

ЧИ ІСНУЄ ОСОБЛИВА МОДЕЛЬ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ДЛЯ КРАЇН З ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ?

Розглянуто базові моделі національних фінансових систем та їхні порівняльні характеристики. Проаналізовано відповідність теорії і практики фінансової структури.

This article considers basic models of the financial system and its comparative characteristics. It analyzes the correspondence of theoretical approaches of the financial structure and practice of the financial systems.

Питання оптимальної конфігурації фінансової системи у країнах з перехідною економікою є як теоретичним, так і практичним. Воно стосується, по-перше, визначення необхідного з погляду фінансування розвитку типу фінансової структури, по-друге – формування оптимальних за характером функціонування і моделі ринку цінних паперів, а моделі банківської системи, і моделі фінансового регулювання.

Дискусії щодо ролі фінансової структури, зокрема визначення переваг і недоліків існуючих типів фінансових систем, тривають серед економістів уже понад століття. Відносно нещодавно, коли виникла нагальна потреба у формуванні фінансових систем у великій кількості і країн, що розвиваються, і країн з перехідною економікою, проблема визначення спільного підходу до проектування фінансової структури привернула особливу увагу дослідників [5; 8; 9, 10; 14 та ін.]. Потребували відповіді такі питання: Який з типів фінансової структури найкраще забезпечує економічне зростання? Який з них найбільшою мірою відповідає потребам фінансування розвитку і має впроваджуватися у країнах з виникаючими ринками? Чи існує особлива модель фінансової, у тому числі й банківської, системи для країн з перехідною економікою? Втім слід зазначити, що, незважаючи на значну кількість існуючих досліджень фінансової структури, досі не існує чіткого пояснення появи, розвитку та економічної суті різних фінансових структур, а аналітична основа для їх порівняння тільки починає розвиватися [13, с. 702–703]. Це зумовлює мету даної статті – розглянути базові взаємозв'язки фінансової структури і порівняльні характеристики альтернативних моделей організації фінансових систем і проаналізувати відповідність між теорією і практикою структурування фінансових систем.

Фінансову структуру можна визначити як модель організації фінансової системи, яка відбиває її таксономію – функціональне співвідношення та структурне підпорядкування елементів фінансової системи – інститутів, ринків, фінансових технологій, контрактних зобов'язань (фінансових інструментів) і формальних (правових) і неформальних правил, що задають механізм її функціонування. Важливість фінансової структури зумовлюється тим, що залежно від існуючих інститутів та інструментів, механізмів укладання контрактів і правил, що визначають організацію фінансової діяльності, одні й ті ж функції фінансової системи можуть виконуватися краще або гірше, стимулюючи фінансовий розвиток і економічне зростання або перешкоджаючи їм. Концепція фінансової структури, або архітектури фінансової системи, передбачає, що фінансові структури різних країн відрізняються між собою і змінюються в процесі економічного розвитку кожної окремої країни.

Згідно з поширеним підходом, історично у світі склалися два основні типи структури фінансової системи: фінансові системи, в основі яких знаходяться банки ("банківська" модель, або "банківська" фінансова система), і фінансові системи, що базуються на ринках цінних паперів ("ринкова" модель, або "ринкова" фінансова система). Традиційним прикладом "банківської" фінансової системи тривалий час вважалися фінансові сектори Німеччини та Японії, а "ринкової" – фінансові сектори США і Великої Британії.

Різним типам фінансових структур відповідають:

□ різні моделі функціонування банківської системи (модель універсальної банківської справи чи модель розподіленої банківської діяльності);

□ різні моделі організації ринку цінних паперів (англо-американська і континентально-європейська);

□ різні моделі корпоративного управління в економіці (японо-німецька та англо-американська).

Відповідно, різні типи фінансових структур передбачають і відмінності у фінансовому регулюванні. Універсальні фінансові інститути (які забезпечують широкий набір фінансових послуг) більш складні в управлінні і при здійсненні нагляду за їх діяльністю, аніж вузькоспеціалізовані інститути. Тому вони потребують консолідованого інституційного регулювання. З іншого боку, у фінансових системах з жорстким розподілом сфер операційної діяльності і функцій різних видів фінансових інститутів система фінансового регулювання може бути більш сегментованою і функціональною.

Визначення "банківської" чи "ринкової" моделі фінансової системи залежить насамперед (але не виключно) від рівня функціонального розподілення банківської справи між комерційною та інвестиційною банківською діяльністю та рівня розвиненості ринку цінних паперів, а головні відмінності між ними стосуються рівня фрагментованості і характеру співвідношення структурних сегментів фінансового сектору. Початково відмінності між типами фінансової структури пов'язувалися із джерелами фінансування і фінансового обслуговування промислової сфери (які в різних моделях фінансової організації забезпечуються різними суб'єктами фінансового сектору) і, відповідно, з домінуючим характером структури фінансування підприємств. Але з часом ці розбіжності втратили свою актуальність, особливо у розвинених країнах, а акцент у відмінностях між альтернативними моделями поступово змістився від відмінностей у джерелах фінансування промислових корпорацій до відмінностей у підході до інформаційних проблем.

У цілому ж можна визначити три основні складові, які характеризують базові економічні взаємодії в межах різних типів фінансової структури:

□ домінуючий тип фінансування економіки (через банки чи через фондові ринки);

□ ступінь і характер розкриття інформації (приватна проти публічної);

□ характер корпоративного контролю (прямий з боку банків через борг та володіння чи ринковий через купівлю-продаж акцій).

У теорії фінансової структури основні характеристики альтернативних моделей фінансової організації звичайно узагальнюються на історичному прикладі фінансових систем уже згадуваних чотирьох країн – США і Великої Британії ("ринкові" фінансові системи) проти Німеччини та Японії ("банківські" фінансові системи). Відмінності в поведінці фінансових інститутів, ринків цінних паперів, в умовах фінансування і контролю корпорацій за конкуруючих типів фінансової структури можна визначити таким чином.

"Банківська" фінансова система. У фінансових системах "банківського" типу діють переважно універсальні банки, які надають широкий спектр фінансових послуг, здійснюючи одночасно і традиційну банківську діяльність, і інвестиційну діяльність на ринку цінних паперів. У таких системах домашні господарства зберігають свої заощадження переважно в банках, а останні виступають основним джерелом зовнішнього (отриманого через поередництво фінансової системи) фінансування для корпоративного сектору. Банки, як правило, надають коротко- і довгострокові кредити, а також здійснюють комер-

ційні та інвестиційні банківські послуги. Активність на ринку цінних паперів охоплює андеррайтинг, дилінг і надання брокерських послуг за всіма видами цінних паперів та всіма аспектами бізнесу, пов'язаного із взаємними фондами. Інституційне посередництво розвинене незначним чином, що частково пов'язано з існуючою системою соціального страхування, і переважно контролюється банками. Проте в таких системах компанії значною мірою залежать від внутрішнього фінансування, зокрема завдяки утриманню на балансах пенсійних резервів.

Характерною особливістю "банківської" системи є те, що банки виступають основними інвесторами на ринках акцій і корпоративних боргів, тому вони є одночасно і кредиторами, і акціонерами корпорацій. Це забезпечує тісне зрощування банківського і промислового капіталу і дозволяє банкам здійснювати як прямий, так і опосередкований контроль над корпораціями. Прямий корпоративний контроль спирається на володіння акціями та контрольні права банків як кредиторів. Оскільки банки володіють значною часткою капіталу корпорацій у вигляді акцій, це дозволяє їм мати представництво в раді директорів (отже, доступ до конфіденційної інформації), здійснювати нагляд над діяльністю корпорацій і відігравати активну роль у корпоративному управлінні. А оскільки банки зазвичай володіють значною часткою кредиторських вимог в економіці, то для впливу на рішення керівництва компанії банки можуть також укладати обмежувальні кредитні договори, варіювати строками боргу або здійснювати щодо корпорації політику короткострокового кредитування. Опосередкований банківський контроль над корпораціями виникає в разі, коли банки займаються брокерською чи трастовою діяльністю або управляють взаємними фондами. У такому випадку банки отримують можливість впливати на корпоративне управління, наприклад, через використання прав голосування, що надані їм через зберігання акцій чи трастове управління акціями індивідуальних інвесторів.

Унаслідок тісного зв'язку банківського і промислового капіталу компанії мають довгострокові фінансові відносини виключного характеру з обмеженим колом кредиторів і акціонерів. З одного боку, довгострокові взаємовідносини між банками і компаніями зменшують інформаційну асиметрію у фінансовій системі і роблять приватну інформацію більш важливою, ніж публічна. З іншого – домінування в корпоративному управлінні банків обмежує права міноритарних акціонерів, а відсутність детальної фінансової інформації не стимулює індивідуальних інвесторів до вкладання коштів у акції. У результаті чого фондові ринки у фінансових системах "банківського" типу залишаються недостатньо розвиненими.

Отже, у "банківських" фінансових системах банки відіграють головну роль у мобілізації заощаджень, розміщенні капіталу, у контролі за рішеннями корпоративних менеджерів щодо основних напрямів політики корпорацій, у той час як базові обігові фінансові інструменти – і акції, і облигації, і комерційні папери – функціонують як банківські продукти поряд з традиційними банківськими кредитами і депозитами. Відповідно, особливістю балансової структури основних макроекономічних секторів у фінансових системах "банківського" типу є зосередження фінансових активів (позик та акцій) у банківському секторі, низький рівень активів інституціональних інвесторів щодо ВВП, висока частка банківських позик у зобов'язаннях корпорацій тощо.

"Банківській" фінансовій системі, яка функціонує у більшості країн континентальної Західної Європи, відповідає континентально-західноєвропейська модель фондового ринку. На ринку цінних паперів знаходяться в обігу насамперед облигації великих банків, державні і муніципальні облигації. Акції більшості компаній не котируються; ті ж акції, які мають котирування, утримуються кількома крупними акціонерами. Поширення є перехресне володіння акціями між компаніями, спрямоване не стільки на здійснення контролю, скільки на зміцнення альянсів. Оскільки переважна частка акцій знаходиться у контрольному пакеті, то перехід компанії з

рук у руки – зміна власника контрольного пакета – неможлива без згоди її власника. Тому кількість поглинань у "банківських" системах є незначною. З іншого боку, поширенню практики поглинання заважає і велика частка акцій, що не котируються.

При цій моделі на фондовому ринку домінують банки, через які проходить основна маса доручень на укладання угод з цінними паперами, завдяки чому вони фактично концентрують попит і пропозицію на ринку цінних паперів. Як наслідок, фондові ринки в "банківських" системах відносно невеликі за масштабами і ліквідністю, а операції з цінними паперами мають порівняно менш відкритий характер (принаймні для осіб, які не є членами ринку).

"Ринкова" фінансова система. У "ринкових" фінансових системах, на відміну від "банківських", існує відокремлення інвестиційної і банківської діяльності. Це означає, що комерційні банки або не мають законодавчого дозволу здійснювати інвестиційні операції з акціями (як у США до 1999), або функціонально обмежують інвестиційну діяльність з корпоративними цінними паперами (як у Великій Британії), зосереджуючись здебільшого на короткостроковому кредитуванні та наданні інших комерційних банківських послуг.

Ринки цінних паперів конкурують з банками за залучення заощаджень населення, здійснення корпоративного контролю та управління ризиками. Наразі банківські депозити не є основним інструментом заощадження та інвестування для домашніх господарств, а корпорації для залучення необхідних їм фінансових ресурсів поряд з банківським кредитуванням застосовують випуск акцій та облигацій. Через ринок цінних паперів залучається значна частина зовнішнього корпоративного фінансування, а найбільш важливим джерелом його є інституційні інвестори, зокрема пенсійні фонди. Відповідно, банки відіграють відносно меншу роль у фінансуванні корпоративного сектору, аніж в орієнтованих на банки фінансових системах. Як наслідок, балансова структура макроекономічних секторів при фінансовій системі "ринкової" типу характеризується переважанням в активах фінансового сектору акцій та облигацій, невеликим щодо ВВП розміром банківського сектору, високою часткою ринкових цінних паперів (облигації, акції, інструменти грошового ринку) у зобов'язаннях корпорацій.

Характерною особливістю "ринкової" фінансової системи є широкий розвиток ринку цінних паперів (включаючи ф'ючерсні й опціонні ринки), який є набагато більш активним механізмом випуску і торгівлі цінними паперами, ніж у "банківських" фінансових системах. Він надає численний спектр фінансових інструментів і завдяки цьому забезпечує широкий і різноманітний можливості як для інвестування і диверсифікації інвестиційних портфелів, так і для залучення корпоративного фінансування.

За такої системи відсутній дієвий механізм "внутрішнього" контролю за діями корпоративного менеджменту – з боку як фінансових посередників, так і індивідуальних інвесторів. З одного боку, як правило, існують жорсткі обмеження щодо нагляду і контролю над корпорацією з боку як банків, так і небанківських фінансових посередників – пенсійних фондів, страхових компаній, взаємних фондів тощо. З іншого – внаслідок розпорошеного володіння акціями контроль за менеджерами з боку індивідуальних інвесторів потребує значних витрат і на практиці є частковим. Це надає менеджменту значну свободу дій і дозволяє приймати рішення, які не завжди вигідні для акціонерів. Відтак корпоративне управління з боку інвесторів є посереднім і відбувається шляхом продажу акцій компаній, діяльність яких не відповідає цілям акціонерів. Основою прийняття фінансових рішень виступає інформація, що базується на котируваннях цінних паперів і показниках дивідендних виплат. У зв'язку з цим однією з необхідних умов для ефективного функціонування "ринкової" фінансової системи є публічне розкриття великого обсягу фінансової інформації щодо діяльності корпорацій. Тому домі-

нує публічна інформація, а не приватна. Моніторинг діяльності корпорацій здійснюється спеціалістами, такими, наприклад, як рейтингові агенції і фірми венчурного капіталу, комерційні та інвестиційні банки. Прикладом такого моніторингу може слугувати незалежний аудит фінансової звітності корпорацій.

"Ринковий" фінансовій системі відповідає англосаксонська модель фондового ринку. Вона характеризується тим, що основна маса акцій вільно обертається на ринку, контрольні пакети акцій відносно невеликі, а в торгівлі цінними паперами домінують інституціональні інвестори – пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні і взаємні фонди та ін. Акції та корпоративні облигації знаходяться у власності домашніх господарств – безпосередньо, або через інститути небанківського фінансового посередництва. Перехресного володіння акціями між компаніями майже не спостерігається. Фондовому ринку притаманна висока прозорість і відкритість, які значною мірою базуються на надійній фінансовій інформації. У цілому фондові ринки в економіках з "ринковою" фінансовою системою високо розвинені і демонструють великий обіг коштів і ліквідність.

Завдяки невеликому розміру контрольного пакета, за даною моделі існує реальна можливість скупити значну кількість акцій і сформувати контрольний пакет. За неефективного управління компанією (коли дивіденди скорочуються, ринкова ціна акцій падає) виникає висока ймовірність її поглинання, оскільки єдиним механізмом контролю, який є в розпорядженні індивідуальних інвесторів, виступає "вихід" з фондового ринку. Тому поширеною є практика несумлінного (ворожого) поглинання – всупереч бажанням менеджменту корпорацій. Несумлінне поглинання виступає засобом контролю над менеджерами, яке не дозволяє їм надувати своїм становищем щодо акціонерів. Загроза поглинання корпорації і навіть її обнародування діє як обмежувач поведінки менеджерів. Відповідно, ринки цінних паперів у "ринкових" фінансових системах – через механізм злиття і поглинання – виступають важливим чинником корпоративного управління.

Проте відмінності між різними типами фінансової структури можуть мати і більш широкий характер, оскільки вони пов'язані також з поведінковою різницею на макрорівні. Це насамперед стосується механізму монетарної трансмісії, адже зміни у грошово-кредитній політиці (політиці відсоткових ставок чи грошовій базі) впливають на стан фінансових ринків і реальний сектор економіки в різний спосіб – через зміну ринкових відсоткових ставок, цін на фінансові активи, валютний курс, загальну ліквідність та умови кредитування економіки. Залежно від існуючої фінансової структури і відповідної їй поведінки корпорацій, змінюється й ефективність впровадження монетарної політики через різні трансмісійні канали, відповідним чином мають змінюватися і домінуючі механізми впливу грошово-кредитної політики. Так, у країнах з більшою залежністю від банківського фінансування ("банківські" фінансові системи) відносно важливішими є "кількісні" трансмісійні механізми (ефект банківських позик, балансовий ефект тощо), тоді як у "ринкових" системах відносно сильнішими є "вартісні" (наприклад, ефект ціни активів).

Ні теорія, ні практика не дають однозначної відповіді на питання щодо оптимальної структури фінансової системи. Кожна з моделей її організації має відносні переваги і недоліки, своїх прихильників і критиків. У межах загальної аргументації на користь "банківської" чи "ринкової" фінансових систем, по-перше, акцентується увага на проблемах, що пов'язані з функціонуванням альтернативної моделі фінансової архітектури, а, по-друге, визначаються порівняльні переваги даної моделі. До поширених недоліків фінансових систем, що базуються на ринках прихильників "банківських" систем, відносять характер поширення інформації, неефективність корпоративного контролю, високу залежність компаній від фондового ринку тощо, і спричинену цим неефективність розміщен-

ня ресурсів в економіці [20; 21]. Прихильники ринково-орієнтованої фінансової структури, навпаки, акцентують увагу на слабкості "банківських" фінансових систем. Вони стверджують, що великі банки мають тенденцію захоплювати фірми здійснювати занадто консервативні інвестиційні проекти, стримують інновації через прагнення до отримання інформаційної ренти і захисту споріднених з ними фірм від конкуренції, встановлюють високі відсоткові ставки, унаслідок чого підприємства залишаються з низькими доходами і втрачають стимули до розробки нових продуктів [6; 18; 23].

Зрештою, існує й більш широкий підхід до визначення порівняльних переваг "банківської" та "ринкової" фінансових структур. В його основі – ідея про те, що фінансова структура з часом змінюється, оскільки в процесі розвитку економічні системи розвиваються, і разом з ними еволюціонують і фінансові структури, і правові системи. Відповідно, прихильники цього підходу визнають, що банки є важливими для економічного зростання за одних умов, на той час як ринки цінних паперів мають більшу важливість за інших альтернативних умов, а тому не надають перевагу жодному із означених типів фінансових структур. Так, Дж.Бойд і Б.Сміт аргументують, що оптимальність фінансової структури змінюється з доходом на душу населення [7]. Згідно з їхньою моделлю, банки відіграють особливу важливу роль на низьких рівнях економічного розвитку. Зі зростанням доходу, однак, ефективнішими стають фінансові системи "ринкового" типу, коли ринки цінних паперів починають більш активно впливати на економічне зростання. Отже, у міру економічного розвитку країни отримують більші вигоди від становлення більш "ринкових" фінансових систем. Ф.Аллен і Д.Гейл пов'язують оптимальність фінансової структури з технологічними змінами і структурою виробництва [4]. Як вони стверджують, банки мають перевагу проти ринків цінних паперів для секторів економіки зі сталими технологіями і проектами. За цих умов банківський моніторинг ефективно виявляє і коригує відхилення від норми прибутковості проектів. І навпаки, у технологічно передових секторах економіки, де триває процес технологічних перетворень, модифікується продукція, що випускається, швидко змінюється ринкова структура тощо, ринки цінних паперів здатні більш ефективно оцінювати нові напрями діяльності і забезпечувати ці сектори фінансовими ресурсами. Відповідно, ринки цінних паперів необхідні в ситуації швидкого розвитку технологій, тоді як банки – в умовах сталих технологій. Натомість інші економісти (Р.Райан, Л.Зінгалес, О.Ерранго) вважають, що оптимальність фінансової структури залежить від характеру правової системи країни [10; 19]. На їхню думку, фінансові системи "банківського" типу мають порівняльні переваги у країнах з недостатньо розвиненими правовими системами, яким притаманні слабкі стандарти захисту прав акціонерів і недостатньо забезпечені права власності. У країнах зі слабкими інститутами банки здатні більш ефективно виявляти інформацію про фінансовий стан фірм і мають можливість змусити фірми сплачувати їхні борги, аніж атомістичні ринки цінних паперів, і завдяки цьому краще сприяють економічному зростанню. Згідно з цим підходом, економіки отримують вигоду від становлення більш "ринкових" систем лише за умов удосконалення їхніх правових систем.

Як бачимо, позиції щодо ефективності різних типів фінансових систем, їхнього впливу на економічний розвиток – різні. На перший погляд здається, що розбіжності між розглянутими типами фінансової структури дуже істотні. Але ці відмінності навряд чи варто перебільшувати. Найважливішу роль у цьому зв'язку відіграють дві обставини. З одного боку, існують істотні розбіжності між теорією фінансової структури і практикою структурування фінансових систем. З іншого – в процесі фінансового розвитку відбувається еволюція фінансових систем, яка виявляється у тому числі й у трансформації їх фінансо-

вої структури. Як наслідок, означені раніше відмінності між різними типами фінансової структури на практиці не є настільки очевидними, як в теорії.

Перше, на що слід звернути увагу – у науковій літературі не існує загальноприйнятого чіткого визначення "банківської" і "ринкової" фінансових систем, а теоретичні моделі фінансової структури недостатньо точні в плані відповідності їх безпосередній практиці навіть тих країн, досвід яких покладений в основу моделей. Скажімо, у Великій Британії ("ринкова" фінансова система) банки мають широкі права у здійсненні операцій з цінними паперами і щодо володіння нефінансовими фірмами, у страховій діяльності та операціях з нерухомістю, які фактично відповідають характеру універсальної банківської діяльності "класичної" фінансової системи "банківського" типу – німецькій, тоді як в Японії ("банківська" фінансова система) на діяльність банків у сфері цінних паперів накладається більше обмежень, ніж у взірцево обмеженій (до 1999) "ринковій" фінансовій системі США.

Одна з причин цього – різноманітність історичного досвіду розвитку фінансових систем і моделей розвитку корпоративного фінансування. Національні фінансові системи навіть країн з однаково визначеною фінансовою структурою (приміром, "банківською") відрізняються одна від одної генезою, масштабами і характером фінансового розвитку, формами і ступенем взаємозв'язку з промисловістю, методами впливу на економіку тощо. До того ж важливими факторами формування структури фінансових систем є регулювання, оподаткування й організація соціального забезпечення, які значно відрізняються між країнами. Результатом чого є не лише різна організаційна структура фінансових систем чи моделі взаємозв'язку між фінансовим і реальним секторами економіки, а й відсутність однозначного термінологічного визначення базових понять, що пов'язані з визначенням фінансової структури. Так, є два основних способи застосування терміна "універсальна банківська справа", у межах контексту яких існує також низка подальших відмінностей. Одне – вузьке визначення універсальної банківської справи – стосується спроможності банку (депозитного інституту) залучатися до широкого діапазону фінансових послуг і, зокрема, до бізнесу цінних паперів. Друге – широке визначення (яке має відношення, наприклад, до ситуації в Німеччині) – стосується спроможності банку (депозитного інституту) не лише надавати повний спектр фінансових послуг, а й володіти нефінансовими корпораціями та контролювати їх. На додаток до цих двох базових визначень універсальної банківської справи часто робляться посилення на японську модель "кейрецу", де між банківськими інститутами і нефінансовими корпораціями поряд з перехресним володінням акціями існують довгострокові контрактні відносини, що розширюють контрольні права банків і забезпечують їх приватною інформацією про діяльність фірм [11]. Тенденція з розподілом контрольних прав та інформації в Японії відповідає ситуації, що спостерігається у країнах, де у фінансовій системі домінують банки: стабільні довгострокові відносини фірм з постачальниками кредиту, стабільне володіння як боргом, так і акціонерним капіталом, поширення механізму перехресного володіння акціями, велика частка акцій промислових корпорацій у власності банків (до 5 % випущених акцій будь-якої компанії) тощо. Відмінною рисою є тенденція до створення корпоративних угруповань, суб'єкти яких незалежні як від зовнішніх інвесторів, так і від банків, що не входять до корпоративної групи, а механізм мобілізації капіталу кожної групи відбувається на колективній основі через головний банк групи [1]. Ступінь інтеграції між банками і промисловістю дає підставу визначати Японію саме як "банківську" фінансову систему, хоча на операційну діяльність банків у сфері цінних паперів тут накладаються жорсткі обмеження і у строгому розумінні їх не можна розглядати як універсальні інститути.

Такого роду розбіжності між теорією і практикою фінансової структури виявляють себе і на рівні розподілу фінансових активів і зобов'язань між макроекономічними секторами. Дослідження балансової структури основних макроекономічних секторів показують, що теоретичне розмежування фінансових структур на "банківські" і "ринкові" не є достатньо обґрунтованим з погляду фактичного стану речей. Наприклад, "ринкова" Велика Британія на практиці має істотні характеристики "банківської" фінансової системи, такі як великий банківський сектор, незначний розвиток взаємних фондів, відносно низький рівень володіння акціями з боку домашніх господарств, великий корпоративний борг щодо ВВП тощо. З іншого боку, балансова структура "банківських" фінансових систем континентально-європейських країн характеризується особливостями, притаманними "ринковій" фінансовій структурі. Так, серед банківських активів Німеччини частка облігацій майже втричі перевищує частку акцій, французькі та італійські домашні господарства володіють більшою часткою акцій, ніж британські, а активи континентальних взаємних фондів (щодо ВВП) істотно перевищують їх рівень у Великій Британії [8, с. 86–94].

Проте навіть якщо врахувати, що парадигмам фінансової структури не вистачає однозначності і точності, сучасна побудова національних фінансових систем не дає можливості чітко розмежувати їх на суто "ринкові" чи суто "банківські". Зокрема, у багатьох країнах, що розвиваються, банки традиційно спеціалізуються на торговому і короткостроковому фінансуванні, у той час як спеціалізовані фінансові інститути (фінансові інститути розвитку) забезпечують довгострокове промислове та інвестиційне фінансування. Більш того, у багатьох країнах, що розвиваються, держава (уряд) відіграла і відіграє значну роль у фінансових системах як за рахунок володіння фінансовими інститутами, так і внаслідок прямого розподілу фінансових ресурсів. Ці дві згадані форми організації фінансової системи більш доречно можуть бути охарактеризовані як орієнтовані на кредити або орієнтовані на державу. Але в будь-якому разі спільною їх рисою з "банківською" фінансовою системою є переважання у структурі фінансування підприємств банківських позик на противагу корпоративним цінним паперам. Тому їх звичайно розглядають як фінансові системи, що базуються на банках [2]. А це принаймні означає, що не всі фінансові системи "банківського" типу передбачають функціонування банків як універсальних фінансових інститутів.

Те саме стосується і концентрації корпоративної власності і корпоративного контролю. "Класичним" атрибутом "ринкової" фінансової системи виступає корпорація, яка характеризується розподілом акцій серед великої кількості акціонерів, а "банківської" – висока частка корпоративної власності, що припадає на банки. Дослідження розподілу корпоративної власності показують, однак, що подібна структура відносин власності і контролю не є типовою. Корпорації з розосередженим володінням притаманні обмеженій кількості країн світу з різними типами фінансової структури. Найширше вони представлені в таких країнах, як Велика Британія, США, Канада, Японія, Швейцарія та Австрія, тоді як у більшості країн спостерігається висока концентрація акціонерної власності, коли переважна частка акцій зосереджена у відносно невеликій кількості власників. Найбільше поширення концентрація власності має у країнах, що розвиваються, а також у тих розвинених країнах, які характеризуються порівняно меншою "глибиною" фінансових структур. Наприклад, у Греції на такі компанії припадає 75,2 %, у Туреччині – 70,9 %, в Ізраїлі – 58,0 % ринкової капіталізації всіх корпорацій. Відповідно, частка великих компаній, де найбільший акціонер контролює менш ніж 10 % голосів, у Німеччині складає 35 %, у Франції – 30 %, в Італії та Іспанії – 15 %, а в деяких країнах (Аргентина, Бразилія, Мексика) великих корпорацій з розосередженою структурою володіння акціями взагалі не існує. Характерно, що при цьому в

багатьох країнах домінуючим типом акціонерної власності залишається сімейне володіння. Так, у виборці, яка базується на 20 найбільших корпораціях кожної країни, у сімейному володінні перебуває 50 % усієї акціонерної власності в Бельгії, Ізраїлі, Греції, 45 % – у Швеції і Португалії. Ще більшою є частка сімейної власності серед компаній середнього розміру і дрібних фірм [3]. Зрозуміло, що за таких обставин істотно змінюється взаємозв'язок між акціонерною власністю і корпоративним управлінням. Представники сімей нерідко безпосередньо беруть участь в управлінні корпорацією. Таке зближення власності та управління не гарантує не лише оптимального, а й професійного управління, а запрошені менеджери мають обмежену незалежність у прийнятті рішень. І в будь-якому випадку – корпорації з концентрованою власністю, а надто сімейною, незначною мірою піддаються впливові регулювання з боку ринку.

Невідповідність теоретичних моделей фінансової структури реаліям фінансового розвитку не дозволяє повною мірою застосовувати їх для визначення і дослідження фінансової структури тих чи інших країн. Більш доречно говорити про орієнтацію фінансових систем різних країн на переважно "банківський" чи переважно "ринковий" тип фінансової структури, а не про впровадження "ринкової" чи "банківської" моделі фінансової системи.

Проблема визначення типу фінансової системи на практиці ускладнюється й тим, що з 90-х рр. ХХ ст. спостерігається значна переоцінка ролі визначеної фінансової структури і в теорії, і на практиці, результатом чого стала трансформація і "банківської", і "ринкової" моделей фінансової структури. Основна причина цього процесу – вплив на національні фінансові системи лібералізації та глобалізації фінансових ринків, збільшення масштабів і швидкості переміщення потоків капіталів між країнами (забезпечених новітніми інформаційними технологіями), інтеграція міжнародних і національних фінансових ринків у цілісну систему єдиного світового фінансового ринку, які потребували реформування та адаптації структури фінансових систем до нових умов. Процес трансформації "банківської" фінансової структури характеризується розвитком ринків цінних паперів і збільшенням ролі інституціональних посередників у фінансових системах. Базовий напрям трансформації "ринкової" фінансової структури – скасування обмежень на операційну діяльність комерційних банків та поширення універсалізації банківської справи. У результаті в розвинених країнах сформувалася тенденція до конвергенції різних типів фінансової структури. "Банківські" фінансові системи рухаються в напрямі "ринкових", розвиваючи ринки акцій та інститути інвестиційного посередництва (країни континентальної Європи), а ринково-орієнтовані фінансові системи – у напрямі "банківських", впроваджуючи універсальну банківську діяльність (США, Канада). Наразі динамічний характер змін фінансової структури стає додатковим фактором, який не дає можливості чітко та однозначно розмежовувати існуючі національні фінансові системи на "банківські" і "ринкові".

У зв'язку з невідповідністю теоретичних моделей реаліям фінансового розвитку постає проблема вимірювання чи оцінки фінансової структури. Для визначення фінансової структури необхідний достатньо чіткий критерій – міра фінансової структури. Проте в економічній літературі не існує єдиного бездоганного економічного критерію чи набору економічних показників, за допомогою (чи на основі) яких можна визначити характер – "банківський" чи "ринковий" – фінансової структури будь-якої з країн. Дослідження фінансової структури на рівні окремих країн, як правило, застосовують якісні, специфічні для даної економіки виміри фінансової структури. Так, у Німеччині це ступінь банківського володіння акціями і правами голосування, в Японії – наявність у корпорації "головного" банку, а в США – роль поглинань у механізмі корпоративного контролю [14, с. 4]. Проте оскільки фінансові структури і взаємовідносини між фінансовим і корпоративним секторами відріз-

няються між країнами, то застосування таких специфічних індикаторів фінансової структури є складним або навіть неприйнятним при дослідженні фінансової структури інших країн чи проведенні порівняльного міжкраїнного аналізу фінансових систем.

Проблема неадекватності якісних показників потребам порівняльного аналізу актуалізує кількісну оцінку фінансової структури. Типовими, але далеко не бездоганними економічними показниками, які використовуються з цією метою, є ринкова капіталізація, рівень банківського кредитування, ліквідність фондового ринку (сукупна вартість торгівлі на фондовому ринку, коефіцієнт обігу), накладні витрати в банківському секторі, фінансові активи і зобов'язання макроекономічних секторів тощо. Однак проблема в тім, що застосування стандартних кількісних показників може давати викривлену і суперечливу картину фінансової структури, особливо для нерозвинених фінансових систем. Так, розмір внутрішнього фондового ринку характеризує показник ринкової капіталізації, а розмір банківського сектору – показник внутрішнього кредиту. Їхнє співвідношення (оцінене щодо ВВП) має відбивати "ринковий" (вищий показник капіталізації) чи "банківський" (вищий показник банківського кредиту) тип фінансової структури. Як показує Р. Левін, згідно з цим показником, наприклад, Гана і Зімбабве мають бути ідентифіковані як "ринкові" фінансові системи [14, с. 12–14]. Хоча в дійсності жодна з них не має ліквідного і високорозвиненого фондового ринку, просто їхній банківський сектор надто малий і нерозвинений за міжнародними стандартами. Це підтверджується оцінкою фінансової структури цих країн за іншими показниками. Так, ті ж самі Гана і Зімбабве, оцінені за показником ефективності ринкового і банківського секторів (співвідношення показника сукупної вартості торгівлі на фондовому ринку і показника накладних витрат у банківському секторі) мають ідентифікуватися як "банківські" фінансові системи, оскільки ефективність банківського сектору перевищує ефективність фондового ринку. Реальна ж причина – ці країни мають неефективний фондовий ринок, а не ефективно функціонуючі банки. Тобто фактично проблема лежить у площині рівня фінансового розвитку і слід говорити про нерозвинену фінансову структуру в цих країнах.

Відсутність чітких стандартних кількісних критеріїв типологізації структур фінансових систем призводить до того, що багато з оцінок фінансової структури мають суб'єктивний характер й іноді суперечать одна одній. Так, згідно з дослідженням архітектури фінансової системи, здійсненого В. Шолтенсом, банки домінують у таких країнах, як Австрія, Бельгія, Італія, Німеччина і Швейцарія, а їхній вплив на приватний сектор економіки найвищий в Австрії, Великій Британії, Нідерландах, Німеччині, Швейцарії, Японії тощо. Наразі розвинені ринки облігацій мають Велика Британія, Данія, Німеччина, Швейцарія і Швеція, у той час як найрозвиненіші ринки акцій існують у Великій Британії, США та Швейцарії [22]. Натомість дослідження Т. Бека і Р. Левіна показує, що оцінені за такими показниками, як ринкова капіталізація, сукупна вартість торгівлі на фондовому ринку і вимоги комерційних банків до приватного сектору, такі країни, як Бельгія, Велика Британія, Нідерланди, США, Швеція, Японія, мають бути класифіковані як "ринкові" фінансові системи з великим, розвиненим та активним фондовим ринком, тоді як Австрія, Іспанія, Італія, Німеччина, Франція належать до країн з "банківськими" фінансовими системами [5].

З методологічного погляду відсутність однозначних критеріїв і кількісних показників оцінки фінансової структури, як і невідповідність між теоретичними моделями і сформованою на практиці фінансовою структурою, зумовлює потребу в широкій сумарній оцінці структури фінансових систем, яка охоплює й аналіз минулих тенденцій розвитку фінансової системи (оскільки історія має значний вплив на поточні характеристики фінансового розвитку), і дослідження основних передумов і