиметрії, яка визначає економічну поведінку агентів [11, с.693-733]. Відповідно, фінансова система в контексті цього розглядається як сукупність інститутів, що забезпечують рух грошових потоків та фондів грошових коштів з метою задоволення фінансових інтересів економічних суб'єктів на основі забезпечення реалізації інформаційної функції фінансової системи, функцій контролю й моніторингу, управління ризиками, мобілізації заощаджень, зниження витрат обігу.

У результаті в економічній літературі виокремили дві основні моделі національних фінансових систем: банківська (континентальна або німецька), де переважну роль у фінансовому секторі відіграють банківські установи (Німеччина, Японія, Франція), та фондово-ринкову (англосаксонську), у якій найбільш важливе місце у структурі фінансових інститутів займає ринок цінних паперів, особливо акцій (США, Велика Британія). І хоча деякі економісти (наприклад, А. Демерчук-Кунт і В. Максимович [12, с.341-370], В. Дементьєв [13, с.71-82]) стверджують про відсутність статично значимого зв'язку між структурою фінансової системи й темпами довгострокового економічного зростання, теорія й практика фінансового розвитку демонструє ряд явних переваг та недоліків кожної з моделей щодо створення умов ділової активності. Разом з цим, результати досліджень [наприклад, 14, с.6-36] підтверджують те, що банківська модель у світовій економіці є домінуючою, а фондові ринки можуть перешкодити економічному зростанню.

Важливо відзначити, що питання щодо того, яка модель є найкращою не є коректним. Важливим є лише те, яка модель за даних соціально-економічних, правових умов найкращим чином забезпечить активізацію та розширення напрямів руху фінансових потоків, оптимальні способи взаємодії економічних суб'єктів та структуру інститутів, які створять умови ефективного функціонування національної фінансової системи.

Таким чином, враховуючи значимість фінансової системи в економічному розвитку, проблема розробки відповідних засад формування фінансової системи України, яка б сприяла стійкому соціально-економічному розвитку, є дуже важливою й актуальною в світлі світової фінансово-економічної нестабільності. Особливої уваги в контексті цього потребує питання визначення принципів та умов побудови ефективної фінансової системи на основі вибору оптимальної архітектури цієї системи, яка б визначила роль кожного з інститутів, оцінила їх взаємодію та визначила найкращу модель фінансування на основі аналізу впливу банків та фондового ринку на соціально-економічний розвиток. Саме це й повинно бути визначальним при формуванні інституційного каркасу, умов інституційного розвитку фінансової системи України.

Постановка завдання. Отже, метою даної статті є визначення та розкриття особливостей формування архітектури фінансової системи та теоретико-методологічне обґрунтування умов та механізмів її розвитку в умовах забезпечення стійкого зростання національної економіки України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Узагальнення існуючих досліджень та власні дослідження автора дозволяють виявити певні особливості функціонування банківської та фондово-ринкової моделі фінансових систем.

Історичний досвід розвинених кран світу демонструє, що саме поява фінансових інструментів, інститутів, ринків зіграло головну роль у розвитку торгівлі й індустріалізації (Англія (1750-1844 рр., Шотландія (1750-1845 рр.), Франція (1800-1870 рр.), Бельгія (1800-1875 рр.), Німеччина (1815-1870 рр.), Росія (1860-1914 рр.), Японія (1868-1914 рр.), а також Аргентина, Бразилія, Німеччина, Індонезія, Корея, Тайвань, Чилі після другої світової війни). Більш того, залежність між темпами зростання національної економіки та розвитком фінансової системи на основі статистичного, економетричного аналізу підтверджено багатьма відомими економістами. Так, слід відзначити дослідження Р. Голдсміта на прикладі 35 країн, Р. Кінга та Р. Левіна [6, с.717-738] – 77 країн, Р. Левіна і С. Зервос – 42 країни, Т. Бек, А. Деміргук-Кунта, Р. Левіна – 150 країн, Р. Раджана і Л. Зінгалеса – 36 окремих галузей промисловості 41 країн тощо.

У період становлення фінансової системи переважними інститутами є банки (комерційні та ощадні) й інші депозитні інститути (кредитні спілки), які концентрують потоки збережень та здійснюють фінансуванні інвестицій в економіку. З розвитком, коли спостерігається зростання соціально-економічного добробуту, ринки цінних паперів стають більш ефективними ніж ринки банківських кредитів. Основними фінансовими посередниками стають страхові компанії, пенсійні, венчурні, взаємні фонди, інвестиційні банки. При цьому не останню роль відіграють й фізичні особи, які здійснюють операції на ринку цінних паперів як особисто, так і через посередників.

Перевага банків на етапі становлення фінансової системи пояснюється науковцями тим, що саме банківська організація є способом подолання історичного розриву у розвитку інститутів ринку капіталів. На їх думку, саме нерозвиненість ринку капіталу в кінці XIX ст. у Німеччині сприяла розширенню залучення банківської системи у фінансування та управління промисловими компаніями, а домінування банківської системи в Японії відобразила високий рівень недосконалості фінансових ринків та економічної нестабільності у післявоєнний період. Разом з цим, дослідження щодо зв'язку економічного зростання та корпоративних фінансів показали, що саме ці країни є прикладом динамічного економічного розвитку, структурної переорієнтації економічної системи на інвестиційне зростання. У результаті саме банки стають головним інститутом, який забезпечує підвищення ефективності ринків капіталу та прискорює їх розвиток на етапі становлення.

У той же час, перевага банківської моделі фінансування не гарантує високої ефективності фінансової системи – для її досягнення необхідне розвинене конкурентне середовище, приватні фінанси; мінімальні транзакційні витрати.

Континентальна модель підкреслює позитивну роль банків у мобілізації капіталу, визначенні найкращих проектів, контролі менеджерів компанії та управління ризиком, що позитивно впливає на ефективність розподілу ресурсів. Це пояснюється тим, що банки краще ніж ринок цінних паперів вирішують завдання отримання інформації про фірми й контроль менеджерів.

Однак банківські установи виявляються менш ефективними щодо збору та обробки інформації за умов нестандартних ситуацій щодо нових продуктів, технологій тощо. Таким чином, виявляється, що в порівнянні з ринковими системами банківські менш орієнтовані на фінансування найбільш прибуткових проектів, інновацій. Окрім того, фондово-ринкові системи посилюють конкуренцію і, таким чином, створюють більше стимулів для розвитку підприємництва, і, як наслідок, більше підходять економікам, які ґрунтуються на знаннях.

У той же час банківські кредити є більш доступними, ніж ресурси ринку цінних паперів для підприємств, які тільки створюються. Окрім того, економікам країн, у яких значну частку суб'єктів господарювання складають малі або середні підприємства (що, як правило, характеризує трансформаційну економіку або економіку, що розвивається) більш притаманна орієнтація на банки, а у випадку домінування великих фірм – на фондово-орієнтовані системи. У той же час, в період радикальних технологічних змін саме банківська модель виявляється гальмом розвитку інноваційного підприємництва. Уваги заслуговує

також те, що в країнах з континентальною моделлю банки надають, як правило, значну допомогу фірмам, які мають тимчасові фінансові труднощі, наприклад, через реструктуризацію кредитів. Якщо за звичайних обставин це надає стабільності системі, то в період радикальних змін обумовлює довгострокове неефективне використання ресурсів.

Відомо, що основною характеристикою фондового ринку є форма ефективності, яка визначається на основі якості інформації щодо його функціонування. При цьому, чим сильніше форма ринкової ефективності, тим менше можливості у учасників ринку цінних паперів отримати надприбуток. І хоча саме фондоворинкова модель фінансової системи зменшує витрати трансформації збережень в інвестиції, вищезазначене обумовлює негативний вплив на бажання економічних агентів довіряти свої збереження фінансовим посередникам на ринку цінних паперів. Окрім того, інформаційна ефективність необов'язково забезпечує Парето-оптимальну алокацію ресурсів у зв'язку з тим, що коливання цін в результаті зміни інформації потребує додаткових витрат на хеджування можливих збитків.

Порівняння англосаксонської і німецької моделей фінансових систем дозволяє визначити, що саме ринкові механізми забезпечують найширшу систему інструментів управління ризиками. У той же час банки теж мають здатність зменшувати міжчасові ризики, акумулюючи ліквідні кошти з низьким рівнем ризику. Однак це справедливо лише за умов слаборозвиненого ринку цінних паперів. В іншому випадку ці ризики краще страхувати на основі використання інструментів фондового ринку.

Щодо корпоративного контролю, то в умовах банківської моделі, для якої характерно високий рівень концентрації власності, існує можливість протидіяти менеджерам, які намагаються досягати своїх цілей, що суперечить інтересам власників, та забезпечувати більш ефективний розподіл ресурсів. В той же час, ринок акцій забезпечує корпоративний контроль за рахунок механізму поглинання та можливості кращої прив'язки винагороди менеджерів із результатами діяльності компанії, і виявляється кращим контролером у випадку інсайдерського становища банків.

Існуючі дослідження демонструють, що відносна ефективність банківських фінансових систем у порівнянні з ринковими залежить від контрактного оточення та ступеня агентських проблем. Фондово-ринкова система успішно функціонує лише в умовах сильного юридичного захисту прав власності та контрактів, ефективного функціонування судової системи, інформаційної відкритості. І хоча ця модель щодо перерозподілу капіталу на користь нових інноваційних фірм є більш ефективною, вона вимагає відповідних умов, механізмів, що й обмежує її поширення та реалізацію.

Так, С. Тадессе дійшов висновку, що ефективність фінансової архітектури залежить від структури економіки та її інституційного середовища. При цьому в країнах з розвиненим посередницьким сектором його «ринкова» орієнтація позитивно впливає на економічне зростання, в країнах зі слабкою посередницькою системою, навпаки, позитивно впливає на зростання «банківська» орієнтація. С. Тадессе звертає увагу на те, що в основі цієї залежності дія інституційних факторів: висока ступінь захисту власності і виконання законів. Виконання цих умов стимулює розвиток фінансової системи і особливо ринки капіталу; щодо банків, то вони відносно менш чутливі до «якості» інституційного середовища.

Висновки і перспективи подальших розробок. Таким чином, дослідження демонструють, що кожна з визначених моделей фінансових систем – банківська та фондово-ринкова, має свої переваги та недоліки функціонування. При цьому домінування тих чи інших інститутів і загальний вплив фінансової системи на економічний розвиток обумовлені економічними, соціальними, політичними, правовими, історичними закономірностями. Важливими при цьому є й витрати щодо створення, експлуатації, трансформації структури фінансової системи, а також можливе обмеження розвитку інститутів в минулому, у тому числі з боку держави.

Такі закономірності обумовлені тим, що будь-яка фінансова система великою мірою залежить від траєкторії попереднього розвитку, а фінансовий ринок не здатний відповідати розвитку економіки без періодичного укріплення інституційної бази, особливо в умовах трансформації економіки, яка, як правило, характеризується неповнотою інформації, недостатнім рівнем захисту прав та інтересів економічних суб'єктів. У таких умовах, крім того, актуалізується питання забезпечення ефективності імпорту інститутів розвиненої економіки.

Відповідно, враховуючи те, що саме в середньорозвинених країнах, до яких можна віднести, на нашу думку, й Україну, найбільш виражений вплив фінансової системи на економічне зростання, першочерговим завданням соціально-економічного розвитку в нашій країні є оптимізація архітектури фінансової системи. Сучасний етап й потенціал фінансового розвитку в Україні дозволяє визначити, що перспективи функціонування національної фінансової системи пов'язані, насамперед, зі становленням стійкого, конкурентного, ефективного банківського сектора на основі закріплення оптимальних норм, правил, інституційних рамок.

Далі, в результаті зростання капіталізації фінансової системи з'явиться можливість вирівняти інституційну структуру фондового ринку, яка в результаті неефективної трансформації на протязі 1990-2000 рр. була сильно деформована, що позбавило фінансову систему і, в першу чергу, ринок цінних паперів здатності виконувати притаманні йому функції.

Аргументи на користь домінування банків в Україні обумовлені такими причинами.

По-перше, станом й умовами розвитку фінансового сектору, де саме для функціонування банківських установ існують більш привабливі економічні, соціальні, правові умови.

По-друге, неефективною правовою системою щодо розкриття інформації; захисту прав інвесторів; перевагою неформальних фінансових інститутів.

По-третє, банківське кредитування залишається на сьогодні не лише переважним зовнішнім джерелом фінансового розвитку суб'єктів господарювання, а єдино доступним.

По-четверте, формування, трансформація фондового ринку України потребує значних фінансових та транзакційних витрат.

По-п'яте, саме банківська модель орієнтована більше, на відміну від фондоворинкової, на концентрацію збережень як внутрішнього джерела подальших інвестицій, що вкрай важливо в умовах глобальної фінансово-економічної нестабільності та низької інвестиційної привабливості економіки України.

Однак важливо зазначити, що мова не йде про те, що необхідно спиратися лише на банківські установи. Це неможливо хоча б тому, що вони не здатні забезпечити реалізацію всіх функцій ефективної та стабільної фінансової системи. У той же час комплексний розвиток фінансового ринку, тобто коли окремі сектори не мають пріоритетів, неможливий хоча б тому, що послуги банків не є комплементарними.

Отже, переважний розвиток банківських інститутів повинен забезпечити зростання капіталізації фінансової системи, що й створить умови раціоналізації та формалізації інституту фондового ринку.

Однак, якщо, відповідно до Р. Коузу, фінансові відносини – це набір контрактів, то стимулювання позитивної взаємодії між фінансовим розвитком й темпами економічного зростання можливе лише за таких умов: впровадження контрактного (договірного) права, яке захистить права економічних агентів та підвищить рівень довіри; формалізація фінансових інститутів, у тому числі за рахунок поширення конкуренції, відкритості, фінансової інтеграції, що знизить витрати здійснення фінансових операцій, ризики в результаті раціоналізації та стандартизації; поширення інформаційної відкритості, визначення та розподіл меж, повноважень фінансових інститутів, держави у системі контролю й регулювання фінансових відносин, в результаті чого буде забезпечено мінімізація

транзакційних витрат, ризиків; впровадження ефективної системи корпоративного управління, що дозволить мінімізувати агентські конфлікти, знизити витрати, пов'язані з опортуністичною поведінкою.

Досягнення визначених завдань буде можливим за умов, що держава забезпечить недоторканість (сталість) прав власності, макроекономічну стабільність, підтримку фінансового розвитку на основі врахування інтересів різних груп економічних суб'єктів, економічну ефективність державних інститутів та підтримку розвитку інформаційної інфраструктури фінансового ринку, політичну стабільність, суспільний консенсус.

Література

1. Столбов М. И. Влияние финансового рынка на экономический рост и деловые циклы / М. И. Столбов // Экономика XXI века. – 2008. – № 8. – С. 55–69.
2. Мішенін Є. В. Трансформація фінансових систем та їх роль в економічному зростанні / Є. В. Мішенін, Р. П. Косодій, А. О. Бондаренко // Наукові праці ДонНТУ. – 2010. – Випуск 38-3. – С. 10–19.
3. Rousseau P. L. Historical perspectives on financial development and economic growth / P. Rousseau // National bureau of economic research. – Working Paper 9333. – 2002 // [Електроний ресурс] – Режим доступу: http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Rousseau.pdf.
4. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis / H. P. Minsky // The Jerome Levy Institute of Bard College. Working Paper. – 1992. – № 74. – P. 1–10.
5. Шумпетер Й. А. Теория экономического развития / Й. Шумпетер. – М.: Прогресс, 1983. – 455 с.
6. King R. G. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right / R. King, R. Levine // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – № 108. – P. 717–738.
7. Aghion P. A Model of Growth through Creative Destruction / Aghion P., Hewitt P. // Econometrica. – 1992. – V. 60. – N 2. – P. 323–351.
8. Beck T. A New Database on Financial Development and Structure / T. Beck, A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // World Bank Economic Review. – 2000. – № 14. – P. 597–605.
9. Майєр Джеральд М. Основні проблеми економіки розвитку: [пер. з англ.] / М. Джеральд Майєр, Е. Джемс Раух, Антон Філіпенко (кер. проекту та наук. ред.). – К.: Либідь, 2003. – 688 с.
10. Li Hongyi Explaining International and Intertemporal Variations in Income Inequality / Li Hongyi, Squire Lyn, Zou Heng-fu // Economic Journal, Royal Economic Society. – 1998. – Vol. 108 (446). – P. 26–43.
11. Boot A. Financial System Architecture / A. Boot, A. Thakor // Review of Financial Studies. – Vol.10. – 1997. – P. 693–733.
12. Demirgüç-Kunt A. Stock Market Development and Firm Financing Choices / A. Demirgüç-Kunt, V. Maksimovic // World Bank Economic Review. – 1996. – № 10. – P. 341–370.
13. Дементьев В. Теории национальной экономики и мезоэкономическая теория / В. Дементьв / Российский экономический журнал. – 2002. – № 4. – С.71–82.
14. Deidda Luca, Fattouh Bassam Banks, financial markets and growth / L. Deidda, B. Fattouh // Journal of Financial Intermediation. – 2008. – Vol. 17(1). – P. 6–36.