Т.М. **Поливана**, асп.

ФІНАНСОВА СИСТЕМА, ІННОВАЦІІ ТА ЕФЕКТИВНІСТЬ ЕКОНОМІКИ: ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ТА ПРАКТИЧНІ РЕАЛІЇ

Розглянуто основні теоретичні підходи щодо визначення впливу розвитку фінансової системи на ефективність економіки. Визначено основні тенденції розвитку фінансових систем розвинених країн та країн, що розвиваються. Вивчено переваги та недоліки фінансової системи України.

Major theoretical approaches regarding the impact of financial system on economic performance are considered. Current trends of financial systems' development in developed and developing countries are defined. Advantages and drawbacks of financial system of Ukraine are studied.

Сучасна глобальна фінансова криза відкрила ряд запитань відносно ефективності глобальної на національних фінансових систем та глобального фінансового порядку в цілому. Відомо, що згідно китайського ієрогліфа «криза» означає як «загрозу» так і «шанс» - шанс визначити проблемні сторони та оновити працюючу систему за допомогою реформ.

Наряду з пошуком ефективних рішень для подолання фінансових та економічних проблем все більш актуальною стає необхідність вивчення глибинних причин сучасної фінансової та економічної кризи, а також пошук шляхів по запобіганню даних проблем у майбутньому та по вдосконаленню та підвищенню економічної стабільності.

Вивчення впливу фінансових систем на розвиток економіки звичайно не є абсолютно новою сферою дослідження. Також не дивно, що найбільш актуальним дане питання стає саме після регіональних та глобальних фінансових криз.

Так, ще у 19 столітті дану проблему вивчали Уолтер Багет (Walter Bagehot), та Джозеф Шумпетер (Joseph A. Shumpeter), які наголошували на значенні банківської системи для підвищення рівня зростання національного доходу через пошук та фінансування продуктивних інвестицій. Пізніше, Голдсмит (Goldsmith), Маккінон (McKinnon), Шоу (Shaw) довели належність стійкої позитивної кореляції між рівнем розвитку фінансового ринку та рівнем економічного зростання. Серед інших закордонних вчених, що займались вивченням даних питань можна виділити Джапеллі і Погано (Jappelli and Pogano), Кінга та Левіна (King and Levin) та інших.

Серед українських вчених, що вивчають питання ефективності глобальних та національних фінансових систем та їх вплив на економічне зростання можна виділити Лютого І.О., Шевченко В.Ю., Боринця С. Я., Уманціва Ю.М..

В той же час, в сучасних умовах, коли українська економіка зіткнулась з новими реаліями та новими викликами, питання впливу фінансових систем та їх інновацій на ефективність економіки потребують подальшого вивчення.

Метою статті є аналіз основних теоретичних підходів щодо визначення причинно-наслідкового зав'язку між розвитком фінансових систем та ефективністю економіки та визначення сучасних тенденцій розвитку фінансових систем країн Європи та України.

Для досягнення даної мети було поставлено наступні **завдання**: 1) проаналізувати основні теоретичні підходи щодо вивчення впливу фінансових систем на ефективність

економіки; 2) вивчити сучасні тенденції розвитку фінансових систем розвинутих країн Європи та країн, що розвиваються; 3) дослідити особливості розвитку української фінансової системи, виявити її переваги та недоліки.

Як було зазначено вище, взаємозв'язок між рівнем розвитку фінансової системи в країні та рівнем економічного зростання почали вивчати ще Багет та Шумпетер, які були пізніше доповнені роботами Джоан Робинсон, Голдсмита, Маккінона та Шоу. Перші дослідження були в основному спрямованні на вивчення кореляції між даними змінними (розвиток фінансової системи та економічне зростання), але чітко не встановлювали причинно-наслідковий зв'язок, а саме чи фінансова система є визначальним фактором, чи її розвиток є лише наслідком розвитку економіки.

Пізніше Пагано (Pagano) у своїй найпростішій моделі ендогенного зростання «АК» довів, що фінансовий розвиток може впливати на рівень економічного зростання, змінюючи або рівень продуктивності капіталу, або ефективності фінансових систем, або рівень заощаджень (7;8).

Першою ж спробою провести всезагальне емпіричне дослідження взаємозв'язку між розвитком фінансових ринків та рівнем економічного зростання були дослідження Кінга та Левіна (King and Levin). Виділивши 4 фактори, що впливають на розвиток фінансових систем (depth, bank, private, privy) та 3 фактори, що визначають зростання економіки (економічне зростання - economic growth, акумуляція капіталу - capital accumulation, зростання загальної факторної продуктивності - TFP growth), вони побудували 12 регресій по даних 77 країн за 1960-1989 роки. Вони отримали істотну та статистично значиму залежність між усіма 4-ма показниками фінансового розвитку та 3-ма показниками зростання [4].

Подальше вдосконалення даних досліджень знайшло відображення в роботах Джапеллі і Погано (Jappelli and Pagano) та Левіна та Зервоса (Levine and Zervos).

Левін та Зервос вивчали взаємозв'язок між розвитком фондових ринків та банківського сектору та рівнем економічного зростання на прикладі 49 країн за період 1973-1993 роки. Серед факторів, що впливають на фінансовий розвиток, вони використовували 1) капіталізацію (capitalisation), оборот (turnover), продажну вартість акцій (value traded), волатильність акцій, банківські кредити, APT інтеграцію, CAPM інтеграцію.

Таким чином, враховуючи велику кількість факторів, що впливають на довгострокове зростання, їм вдалося довести, що як ліквідність фондових ринків так і розвиток банківського сектору знаходяться у позитивній і статично значимій залежності з майбутнім рівнем економічного зростання, накопиченням капіталу та зростанням продуктивності капіталу. В свою чергу, вони також визначили, що розмір фондового ринку, міжнародної інтеграції, та змінності віддачі на акції знаходяться у стійкій залежності з показниками економічного зростання [5].

Отже, розглянуті вище теоретичні підходи показують, що ефективна фінансова система зменшує вартість міжнародних запозичень, підвищує віддачу на інвестиції, та розміщує інвестиції найбільш ефективно (у проекти з найвищими доходами), все це, в свою чергу, впливає на зростання економіки.

Згідно з роботою дослідників Європейського Центральонго Банку, взаємозв'язок між розвитком фінансової системи та ефективністю економіки можна поділити на три рівня: перший рівень включає «умовні» елементи фінансової системи, що не змінюються швидко

та сприймаються як апріорі учасниками ринку (фундаментальні елементи), другий рівень включає результати функціонування фінансової системи (ефективність фінансової системи), нарешті третій рівень показує ефективність функціонування економіки в цілому, фокусуючись на її основних завданнях (зростання та стабільність). Дана теоретична модель зображена на Рисунку 1.

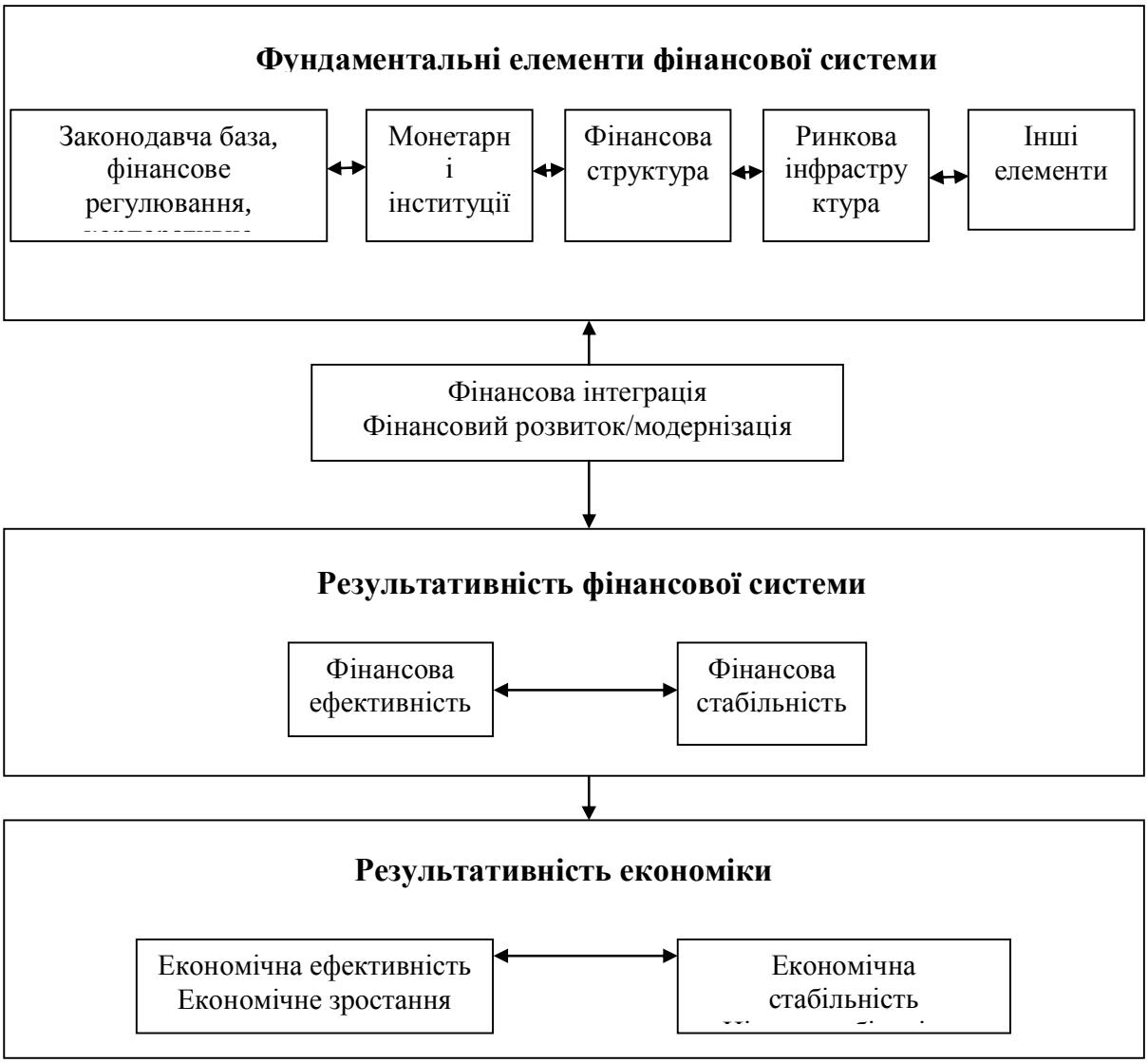


Рис. 1. Концепції фінансової системи та їх взаємозв'язок
Джерело: ЄЦБ (2, с. 12)

Таким чином, як ми бачимо серед основних елементів, що визначають результативність фінансової системи дослідники виділяють регулятивну та законодавчу базу, монетарні інституції, ринкову інфраструктуру та фінансову структуру. Іншими словами дані фактори є тими незалежними змінними, причинами, що через розвиток проміжної змінної (результативність фінансової системи) впливають на результуючу, залежну змінну – результативність економіки. При чому, результативність економіки тут також поділяється на а) економічну ефективність, що вимірюється рівнем економічного зростання, та б) економічну стабільність, що в даному випадку вимірюється стабільністю

цін. Фінансова та економічна стабільність тут також включає спроможність фінансової системи (що згідно з ЄЦБ, складається з фінансових ринків, фінансових посередників та ринкової інфраструктури) протидіяти шокам та ринковим дисбалансам, та пом'якшувати наслідки фінансових турбулентностей та нестабільностей. Грубо кажучи, фінансова стабільність це відсутність фінансової кризи, яка е найбільш жорсткою формою фінансової нестабільності.

Також, ми бачимо, що фінансова інтеграція та фінансові інновації/модернізація є тими факторами, що визначають вплив фундаментальних елементів фінансової системи на її результативність. Причому, вважається, що як інтеграція так і модернізація можуть підсилювати та визначати одне одну, а можуть самостійно впливати на розвиток фінансової системи. Зазначу, що під фінансовою модернізацією чи інноваціями тут розуміються венчурне фінансування та сек'юритизація активів.

Аналізуючи основні фактори, що впливають на ефективність фінансової системи, дослідники ЄЦБ дійшли висновку, що загальний розмір ринку капіталів (який визначено як сума фінансування отриманого в банківський сфері, через випуск корпоративних облігацій та на фондових ринках як частка від ВВП) є визначальним фактором, що впливає на фінансовий розвиток індустріальних країн.

Незважаючи на це, відкритими залишаються питання які з факторів є визначальними щодо впливу на економічну ефективність та на економічну стабільність. Тому, дані питання потребують подальшого вивчення і будуть розглянуті мною у наступних публікаціях.

Гіпотетично, тип фінансової системи (bank-based or market-based) та розмір ринків капіталу є одним з найбільш значущих факторів, що визначають її розвиток та впливають на першу змінну результативності економіки – економічне зростання. Особливості цих двох систем також вже розглядались рядом вчених (Левін та Зерос (Levine and Zeros) [5], Бонд та Холл (Bond and Hall) [1]. Основні відмінності цих систем узагальнено на рисунку 2. Слід також відмітити, що виділяють ще змішану систему, яка включає елементи обох систем, але, для спрощення, в даній статті показані основні особливості лише цих двох систем.

Іншим важливим фактором, що впливає на економічне зростання, гіпотетично, можна виділити фінансові інновації, а саме рівень розвитку венчурного фінансування в країні та сек'юритизації активів.

Нарешті серед найбільш важливих факторів, які впливають на економічну стабільність, очевидно, можна виділити рівень фінансового регулювання, контролю та стабільності.

Так, за даними досліджень ЄЦБ, розмір ринків капіталу є найбільшим в таких країнах як, Швейцарія, США, Великобританія та Нідерланди та складає від 300 до 450% від ВВП. Сек'юритизація активів є найбільшою в США, Люксембурзі і складає від 20 до 25% від ВВП. Венчурне фінансування також є найбільш розвиненим у США, Великобританії, Швеції та Фінляндії і складає від 0,05 до 0,09 % від ВВП [2].

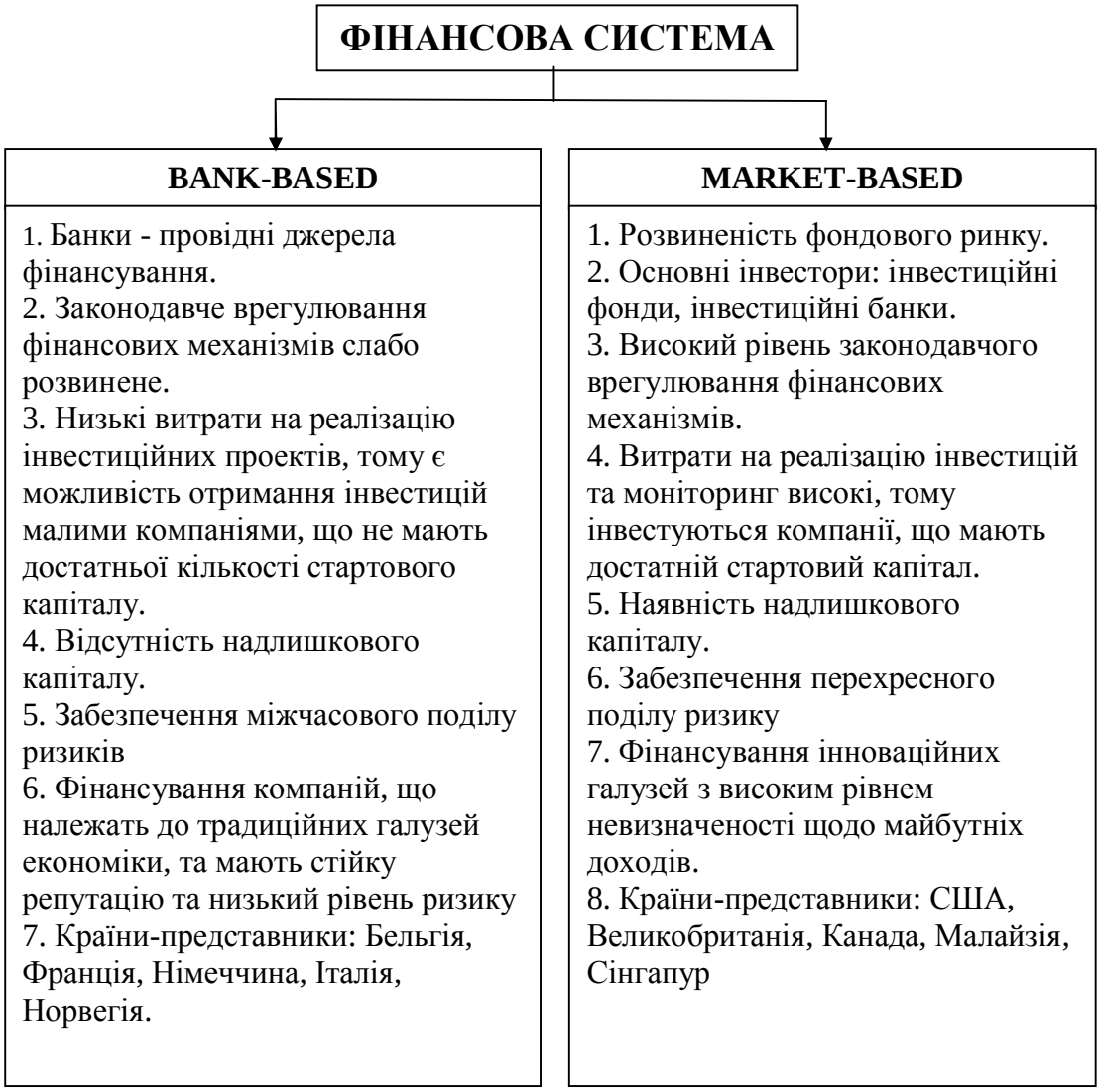


Рисунок 2. Порівняльна характеристика фінансової системи заснованої на розвитку банків та фондових ринків

Джерело: Складено автором за даними [6].

Що стосується розвитку фінансового сектору в Україні, слід відзначити, що починаючи з 2004 року, фінансовий сектор почав істотно розвиватись. Так, рівень банківських активів зріс з 2004 року майже в 5 разів і станом на 1 жовтня 2007 року склав 508 635 млн. грн [10]. Показник відношення активів банку до ВВП також зріс та у 2007 році склав біля 54%, і поступово наближається до рівня економічно розвинутих країн світу, де даний показник перевищує 100% від ВВП.

Рівень капіталізації фондового ринку також значно підвищився і склав у 2007 року біля 80% від ВВП (для порівняння лише у 2003 році цей показник не перевищував 10%) [9]. В той же час, обсяг операцій на фондових ринках є дуже низьким і складає лише біля 3% від капіталізації фондового ринку. Низьким є і рівень емісії єврооблігацій – біля 3% від ВВП. Одночасно, показник проникнення іноземного капіталу у банківський сектор є дуже високим: він зріс з 12% у 2004 році до майже 40% у 2007. Також зросли показники кредитування приватного сектору (біля 60% від ВВП у 2007 році) та населення (22,5% від ВВП у 2007 році). Слід також відмітити, що за індексами структурного розвитку економіки,

що надаються ЄБРР, реформування банківського сектору та ринків цінних паперів і небанківських фінансових установ значно покращилось. Отже індекс ЄБРР зріс до 3 у випадку банківського сектору та до 3- у випадку ринків цінних паперів та небанківських фінансових установ[32] [9]. Узагальнено, основні показники розвитку фінансового сектору України надано в Таблиці 1.

Таблиця 1. Основні показники розвитку фінансового сектору в Україні

Структурні показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Активи банків до ВВП (%)	21,1	23,9	29,0	30,4	39,3	47,7	53,9
Доля активів, що належать іноземним банкам (%)	12,3	12,1	12,1	21,3	35,0	39,4	n/a
Внутрішнє кредитування приватного сектору (% від ВВП)	17,6	24,3	25,2	32,2	44,4	58,8	n/a
Внутрішнє кредитування населення (% від ВВП)	1,6	3,7	6,6	8,1	15,3	22,5	n/a
Капіталізація фондового ринку (% від ВВП)	7,4	8,6	18,1	28,6	39,8	79,2	n/a
Обсяг операцій на фондовому ринку (% від капіталізації ринку)	14,9	2,9	2,5	3,6	2,5	2,6	n/a
Емісія єврооблігацій (% від ВВП)	8,8	6,3	3,6	2,5	2,8	2,8	n/a
Реформування банківської системи (індекс ЄБРР)	2,3	2	2,3	2,7	3,0	3,0	3,0
Реформування небанківських фінансових організацій (індекс ЄБРР)	2	2	2,3	2,3	2,3	2,7	2,7

Джерело: складено за даними НБУ, ЄБРР

Таким чином, можна відзначити, що фінансова система України визначається позитивними тенденціями розвитку, але розвиток відбувається структурно не збалансовано. Так, позитивні тенденції зростання банківських активів в більшості пояснюються значним припливом іноземного капіталу, що робить економіку дуже вразливою до глобальних фінансових шоків, що ми й бачимо сьогодні. Далі, надзвичайно стрімкий зріст рівня кредитування підвищує ризик перегріву кредитного ринку та можливості неповернення запозичень і як результат призводить до збільшення кількості банків, що перебувають під загрозою банкротства. Це в свою чергу, підриває фінансову та економічну стабільність національної економіки. Знову ж таки, незважаючи на те, що капіталізація фондового ринку зросла, обсяг операцій на ньому знизився і залишається дуже незначним, що свідчить про реально недієздатність фондового ринку України.

Таким чином, фінансова система України потребує значного вдосконалення та реформування, адже на даному етапі вона виявилась чи не найбільш вразливою у світі щодо протистояння та подолання глобальної фінансової та економічної кризи.

В статті було розглянуто основні теоретичні підходи щодо взаємозв'язку між розвитком фінансової системи та економічним зростанням. Було виявлено, що ефективна фінансова система зменшує вартість міжнародних запозичень, підвищує віддачу на

[32] Транзитивний індикатор ЄБРР було розроблено у 1994 році з метою оцінки розвитку та реформування секторів економіки у країнах з перехідною економікою. Даний індекс визначається у межах від 1 до 4, де 1 – найнижчий показник, 4 – найвищий. +/- визначається у межах 0,33 пункти. Так, якщо індекс визначено у розмірі 2,7 його також позначають як 3-.

інвестиції, та розміщує інвестиції найбільш ефективно (у проекти з найвищими доходами), все це, в свою чергу, впливає на зростання економіки.

Також, було представлено три рівні, що відображають взаємозв'язок між розвитком фінансової системи та результативністю економіки: фундаментальні елементи фінансової системи, результативність фінансової системи, результативність економіки. Серед незалежних змінних, що впливають на результативність економіки, гіпотетично було визначено тип фінансової системи (bank-based, market-based) та розмір ринків капіталу; фінансова модернізація та фінансові інновації (венчурне фінансування та сек'юритизація активів); регулювання, контроль та стабільність. До основних залежних змінних було віднесено економічне зростання та економічну стабільність, що визначаються фінансовою ефективністю та стабільністю. Було відзначено необхідність проведення емпіричного дослідження для підтвердження чи спростування даних припущень, що отримає своє відображення в наступних публікаціях. Аналізуючи сучасні тенденції розвитку фінансових систем у розвинених країнах, було відзначено, що розмір ринків капіталу, венчурне фінансування, сек'юритизація активів найбільшого розвитку досягли у США, Великобританії, Німеччині, Швейцарії, Нідерландах, Люксембурзі, Швеції, Фінляндії.

Досліджуючи сучасні тенденції розвитку фінансового сектору України, було відзначено, що незважаючи на те, що починаючи з 2004 року, він почав стрімко розвиватись, даний розвиток відбувається здебільшого структурно не збалансовано. Значний приплив іноземного капіталу у банківський сектор економіки, а також неврегульована кредитна політика зробили українську економіку дуже вразливою до глобальних фінансових шоків, що й призвело до того, що Україна сьогодні переживає чи не найскрутніші часи за роки незалежності, а також є однією з найбільш постраждалих країн світу. Таким чином, необхідність значного вдосконалення та реформування фінансової системи України є очевидною.

Література:

1. Bond, D. and C. Hall (1998), "Dynamic investment models and the firm's financial policy", Reviewof Economic Studies, 61(2), 197-222.
2. ECB (2007), The Role of Financial Markets and Innovation in Productivity and Growth in Europe, Occasional Paper Series # 72
3. IMF (2004), Ukraine Financial Sector Review 2004, http://ukraine.usaid.gov/lib/volume1.pdf
4. King, R.G. and R. Levine (1993), "Finance and growth: Schmpeter might be right", Quarterly Journal of Economics, 108(3), 717-37.
5. Levine, R. and S. Zervos (1998), "Stock markets, banks and economic growth", American EconomicReview, 88(3), 537-58.
6. OECD (2000), Finance and Growth: some Theoretical Considerations and a Review of the Empirical Literature, ECO/WKP(2000)1
7. Pagano, M. (1993a), "Financial markets and growth, An overview", European Economic Review, 37, 613-622.
8. Pagano, M. (1993b), "The flotation of companies on the stock market: An coordination failure model", European Economic Review, 37, 1101-25.
9. ЕБРР (2008), Процесс Перехода и Показатели Стран СНГ и МонголииЖ Извлечения из Доклада о Процессе Перехода за 2008, http://www.ebrd.com/pubs/econo/tr08r.pdf
10. Основні показники діяльності банків на 1 листопада 2007 року/ Вісник НБУ №12 (172). Грудень 2007.- с.65