

2. Bell L. The World and the United States in 2013. N.Y., 1987. P. X.
3. Clurk C. The Conditions of Economic Progress. L., 1957.
4. Хаксевер К., Рендер Б., Рассел Р., Мердик Р. Управление и организация в сфере услуг: Пер. с англ. под ред. В. В. Кулибановой. – СПб.: Питер, 2002. – 752 с.
5. Філіпенко А. Тенденції розвитку світового ринку послуг у сучасних умовах // Вісник ТАНГ. – 2005. – №5-1. – С.45-56.
6. Максименко Г.В. /у співавт./ Сучасна сфера послуг як чинник інноваційного розвитку економіки //Науковий вісник. – Випуск І. – К.: Державна академія статистики, обліку та аудиту, 2003. – С. 69-73.
7. <<http://ukrstat.gov.ua>> 12.05. 2009
8. <<http://bookz.com.ua/21/9/htm>> 11.05. 2009
9. Мельник А. Міжнародна торгівля послугами і створення глобального ринку послуг //Вісник ТАНГ. –2002.– Випуск 8-1.– С.94-102.
10. Балабанов И.Т., Балабанов А.И. Внешнеэкономические связи. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 512 с.
11. Макогон Ю.В., Власова Т.В. ЄС у контексті глобалізації світогосподарських зв'язків. Н– Донецьк: ДонНУ, 2000. – 68 с.
12. Куканова А.М. Розвиток сфери послуг і особливості її становлення у транзитивній вітчизняній економіці // Формування ринкових відносин в Україні: 36. наук.праць. – 2004. – Вип. 1. – С.68-70.
13. Юхновський І.(академік НАН України). Головна мета – збудувати в Україні суспільство з панівним середнім класом // «Дзеркало Тижня».№ 14 (643) 14. [http://www. dt. ua/2000/2020/56406/](http://www.dt.ua/2000/2020/56406/)
14. Зернецька О. Глобальний розвиток систем масової комунікації і міжнародні відносини. – К.: Освіта, 1999. – 351 с.

Стаття поступила в редакцію 06.04.2010

**Є.В. МІШЕНІН, д.е.н., професор,**  
**Р.П. КОСОДІЙ, к.е.н., доцент,**  
**А.О. БОНДАРЕНКО,**  
*Сумський національний аграрний університет*

### ТРАНСФОРМАЦІЯ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ ТА ЇХ РОЛЬ В ЕКОНОМІЧНОМУ ЗРОСТАННІ

Фінансові інновації, які відбувались на фоні стрімкого розвитку інформаційних технологій і лібералізації, фактично призвели до фінансової революції. На зміну контрольованим і сегментованим національним фінансовим системам прийшла відкрита глобальна фінансова система. І хоча фінансова лібералізація в цілому вважається критично важливою для покращення розподілу ресурсів і довгострокового зростання, вона часто є причиною фінансової та економічної нестабільності. Фінансова глобалізація спричиняє поступову відмову від традицій Бреттон-Вудської системи (де домінують уряди країн) на користь ринкової системи. В останні роки обмінні курси, ліквідність та різноманітні корегування все більше визначаються децентралізованими ринковими силами. Майже зникли цільове кредитування та обмеження відсоткових ставок – щоправда, у багатьох країнах все ще існують обмеження щодо руху капіталу (адже загальновідомо, що часто саме політичні мотивації, а не економічні міркування визначали практики кредиту-

вання державними банками).

Метою статті є аналіз вигод і витрат, пов'язаних з лібералізацією фінансової системи як фактора економічного зростання, а також розгляд основних проблем фінансової системи, зокрема асиметричності інформації. Також розглядаються два основні виміри результативності фінансової системи – ефективність і стабільність.

Розглядаючи переваги лібералізації фінансової системи, Р. Голдсміт (у 1969 р.) [15] та Р. Маккінон (у 1973 р.) [21] визнали небажаність розподілу кредитних ресурсів, обмежень відсоткових ставок та інших механізмів *фінансової репресії* (тобто рестриктивної політики стосовно фінансового сектора, яка призводить до інфляції та від'ємних реальних відсоткових ставок і, як наслідок, до нераціонального розподілу ресурсів). Також здійснюється поступовий перехід від банківського до ринкового фінансування, хоча й різними темпами в окремих

© Є.В. Мішенін, Р.П. Косодій,  
 А.О. Бондаренко, 2010

країнах та регіонах, що змушує банки шукати нові можливості (Кузнецова Л.В. [1]).

Вигоди, пов'язані з фінансовою глобалізацією, включають доступ до більш диверсифікованих і дешевих джерел фінансування, покращення ринкової дисципліни та економічного зростання. Розподіл вигод від фінансової глобалізації є неоднорідним – як правило, більші вигоди припадають на менш розвинені країни, які отримують кращий доступ до розвинених кредитних та фондових ринків. Проте, після серії фінансових криз, зокрема у 1990-х роках, часто стверджувалось, що витрати, пов'язані з фінансовою лібералізацією у перехідних економіках, є більшими за вигоди. Як результат, набув розвитку антиглобалізаційний рух – причому не лише в перехідних, але й також у розвинених економіках.

Перші дослідження факторів економічного зростання зосереджувались на таких його джерелах, як капітал, трудові ресурси і технології, тоді як роль фінансової системи ігнорувалася, як вона не враховується і в традиційній неокласичній економіці при розгляді процесів прийняття рішень щодо споживання чи інвестицій (тобто фактично робиться припущення щодо нейтральності фінансової системи). У статичних моделях споживання домогосподарства обирають таку комбінацію товарів і послуг, що максимізує їх корисність, тоді як фірми максимізують прибуток, обираючи оптимальні обсяги ресурсів та продукції (при цьому в обох випадках ігнорується роль фінансової системи). Проте, навіть коли аналізуються рішення щодо споживання та інвестицій у часі, то в рамках традиційного неокласичного підходу часто припускається наявність досконалого ринку капіталу, в якому економічні агенти можуть необмежено здійснювати запозичення з метою максимізації своїх результатів.

Вищезазначене припущення транслюється в єдину відсоткову ставку, і, таким чином, витрати, пов'язані з тим чи іншим джерелом фінансування інвестицій (банківські позики, облігації, нерозподілений прибуток, акції), є однаковими. Проте, в реальній ситуації, якщо споживачу відмовляють у кредиті, то тоді змінюється і його рішення щодо придбання товару, що, у свою чергу, впливає на виробника цього товару. Аналогічно, якщо компанія не може залучити капітал, то інвестиційна можливість залишиться невикористаною, або ж вона може бути використана конкурентом, і тоді проект більше не буде вигідним для даної компанії. Таким чином, роль фінансової сис-

теми в економічному зростанні є очевидною. Усунення припущення щодо наявності досконалих ринків капіталу робить актуальним питання про причини та наслідки недосконалих фінансових ринків.

Розуміння фінансової системи (банків, ринків капіталу, грошей, регулювання фінансових ринків та інститутів) пов'язане з розумінням інформаційних проблем (зокрема, асиметричності інформації, які можуть призводити до несприятливого вибору та ризику недобросовісної поведінки) при прийнятті фінансових рішень фірмами, домогосподарствами та фінансовими установами. Так, банки намагаються вирішувати проблеми несприятливого вибору та ризику недобросовісної поведінки на кредитному ринку через перевірку та моніторинг позичальників. Історія показує, що асиметричність інформації стала дійсно сприятливим фактором для інновацій. Так, в кінці XIX і на початку XX сторіччя фірми розголошували дуже небагато достовірної фінансової інформації. З часом ринкові сили та держава значно збільшили кількість та якість інформації про фірми та знизили відповідні витрати, перш за все трансакційні (витрати на маркетинг, отримання інформації, виконання різноманітних операцій). Зокрема, інновації в платіжних системах дозволили знизити вартість багатьох трансакцій в сотні разів – наприклад, трансакція, що виконується за допомогою працівника банку, коштує приблизно 1 дол. США, тоді як така ж трансакція, що виконується за допомогою Інтернету, коштуватиме лише 0,01 дол. США.

Різнманітні типи фінансування, порізнному вирішуючи інформаційні проблеми, визначають обсяги та способи інвестування, а також продуктивність фізичного та людського капіталу. До 1970-х років економісти часто фактично виступали за маніпуляцію фінансовим сектором з метою забезпечення економічного зростання. Як результат, набули поширення пільгове кредитування відповідних видів діяльності та інфляція, що по суті є податком на фінансові активи, надаючи урядам країн із слабкими податковими базами ресурси, необхідні для фінансування проектів розвитку.

Незважаючи на трансформацію фінансової системи, що відбулась в останні роки, її основні принципи залишаються незмінними. Зокрема, це стосується проблем асиметричності інформації, адже, як правило, позичальники та менеджери мають кращу інформацію щодо того, як вони планують використовувати кошти, надані зовнішніми постачальниками. Передача

ризик у сектор домогосподарств посилила занепокоєння щодо їх здатності оцінювати відповідні ризики та управляти ними (Стукало Н. (2006) [2], Ferguson et al (2007) [11], Shiller (2007) [24]. Несвоєчасне визнання справжнього ступеня зобов'язань домогосподарств, з огляду на їх довгостроковий характер, може подовжити «запобіжник» виникнення проблем. Крім того, передача ризику до домогосподарств, скоріше за все, збільшить ступінь політизації управління будь-якою фінансовою кризою.

І хоча зміни у фінансовій системі можуть вплинути на характер проблем асиметричної інформації, все ж вони їх не усувають. В цілому, для фінансового сектора характерним є взаємозв'язок доходності, схильності до ризику, цін активів, короткострокової волатильності та ринкової ліквідності, оскільки вищі доходи змушують брати на себе більші ризики, що, як правило, збільшує ціни активів, зменшуючи короткострокову волатильність та покращуючи ринкову ліквідність. На відміну від фінансового сектора, в інших секторах економіки збільшення пропозиції, як правило, призводить до зменшення відповідних цін, що підтримує ринок у рівновазі. Що ж стосується фінансового сектора, то тут збільшення пропозиції грошей до певної межі покращуватиме умови фінансування, стимулюючи ціни активів та сукупний попит, проте в кінцевому рахунку більша пропозиція фінансової ліквідності створює додатковий попит на саму себе.

Історія показує, що наслідки тривалих періодів існування низьких премій за ризик часто були катастрофічними [16]. Учасники ринку часто вважають ризики недооціненими, проте зазначають, що витрати, пов'язані з виходом з ринку, будуть вищими за витрати, коли вони залишаться на ньому. Наприклад, банк навряд чи поступиться своєю часткою ринку в період кредитного буму, сподіваючись отримати вигоди протягом майбутнього спаду. Таким чином, раціональні дії на рівні індивіда необов'язково будуть раціональними в масштабі всього фінансового ринку. На фінансових ринках фактично здійснювалась екстраполяція існуючих умов в рамках коротких горизонтів планування, тоді як планування зміни очікувань є характерним для більш тривалих горизонтів [1; 13].

Основна функція фінансових систем, що полягає в розміщенні ресурсів серед найбільш продуктивних способів їх використання, узгоджується із запропонованою Й. Шумпетером теорією «творчого руйнування» [17]. Одне з

перших досліджень зв'язку між ступенем розвитку фінансового сектора і темпами економічного зростання було здійснене Р. Голдсмітом у 1969 р. [15], який, використовуючи дані по 35 країнах за період 1860-1963 років, виявив, що періоди стрімкого економічного зростання часто супроводжувались високими темпами розвитку фінансової системи. Подальші дослідження також підтвердили наявність позитивного зв'язку між розвитком фінансового сектора та зростанням [17].

Використовуючи дані по 109 країнах за період 1960-1994 років, Ц. Калдерон та Л. Лью показали наявність двостороннього зв'язку між розвитком фінансових систем та економічним зростанням, проте, на їх думку, вплив розвитку фінансової системи на зростання є важливішим за вплив економічного зростання на розвиток фінансової системи (коли економічне зростання сприяє розвитку фінансової системи, збільшуючи попит на послуги фінансового сектора та стимулюючи його експансію). Фактично, вони припустили, що недостатній розвиток фінансового сектора, скоріше за все, стримуватиме економічне зростання, особливо у перехідних країнах [7].

На думку Дж. Бертелемі та А. Варудакіс[6], недостатній розвиток фінансового сектора може перетворитись на серйозний бар'єр для зростання, навіть коли забезпечені інші умови, необхідні для економічного розвитку. Вони показали, що країни з високими рівнями освіти, але низькими рівнями розвитку фінансової системи, мали відносно низькі рівні життя порівняно з країнами з аналогічними рівнями освіти, але більш розвиненими фінансовими секторами. Більш того, вони виявили, що рівні освіти не мали значного впливу на зростання у країнах із слабкими фінансовими системами. Іншими словами, відсутність достатньо розвиненої фінансової системи може погіршувати позитивний внесок освіти у зростання.

Із збільшенням ступеня економічної лібералізації в різних країнах стало очевидним, що характер фінансового розвитку сильно впливає на здатність країн, компаній та індивідів використовувати інноваційні можливості для зростання. Доступ до кредитів також сприяє розвитку малого бізнесу, збільшуючи кількість підприємців та працівників. Доступність кредитів збільшує бажання домогосподарств здійснювати ризиковані проекти, спрямовані на покращення продуктивності та доходів (зниживши частку низькодоходних ліквідних активів).

Фінансові послуги (зокрема, кредити, страхування та можливості робити заощадження) зменшують вразливість до різноманітних шоків – зокрема, доступ до кредитів може покращити активи домогосподарств, дозволяючи їм здійснювати інвестиції у підвищення продуктивності (включаючи інвестиції в освіту та здоров'я) – тобто в ті активи, які складно фінансувати за допомогою регулярного доходу, проте які можуть забезпечити вищий дохід в майбутньому. Оскільки населення з низькими доходами у перехідних економіках часто не має регулярного доступу до фінансових послуг, то воно змушене покладатися на вузький спектр часто дорогих та більш ризикованих неформальних послуг.

Розвиток фінансової системи є не лише критично важливою складовою процесу зростання, а й може використовуватися для прогнозування майбутніх темпів економічного зростання, акумуляції капіталу і технологічних змін. Фінансові інститути пом'якшують проблеми, створені витратами на отримання інформації і трансакційними витратами, а також покращують розподіл ресурсів. Ефективні фінансові посередники підвищують ефективність розподілу капіталу, стимулюють заощадження та збільшують обсяги формування капіталу [2].

Р. Кінг та Р. Левін одними з перших звернули увагу на роль фінансової системи у покращенні ефективності економіки [17]. Достатньо лише згадати країни з високими рівнями інвестицій та низькими темпами зростання (наприклад, радянська економіка характеризувалася значними капіталовкладеннями в машини та обладнання, які використовувались неефективно). Взагалі, відмінності в темпах зростання серед країн з однаковими співвідношеннями обсягів інвестицій та ВВП можуть бути значними, що пояснюється здатністю фінансових систем ефективно розподіляти інвестиції.

Фінансова система сприяє зростанню, перш за все, через різноманітні механізми перевірки претендентів на отримання фінансування, а також моніторинг використання коштів. Крім того, фінансова система стимулює мобілізацію заощаджень, створюючи відповідні інструменти, а також забезпечує можливості управління ризиками та ліквідністю. Іншими словами, роль фінансової системи полягає у спрямуванні ресурсів від власників заощаджень до інвестиційних проектів через сприяння торгівлі, хеджування, диверсифікацію та об'єднання ризиків, розподіл ресурсів, моніторинг діяльності менеджерів та здійснення кор-

поративного контролю, мобілізацію заощаджень. Кожна з цих функцій впливає на заощадження та інвестиційні рішення, а, отже, і на економічне зростання. Отже, розвиток фінансових систем відбувається тоді, коли фінансові інструменти, ринки та посередники зменшують (необов'язково усувають) витрати, пов'язані з отриманням інформації, виконанням угод, а також трансакційні витрати.

У планових економіках розвиток фінансових систем забезпечується, в основному, адміністративними методами, тоді як перехідні економіки часто покладаються на банківський сектор. У той же час, розвинені економіки мають широкий спектр ринкових інститутів, які забезпечують розвиток фінансових систем. Таким чином, успішна фінансова система характеризується широким континуумом методів фінансування, які спрямовують ресурси до інвестиційних можливостей і забезпечують економічне зростання. На думку Ф. Каселлі, оцінка економічного зростання передбачає відповідь на наступне питання: яка частина зростання пояснюється зміною обсягів акумульованого капіталу (фізичного та людського), а яка – зміною ефективності використання капіталу [8]. Оцінка економічного зростання дозволяє визначити вплив різноманітних факторів (зокрема, фінансової системи, державної політики, інститутів, природних ресурсів тощо) на основні джерела економічного зростання.

З іншого боку, Дж. Робінсон та Р. Лукас стверджують, що фінансові системи не впливають на економічне зростання, а ступінь їх розвитку просто відображає очікування щодо економічного розвитку [20; 23]. Фінансування не вважається важливим і в традиційній неокласичній літературі, присвяченій економічному зростанню. В рамках стандартних неокласичних теорій джерелом зростання є інвестиції та заощадження, при цьому припускається наявність досконалого ринку капіталу, а тому не приділяється увага ролі фінансових систем. В інших моделях стверджується, що розвиток фінансової системи може сприяти зростанню, збільшуючи обсяги акумуляції людського капіталу. О. Галор та Й. Зейра показують, що недосконалі кредитні ринки заважають зростанню, оскільки не всі особи можуть здійснювати інвестиції в освіту [14]. Отже, на думку цих вчених, фінансові системи можуть сприяти зростанню (одночасно зменшуючи соціальну нерівність) через акумуляцію людського капіталу.

Взагалі, виділяють два основні джерела



зростання: зростання в рамках існуючих технологічних можливостей (тобто в результаті акумуляції факторів виробництва) та інновації, які переміщують саму межу технологічних можливостей. Інновації є основною передумовою усталеного зростання економіки, проте в перехідних економіках (особливо в тих, які значно віддалені від межі технологічних можливостей) на акумуляцію факторів виробництва припадає значна частина зростання. Більшість теорій фінансового посередництва та зростання акцентують увагу на перевагах розвинених ринків капіталу, пов'язаних, зокрема, з інноваціями і продуктивністю. На думку Й. Шумпетера, фінансові посередники сприяють зростанню, обираючи підприємців з найбільш інноваційними та продуктивними проектами [19]. В. Багехот наголошував на ролі банків і ринків капіталу у Промисловій революції у Великій Британії, які спрямовували ресурси до секторів з високим потенціалом щодо інновацій та зростання [4]. Зазначимо, що навіть коли обсяги емісії акцій є відносно незначним джерелом ресурсів, існування фондового ринку є важливим через наступні причини:

- фондовий ринок створює для інвесторів та підприємців механізми виходу;
- припливи капіталу (прямі та портфельні інвестиції) є важливими джерелами інвестиційних ресурсів для перехідних економік;
- забезпечення ліквідності через біржі спонукає інвесторів переводити свої надлишки з короткострокових активів у довгострокові інструменти;
- фондовий ринок надає важливу інформацію (зокрема, щодо оцінки активів), яка покращує ефективність фінансової системи в цілому.

Р. Левін та С. Зервос дійшли висновку, що як розвиток банківського сектора, так і ліквідність фондового ринку мають незалежний позитивний вплив на економічне зростання [18]. Іншими словами, вони припустили, що тип фінансової системи має другорядне значення для економічного зростання, основним фактором якого є існування ліквідних та ефективних фінансових посередників, незалежно від того, якими інститутами вони представлені – фондовими ринками чи банками. Крім того, ці вчені наголошують, що ринки капіталу і банки доповнюють один одного.

Ф. Агіон, П. Ховітт та Д. Майер-Фолькс показують, що розвиток фінансової системи сприяє досягненню межі технологічних можливостей [3]. Іншими словами, ефективні фі-

нансові посередники є більш корисними для країн, які більше віддалені від межі технологічних можливостей. Крім того, можна стверджувати, що фінансова система може сильніше впливати на зростання в країнах, які багаті на людський капітал. При цьому розвиток фінансової системи може бути як причиною, так і наслідком економічного зростання. Показники розвитку фінансової системи також можуть покращуватися в очікуванні сприятливої економічної кон'юнктури. Так, капіталізація може бути більш важливою для інновацій, тоді як банківське фінансування (у т.ч. спеціалізовані фінансові продукти, наприклад стандартні позики на навчання, які є доволі поширеними у США) – для акумуляції капіталу, особливо на ранніх етапах розвитку.

Досліджуючи країни, які усунули обмеження щодо руху капіталу у 1980-2000 рр., Г. Бекерт, К. Харві та К. Лյондблад дійшли висновку, що відповідні стратегії призвели до загального зростання річного середньодушового ВВП приблизно на один відсоток [5]. Вони також показують, що фінансові реформи є більш ефективними, коли країни характеризуються освіченою робочою силою та належним захистом прав інвесторів. На думку А. Генрі та П. Чері, лібералізація фінансових систем та їх інтеграція із світовими фінансовими ринками в цілому призводить до зниження вартості капіталу [9]. Багато показників розвитку банківського сектора та фондового ринку (зокрема, відношення обсягів банківських кредитів до ВВП чи ліквідність фондового ринку) позитивно корелюють із середньодушовим зростанням обсягу продукції.

А. Чікконе та Е. Папаянну показують, що у країнах з недостатньо розвиненими фінансовими системами мають місце широкі розбіжності між фактичними та оптимальними обсягами інвестицій. Це дає підстави припустити, що фінанси сприяють продуктивності шляхом стрімкого перерозподілу ресурсів у секторах з гарними глобальними інвестиційними перспективами [10]. Ефективні фінансові ринки допомагають переміщувати економічну активність у сектори з потенціалами зростання. Розбивка сукупного зростання на інвестиції, акумуляцію людського капіталу та зростання загальної продуктивності факторів допомагає зрозуміти, як розвиток фінансових систем сприяє зростанню.

Окремі дослідження зосереджуються на зв'язку економічного зростання з якістю фінансового середовища (зокрема, стандарти об-

ліку та аудиту, правові відносини між боржниками та кредиторами тощо). Так, вплив стандартів обліку та процедур банкрутства на розвиток фінансового сектора досліджувався Р. Левіном, Н. Лояза і Т. Бек [19]. Вони виявили, що країни з кращими системами захисту прав кредиторів та облікової інформації характеризуються, як правило, вищим ступенем розвитку фінансових систем. Перспективи зростання покращуються, оскільки ефективно правове середовище стимулює розвиток фінансового посередництва. Також було виявлено, що факторами зростання і стабільності є більша конкуренція та менша концентрація в банківському секторі, а також більші обсяги зарубіжного капіталу.

Ще одна тенденція, на яку варто звернути увагу – це переміщення ризику до сектора домогосподарств, де багато активів (зокрема, фінансові активи, нерухомість) стали більш вразливими до ринкового ризику, а частка депозитів знизилась [11]. При цьому «баланси» домогосподарств часто збільшувались за рахунок боргових зобов'язань, а не поточних доходів, що було спричинене декількома факторами. Зокрема, одним із довгострокових структурних факторів була відмова від схем з визначеними виплатами (defined benefit) на користь схем з визначеними внесками (defined contribution). Крім того, відбувався стрімкий розвиток фінансових інновацій та конкуренції у фінансовому секторі, особливо на іпотечних ринках (що призводило до зростання кількості власників будинків).

У результаті цих змін фінансові посередники та фінансові ринки часто розглядалися в якості альтернативних форм організації фінансових відносин, хоча фактично вони доповнюють один одного. Фінансові посередники все більше покладаються на ринки як джерело доходів та механізм управління ризиками (зокрема, через хеджінгові операції). У свою чергу, ринки стали більше залежати від посередників, зокрема при фінансуванні ліквідності (наприклад, через кредитні лінії). Вважається, що ринок є ліквідним, якщо трансакції можуть здійснюватися швидко та з незначним впливом на ціну. При цьому виділяють декілька термінів, які пов'язані з ліквідністю. Так, напруженість представляє різницю (спред) між цінами купівлі та продажу. Глибина пов'язана з розміром трансакцій, які можуть бути абсорбовані без впливу на ціни. Також виділяють швидкість виконання замовлень та еластичність, тобто легкість, з якою ціни повертаються до

нормального рівня після тимчасових дисбалансів.

Результативність фінансової системи має два основні виміри – це її ефективність і стабільність. Ефективність фінансової системи можна розуміти як умову, за якої ресурси фінансової системи розподіляються серед найбільш цінних інвестиційних можливостей за найнижчих можливих витрат. В ефективній фінансовій системі ринки є конкурентними, інформація – доступною та поширеною, а агентські конфлікти вирішуються через контракти, виконання яких забезпечується правовими системами.

На відміну від фінансової ефективності, фінансову стабільність можна розуміти як умову, за якої фінансова система (включаючи фінансових посередників, ринки та ринкову інфраструктуру) може протидіяти різноманітним шокам і дисбалансам, таким чином знижуючи імовірність порушень у процесі фінансового посередництва, які можуть значно заважати розподілу заощаджень серед прибуткових інвестиційних можливостей, а, отже, негативно позначатися на економічному зростанні та добробуті.

Забезпечення фінансової стабільності не зводиться лише до забезпечення гнучкості фінансової системи до зовнішніх шоків, адже сама фінансова система також здатна генерувати шоки, а не лише пасивно абсорбувати чи посилювати їх. Якщо генерування шоків пов'язане з надмірними ризиками та кредитуванням у сприятливі періоди, то тоді щонайменше слід знайти способи контролю таких дисбалансів з метою попередження негативних наслідків. Таким чином, проблема полягає в розробці відповідної стратегії та її одночасній адаптації до еволюції профілю системи.

Проте, між ефективністю та стабільністю можуть мати місце конфлікти, зокрема у короткостроковій перспективі. Наприклад, періоди значних інновацій та розвитку фінансових систем можуть асоціюватися з нестабільністю у перехідному періоді, оскільки не всі учасники фінансового ринку адаптуються до нових методів та ризиків. Історія показує, що фінансові інновації являли собою критичну складову економічного ландшафту протягом останніх декількох сторіч.

З іншого боку, надмірний регуляторний та державний контроль може призводити до високого рівня стабільності, але в той же час негативно позначатися на ефективності. Ефективність фінансової системи визначається її

фундаментальними факторами:

➤ правова система. Ключовий аспект фінансової системи полягає в тому, наскільки добре вона забезпечує виконання контрактів. По мірі того, як капітал розосереджується у часі і просторі, для створення зв'язків між постачальниками та користувачами грошових ресурсів необхідні відповідні контракти. Правова система та спосіб її застосування інститутами права визначають «відстань», на які може перерозподілятися капітал;

➤ фінансове регулювання, нагляд і стабільність. Як правило, державне втручання у фінансові системи є сильнішим, ніж в інших економічних секторах. Ефективне регулювання та нагляд мають виправляти недосконалості ринку та покращувати стабільність, тоді як недосконалі стратегії можуть несприятливо позначитися на результативності фінансового сектора;

➤ корпоративне управління. Мають місце конфлікти між інсайдерами, які контролюють фірму, та зовнішніми інвесторами. Краще управління гарантує, що інвестори отримуватимуть всі можливі доходи від своїх інвестицій, при цьому матимуть місце дуже незначні витрати, пов'язані з опортуністичною поведінкою інсайдерів фірми, що сприятливо позначиться на вартості капіталу;

➤ конкуренція, відкритість та фінансова інтеграція. Краща відкритість фінансової системи та вищий ступінь конкуренції серед банків та інших фінансових посередників знижують недосконалості ринку капіталу. Наприклад, конкуренція має забезпечувати ефективне функціонування фінансових установ, отримання менших вигод від ринкової влади та надання клієнтам нових інструментів.

➤ розмір ринків капіталу та фінансова структура (рівновага між ринками та посередниками). Фінансові системи з більшими ринками капіталу забезпечують краще фінансування капіталовкладень;

➤ фінансові інновації і повнота ринку. Багато фінансових інновацій зменшують недосконалості ринку капіталу та роблять ринки більш повними. Це відкриває нові можливості для розподілу капіталу у часі і просторі, а також для преференцій щодо ризику. Наприклад, нові фінансові інструменти та практики дозволяють фірмам управляти певними ризиками, перекладаючи їх на інвесторів, які можуть краще справлятися з ними.

➤ прозорість та інформація. Фінансові системи генерують та поширюють інформацію

про інвестиційні можливості, ринкові умови та поведінку агентів. Чим краще вони функціонують, тим меншою є асиметричність інформації між фірмами та аутсайдерами, при цьому більший обсяг інформації відображається в цінах акцій та облигацій;

➤ економічна свобода, політичні та соціально-економічні фактори. Економічна свобода означає відсутність обмежень для економічної активності, зокрема це стосується корупції, адміністративного тягаря чи політичного втручання. Також зростає роль соціального капіталу у формі співпраці, етики та довіри.

Очевидно, що якість цих факторів має велике значення для ефективності фінансових систем та їх ролі у покращенні продуктивності та підвищенні темпів зростання.

Р. Мертон визначає шість функцій фінансових систем: (1) розосередження грошових ресурсів у часі і просторі; (2) об'єднання грошових ресурсів; (3) ризик-менеджмент; (4) отримання інформації, необхідної для прийняття рішень; (5) мінімізація ризику недобросовісної поведінки та проблем, пов'язаних з асиметричністю інформації; (6) спрощення платіжної системи [22]. Дж. Фіннерті теж виділяє групу функцій фінансової системи, дві з яких (перерозподіл ризику та зменшення витрат, пов'язаних з агентськими відносинами) відповідають функціям, наведеним Р. Мертоном, а третя (покращення ліквідності) поєднує наведені Р. Мертоном функції переміщення та об'єднання грошових ресурсів [12].

Р. Левін наводить п'ять функцій фінансових систем: виробництво інформації про реальні інвестиції та розподіл капіталу; моніторинг інвестицій та здійснення корпоративного управління після надання фінансування; сприяння торгівлі, диверсифікації та ризик-менеджменту; мобілізація та об'єднання заощаджень; полегшення обміну товарами і послугами [18]. Банк для міжнародних розрахунків користується дещо іншою схемою для визначення функцій фінансових інновацій, фокусуючись на розосередженні ризиків (пов'язаних з цінами та кредитами), покращенні ліквідності та створенні грошових ресурсів для підтримки підприємств, зокрема через кредитування та інвестування.

Однією з найважливіших функцій фінансових систем у забезпеченні економічного зростання є оптимальний розподіл та диверсифікація ризику. Диверсифікований портфель інноваційних проектів знижує ризик, у т.ч. і ризик ліквідності, адже окремі високодохідні

проекти вимагають довгострокового фінансування, тоді як власники заощаджень не бажають втрачати контроль над своїми активами протягом тривалих періодів. Так, продукти, які вироблялися протягом перших десятиріч Промислової революції, були розроблені набагато раніше. Отже, можна зробити висновок, що ліквідність ринку капіталу стала тією критичною інновацією, яка спричинила економічне зростання Англії у XVII сторіччі.

Протягом XX сторіччя набула розвитку традиція критикувати соціальну нерівність, пов'язану з міжнародними фінансовими потоками та прив'язкою цих потоків до трансформацій капіталістичної системи. Велика частина цієї критики виникла з праць К. Маркса, який розглядав гроші та капітал як форму відчуження, що має місце, коли продукти праці більше не створюються через їх внутрішню цінність для тих, хто їх створює, а, скоріше, через цінність в обміні, яка визначається власниками засобів виробництва. Ця концепція грошей застосовувалась у сучасній глобальній фінансовій системі.

Один із способів, яким фінансова глобалізація пов'язувалась із соціальною нерівністю, полягав у наведенні шляхів, якими фінансові трансакції можуть створювати велике багатство для одних та сприяти зубожінню інших. У 1980-х роках контраст між багатством фінансистів у Нью-Йорку та Лондоні та бідністю населення перехідних економік, яким було надзвичайно важко виплачувати позики міжнародним банкам та МВФ, був особливо сильним стимулом для такого аналізу.

Іноді ця нерівність зображується як ефект спекуляції: організація потоків фінансування все більше орієнтувалася на інтереси спекулянтів, а не на функціональні вимоги продуктивних інвестицій. Багатство, створене фінансистами, розглядається як виграш в казино, тобто джерелом цього багатства не є продуктивна робота. Як і в казино, ризики, пов'язані із спекуляцією, наносять шкоду іншим. Тобто, фінансові спекуляції створюють глобальне казино, в якому життя звичайних громадян порушується кризами та волатильністю. Спекуляція відволікає увагу та ресурси від довгострокових виробничих та соціальних інвестицій на користь короткострокової деструктивної діяльності, вигоди від якої отримуються купкою багатіїв.

Провідні фінансові фірми тісно співпрацюють з урядами своїх країн, особливо у США, агресивно просуваючи міжнародні пра-

вила та ідеї, які допомагають цим фірмам розширювати свою діяльність по всьому світу. Зокрема, це стосується правил та ідей, які підтримують необмежену транскордонну мобільність капіталу та вимагають від країн-боржників адаптуватися до вимог глобальних фінансових ринків. Уряд США агресивно просував власні інтереси та інтереси Уолл-Стріт, сприяючи фінансовій глобалізації та забезпечуючи зростання цін на нафту з країн Близького Сходу, щоб створити потік доларів США до американських банків на євrorинках та забезпечити залежність від доларів для перехідних економік, які є імпортерами нафти.

Таким чином, ефективна фінансова система усуває або мінімізує бар'єри для фінансування компаній, сприяючи економічному зростанню. І якщо перші дослідження взаємозв'язку фінансів та економічного зростання виявили певні співвідношення темпів зростання та сукупних показників розвитку фінансового сектора, то наступним етапом має стати ідентифікація конкретних інституційних характеристик та каналів фінансового сектора, які сприяють зростанню. Незважаючи на те, що більш глибокий ступінь фінансового посередництва може бути значним фактором економічного зростання, не можна сказати, що будь-яке розширення діяльності посередників створюватиме вигоди. Так, розширення фінансового сектора у результаті інфляційного створення ліквідності чи погіршення стандартів кредитування не покращить перспективи довгострокового зростання. Таким чином, рецепт зростання не транслюється у стимулювання необмеженого збільшення кількості фінансових посередників.

Наприклад, відомо, що розширення обсягів банківського кредитування сприяє зростанню, проте невідомо, як сприяти розширенню кредитування, не погіршуючи його стандарти. Послідовність етапів розвитку фінансового сектора є надзвичайно важливою з точки зору розробки відповідної політики. Сьогодні можна побачити, як відсутність відповідної інституціональної інфраструктури може погіршити соціально-економічну ситуацію при стрімкому розширенні обсягів кредитування чи спричинити інші проблеми, зокрема у перехідних економіках, які відкрили фондові ринки до того, як створили ефективну систему регулювання ринків цінних паперів. Незважаючи на прийняте законодавство про цінні папери, регуляторні органи не мали досвіду його застосування. Як результат, часто мали місце



зловживання, які загальмували розвиток фондових ринків.

В цілому, розвиток фінансової системи не лише позитивно впливає на соціально-економічний розвиток, але й також створює надмірні боргові зобов'язання і призводить до економічної нестабільності; також мають місце масштабні шахрайства, втрати заощаджень та велика винагорода для спекулянтів, яка може здаватися несправедливою. Неоднозначне ставлення до фінансового сектора асоціюється не лише з цим співвідношенням позитивних та негативних ефектів, але й із занадто складними умовами фінансових контрактів. Оцінка справедливості та правомірності глобальної фінансової системи пов'язана із співвідношенням ризиків та нових можливостей. Домінуюча соціально-економічна роль фінансів полягає, зокрема, в тому, що фінансова система перейшла від простого надання фінансування компаніям до впливу на їх поведінку, що простежується у використанні стратегій злиття та інших фінансових стратегій тими компаніями, які занепокоєні своєю звітністю. Ринок капіталу рухається у напрямі від посередництва до регулювання поведінки фірм або домогосподарств. Капіталістична економіка створює специфічний ієрархічний порядок ринків: ринок грошей керує ринком товарів, розвиток якого керує ринком праці – тобто системою зайнятості.

### Література

1. Кузнєцова Л.В. Вплив фінансової глобалізації, інтернаціоналізації та інтеграції на розвиток банківської системи України / Л.В.Кузнєцова // Вісник Національного університету "Львівська політехніка". Менеджмент та підприємництво в Україні: етапи становлення і проблеми розвитку. – 2007. – № 606. – С. 294-299.
2. Стукало Н. Оцінювання стану розвитку фінансової глобалізації: особливості для України // Міжнародна економічна політика – №4 – 2006.
3. Aghion, P., Peter Howitt, and David Mayer-Foulkes. 2005. "The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence." *Quarterly Journal of Economics*, February, 120 (1): 173-222.
4. Bagehot, W. 1873. *A Description of the Money Market*. Repr., Homewood, IL: Irwin, 1962.
5. Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad. 2005. "Does Financial Liberalization Spur Growth?" *Journal of Financial Economics*, July, 7 (1): 3-55.
6. Berthelemy, J. and A. Varoudakis, 'Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development' (1996) 48 *Oxford Economic Papers* 300.
7. Calderon, C. and Lin Liu, 'The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth' (2003) 72 *Journal of Development Economics* 321.
8. Caselli, Francesco. 2005. "Accounting for Cross-Country Income Differences." in Philippe Aghion and Steven Durlauf (eds.) *The Handbook of Economic Growth*, North Holland, Amsterdam.
9. Chari, Anusha, and Peter Blair Henry. 2004. "Risk Sharing and Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment." *Journal of Finance*, 59 (3): 1295-1324.
10. Ciccone, Antonio, and Elias Papaioannou. 2005. "Human Capital, the Structure of Production and Growth." Centre for Economic Policy Research (London, UK) Discussion Paper.
11. Ferguson, R, P. Hartmann, F. Panetta and R. Portes (2007): "international financial stability", *Geneva Report on the World Economy No 9*, Geneva, 3-4 May.
12. Finnerty, J.D. (1992), "An overview of corporate securities innovation", *Journal of Applied Corporate Finance* 4(4):23-39.
13. Frankel, J. and K. Froot (1990): "Chartists, fundamentalists and trading in the foreign exchange market", *American Economic Review*, 80(2), May, pp. 181-185.
14. Galor, Oded and Zeira, Joseph. 1993. "Income Distribution and Macroeconomics." *Review of Economic Studies*, January, 60 (1): 35-52.
15. Goldsmith, R. *Financial Structure and Development* (New Haven: Yale University Press, 1969).
16. Greenspan, A (2005): "Reflections on central banking", remarks at "The Greenspan Era: Lessons for the Future" – A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City; Jackson Hole, Wyoming, 25-27 August.
17. King, R., and R. Levine. 1993. Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 32 (December): 513-542.
18. Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review* 88 (June): 537-58.
19. Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 2000. Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics* 46 (August): 31-77.

20. Lucas, R. (1988). "On the Mechanics of Economic Development." *Journal of Monetary Economics* 22, 2-42.

21. McKinnon, R I. 1973. Money and capital in economic development. Washington, D.C.: The Brookings Institution.

22. Merton, R.C. (1992), "Financial innovation and economic performance", *Journal of Applied Corporate Finance* 4(4):12-22.

23. Robinson, J. (1952). "The Generalization

of the General Theory." In *The Rate of Interest, and Other Essays*. London: McMillan.

24. Shiller, R. (2007): "Risk management for households – the democratization of finance" paper presented at the 6th BIS Annual Conference, Brunnen, 18–19 June.

Статья поступила в редакцию 02.11.2009

**Н.А. ЕЛИСЕЕНКО,**  
*Донецкий национальный технический университет*

### ИНФОРМАЦИОННО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБМЕН: ПРОТИВОСТОЯНИЕ УГРОЗАМ

Интенсификация отношений по обороту информации между участниками информационно-экономического обмена на современном этапе развития общественных отношений в Украине и мире сопряжена с рядом проблем законодательного, политико-экономического и технологического характера. Существование этих проблем свидетельствует о том, что движение информационных потоков в национальном и международном пространстве подвержено угрозам противозаконного манипулирования информацией со стороны участников информационно-экономического обмена. Результатом таких манипуляций становится искажение информационного потока и, как результат, недополучение экономической выгоды участниками информационно-экономического обмена.

Кроме того, ежегодный дефицит государственного бюджета несет в себе другую группу угроз, связанных с недостаточным финансированием наукоемких отраслей, исследовательской деятельности и информационно-телекоммуникационной инфраструктуры. Это может негативно влиять на международный статус Украины в научно-исследовательской сфере и на возможность полноценной интеграции в международное информационное сообщество.

Таким образом, угрозы, сопровождающие движение информационных потоков в национальном и международном пространстве, свидетельствуют о целесообразности государственного вмешательства в этот процесс. При этом законодательное регулирование информационно-экономического обмена в рамках решения существующих проблем затрагивает не только технологическую и экономическую,

но и идеологическую сторону этого процесса. Следовательно, перераспределение информационных потоков представляется процессом, требующим выработки критериев для определения целесообразности государственного вмешательства в информационно-экономический обмен при соблюдении гражданских прав и свобод, закрепленных национальными и международными законодательными актами.

Многообразие правовых способов регулирования информационных отношений выражено в ряде законодательных актов: закон Украины «Об информации» [1], Доктрина информационной безопасности Украины [2], Закон «О печатных средствах массовой информации (прессе) в Украине» [3], Закон «О телевидении и радиовещании» [4] и др.

Чтобы систематизировать правовую базу, регулируемую информационные отношения и информационную деятельность в Украине, было предложено классифицировать существующие законодательные акты, определяющие деятельность государства по перераспределению информационных потоков, по сферам применения – общего (закон Украины «Об информации» [1]), Доктрина информационной безопасности Украины [2] и т.п.) и отраслевого значения (Закон «О печатных средствах массовой информации (прессе) в Украине» [3], Закон «О телевидении и радиовещании» [4], Закон «О государственной поддержке средств массовой информации социальной защите журналистов» [5] и т.п.). Следовательно, анализ ключевых законодательных актов общего и отраслевого значения представляется возможным способом выявить общие тенденции

© Н.А. Елисеенко, 2010