І.В. Альошина, асп.

РОЗВИТОК ТА ІНТЕГРАЦІЯ ЯК ФАКТОРИ ЕФЕКТИВНОСТІ НАЦІОНАЛЬНИХ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

Узагальнено теорії впливу фінансового розвитку на економічне зростання країни та визначено місце фінансової інтеграції в даних процесах. Досліджено особливості європейської фінансової інтеграції з метою виявлення її впливу на ефективність фінансової системи євро зони в сучасних умовах.

Theoretical approaches to the effect of financial development on economic growth are generalized and the role of financial integration in them is determined. Specific aspects of European financial integration are examined for discovering of its impact on the efficiency of the Euro zone financial system under modern conditions.

Ключові слова: економічне зростання, фінансова структура, ефективна фінансова система, фінансовий розвиток, фінансова інтеграція

Key words: economic growth, financial structure, efficient financial system, financial development, financial integration.

На сьогодні зростаюча взаємозалежність та переплетіння економік країн світу, яку викликав об'єктивний та внутрішньо суперечливий процес глобалізації з метою пошуку найбільш раціональних форм відтворення капіталу, призвели до численних шоків глобальної економіки. Остання світова фінансова криза спричинила крах кредитного ринку поряд із зростанням темпів інфляції у країнах світу, значно знизивши темпи їхнього економічного зростання, не оминувши і економіку України. Таким чином, існує нагальна необхідність підвищення ефективності фінансової системи України з метою забезпечення її подальшого економічного зростання.

Метою статті є систематизація теоретичних засад розвитку національних фінансових систем, їх інтеграції та ролі у економічному зростанні в умовах глобалізації. Основними методологічними підходами є комплексний порівняльний аналіз – міжконцептуальний на рівні основних теоретичних підходів до визначення змісту фінансового розвитку та фінансової інтеграції як факторів підвищення ефективності фінансової системи, а також макроекономічний аналіз з метою визначення факторів ефективного функціонування фінансової системи країн ЄС.

Даним питанням присвячені дослідження таких іноземних вчених, як Р.Левіна, Т.Бека, Ф.Алена, А.Бергера, Ф.Хартмана та інших вчених ЄЦБ, вітчизняних фахівців – Стукала Н.В., Шевченка В.Ю. Однак такі дослідження присвячені або проблемам фінансового розвитку, або фінансової інтеграції, проте зазначені процеси не були вивчені комплексно. Дослідження даних процесів в умовах світової фінансової кризи є надзвичайно актуальним, адже саме такі процеси можуть підвищити ефективність фінансової системи України і тим самим забезпечити її подальше економічне зростання.

На думку Р. Левіна, існують протилежні точки зору щодо ролі фінансового сектору економіки у її економічному зростанні [1, с.1]:

I. Фінанси не впливають та економічне зростання: фінанси навіть не розглядались у наукових роботах дослідників економічного зростання, вони лише відповідають змінам попиту у реальному секторі економіки (Робінсон, 1952 р.; Меєр та Сірс, 1984 р.; Лукас, 1988 р.).

II. Фінансовий ринок впливає на економічне зростання країни: фінансові інструменти, ринки та інститути можуть пом'якшити ефекти інформаційних та трансакційних витрат, що впливає на інвестиційні рішення, відсоткові ставки, технологічні інновації, створюючи стимули для розвитку відповідних типів угод, ринків та посередників, покращуючи показники довгострокового зростання (Голдсмт 1969 р., Мертон та Бодьє 1995 р.; Дермігук-Кунт та Максимович 1996 р.; Левін та Бек 1997 р.; Ражан та Зінгалес 1998 р., тощо).

На думку Ф. Алена, наступною проблемою для подальших дискусій є питання внеску банків та фінансових ринків у економічне зростання країни [2, с.9-10]. Так, однією із найбільш важливих функцій фінансової системи, на думку Р. Левіна, є досягнення оптимального розподілу ризиків, а через те, що ринки у реальності не є досконалими, то потрібно шукати компроміс між двома типами фінансової системи: ринкоорієнтовною чи банкоорієнтовною [3, с. 9]. У своїх наступних працях Р. Левін розвиває свою теорію та виводить вже 4 теорії фінансової структури – ступеня, у якому фінансова система країни є ринко- чи банкоорієнтовна [4]:

I. Банкоорієнтований підхід (bank-based view): підтримує позитивну роль банків у мобілізації капіталу, ідентифікації кращих проектів, розподілі ризиків та підкреслює певні недоліки ринкоорієнтовної фінансової системи, які можуть перешкоджати економічному зростанню;

II. Ринкоорієнтовний підхід (market-based view): підтримує позитивну роль фінансових ринків у раціональному розподілі фінансових ресурсів, диверсифікації ризиків і адаптації їхніх послуг до потреб споживачів;

III. Концепція фінансових послуг (financial services view): мінімізує протиріччя між першими двома підходами та підкреслює важливість фінансових домовленостей (контрактів) у покращенні ринкової недосконалості та у забезпеченні фінансових послуг шляхом створення відповідного середовища;

IV. Концепція закону та фінансів (law and finance view): є особливим випадком попередньої концепції та передбачає важливість правової системи у розвитку фінансового сектору, що полегшує діяльність як фінансових ринків, так і посередників, а тому покращує ефективність розміщення капіталу.

Виходячи із розглянутих вище підходів та їхніх обмежень, при порівнянні фінансових систем різних країн доцільно використовувати більш широкий підхід, згідно якого тип фінансової системи не має значення, більш важливим є визначення тих елементів фінансової системи, що забезпечують її розвиток, враховуючи той факт, що різні фінансові структури можуть забезпечити однакову кількість та якість фінансових

послуг [3, с.23]. Однак, на думку А. Бергера, завдяки здатності мобілізувати, розміщувати та інвестувати заощадження суспільства діяльність банків має суттєвий вплив на розміщення капіталу, а отже і на економічне зростання, більше того банківська індустрія функціонує як величезний канал, через який нестабільність банківського сектору може передатись до інших секторів економіки [5, с.5]. Виходячи із цього, існує два різних підходи щодо визначення впливу банківської концентрації та конкуренції на стабільність фінансової системи, іншими словами впливу ринкової структури на конкурентну поведінку банків [6, с.8; 5, с.5-9; 7, с.7-10]:

1) підхід «концентрація-стабільність» (concentration-stability view), згідно якого концентрована банківська система із кількох великих інститутів є більш стабільною, бо такі банки можуть бути більш прибутковими, краще диверсифікованими, ними легше управляти, а тому вони є більш стійкими до шоків (Штігліц та Верз 1981 р., Маркус 1984 р., Раймонд 1984 р., Ален та Гале 2000 р., 2004 р., Бек 2008 р.). Так більш концентрована банківська система може краще забезпечувати «буфер» проти несприятливих шоків, забезпечуючи кращий банківський нагляд та ліквідність банків на однаковому рівні.

2) підхід «концентрація-нестійкість» (concentration-fragility view), згідно якого концентрована банківська система із кількох великих інститутів є менш стабільною, бо такі інститути негативно впливають на поведінку компаній та вони є більш ризикованими виходячи із принципу обраної політики «дуже великий, щоб збанкрутіти» (Бойд та Ранкл 1993 р., Мішкін 1999 р., ДеНіколо 2005 р.). Така надмірна ринкова сила дозволяє банкам підвищувати відсоткові ставки для компаній через своє монопольне становище на ринку, що у свою чергу змушує такі компанії брати на себе більші ризики.

Зважаючи на такі різні погляди, Т. Бек разом з А. Деміргуком-Кунтом та Р. Левітом провели дослідження на основі даних 69 країн світу за 1980-1997 рр. щодо визначення впливу банківської концентрації на ймовірність дисбалансу банківської системи від системних криз (ситуація, коли вся банківська система потерпає від значних втрат, таких як неповернення 10% позик порівняно із загальними активами банків, чи коли уряд вдається до екстраординарних дій – проголошення банківських канікул чи націоналізація більшої частини банківської системи) [8, с.4]. У результаті вони прийшли до висновків, що концентрація банківської системи завдяки регуляторним та інституційним факторам зменшує вірогідність того, що банки постраждають від системних криз. Однак, вони також довели, що загострення конкурентної боротьби не спричиняє фінансову нестійкість, а навпаки, добре розвинуті національні фінансові інститути стимулюють конкуренцію, яка їх захищає від системних банківських ризиків [8, с.23]. Дане дослідження підтверджує позитивний вплив як концентрації, так і конкуренції банківської системи на стабільність та здатність боротися із наслідками системних фінансових криз, що в першу чергу залежить від ефективної фінансової системи.

Фінансова система розміщує ресурси від агентів, які мають їх у надлишку, до агентів, які відчувають потребу в них. А тому фінансову систему можна визначити як

сукупність ринків, посередників та інфраструктури, за допомогою яких домогосподарства, корпорації та держава отримують фонди для своєї діяльності та інвестують свої заощадження [9, с.22], а їхнє співвідношення визначає структуру такої системи. Спеціалісти ЄЦБ на основі узагальнення існуючих теорій результативності фінансової системи виводять наступні рівні її аналізу [9, с.22-23]:

I. «Обумовлюючі» елементи фінансової системи ("conditioning" elements of financial system) – фундаментальні елементи, що не швидко змінюються, їх сприймають як заданими;

II. Результативність фінансової системи (performance of financial system) – показує як добре інформація виражається у цінах цінних паперів чи обсягах сек'юритизації;

III. Результативність економіки в цілому (performance of the economy as a whole) – досягнення стандартних економічних цілей (зростання, цінова стабільність).

Виходячи із цього, фінансовий розвиток визначається як процес, завдяки якому зміни обумовлюючих умов фінансового ринку перетворюються на фінансову та економічну ефективність [9, с.36]. До таких змін належать фінансові інновації, інституційні та організаційні зрушення у фінансовій системі, які у кінцевому результаті покращують результативність економіки в цілому. Такі зміни, на думку ЄЦБ, спричиняє і процес фінансової інтеграції.

Так ЄЦБ виводить наступне визначення інтегрованого фінансового ринку: ринок певної сукупності фінансових інструментів та/чи послуг є повністю інтегрованим, коли усі потенційні учасники ринку з однаковими суттєвими характеристиками (1) зустрічаються із однаковими правилами, коли вони вирішують мати діло із такими фінансовими інструментами та/чи послугами; (2) мають однаковий доступ до такої сукупності фінансових інструментів та/чи послуг та (3) із ними поводяться однаково, коли вони є активними учасниками на такому ринку [10, с.6]. Дане визначення включає в себе 3 важливі особливості: 1) існує незалежність фінансових структур країн регіону, 2) обмеження процесу посередництва можуть зберігатись навіть після завершення фінансової інтеграції, бо даний процес лише впливає на дані обмеження, 3) повна інтеграція вимагає однакового доступу інвесторів та позичальників незважаючи на їхню країну походження. Таке визначення фінансової інтеграції тісно пов'язане із законом однієї ціни – коли активи мають однаковий ризик та прибутковість, тоді вони мають бути визначені за однаковою ціною незалежно від того, де це відбувається. Однак закон однієї ціни не включає в себе того, що коли процес інвестування капіталу не дискримінується, тоді кожен інвестор може вільно використати будь-яку можливість купити чи продати цінні папери (arbitrage opportunities). Саме тому визначення ЄЦБ є більш ширшим.

Метою процесу фінансової інтеграції є отримання найбільш бажаного результату – добре функціонуючої фінансової системи, що дозволяє економіці країни повністю використовувати свій потенціал для зростання. Так, процес фінансової інтеграції має наступні взаємопов'язані переваги [10, с.7-8]:

1) надає додаткові можливості для розподілу ризику та згладжування споживання між регіонами: збільшення фінансових інструментів та спільної власності активів створюють додаткові можливості для диверсифікації портфеля та розподілу ризиків між регіонами;
2) спричиняє краще розміщення капіталу: повна ліквідація бар'єрів торгівлі, платіжних та розрахункових операцій дозволяє компаніям обирати найбільш ефективні торгівельні, платіжні та розрахункові операції;
3) створює додаткові можливості для економічного зростання: збільшення фінансових потоків для інвестиційних можливостей внаслідок полегшення доступу них та пожвавлення конкуренції між регіонами забезпечують поглиблення фінансового розвитку, що прискорює економічне зростання країн.

Однак такі переваги від фінансової інтеграції можна отримати за умови досконалого розвитку фінансових ринків, бо саме за таких умов їхні агенти можуть досягнути повного розподілу ризиків та досконалого згладжування споживання. За інших умов фінансова інтеграція може принести переваги для одних гравців на ринку та недоліки для інших (через наслідки консолідації чи втрати певної долі ринку). Проте переваги від процесу фінансової інтеграції значно переважають його недоліки.

Таким чином, згідно рис.1. процеси фінансової інтеграції та фінансового розвитку є відмінними, однак взаємопов'язаними, бо вони обидва позитивно впливають на результативність фінансової системи. Так, Ф.Хартман стверджує, що фінансова інтеграція посилює фінансовий розвиток завдяки створенню нових можливостей фінансування, а фінансовий розвиток позитивно впливає на інтеграцію завдяки створенню нових фінансових інструментів, що полегшують торгівлю ризиками. Однак певні обмеження фінансового ринку (асиметричність інформації, різні інвестиційні цілі кредиторів та позичальників, розбалансованість капіталу поміж інвесторами, обмеження при обміні товарами), можуть заважати даному процесу [11, с. 5].



Рис. 1. Концепції фінансової системи та їхній взаємозв'язок [9, с.23; 11, с.11-12]

Отже, фінансова інтеграція та фінансовий розвиток покращують результативність фінансової системи, яка виражається у двох вимірах: її ефективності та стабільності. Так, ефективність фінансової системи являє собою умови, у яких наявний капітал у фінансовій системі розміщений поміж найбільш цінних інвестиційних можливостей за найменш доступною вартістю, що підтримує економічне зростання країни [9, с. 24]. У такій системі фінансові ринки є конкурентоспроможними, інформація є доступною, надійно та широко розповсюдженою, а конфлікти між її агентами є вирішеними через контракти, що забезпечуються добре функціонуючою правовою системою.

Дану теорію підтверджують проаналізовані нижче особливості європейської фінансової інтеграції. На основі порівняльного аналізу Ф.Хартман визначає фінансову структури Євро зони як таку, де фінансові інститути грають більшу роль, однак із подальшим розвитком інструментів фінансового ринку. Це пояснюється якісними змінами показників фінансового ринку під впливом процесів фінансового розвитку та фінансової інтеграції, що усунули найбільші перешкоди надання фінансових послуг між країнами ЄС. Даний процес забезпечує фінансову стабільність регіону завдяки більшим можливостям диверсифікації ризиків та безперешкодному виконанню операцій [12, с. 7]. Таким чином, згідно даних останнього звіту Євросистеми про фінансову інтеграцію у Європі, дані процеси вплинули на сегменти фінансової системи Єврозони наступним чином [12, с. 9-43]:

1) розмір ринку капіталу:

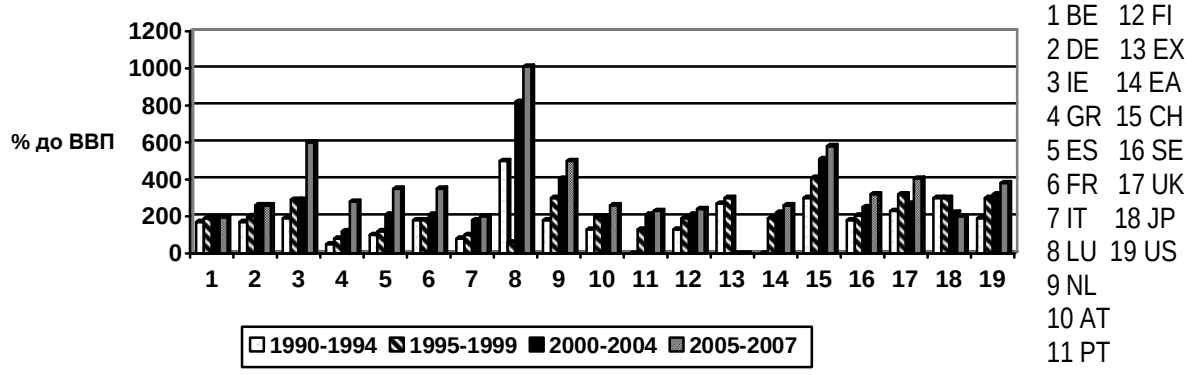


Рис. 2 Розмір ринку капіталу Єврозони [12, с.9]

За останні 15 років розмір ринку капіталу постійно збільшується для всіх країн, що говорить про їхній фінансовий розвиток.

Підтримується унікальною політикою короткострокової відсоткової ставки та єдиною платіжною системою TAGRET. У таких умовах міжбанківські депозити на території Євро зони є субститутами. Так, фінансова криза останніх років негативно вплинула на грошовий ринок на національному рівні, спричинивши підвищення відсоткових ставок, однак ставки на міжнаціональному ринку залишались нижчими завдяки інтеграційним процесам, що створили додаткову ліквідність на наднаціональному рівні.

2) фінансова інтеграція на грошовому ринку:

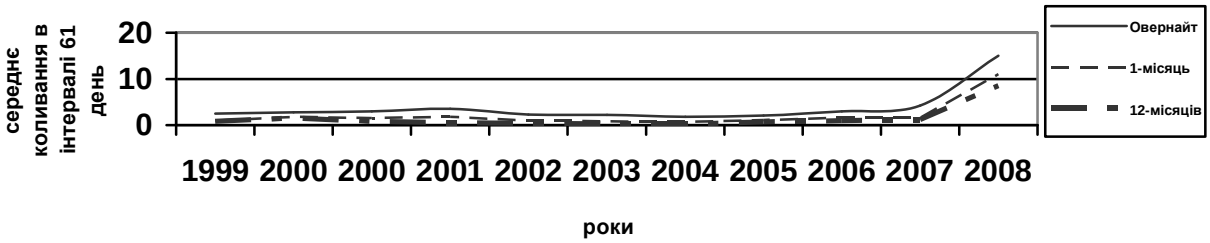


Рис. 3. Відхилення середньої ставки незабезпеченого міжбанківського фінансування між країнами ЄвроЗони [12, с.14]

3) фінансова інтеграція на фондовому ринку:

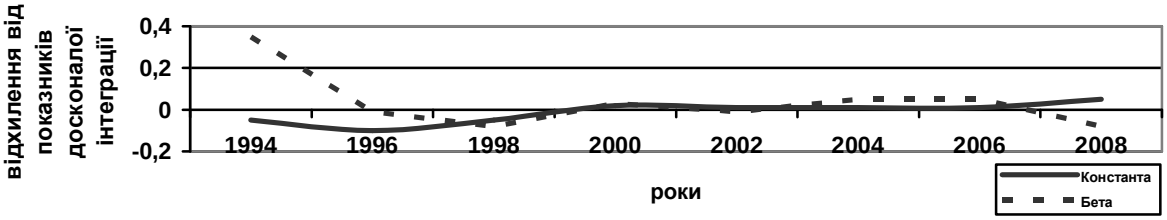


Рис. 4. Еволюція коефіцієнтів вирівнювання та бета для 10-річних державних облігацій Євро зони, зважених на урядовий ризик [12, с.18]

Інтеграція ринку державних та корпоративних цінних паперів значно посилилась завдяки тому, що Євро зона створила більш гармонізований ринок, який дозволив збільшити базу інвесторів. Однак фінансова криза спричинила певні відхилення, що пов'язані із тим, що кредитні ризики значно відрізняються поміж країн ЄС, впливаючи на їхню прибутковість по-різному.

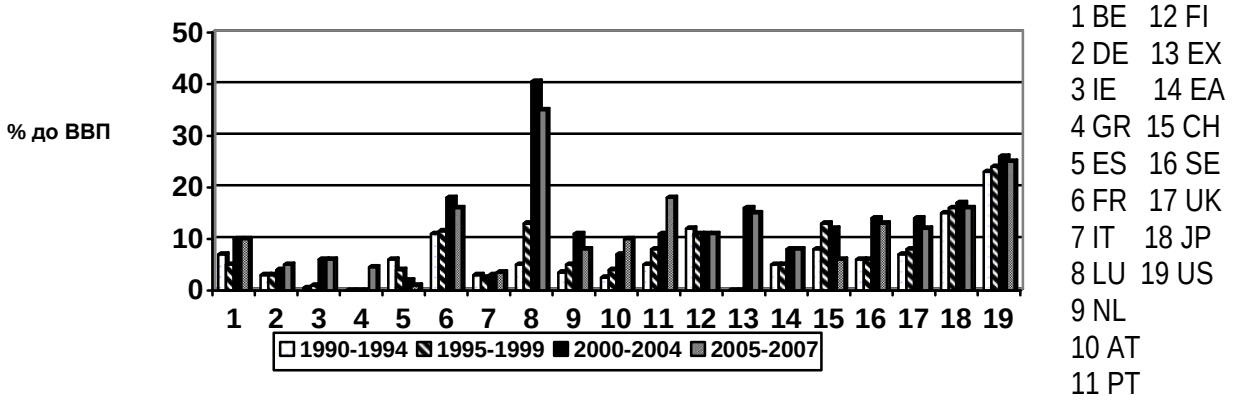


Рис. 5. Боргові цінні папери, емітовані нефінансовими корпораціями Євро зони [12, с.19]

Наступним показником фінансового розвитку фондового ринку Євро зони є збільшення операцій із сек'юритизації, що значно впливає на конкуренцію та інтеграцію на кредитному ринку шляхом створення нових можливостей для управління та перетворення кредитних ризиків.

4) фінансова інтеграція на ринку нерухомості:

На даному ринку спостерігається значне зростання, більше того, його показники

свідчать про те, що навіть нещодавня криза не вплинула на його подальший розвиток та інтеграцію.

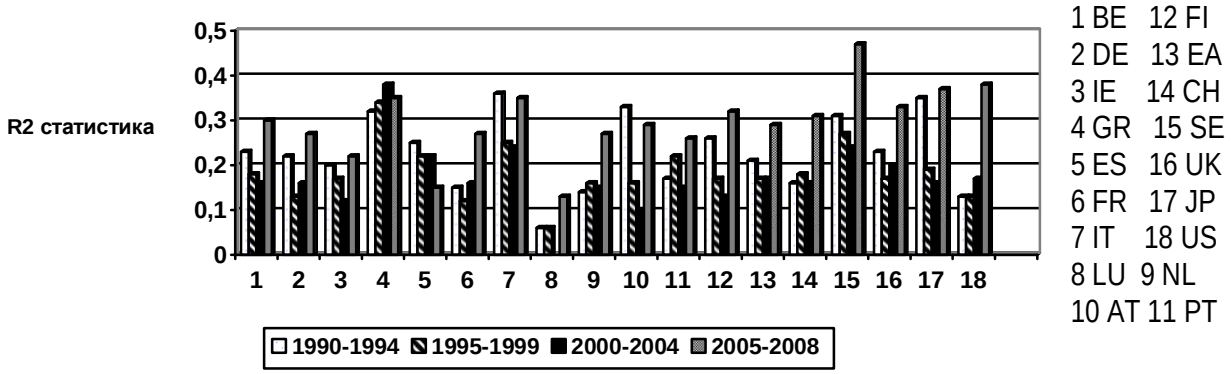


Рис. 6. Ціна специфічної інформації компаній на фондовому ринку Єврозони [12, с.24]

5) фінансова інтеграція банківського сектору економіки:

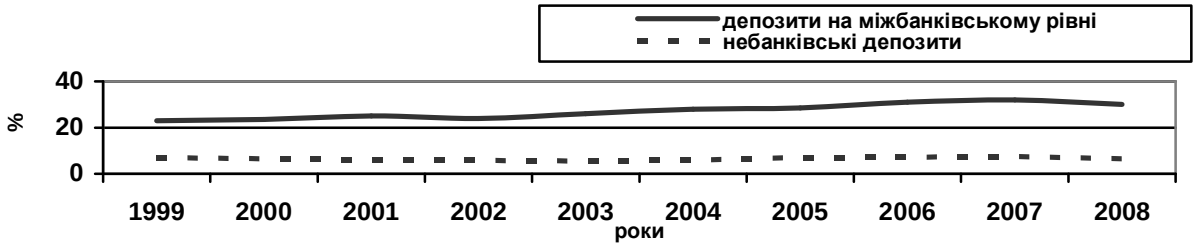


Рис. 7. Міжнаціональне забезпечення фінансовими послугами в Єврозоні (зобов'язання) [12, с. 41]

Роздрібний банківський сектор економіки продовжує фрагментуватись, що пов'язано із виконанням місцевими банками нетрадиційних для них операцій в умовах конкуренції із фінансовими ринками, а на міжбанківському ринку продовжують поглиблюватись інтеграційні процеси. Однак кризові процеси змусили уряди країн-членів ЄС втрутитись у діяльність банків, відкривши нові можливості злиттів та поглинань з метою пошуку додаткового капіталу. Завдяки таким діям, а також завдяки високому рівню інтеграції даного сегменту на міжбанківському рівні, фінансова криза менш негативно вплинула, що дозволило підтримати конкурентоспроможність Євро зони на значному рівні.

Таким чином, наведені вище дані доводять, що подальші інтеграційні реформи у фінансовому секторі країн ЄС можуть бути важливим доповненням до позитивних ефектів їхнього фінансового розвитку, створюючи можливість подальшого економічного зростання їхніх економік навіть у кризових умовах.

Фінансовий розвиток та фінансова інтеграція є важливими факторами підвищення ефективності фінансової системи, вони позитивно впливають на економічне зростання шляхом усунення обмежень обміну та ефективного розміщення капіталу. Досвід країн ЄС показав, що зазначені якісні зміни допомогли створити додаткову ліквідність для банківського сектору та забезпечили тим самим фінансову стабільність регіону у кризовий

період, підтримавши конкурентоспроможність Євро зони на значному рівні. А тому, реформуючи фінансову систему України, потрібно використати досвід країн ЄС щодо поглиблення її фінансового розвитку та фінансової інтеграції, адже саме такі процеси можуть спричинити якісні зміни її елементів, що забезпечать їй здатність стабільно функціонувати, не зважаючи на негативні наслідки світової фінансової кризи.

Література:

1. Ross Levine. Finance and growth: theory and evidence [Electronic source] / Ross Levine // NBER Working Paper. — 2004. — No. 10766. — Access regime: http://www.econ.brown.edu /fac/Ross_Levine/Publication/ Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf;
2. Franklin Allen. Comparative financial systems: a survey [Electronic source] / Franklin Allen, Douglas Gale // FIC Working paper series. — 2001. — No. 01-15. — Access regime: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0115.pdf;
3. Ross Levine. Financial functions, institutions, and growth in sequencing? Financial strategies for developing countries [Electronic source] / Ross Levine : [Eds: Allison Harwood, Bruce L.R. Smith]. — Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 1997. — Access regime: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/1997_Book_Harwood_Functions1.pdf;
4. Ross Levine. Bank-based or market-based financial systems: which is better? [Electronic source] / Ross Levine // Journal of Financial Intermediation. — 2002. — Volume 11.— Issue 4. — P. 398-428 — Access regime: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/finance/rlevine /Publication/2002_JFI_BB%20vs%20MBFS.pdf;
5. Allen N. Berger. Banking structures and financial stability / Allen N. Berger, Leora F. Klapper, Rima Turk-Ariss // WFIC Working paper series. — 2008. — No. 08-13. — Access regime: http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/08/0813.pdf;
6. Allen N. Berger. Bank concentration and competition: an evolution in marketing / Allen N. Berger, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine, Joseph G. Haubrich // Journal of Money, Credit & Banking. — 2004. — Vol. 36. — Access regime: http://siteresources.worldbank.org /DEC/Resources/84797-1114437274304/jmcb_intro_final.pdf;
7. Thorsten Beck. Bank competition and financial stability: friends or foes [Electronic source] / Thorsten Beck // WB Policy research working paper series. — 2008. — No. 4656. — Access regime: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/06/26 /000158349_20080626083219/Rendered/PDF/wps4656.pdf;
8. Thorsten Beck. Bank concentration, competition, and crises: first results [Electronic source] / Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine // Journal banking and finance. — 2006. — Vol. 30. — No. 5. — P. 1581-1603. — Access regime: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine /Publication/Forthcoming/Forth_JBF_3RL_Concentration.pdf;
9. Financial integration in Europe [Electronic source] — Fr.: European Central Bank, 2008. — Access regime: http://www.ecb.int/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200804en.pdf;
10. Measuring financial integration in the Euro area / [Lieven Baele, Annalisa Ferrando, Peter Hordahl et al.] // ECB Occasional Papers series. — 2004. — No. 14. — Access regime: http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf
11. Philip Hartmann. The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe [Electronic source] / Philip Hartmann, Florian Heider et al. // ECB Occasional paper series. — 2007. — No. 72. — Access regime: http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp72.pdf;
12. Financial integration in Europe [Electronic source] — Fr.: European Central Bank, 2009 — Access regime: http://www.ecb.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200904en.pdf.