

вати на суб'єктів господарської діяльності, слід вжити заходи щодо оптимального впливу на процес суспільного відтворення (макроекономічні параметри, галузеві структури виробництва, ціни і грошово-фінансові потоки) для підтримки національної економічної безпеки України.

Теорія безпеки має практичне значення, тільки якщо вона органічно включає у свою структуру теорію граничних значень об'єкта. Вірогідність оцінки рівня економічної безпеки залежить від правильності визначення кількісних параметрів граничних значень. При цьому множинність граничних значень, різниці за своїм змістом і характером, вимагає практично такої ж множинності методів їхнього розрахунку, що не можуть бути раз і назавжди даними. Залежно від конкретної економічної ситуації вони повинні змінюватися під впливом обставин так само, як і сам перелік граничних значень і методи їхнього розрахунку. Звичайно, загальні методологічні підходи до визначення граничних значень можуть і мають бути досить стійкими.

Надзвичайно важливо здійснювати постійний моніторинг зазначених основних індикаторів для визначення рівня забезпечення економічної безпеки. На особливу увагу з огляду економічної безпеки заслуговує моніторинг макроекономічного і фінансового розвитку та політики та структурної політики України за такими показниками:

1. *Моніторинг макроекономічного і фінансового розвитку та політики:* індикатор цін (щомісячно); валютний курс (щотижнево); ВВП (щоквартально); інвестиції (щоквартально); зайнятість та безробіття (щомісячно); показники бюджетної політики; показники монетарної політики (щомісячно); звіт про реструктуризацію та приватизацію в агропромисловому секторі; кількість неплатоспроможностей та банкрутств; зовнішня торгівля (щомісячно); платіжний баланс (щоквартально); звіт про виконання та вирішення будь-яких нових прострочених заборгованостей.

2. *Моніторинг структурної політики:* перелік товарів, на які поширюються адміністративні та відповідні ціни; перелік товарів, на які поширюється квотування експорту та ліцензування; звіт про хід приватизації; кількість приватизованих об'єктів такої приватизації; звіт про приватизацію середніх і великих підприємств; детальний список по районах і секторах приватизованих середніх і великих підприємств; звіт про розвиток земельної реформи

Україні в зовнішньоекономічній діяльності особливо слід враховувати географічний фактор. Зокрема, факт надмірної її залежності від Росії, яка є домінуючим постачальником в Україну деяких стратегічних товарів, насамперед критичного імпорту, та споживачем значних обсягів вітчизняної продукції, слід вважати серйозною загрозою національній економічній безпеці.

Те саме стосується і необхідності диверсифікації експорту та імпорту. Висока концентрація торгівлі окремими товарами посилює залежність держави від зовнішнього впливу.

Значної шкоди економічній безпеці України завдає приховування суб'єктами зовнішньоекономічної діяльності валютної виручки за кордоном, а також експорт вітчизняних товарів за демпінговими цінами.

Кількісні індикатори значно розрізняються між собою за змістом і методами розрахунків. Разом із тим для граничних значень, офіційно встановлених і затверджених центральними органами виконавчої влади, необхідно відібрати досить обмежений перелік показників, здатних у той же час досить повно відбити стан економіки з позиції економічної безпеки.

Установлювані за умови припустимої небезпеки значення індикаторів, які прийняті за граничні, мають передбачати автоматичне застосування системи превентивних і регулювальних заходів відповідних державних установ та інституцій.

Для побудови системи економічної безпеки найважливіша властивість індикаторів – це їхня взаємодія, яка існує завжди, але тільки за певних умов наростання сили небезпеки вона виходить за визначені межі, здобуває екстремальний характер і стає очевидною. Нагромадження інформації про чисельні параметри такої взаємодії необхідне для визначення соціально-економічних наслідків прийнятих макроекономічних рішень, оцінки значущості тих або інших загроз економічній безпеці.

1. Аникин А.В. История финансовых потрясений. Российский кризис в свете мирового опыта. – М., 2002. 2. Барановський О.І. Фінансова безпека / НАН України. Ін-т економічного прогнозування. – К., 1999. 3. Береза І.В. Економічна безпека зовнішньоекономічної діяльності АПК: Автореф. дис. ... канд. екон. наук. 08.07.02 / НАН України, Ін-т економіки. – К., 1999. 4. Бінько І.Ф., Базиліук Я.Б., Коваленко С.О. Політика протекціонізму як складова економічної безпеки України / Рада нац. безпеки і оборони України: Нац. ін-т стратегічних досліджень. – К., 1997. 5. Бурцев В. Основные условия государственной финансовой безопасности // Экономист. – М., 2001. – № 9. – С. 70–72. 6. Гаджиев С.Г. Национальная безопасность и внешние запозичення країн з транзитивною економікою. // Актуальні пробл. міжнар. відносин. Збірник наук. праць. – К, 2001. – Вип. 26. – С. 472. 7. Губський Б.В. Економічна безпека України: методологія виміру, стан і стратегія забезпечення. – К., 2001. 8. Ермошенко М.М. Фінансова безпека держави: національні інтереси, реальні загрози, стратегія забезпечення / Київ. нац. торговельно-економічний ун-т. – К., 2001. 9. Мунтіян В.І. Економічна безпека України. – К., 1999. 10. Новікова О.Ф., Покотиленко Р.В. Економічна та соціальна безпека у контексті регіональної політики: проблеми та шляхи розв'язання // Актуальні пробл. міжнар. відносин. Збірник наук. праць. – К., 2001. – Вип. 26. – С. 53. 11. Пастернак-Таранушенко Г. Економічна безпека держави. Статистика процесу забезпечення: Підручник для державних службовців, науковців, студентів і аспірантів / Київ. екон. ін-т менеджменту / Богдан Кравченко (ред.). – К., 2002. 12. Сенчагов В.К. Экономическая безопасность: геополитика, глобализация, самосохранение и развитие (книга четвертая) / Институт экономики РАН. – М., 2002. 13. Сухоруков А., Острий О. Тенденції світового руху підприємницького капіталу та економічна безпека України // Глобалізація інвестиційних процесів та фінансова безпека України. Матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (Київ, 27 червня 2001 р.). – К., 2001. – С. 103. 14. Шлемко В.Т., Бінько І.Ф. Економічна безпека України: сутність і напрями забезпечення / Рада нац. безпеки і оборони України; Нац. ін-т стратегічних досліджень. – К., 1997. 15. Bustelo Pablo. Novelities of financial crises in the 1990s and the search for new indicators / Emerging Markets Review № 1. – 2000. – P. 229–251. 16. Vlaar, P.J.G. Early Warning Systems for Currency Crises / Mimeo, Netherlands Bank. – 2000.

Надійшла до редколегії 25.11.04

О.В. Сніжко, канд. екон. наук

ПРОБЛЕМИ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ ФІНАНСОВОЇ СТРУКТУРИ ТА ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

Розглянуто основні теоретичні підходи до аналізу взаємозв'язку між фінансовою структурою та економічним зростанням. На основі узагальнення даних емпіричних досліджень визначено основні принципи формування фінансової структури для країн з ринками, що формуються.

This article considers principal theoretical approaches to the analysis of the relationship between financial structure and economic growth. The fundamentals of formation of financial structure of emerging markets are determined based on generalization of empirical studies data.

Стратегія розвитку перехідних економік на основі прискореного економічного зростання ставить питання про джерела фінансових ресурсів, необхідних для реалізації цієї моделі. Проблема наявності капіталу для фінансування розвитку є актуальною областю аналізу економіки перехідного періоду, вивченню якої присвячені роботи багатьох як вітчизняних, так і зарубіжних авторів

[1–7]. Проте детальному дослідженню впливу фінансової структури на економічний розвиток у вітчизняній літературі приділяється недостатня увага. Найчастіше досліджується загальний вплив фінансової системи країни на реальний сектор економіки в рамках таких його наслідків, як монетизація економіки чи рівень фінансування капіталовкладень, тоді як проблема визначення такої моделі

фінансової системи, яка здатна забезпечити оптимальну структуру фінансування підприємницького сектору і, отже, довгострокове економічне зростання, залишається поза межами аналізу. У зв'язку з цим постає потреба у висвітленні існуючих у світовій економічній думці підходів до розуміння взаємозв'язку фінансової структури та економічного розвитку. Це зумовлює мету даної статті – розглянути концептуальні основи взаємозв'язку між фінансовою структурою та економічним зростанням, проаналізувати характер існуючого взаємозв'язку на основі наявних емпіричних досліджень, і на цій основі визначити ймовірні принципи формування фінансової структури для країн з перехідною економікою.

Незважаючи на очевидність впливу наявності розвинутого фінансового сектору на економічне зростання в країні, однозначного пояснення щодо характеру і причинності взаємозв'язку між фінансовим розвитком і зростанням не існує. Ще більшою мірою це стосується структури фінансової системи та економічного зростання, оскільки не існує прямої залежності між економічним розвитком країни та структурою її фінансової системи. Наприклад, США та Японія мають якісно різні моделі фінансової структури при приблизно однаковому рівні економічного розвитку. Однак теорія вказує на існування тісного зв'язку між типами структури фінансової системи і видами економічної активності, який – через вплив на характер інвестування економіки – зумовлює темпи економічного зростання. У теорії фінансового розвитку можна визначити принаймні три основних підходи до цієї проблеми і, відповідно, три групи теоретичних моделей.

Перша група – інформаційні теорії – акцентує увагу на відмінностях накопичення інформації та відповідності інформаційних потоків і технологічних характеристик виробництва за різних типів фінансової структури [8–10; 13]. Згідно з такими моделями, фондові ринки, здійснюючи безперервний контроль і оцінку різних напрямів економічної діяльності (через ціни), дозволяють інвесторам диверсифікувати напрями інвестування, тоді як банкам притаманна економія за рахунок ефекту масштабу при накопиченні детальної інформації про фінансово-економічну поведінку фірм. За наявності конкретних інформаційних видатків щодо оцінки потенційних інвестиційних проектів здатність володіти диверсифікованим портфелем інноваційних проектів зменшує ризик кредиторів/акціонерів. Серед інвесторів фондового ринку завжди є і оптимісти, і песимісти, що мають різні думки стосовно перспектив підприємства (наприклад, його інноваційної діяльності) і доцільності інвестування в нього. Разом із тим, на погляд підприємців, відносно ризиковані інноваційні проекти, коли продуктивність інвестицій невідома, не раціонально фінансувати за рахунок довгострокових позик з фіксованим доходом, у той час як фінансування через залучення акціонерного капіталу, коли платежі в погашення залежать від отриманого прибутку, є економічно виправданим. Через це фондові ринки більше відповідають умовам, коли впроваджуються нові технології. Натомість банківське фінансування має сенс, коли інформацію про кредитоспроможність легко інтерпретувати, але дорого отримувати, як, наприклад, у зрілих галузях економіки. Тому банки, завдяки економії на масштабах у зібранні інформації щодо добре відомих, усталених технологій, придатні для більш традиційних інвестицій з визначеними витратами і нормою прибутковості, які, у свою чергу, отримують вигоду від економії на моніторингу, що надається банками. У розвинених економіках моніторинг є відносно дорогим щодо капітальних витрат (витрат основного капіталу), наразі перевага надається розвитку технологій, які пов'язані з відносно низькими витратами на моніторинг. А оскільки низькі витрати на моніторинг більшою мірою сполучаються з ринками акцій, аніж з ринками боргів, то з розвиненістю економіки зростає відносна важливість ринку акцій щодо ринку боргів. Інакше кажучи, відносна значення фондових ринків і боргових залежить від існуючої

структури виробництва та його технологічного рівня і варіює зі стадіями економічного розвитку.

Друга група теорій – теорії концентрації, або ринкової структури – пов'язана з концентрацією кредитних ринків [19; 22]. Згідно з цими моделями, фрагментовані децентралізовані фінансові (банківські) системи, де діє багато дрібних банків, накладають більш значні бюджетні обмеження, ніж централізовані системи з незначною кількістю великих банків. Через уведення жорстких бюджетних обмежень банківські системи з великою кількістю дрібних банків є доцільними за наявності неефективних проектів, але відзначаються короткостроковою поведінкою внаслідок відмови від підтримки ефективних довгострокових проектів. Звідси випливає, що фрагментовані фінансові системи сприяють розвитку галузей з короткостроковими проектами, тоді як розвиток галузей з довгостроковими проектами потребує банківського сектору з кількома великими банками.

Разом із тим децентралізовані банківські системи з великою кількістю дрібних банків тісно пов'язані з фінансуванням високоризикових інвестицій – досліджень і розробок у галузях економіки, що швидко розвиваються, особливо, коли компанії є молодими і непевність є високою. На противагу, концентровані банківські системи (через тісні зв'язки з промисловістю) більшою мірою пов'язані з галузями, яким притаманні більш низька непевненість і наслідувальні інвестиції з традиційними технологіями. Відповідно, відносна значення рівня концентрації кредитних ринків варіює зі стадіями економічного розвитку – концентровані банківські системи краще фінансують ранні фази розвитку, коли інвестиції є довгостроковими і мають наслідувальну форму, а децентралізовані банківські системи придатніші для фінансування більш "продвинутих" стадій розвитку.

Третя група теорій стосується корпоративного управління і підкреслює роль концентрації власності [14; 23; 24; 28; 29]. Ці теоретичні моделі базуються на тому, що концентрація власності необхідна, аби забезпечити акціонерів відповідними стимулами до здійснення активного корпоративного управління. Через це корпоративне управління є більш ефективним при системах з концентрованою власністю, аніж у системах, де володіння акціями розосереджене – системах з розпорошеною власністю. Проте активне корпоративне управління з боку великих акціонерів пов'язане з певними видатками. Воно, по-перше, може спричинити втручання в діяльність, яку краще делегувати менеджерам, по-друге, веде до значних конфліктів з меншоритарними інвесторами [24; 28]. На відміну від концентрованих власників, розосереджені інвестори більш імовірно не втручатимуться в діяльність фірм. Наразі система розпорошеної власності більшою мірою відповідає вимогам економічної активності, яка потребує інвестицій від різноманітних джерел – інвесторів-аутсайдерів, менеджерів, інших учасників тощо, тоді як система концентрованої власності більш доцільна за умов внутрішньої консолідованої (узгодженої) діяльності, яка вимагає активного корпоративного управління.

Як бачимо, в усіх трьох підходах фінансові системи і системи власності пов'язані з різними типами корпоративної активності та інвестицій. При цьому як інформаційні теорії, так і теорії концентрації припускають, що такі відносини чутливі до стадій економічного розвитку, коли банківське фінансування і концентрація банківської системи більш відповідають економікам, що перебувають на більш ранніх стадіях розвитку.

Хоча теоретичні аргументи вказують на позитивний зв'язок між структурою фінансової системи та економічним зростанням, однак у практичних доказах щодо значення фінансової структури для економічного зростання існують певні розбіжності. У сучасних емпіричних дослідженнях взаємозв'язку фінансового розвитку та економічного зростання застосовується переважно три базових підходи: регресії зростання та індикаторів фінансового

розвитку; дезагрегований підхід, що базується на дослідженні структури корпоративного фінансування; теоретичні моделі взаємозв'язку економічного зростання і фінансів. Дослідження, проведені на рівні окремих країн, галузей і фірм, показують дві групи результатів.

Згідно з однією групою досліджень, за даного рівня розвитку наявність у країнах різних за типом фінансових структур не пояснює розбіжності за такими показниками, як довгострокове зростання ВВП, діяльність галузей, використання компаніями зовнішніх ресурсів, створення нових фірм чи розширення і зростання існуючих. Так, згідно з економетричними оцінками А.Деміргюч-Кунта і Р.Левіна, які досліджували взаємозв'язок фінансової структури з економічним розвитком, у рівнянні регресії показники фінансової структури майже ніколи не мають значного впливу, хоча, як вони встановили, загальні показники фінансового розвитку мають істотний детермінуючий вплив на довгострокове економічне зростання [17]. Ці результати підтверджуються цілою низкою інших сучасних досліджень, присвячених впливу фінансової структури на економічне зростання [11; 12; 18; 25; 26]. Загальний головний висновок такий: порівняння між країнами не надають будь-якого підтвердження доцільності теоретичного розмежування фінансової структури на "банківські" і "ринкові" моделі для розуміння впливу фінансового розвитку на процес економічного зростання. Причому цей висновок не змінюється навіть у разі аналізу незбалансованих за структурою фінансових систем, коли розвиненим й ефективним є лише один із сегментів фінансової системи – або банківський сектор, або ринок цінних паперів [26, с. 5].

На перший погляд, подані результати пояснюються деякими важливими характеристиками сучасних фінансових систем розвинених економік і, зокрема, структурою корпоративного фінансування. Особливість останнього – абсолютне домінування внутрішнього фінансування практично в усіх розвинених країнах та однотипність поведінки корпорацій щодо формування фондів за рахунок зовнішніх джерел (узагальнена фінансовим ліверіджем). Відсутність істотних і систематичних відмінностей у структурі (зовнішнє/внутрішнє) корпоративного фінансування у "банківських" і "ринкових" фінансових системах, з одного боку, дозволяє говорити про формування у розвинених країнах "економіки самофінансування", з іншого – зумовлює відсутність впливу структури національної фінансової системи на економічне зростання.

Проте наведені висновки не можна сприймати однозначно. Друга група емпіричних досліджень значною мірою спростовує твердження щодо відсутності взаємозв'язку між фінансовою структурою та економічним зростанням, вказуючи, що така залежність чітко виявляється на рівні галузей економіки, що залежать від зовнішнього фінансування [15; 16]. Зокрема, вони засвідчують, що в розвинених країнах існує довгострокова залежність між національною структурою фінансових систем і характеристиками економічної діяльності, з одного боку, та зростанням й інвестиціями, з іншого. Причому на темпи зростання в різних галузях економіки впливає не власне фінансова структура, а умови взаємодії між фінансовою структурою та інституційними характеристиками галузей економіки. Інакше кажучи, в даному разі враховується, що в різних країнах інституційні структури, в рамках яких діють банки і фондові ринки, розрізняються між собою і ці розбіжності впливають на економічний розвиток.

Істотні відмінності в результатах визначення взаємозв'язку "фінансова структура – зростання" можуть бути пояснені передусім різними методологіями досліджень. У першому випадку аналіз фінансової структури базується в основному на агрегованих показниках діяльності фінансової системи (ринкова капіталізація, обсяги торгівлі чи банківського кредиту тощо), які вимірюють відносні розміри банківського і ринкового її сегментів і порівнюють ефективність їх функціонування, тобто оцінюють структурний рівень фінансового розвитку, а вже потім такі дослідження адаптують регресійні моделі

зростання шляхом уведення в них різних показників співвідношення "фондовий ринок/банківський сектор". У другому випадку застосовується структуралістський підхід, мета якого – визначити ті особливості національної фінансової структури і галузей економіки, які пов'язані з економічним зростанням. Серед ендогенних структурних характеристик фінансової системи виділяються такі, як рівень розголошення інформації (стандарту звітності), розмір і концентрація кредитних ринків (ринкова частка трьох або п'яти найбільших банків) і концентрація корпоративної власності (контроль прав голосування), відповідно інституційні характеристики галузей економіки визначаються через залежність від таких зовнішніх факторів, як домінуючий тип зовнішнього фінансування (банківський чи ринковий) та інвестиції у людський капітал (залежність від кваліфікованої праці) [15, с. 195–196]. Отже, важлива відмінність останньої групи досліджень від попередньої зумовлена тим, що вони перевіряють насамперед роль структури, а не розміру чи ефективності функціонування банківської системи і фондових ринків. Враховуючи, що означені характеристики фінансової та індустріальної структури тісно сполучаються з характерними ознаками різних за типом моделей фінансової системи, такий структурно спрямований підхід слід визнати більш теоретично обґрунтованим і доцільним. (Нагадаємо, згідно з теорією фінансової структури, "ринкова" фінансова система має високий рівень розкриття інформації, низьку концентрацію кредитних ринків і системі розпорошеної власності на акції з домінуванням зовнішнього фінансування через ринки цінних паперів; тоді як "банківський" фінансовій системі притаманні відносно низький рівень розголошення інформації, великий розмір і висока концентрація кредитних ринків поряд з високою концентрацією корпоративної власності і високим рівнем банківського фінансування промисловості.)

Найбільш докладним серед "структуралістських" досліджень є праця К.Мейєра та В.Карлін [15], присвячена аналізу взаємозв'язку між інституціональними структурами найбільш розвинених країн ОЕСР та економічним зростанням цих країн з врахуванням інвестування у 27 галузей економіки. Серед найважливіших результатів цього дослідження відзначимо такі: 1. *У розвинених країнах взаємозв'язок фінансової структури та економічного зростання більшою мірою виявляється для акціонерного фінансування, а не для банківського.* Аналіз свідчить, що в розвинених економіках особливо сильний взаємозв'язок спостерігається між ендогенними структурними характеристиками фінансової системи (рівень розголошення інформації, розмір і концентрація кредитних ринків і концентрація корпоративної власності) і зростанням галузей економіки, які залежать від залучення акціонерного капіталу і кваліфікованої праці. При фінансових системах, характерними ознаками яких є високе розкриття інформації і висока концентрація корпоративної власності, такі галузі економіки зростають особливо високими темпами. Причому в країнах з більшим розкриттям інформації більша частка випуску в таких галузях припадає на інвестиції в дослідження і розробки, а не на інвестиції в основний капітал. І це зрозуміло з огляду на те, що оскільки саме ринки цінних паперів використовуються для фінансування нових технологій, то в таких країнах економічне зростання зумовлене передусім інвестиційними видатками інноваційного характеру.

2. *Концентрація банківської сфери негативно впливає на економічне зростання в розвинених країнах.* Згідно з результатами дослідження, галузі економіки, які залежать від банківського фінансування, зростають швидшими темпами за наявності фрагментованих банківських систем (коефіцієнт кореляції між економічним зростанням і банківською концентрацією -0,854). І знову ж це пов'язано насамперед з фінансуванням інвестицій на наукові дослідження і розробки, хоча для таких галузей зв'язок зі зростанням є більш слабким, аніж для тих, що фінансуються через випуск акцій. Разом із тим збільшен-

ня концентрації банківської системи уповільнює зростання та зменшує рівень інвестування в галузях економіки, які залежать від акціонерного фінансування.

3. *Розмежування інвестицій в основний капітал та інвестицій у дослідження і розробки вказує на напрям взаємозв'язку між фінансовою структурою та економічним зростанням у розвинених країнах і засвідчує, що їхні фінансові системи впливають на процес економічного зростання насамперед через інноваційне фінансування.* Результати дослідження передбачають, що економічне зростання в галузях, які залежать від зовнішніх джерел фінансування, більшою мірою сполучається з витратами на дослідження і розробки, аніж з інвестиціями в традиційні технології. Згідно з даними К.Мейєра та В.Карлін, коефіцієнт кореляції між зростанням таких галузей економіки та інноваційними інвестиціями становить 0,508 проти 0,010 для інвестицій в основний капітал. Характерно, що зв'язок між економічним зростанням й інвестиціями на дослідження і розробки, з одного боку, та розкриттям інформації, з іншого, більш тісний, ніж між економічним зростанням і розміром фінансової системи, вимірним відносно або фондових ринків, або банківських систем. Це означає, що через вплив інституційних факторів на тип і масштаб інвестицій, взаємодія між структурними елементами фінансової системи (фінансові інститути і ринки цінних паперів) та галузями економіки і зростанням залежить від напрямів інвестування, а між детермінантами інвестицій у дослідження і розробки і факторами зростання тут існує тісна кореспонденція.

Ще один важливий висновок, який випливає з даного дослідження полягає в тому, що змінні, які згідно з теорією найкраще відбивають характеристики фінансової структури (а саме ступінь розголошення інформації, банківська концентрація і концентрація корпоративної власності), на практиці виявляються найбільш істотними факторами, через які фінансова система впливає на економічне зростання. Фактично, результати означеного дослідження підтверджують теоретичні гіпотези взаємозв'язку фінансової структури та економічного зростання, розвинені в рамках інформаційних теорій і теорій ринкової структури.

Характерно, що взаємозв'язок між фінансовою структурою та економічним зростанням досить чітко простежується при врахуванні стадій економічного розвитку. В останньому разі його можна розглядати з двох позицій: по-перше, порівнюючи характеристики країн з високим і з низьким рівнем подушового доходу і, по-друге, розглядаючи взаємозв'язок розвитку фінансового і реального секторів розвинених країн у часі. У будь-якому випадку незалежні емпіричні дослідження показують однакові результати – зв'язок між зростанням і фінансовою структурою розрізняється для розвинених країн і країн, що розвиваються, а вплив фінансового посередництва і, зокрема, банків на економічне зростання є значно більшим на початковій стадії розвитку країни, аніж на зрілій.

Так, дослідження взаємозв'язку між розвитком фінансового посередництва і довгостроковим економічним зростанням з 1900 р. по 2000 р. у Нідерландах, здійснене М.Фейсом, засвідчує позитивний вплив фінансових посередників на зростання в цій країні впродовж перших десятиліть ХХ ст. [20]. Проте в повоєнний період фінансове посередництво, згідно з М.Фейсом, має значно менший вплив на економічне зростання, який пізніше зникає зовсім. Як можна припустити, це відбиває збільшення зрілості та інтернаціоналізації голландської економіки у другій половині століття.

Залежність впливу фінансової структури на економічну активність та зростання від рівня економічного розвитку країни впливає і з результатів вже згаданого дослідження К.Мейєра та В.Карлін [15, с. 215–216]. Це стосується насамперед ролі фінансових посередників, яка виявляється по-різному для галузей економіки, що залежать від зовнішнього фінансування в розвинених країнах і країнах, що розвиваються. В останніх економі-

чне зростання пов'язане насамперед з розвитком галузей економіки, що фінансуються через банківську систему. Зокрема, для країн з низьким доходом кореляція між економічним зростанням і галузями економіки, що залежать від банків, є більшою (0,557), ніж у розвинених країнах, і більшою, ніж для галузей, що фінансуються через акціонерний капітал (0,272) чи залежать від кваліфікованої праці (-0,062). І, на відміну від розвинених країн, висока банківська концентрація в економіках, що розвиваються, приводить до більш швидкого зростання галузей, що фінансуються через банки. Позитивний вплив на темпи зростання таких галузей економіки має також рівень розголошення інформації. Варто звернути увагу й на такий неоднозначний (і навіть вражаючий) результат дослідження. Згідно з даними К.Мейєра та В.Карлін, у країнах на більш ранніх стадіях економічного розвитку існує негативний взаємозв'язок між зростанням галузей, що залежать від банківського фінансування і розміром і ліквідністю фондового ринку, тоді як у розвинених економіках такого взаємозв'язку взагалі не спостерігається. За гіпотезою авторів, це означає, що фінансові інститути є більш важливими для країн з низьким доходом, ніж для країн з високим доходом.

Наведені ефекти взаємозв'язку між фінансовою структурою та економічним зростанням безпосередньо узгоджуються з результатами праці Н.Лойози і Ф.Галлего, присвяченій вивченню фінансової структури Чилі в період 1985–1995 рр. [27]. Зазначені автори показують, що розмір і активність банківського сектору мають позитивний вплив на економічне зростання фірм. Водночас їхнє дослідження також засвідчує негативний вплив на зростання таких факторів, як розмір та активність ринку акцій (до речі, як і рівень фінансової лібералізації), тобто підтверджує вже згадані результати праці К.Мейєра та В.Карлін Існування такого причинного взаємозв'язку найімовірніше означає, що розвиток банківського сектору є більш важливим для економічного зростання країн, ринки яких розвиваються, аніж розвиток ринку акцій. Проте, слід зазначити, що Н.Лойоза і Ф.Галлего вважають, що негативний зв'язок між зростанням і розвитком фондового ринку може бути пов'язаний з обмеженим характером їх "фірмової" вибірки, яка не включає "молодих" фірм, що швидко зростали у 90-ті рр. – період найбільшої експансії чилійського фондового ринку [27, с. 32, 35].

Домінуючий вплив банківської системи на економічне зростання у країнах, що розвиваються, підтверджуються й іншими дослідженнями. Так, М.Фейс та Р.Абма, визначаючи взаємозв'язок між фінансовим розвитком і економічним зростанням азіатських економік, що формуються, впродовж періоду тривалістю від 25 до 49 років, вказують на важливість фінансової структури для економічного розвитку [21]. Перевіряючи гіпотезу Шумпетера про вплив банків на прискорення процесу технологічних новацій і, таким чином, на економічне зростання, автори показують, що результати як на основі окремих країн, так і на основі об'єднаних даних дають більш-менш однорідну поведінку економічного зростання. Згідно з дослідженням, існує тісний причинний зв'язок між рівнем і складністю банківського посередництва і зростанням, який рухається від фінансового розвитку до економічного.

Отже, на основі даних емпіричних досліджень можна зробити висновок про те, що економічному зростанню сприяє банківське фінансування, і фінансування через ринки цінних паперів. Але в міру збільшення розвиненості країни, масштаби, активність та ефективність впливу різних типів фінансування і, відповідно, фінансової структури змінюється. Існуючі емпіричні дослідження однозначно вказують – вплив банківського фінансування на економічне зростання найбільш очевидно виявляється на більш ранніх стадіях економічного розвитку, тоді як на стадії зрілого розвитку економічне зростання більшою мірою пов'язане з розвитком акціонерного фінансування. Найімовірніше пояснення – порівняльні переваги банків проти ринків цінних паперів в управлінні інвестиційними

відносинами в умовах високої інформаційної асиметрії, яка притаманна країнам, що розвиваються, та характер інвестиційного процесу на більш ранніх стадіях розвитку, в основі якого переважання інвестиційних проектів з наслідувальними традиційними технологіями, які потребують тривалого вкладення капіталу.

Фінансування інвестицій в основний капітал базується на довгострокових фінансових ресурсах, які можуть надаватися або банківською системою, або фондовим ринком. За інших рівних умов, тривалі виробничі технології вимагають передачі права власності через вторинний ринок цінних паперів, оскільки однією з ключових характеристик уподобань фінансових інвесторів є ліквідність вкладень. Якщо вторинні ринки цінних паперів мало розвинені, а фінансова система має переважно "банківську" основу, то лише банки здатні забезпечити як переваги ліквідності, так і отримання інвестування на тривалій термін і таким чином узгодити строки, на які мобілізуються фінансові ресурси, зі строками, на які вони вкладаються в реальні інвестиції. З іншого боку, у країнах, що розвиваються, капітал є дефіцитним, тому витрати на моніторинг щодо вартості капіталу є відносно нижчими, ніж у розвинених країнах. Наразі країни, економіки яких розвиваються, надають перевагу тим формам зовнішнього інвестиційного фінансування, моніторинг з боку яких більш ефективний, а фінансування більш довгострокове – тобто банківському фінансуванню, що і визначає в кінцевому підсумку характер економічного зростання. Враховуючи, що концентрована банківська система здатна надавати значніше за обсягами фінансування для великих виробничих інвестиційних проектів, аніж фрагментована, то зростання банківської концентрації веде до збільшення реальних інвестицій у довгострокові неліквідні проекти і прискорює економічне зростання. Це узгоджується з отриманими даними, які доводять, що на ранніх стадіях розвитку збільшення концентрації банківської системи сприяє економічному зростанню, тоді як на зрілих – уповільнює його.

Таким чином, теорія стверджує, а результати емпіричних досліджень показують, що характер і роль фінансової структури у фінансуванні економічного розвитку залежить від характеру фінансування виробництва й істотним чином змінюється на різних етапах останнього. В економіках з високим рівнем подушового доходу і сталим зростанням (розвинені країни) переважає внутрішнє фінансування корпорацій, тоді як в економіках з низьким рівнем подушового доходу чи високими темпами зростання важливою є роль зовнішнього фінансування. Це виявляється і в історичному розвитку розвинених країн, і в сучасному розвитку країн з економіками, що розвиваються. При цьому всі дослідження підкреслюють важливість розвитку банківського сектору для економічного зростання економік, що розвиваються, у той час як для розвинених країн більшу роль в економічному зростанні відіграє розвиток фондового ринку.

Цей результат доводить, що вдосконалення фінансової структури в економіках, ринки яких розвиваються, може стати важливим фактором економічного розвитку, який сприяє економічному зростанню. Проте і для розвинених економік удосконалення фінансової структури, насамперед у напрямі збільшення ступеня розголошення інформації, виступає важливим стимулом інноваційного розвитку економіки та економічного зростання. Однак у цілому вигоди від реформування фінансової структури певною мірою зменшуються там, де країни досягають зрілої стадії розвитку.

Ще один важливий висновок з проведеного аналізу полягає в тому, що ефективність фінансової структури як складової стимулювання економічного зростання залежить від стадії економічного розвитку країни. Це визначає доцільність і необхідність розмежування різних типів фінансової структури. І тому навряд чи можливо погодитися з твердженням, згідно з яким "вихідні передумови... полеміки, що полягають в тім, що фінансові системи, які спираються на банки, – з одного боку, і на фінансові рин-

ки, з іншого, можуть бути чітко ранжовані за своєю здатністю надавати фінансові послуги, необхідні для зростання і процвітання," є помилковими [7, с. 49].

З економічного погляду характеристики фінансування, які превалюють у певній країні, виступають важливим елементом національної фінансової системи. Відмінності у структурах фінансування, які узгоджені з іншими відмінностями між елементами фінансових систем різних країн, зокрема на різних стадіях економічного розвитку, припускають, що фінансові системи слід розглядати як узгоджену сукупність (конфігурацію) взаємодоповнювальних елементів. Ця проблема структурної узгодженості фінансових систем є важливою з погляду політики змін і модернізації фінансових систем країн, з ринками, що формуються. Наразі найважливішими для перехідних економік ми вважаємо два наступні висновки щодо формування оптимальної фінансової структури:

1) оскільки вдосконалення фінансової структури в економіках, ринки яких формуються, є важливим фактором економічного розвитку, наразі політику фінансової реформ слід використовувати для підтримки економічного зростання. Політика формування структури фінансової системи у транзитивних економіках має бути чутливою до побудови національної промисловості і стадії економічного розвитку, а також враховувати пріоритети економічної стратегії країни. Для країн, основна мета яких – відновлюване зростання на основі розвитку відомих технологій і традиційних сфер економіки, пріоритетним є розвиток банківського сектору. Орієнтація на інноваційну модель зростання вимагає поширеного розвитку ринків цінних паперів, зокрема фондових ринків;

2) при формуванні фінансової структури важливо враховувати наявність об'єктивних передумов і, зокрема, таких елементів інституційного середовища, як правове забезпечення і надійні механізми забезпечення умов виконання контрактів. В умовах низької достовірності і неповного розкриття інформації комерційні принципи фінансування через ринок цінних паперів можуть бути ефективними лише за наявності надійних контролюючих механізмів, тоді як за таких умов порівняльну перевагу в управлінні інвестиційними відносинами отримують банки. З огляду на інституційні характеристики сучасного розвитку країн з перехідною економікою, пріоритетним елементом структури їх фінансової системи має стати банківський сектор.

1. Гальчинський А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку // Економіка України. – 2002. – № 7. – С. 4–8. 2. Гесць В.М. Нестабільність та економічне зростання. – К. – 2000. 3. Гесць В. Інноваційно-інноваційний шлях розвитку – модернізаційний проект розвитку української економіки і суспільства початку XXI століття // Банківська справа. – 2003. – № 4. – С. 3–32. 4. Оларін В., Федоров В. Концептуальні основи фінансової стратегії економічного зростання в Україні // Економіка України. – 2002. – № 2. – С. 19. 5. Ершов М.О. Фінансові механізми економічного зростання // Вопр. економіки. – 2002. – № 12. – С. 4–10. 6. Пахомов Ю. Спрос и монетизация как предпосылки и факторы качественного роста // Економічний часопис XXI. – 2002. – № 10. – С. 29–34. 7. Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире. – М., 2002. – С. 49. 8. Allen F. Stock Markets and Resource Allocation // Capital Markets and Financial Intermediation / C.Mayer, X.Vives, eds. – Cambridge, 1993. – P. 81–112. 9. Allen F., Gale D. Diversity of option and financing of new technologies // Journal of Financial Intermediation. – 1999. – Vol. 8. – P. 68–89. 10. Allen F., Gale D. Comparative Financial Systems: A Survey / Working Paper № 0115. – Financial Institutions Center, University of Pennsylvania: April 2001 // <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/01/0115.pdf>. 11. Banking, Financial Integration, and International Crises / Ed. by L.Hernandez and K.Schmidt-Hebbel. – Santiago. – 2002. – P. 31–82. 12. Beck T., Levine R. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? // NBER Working Paper №8982. – Cambridge, 2002. 13. Boyd J.H., Smith B.D. The evolution of debt and equity markets in economic development // Economic Theory. – 1998. – Vol. 12. – P. 519–560. 14. Burkhardt M., Gromb D., Panunzi F. Large shareholders, monitoring and the value of the firm // Quarterly Journal of Economics. – 1997. – № 112. – P. 693–728. 15. Carlin W., Mayer C. Finance, investment, and growth // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – P. 191–226. 16. Cetorelli N., Gambera M. Banking market structure, financial dependence and growth: international evidence from industry data // Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56. – P. 617–648. 17. Demirguc-Kunt A., Levine R. Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons // Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development. – Cambridge, 2001. – P. 81–140. 18. Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data / WB Policy Research

Working Paper №2432. – Washington, 2000. 19. Dewatripont M., Maskin E. Credit efficiency in centralized and decentralized economies // Review of Economic Studies. – 1995. – № 62. – P. 541–555. 20. Fase M.M.G. Financial intermediation and long-run economic growth in The Netherlands between 1900 and 2000. – In: Economoloques / T.Klok, T.van Schaik, S.Smolders (Eds.). – Tilburg, 2001. – P. 85–98. 21. Fase M.M.G., Abma R.C.N. Financial environment and economic growth in selected Asian countries // Journal of Asian Economics. – 2003. – Vol. 14. – P. 11–21. 22. Huang H., Xu C. Institutions, innovations, and growth // American Economic Review. – 1999. – № 89. – P. 438–443. 23. Huddart S. The effect of a large shareholder on corporate value // Management Science. – 1993. – № 39. – P. 1407–1421. 24. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Corporate ownership around the world // Journal of Finance. – 1999. – № 54. – P. 471–517. 25. Levine R.,

Loayza N., Beck Th. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes // Journal of Monetary Economics. – 2000. – Vol. 46, №1. – P. 31–77. 26. Levine R. Bank-based or market-based financial systems: which is better? / NBER Working Paper № 9138. – Cambridge, 2002. 27. Loayza N., Gallego F. Financial structure in Chile: macroeconomic developments and microeconomic effects // Financial Structure and Economic Development. Conference, 10–11 Febr. 2000. – Washington, 2000 // http://www.worldbank.org/research/projects/finstructure/papers_22000.htm. 28. Shleifer A., Vishny R. A survey of corporate governance // Journal of Finance. – 1997. – № 52. – P. 1131–1150. 29. Shleifer A., Vishny R. Large shareholders and corporate control // Journal of Political Economy. – 1986. – № 96. – P. 461–488.

Надійшла до редколегії 23.11.04

О.О. Шнирков, асп.

ІНТЕГРАЦІЙНА СКЛАДОВА СТРУКТУРНИХ ЗРУШЕНЬ У ЗОВНІШНІЙ ТОРГІВЛІ ЦЕНТРАЛЬНОЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇН (НА ПРИКЛАДІ ЧЕХІЇ, УГОРЩИНИ, ПОЛЬЩІ)

Проаналізовано зміни у структурі торгівлі між ЄС та країнами-кандидатами.
This article analyses the changes in trade structure between candidate countries and the EU.

Структурні зрушення в торгівлі центральноєвропейських країн з ЄС віддзеркалюють методи пристосування їхніх національних економік до нових ринків збуту. Вивчення складових цього процесу є дуже важливим, оскільки дає можливість відокремити фактори інтеграційних зрушень в економіках, що адаптуються до умов єдиного внутрішнього ринку ЄС.

Внутрішньогалузева і міжгалузева торгівля в країнах, що інтегруються, детально вивчається в роботі Л.Фонтейна і М.Фрейденберга [2]. Особлива увага приділена горизонтальній та вертикальній диференціації продукції. М.Фрейденберг Ф.Лемон [3] пояснюють, за рахунок чого країни-кандидати почали переходити від міжгалузевої торгівлі до внутрішньогалузевої. Розгляду структури торгівлі країн-кандидатів з ЄС присвячена праця К.Абд-ель-Рахман [1].

Мета даної роботи – показати, що вищезазначені країни були готові до вступу в ЄС, оскільки більшість галузей їхніх економік була вже залучена у внутрішньогалузеву торгівлю, отже відбулась адаптація економік країн-кандидатів з ринком ЄС.

Тема, яку ми досліджуємо, є актуальною сьогодні не лише для країн, які приєднуються до ЄС у майбутньому, а і для тих, що вже вступили до ЄС. У даній статті аналізується початок трансформації структури торгівлі країн-кандидатів з ЄС.

З початком економічної трансформації країни Центральної Європи намагалися переорієнтувати свій експорт із Сходу на Захід, де в них з'явилися нові перспективи: частка експорту країн Західної Європи у 1989–1990 рр. до країн-кандидатів зростає в середньому до 78 %, в Угорщину до 80 % [5, с. 20]. Така переорієнтація була вигідною для країн ЄС, який на той час став головним торговельним партнером країн-кандидатів [2, с. 13].

У 1988 р. три провідні країни Центральної Європи – Польща, Угорщина, Чехія – мали незначну частку в торгівлі країн ЄС – близько 2 % загального імпорту та експорту. Їх частка була приблизно такою, як і частка таких країн, як Туніс, Марокко, Алжир. Поступово відносна вага країн-кандидатів у загальному імпорті та експорті ЄС значно збільшилась за 12–14 років, починаючи з 1988 р., і досягла 10,4 % імпорту з ЄС та 12,5 % експорту в ЄС у 2002 р.

Торгівля між країнами Центральної Європи та ЄС знала дуже серйозного зростання з початку структурних перетворень у країнах-кандидатах (див. рис. 1 та 2). За останні 12 років експорт з країн-кандидатів до ЄС зростає у середньому за рік на 17 % у Польщі, 21 % в Угорщині, імпорту – на 6,3 % (середнє річне зростання) за той самий період. Середній річний приріст імпорту в країни-кандидати з ЄС між 1988 та 2002 р. становив 20–30 %, але приріст експорту був втричі меншим – 7,5 % [1, с. 46].

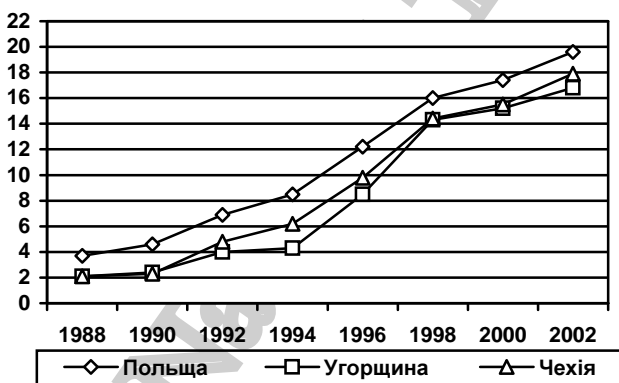


Рис. 1. Експорт деяких країн-кандидатів до ЄС з 1988 до 2002 р. (млрд євро) [8, с. 20]

Оскільки обсяги імпорту зростали швидше, ніж обсяги експорту, то торговий баланс між країнами-кандидатами та ЄС почав швидко погіршуватись (див. рис. 3). У 1998 р. Угорщина та Чехія спочатку домоглися стабілізації, а потім значно зменшили дефіцит в торгівлі з ЄС. На думку більшості провідних економістів, зменшення дефіциту можна пояснити зниженням попиту. Так, Польща у 1998 р. досягла рекордного для себе дефіциту у 12 млрд євро (і ця цифра могла змінитися не в кращий бік). Це

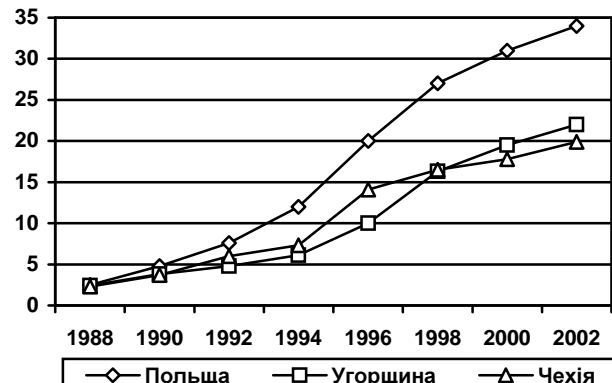


Рис. 2. Імпорт деяких країн-кандидатів до ЄС з 1988 до 2002 р. (млрд євро) [8, с. 21]

була єдина країна, що мала довготривалий "досвід" щодо утримання негативного торговельного балансу. Однак прогнози щодо потреб західних країн у східних товарах виявилися вірними. Це, у свою чергу, сприяло росту експорту польських товарів, таким чином вдалося подолати великий дефіцит у торговельному балансі [2, с. 56].

Узагалі, країни-кандидати торгували з ЄС, переважно з деякими головними партнерами: Німеччиною, Італією, Австрією, Францією, Великою Британією та Нідерланда-