

РОЛЬ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ В ОБЕСПЕЧЕНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА

Экономическая история свидетельствует, что развитие финансовых систем существенно влияет на экономический рост. Оно способствовало индустриализации во многих европейских странах, облегчая мобилизацию капитала для крупных инвестиций. Традиционно считалось, что технологическое развитие Англии в конце XVIII ст. явилось движущей силой индустриальной революции и современного экономического роста. Альтернативный подход акцентирует внимание на значимости институциональных изменений и, в частности, на роли финансовых институций в этом процессе. Например, некоторые авторы доказывают, что совершенствование рынка капитала, снизившее риск ликвидности, стало первопричиной индустриальной революции. Многие из изобретений на тот момент уже существовали, но требовали значительных долгосрочных инвестиций, которые не были бы возможны без дальнейшего развития финансовых рынков. Таким образом, промышленная революция должна была «ожидать» финансовую.

Сложная финансовая система, подобная английской, образовалась в Соединенных Штатах накануне промышленной революции XIX в. В Голландской Республике финансовая революция произошла намного раньше её известного экономического роста в XVII в., включавшая институциональные инновации типа принятия договорных векселей для финансирования внешней торговли, договорных ценных бумаг для финансирования государственного долга, удобную платёжную систему,

устойчивую валюту, сильную частную банковскую систему и рынки ценных бумаг [1-3].

Также учёные аргументировали, что хорошо функционирующие банки «поощряют» технологические инновации, распознавая и финансируя предпринимателей с лучшими возможностями успешного развития новых изделий и осуществления творческих процессов производства [1, 4].

Большое количество исследований свидетельствует, что финансовое развитие способствует экономическому росту, даже после объяснения других его детерминант¹. Вследствие его сильного влияния на экономический рост финансовое развитие способствует сокращению бедности. Ряд исследований показывают, что финансовое развитие непосредственно приносит пользу более бедным слоям общества и что это связано с усовершенствованиями в распределении доходов [14].

Исторический опыт промышленных стран и опыт развивающихся стран сегодня указывают на другой важный урок. Здоровые общественные финансы и устойчивая валюта являются ключевыми детерминантами развития частных финансовых институций [3].

¹ Для примера межстрановых исследований см. [5-7]. Для примера исследований на уровне промышленности см. [8, 9]. Для примера исследований на уровне фирм см. [10, 11]. Для объединённых динамических межстрановых исследований см. [12, 13].

Одна из важных функций финансовых систем – перемещение риска к желающим нести его. Финансовые контракты могут помогать объединять и диверсифицировать риски. Исследователи этого вопроса приходят к выводу, что финансовое развитие имеет тенденцию уменьшать совокупную экономическую изменчивость [15, 16]. Это – важный механизм страхования для бедных слоёв населения, так как экономические шоки увеличивают число бедных. Однако, хотя финансовые системы и имеют способности по сокращению риска, в отсутствие поддержки учреждений, которые обеспечивают благоразумные стимулы по взятию риска, финансовое развитие может вести к усилению риска, нежели чем к его уменьшению [16, 17].

Финансовые рынки возникают, чтобы уменьшить информационные затраты заимствования и кредитования и осуществления трансакций. Они обеспечивают платёжные услуги, которые облегчают обмен товарами и услугами, мобилизуют сбережения, размещают кредит и контролируют заемщиков. Оценивая альтернативные инвестиции и контролируя действия заемщиков, финансовые посредники преодолевают информационные проблемы и увеличивают эффективность использования ресурсов.

Финансовые активы, с привлекательными свойствами, ликвидностью и характеристиками риска, поощряют сбережения в финансовой форме. Вклад финансовой системы в экономический рост и сокращение бедности зависит от количества и качества её услуг, эффективности и распространённости.

В экономически развитых странах финансовые учреждения включают банки, страховые компании, пенсионные фонды, различные инвестиционные

схемы (взаимные фонды), обязательные сберегательные схемы, сберегательные банки, кредитные союзы, рынки ценных бумаг. В развивающихся странах очень важную роль играют персонифицированные типы кредитования с механизмами энфорсменты, основанными на местной репутации и групповых нормах. В этой связи особую значимость приобретет исследование вопросов влияния долгосрочного банковского кредитования на экономический рост, институционального обеспечения деятельности финансовых посредников.

Капиталовложения наряду с созданием новых технологий, повышением уровня образования населения, включением в систему международного разделения труда относятся к числу важнейших факторов устойчивого экономического роста. При анализе процессов инвестирования на первом плане неизбежно оказываются проблемы финансирования капиталовложений. В качестве иллюстрации можно упомянуть, в частности, распространённые модели экономического роста Солоу-Суэна и Ромера [18, 19]. Исторически сложились определённые формы финансирования капитальных вложений.

В одном случае важнейшую часть заемных средств предприятия получают с помощью размещения облигаций на открытом рынке, что предполагает развитую систему финансовых посредников (страховых компаний, пенсионных фондов, сберегательных банков и т.д.), которые предъявляют массированный спрос на долгосрочные обязательства (market-based system). В США на размещение облигаций приходилось почти 60% всех заемных ресурсов, привлечённых нефинансовыми корпорациями на протяжении 1970-1994 гг. В Канаде эта

доля превосходила одну треть. А там, где промышленные фирмы тесно сращены с крупными банками, основная часть заемных средств приходится на банковские кредиты (bank-based system). Так, в Японии на кредиты банков приходилось свыше 3/4 всех заемных средств, привлекавшихся нефинансовыми корпорациями в период 1970-1994 гг.; в Германии эта доля превышала половину [20].

Проблема взаимосвязи между уровнем развития финансовой системы и экономическим развитием не нова и была исследована многими учёными. Экономическая сущность, роль и функции, механизмы функционирования финансовых институтов широко представлены в работах отечественных и зарубежных учёных-экономистов. Среди наиболее известных можно отметить труды украинских специалистов: В. Базилевича, М. Савлука, В. Зимовца, В. Корнеева [21-25]. Среди российских учёных данной проблематике посвящены работы Е. Жукова, В. Миловинова, Р. Энтова, А. Радыгина, А. Канаева и др. [20, 26, 27 и др.]. Существенный вклад в разработку данной

проблемы за рубежом внесли Дж. Гёрли, Э. Шоу, Дж. Тобин, Д. Даймонд, Ф. Мишкин, Ф. Ален и др. [28-32]. Наряду с этими вопросами обоснования типа финансовой системы и её влияния на экономический рост исследованы не полностью и представляются актуальными. В этой связи целью настоящей статьи является анализ взаимосвязи между финансовой системой и экономическим ростом, исследование механизмов, через которые финансовая система оказывает влияние на экономическое развитие.

Впервые проблему взаимосвязи финансовой системы и экономического роста исследовал Й. Шумпетер,

рассматривая финансовое посредничество как фактор «созидательного разрушения». По его мнению, банковская система играет существенную роль в перераспределении ресурсов от старых производителей к новым, способствуя, таким образом, экономическому росту. Позднее данная проблема рассматривалась в разных контекстах, затрагивая ту или иную сферу экономических исследований [4].

Так, в поле зрения исследователей эволюции экономических систем находится вопрос, какие финансовые системы характерны для групп стран с различным доходом на душу населения. Многочисленные исследования обнаруживают, что институты финансового посредничества, в том числе и банки, а также фондовые рынки растут по мере роста благосостояния стран. По итогам проведенного анализа обнаруживается, что по мере перехода от стран с низким душевым ВВП к странам с высоким душевым ВВП индекс банковской концентрации (доля активов трёх самых крупных банков в общих активах банковского сектора) имеет тенденцию к падению. Страны со слабо развитыми финансовыми системами склонны устанавливать больше ограничений для действий банков; имеется сильная положительная связь между уровнем коррупции и слабой развитостью финансовой системы; в странах с более высоким душевым ВВП фондовые рынки эффективнее банков. То есть по мере роста душевого ВВП экономические системы имеют тенденцию к усилению рыночной ориентации.

При анализе связи между финансовой системой и экономическим ростом в центре внимания исследователей оказываются следующие вопросы: растут ли страны с банковско-

ориентированными финансовыми системами быстрее стран с рыночно-ориентированными системами, является ли тип финансовой системы принципиальным фактором экономического развития?

При изучении почти 50 стран в период 1980-1995 гг. [10-12] было установлено, что характеристики структуры финансовой системы не обнаруживают статистически значимой связи с темпами долгосрочного экономического роста. Таким образом, близость экономической системы к рыночно-ориентированной или банковско-ориентированной модели сама по себе не является гарантией увеличения душевого ВВП. Вместе с тем оказалось, что общий уровень финансового развития положительно связан с темпами экономического роста.

Подобная связь была ранее выявлена применительно к каждой отдельной составляющей финансовой системы: ликвидность рынка акций и уровень развития банковской системы (отношение выданных кредитов к ВВП) положительно коррелируют как с текущими, так и с будущими нормами экономического роста, накопления капитала и повышения производительности факторов. Следовательно, по индикаторам уровня банковского развития и ликвидности рынка акций можно предсказывать динамику ряда важнейших экономических показателей. Хотя такого рода анализ не раскрывает причинно-следственных связей между развитием финансовой системы и экономическим ростом, его результаты показывают, что рынок акций и банковский сектор не просто следуют за экономическим ростом, но и в существенной мере влияют на него.

Так, А. Бут и А. Тхагор [33] предлагают теорию архитектуры

финансовых систем. Они ставят вопрос об экономической сущности и роли финансового рынка и банка. На основе первоначальных допущений о типах экономических агентов и природе информационных асимметрий предлагается теория, объясняющая, какие агенты объединяются для образования банков и какие торгуют на рынке капитала. Показано, что заёмщики с более наблюдаемыми свойствами имеют доступ к финансовому рынку. Более того, финансовая система в своей первоначальной стадии развития будет ориентированной на банки, и растущее усложнение финансового рынка сокращает банковское кредитование.

С. Тадессе [34] исследует отношения между архитектурой финансовой системы экономики (степенью её рыночной ориентации) и экономической производительностью в реальном секторе. Доказывается, что относительная эффективность банковских финансовых систем по сравнению с рыночными зависит от силы контрактного окружения и степени агентских проблем в экономике. Показано, что рыночно-ориентированные финансовые системы выигрывают у ориентированных на банки – в странах с развитыми финансовыми секторами. Системы, основанные на банках, результативнее среди стран со слаборазвитыми финансовыми секторами. Экономика стран с преобладанием малых фирм растёт быстрее в условиях банковско-ориентированных финансовых систем, а с преобладанием больших фирм – в рыночно-ориентированных системах. Расчёты показывают, что недавние тенденции в политике финансового развития, которые без разбора предписывают рыночную архитектуру финансовых систем эмерджентным и переходным экономикам, можно рассматривать

неправомерными, поскольку подходящая финансовая архитектура могла бы быть источником стоимости.

В. Дементьев [35] исследует концепции развития национальной экономики на основе рыночно-ориентированной и банковско-ориентированной моделей рыночной экономики. Проведенный анализ обнаруживает отсутствие их привязки к этапам циклического развития технологий, к фазам «длинных волн» экономического роста, недостаточный учёт особенностей догоняющего и лидирующего развития. Сопоставление банковско-ориентированной и рыночно-ориентированной систем представляет наибольший интерес именно для этапов зарождения и быстрого подъёма «длинной волны» технико-экономического развития, и наиболее зависимые от внешнего финансирования отрасли следует выделять именно для этих этапов.

При исследовании связи между финансовой системой и развитием промышленности в целом и ее отдельных отраслей анализировались вопросы, при какой модели – банковско- или рыночно-ориентированной – быстрее растут отрасли, сильно зависящие от внешнего финансирования и более вероятно формирование новых фирм. Проведенные исследования не выявили влияния структуры финансовой системы на темпы роста названных отраслей и показали, что принципиальное значение для экономического роста промышленности имеет общий уровень развития юридической и финансовой системы в целом, а не доминирование банковской или рыночной составляющей. Те же закономерности получены и на уровне отдельных фирм.

Таким образом, исследование вопросов взаимосвязи уровня развития финансовой системы и экономического

роста позволяет сформулировать ряд основных положений:

масштаб и эффективность финансовой системы положительно связаны с темпами экономического роста;

финансовая система, рассматриваемая в целом, является фактором экономического роста; разделение финансовой системы на банковскую и рыночную не всегда уместно;

на различных этапах экономического развития преобладают разные механизмы роста: в развивающихся странах экономический рост происходит вследствие накопления капитала, в развитых – за счёт эффективности факторов производства;

каналы экономического роста в развивающихся странах ассоциируются с банками, в развитых – с рынками.

На эффективность той или иной системы влияет ряд институциональных факторов. Так, рыночно-ориентированные системы успешно функционируют лишь в условиях сильной юридической защиты прав собственности и контрактов, предполагающей эффективное функционирование судебной системы, которая в странах с транзитивной экономикой отсутствует. В контрактах трудно предусмотреть все детали, необходимые для полного контроля над сделками, и если в странах с традицией обычного права суд стремится следовать скорее духу, чем букве контракта, то в странах без подобной традиции именно мощные банки способны усиливать защиту контрактных отношений. Принуждая клиентов к раскрытию информации и возврату кредитов, они тем самым облегчают промышленное развитие. А значит, рыночно-ориентированные системы могут быть менее эффективными, чем банковско-

ориентированные в плане перераспределения капитала в пользу новых инновационных фирм.

В условиях существующей институциональной среды украинской экономики перспективная исследовательская программа наряду со строгими дедуктивными методами традиционных теорий финансов должна включать также методы институционального анализа, уделяющего особое внимание данным опыта, выявлению специфических проблем функционирования финансовой системы, обоснованию неслучайности новых социально-экономических явлений эмерджентной экономики.

Литература

1. Hicks J. A Theory of Economic History. – Oxford: Clarendon Press, 1969.
2. Rousseau P., Sylla R. Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth NBER Working Paper № 7448. – Cambridge, Mass., 1999.
3. Sylla R. Financial Systems and Economic Modernization: A New Historical Perspective. – New York University. Processed., 2000.
4. Шумпетер Й. Капитализм, социализм и демократия. – М.: Экономика, 1995.
5. King R., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – № 108. – P. 717-738.
6. King R., Levine R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence // Journal of Monetary Economics. – 1993. – № 32. – P. 513-542.
7. Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // American Economic Review. – 1998. – № 88(3). – P. 537-558.
8. Rajan R., Zingales L. Financial Dependence and Growth // The American Economic Review. – 1998. – № 88(3). – P. 559-586.
9. Wurgler J. Financial Markets and the Allocation of Capital // Journal of Financial Economics. – 2000. – № 58(1-2). – P. 187-214.
10. Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Law, Finance, and Firm Growth // Journal of Finance. – 1998. – №6. – P. 2107-2137.
11. Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity // Journal of Financial Economics. – 1999. – № 54. – P. 295-336.
12. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the Sources of Growth // Journal of Financial Economics. – 2000. – № 58(1-2). – P. 261-300.
13. Rousseau P., Wachtel P. Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995 // Journal of Banking and Finance. – 2000. – №24(12). – P. 1933-1957.
14. Li H., Squire L., Zou H. Explaining International and Intertemporal Variations in Income Inequality // Economic Journal. – 1997. – № 108 (January). – P. 1-18.
15. Easterly W., Islam R., Stiglitz J. Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility In Boris Pleskovic and Joseph Stiglitz (eds.) Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank. – Washington, D.C. – 2001.
16. Denizer C., Iyigun M., Owen A. Finance and Macroeconomic Volatility.– Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper № 670. June 2000.
17. Beck T., Lundberg M., Majnoni G. Financial Development and Economic Volatility: Does Finance Dampen or Magnify Shocks? – World Bank. – 2000.
18. Barro R., Sala-i-Martin X. Economic Growth, McGraw-Hill, Inc., 1992.

19. Solow R. Growth Theory: An Exposition. – 2nd Ed. Oxford University Press, NY, 1988.

20. Развитие российского финансового рынка и новые инструменты привлечения инвестиций / Р. Энтов, А. Радыгин, В. Мау и др. – М.: Ин-т экон. проблем переходного периода, 1998. – www.finansy.ru/publ/prus004.htm.

21. Державні фінанси / В.Д. Базилевич, Л.О. Баластрик. – Вид. 2-е, доп. і перероб. – К.: Атіка, 2004. – 368с.

22. Гроші та кредит / Ред. М.І. Савлук. – 2-е вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2006. – 741 с.

23. Зимовець В. В., Зубик С.П. Фінансове посередництво. – К.: КНЕУ, 2005. – 288 с.

24. Корнєєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку. – К.: Основа, 2007. – 192 с.

25. Корнєєв В.В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України // Економіка України. – 2007. – №9. – С. 21-29.

26. Канаев А.В. Банковская деятельность в свете теории финансового посредничества: традиции и инновации // Вестник СПбГУ. Сер. 5. – 2006. – Вып. 3. – С. 113-123.

27. Миловидов В.Д. Современное банковское дело. – М., 1992.

28. Gurley J.G., Shaw E.S. Financial Aspects of Economic Development //

American Economic Review. – 1955. – Vol. 45. – № 4. – P. 515-538.

29. Tobin J. Commercial Banks as Creator of «Money» // Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S. Treasury / Ed. by Dean Carson. Richard D. Irwin, 1963. – P. 408-419.

30. Diamond D.W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Review of Economic Studies. – 1984. – Vol. 51. – P. 393-414.

31. Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Пер. с англ. под ред. М.Е. Дорошенко. – М., 1999. – С. 215-240.

32. Allen F., Santomero A. The Theory of Financial Intermediation // Journal of Banking and Finance. – 1997. – Vol. 21. – P. 1461-1485.

33. Boot A. and Thakor A. Financial System Architecture // The Review of Financial Studies – Vol. 10. – № 3 (Autumn, 1997). – P. 693-733. – <http://www.jstor.org/stable2962201>.

34. Tadesse S. Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence // William Davidson Working Paper №. 449. (October 2002). – <http://ssrn.com/abstract=307223>.

35. Дементьев В. Теория национальной экономики и мезоэкономическая теория // Рос. экон. журнал. – 2002. – №4. – С. 71-82.