

Михайло ФЕДІРКО

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ЕМПІРИЧНІ АСПЕКТИ ТРАНСФОРМАЦІЇ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Досліджено теоретичні і емпіричні аспекти трансформації інституціональної структури фінансових ринків в сучасних умовах глобалізації і регіоналізації світової економіки. Визначено і уточнено чинники, що впливають на трансформацію інституціональної структури фінансових ринків, доповнено перелік заходів, що стосуються оптимізації трансформаційних процесів.

Ключові слова: фінансовий ринок, інституціональна структура, трансформаційні процеси, фінансова криза, фінансові інститути.

Сучасний етап розв'язку світового фінансового середовища характеризується стрімким розвитком фінансового ринку, змінами його кон'юктури та структури. Взаємозв'язок і взаємозалежність національних фінансових ринків значно посилились, тому можна говорити про новий етап формування єдиного світового фінансового ринку. Значний вплив на характер протікання цього процесу мають такі чинники як глобалізація і регіоналізація світової економіки. Глобалізація та збільшення масштабів руху капіталу між країнами призвели до зростання взаємозалежності національних економік і фінансових ринків, внаслідок чого потрясіння на фінансовому ринку однієї країни через поширення криз швидко перекидаються на фінансові ринки інших країн і сучасна світова фінансово-економічна криза є тому вагомим підтвердженням. З іншого боку, має місце регіоналізація національних економік і фінансових ринків, що підтверджується регіональним характером виникнення і перебігу більшості світових фінансово-економічних криз.

Чинна інституціональна структура світового фінансового ринку виявилася неспроможною дати адекватну відповідь на виклики теперішньої фінансово-економічної кризи. Разом з тим має місце перманентна трансформація цієї структури, чинники якої не в повній мірі встановлені і визначені. Зазначене *актуалізує* проблему оцінки цих процесів, їх оптимізації.

Метою даного дослідження є уточнення і доповнення теоретико-емпіричних аспектів трансформації інституціональної структури фінансових ринків в умовах глобалізації та регіоналізації світової економіки й розробка заходів, що стосуються оптимізації трансформаційних процесів.

Вивченню природи фінансових ринків світова економічна література приділяє значну увагу. *Суттєвий внесок* у розробку цієї проблематики зробили західні економісти Д. Едмістер, Д. Блейк, С. Фішер, П. Кругман, Дж. Штігліц а також російські вчені Д. Михайлов, М. Хазін, Н. Горюнова. Із початком формування українського фінансового ринку з'явилися дослідження вітчизняних науковців А. С. Філіпенка, С. Я. Боринця, М. І. Савлука, О. І. Рогача та інших. Основним об'єктом дослідження фінансових ринків у наукових працях більшості економістів є його структура, при цьому підходи до її вивчення суттєво відрізняються.

У дослідженнях західних економістів переважає інституціональний підхід, його сутність полягає у поділі фінансового ринку на два сектори: грошовий ринок і ринок капіталу. Такий поділ базується на інституті фінансових посередників, а також фінансових активах, якими вони оперують.

Так, англійський економіст Д. Едмістер визначає грошовий ринок як сферу обігу виключно міжбанківських фінансових активів, а ринок капіталів як сферу обігу корпоративних фінансових активів [1]. Дещо інший підхід застосовує у своїй монографії англійський вчений Д. Блейк, де структура фінансового ринку представлена як грошовий ринок, ринок капіталу та ринок похідних фінансових інструментів [2].

Підходи російських і вітчизняних вчених до визначення суті і структури фінансового ринку характеризуються тим, що його розглядають як окремий елемент фінансового середовища у межах національних кордонів, а не як єдиний глобальний фінансовий простір [3]. Вони ототожнюють фінансовий ринок із ринком капіталу і включають до його структури ринок цінних паперів та ринки середньострокових і довгострокових позичок, а до грошового ринку – ринок короткострокових позичок, фінансових активів, а також валютний ринок.

Проте на сучасному етапі вищеназвані підходи змінюються у напрямку вивчення тенденцій розвитку трансформації структури світового фінансового ринку. Міжнародні фінансові ринки розглядаються як головна складова світового фінансового середовища, при цьому в їх структурі виокремлюються міжнародні валютні ринки, міжнародні ринки акцій та міжнародні ринки позичкового капіталу. Інструмент позички розглядається як основний і домінуючий елемент розвитку сучасної структури фінансових ринків та головний канал взаємодії національних фінансових ринків із міжнародним фінансовим ринком [5].

Разом з тим, у роботах названих та інших науковців не приділяється належна увага визначенню чинників, під впливом яких відбувається трансформація інституціональної структури світового фінансового ринку. Можна припустити, що, з одного боку, одним із головних чинників і рушійних сил трансформації інституціональної структури є фінансові кризи, а з іншого – вони є наслідками такої трансформації.

Загалом, поняття фінансової кризи в науковій літературі неоднозначне, залежно від напрямку дослідження, характеру факторів кризи, що аналізується тощо. Виділяють декілька типів фінансових криз, зокрема валютну, банківську, державного боргу, корпоративного боргу, фондову. Тобто, у наведеній класифікації прослідковується інституціональна основа фінансових ринків.

Більшість науковців акцентують увагу на валютних кризах, що пояснюються тим, що вони за часом часто збігаються або виникають одразу за кризами інших типів. Як вважають Н. М. Желудько та А. І. Шкляр, саме з цих міркувань Г. Кашінскі і К. Рейнхарт виділили поняття «подвійна криза» для характеристики кризових явищ одночасно у валютній і банківській сферах, що, у свою чергу, сприяє утвердженню думки про первинність і центральність валютної кризи. Тому ці автори вважають за потрібне розглядати фінансові кризи із позиції системного аналізу: поряд із валютним сектором детальному розгляду має піддаватися сектор державного і корпоративного боргу, банківська сфера, фондовий ринок, фінансові інститути тощо [6, 11].

Для опису фінансових криз, було розроблено теоретичні моделі, які описують вплив окремих факторів на ситуацію на фінансових ринках, і тому їх спільним недоліком є відсутність універсального підходу. З іншого боку використання моделей має істотні переваги. Моделі допомагають описати ключові параметри й найважливіші взаємозв'язки, завдяки чому можна не лише зрозуміти природу криз, а й сподіватися на їх передбачення й розробку політики протидії їм.

Спочатку було розроблено теоретичні моделі валютних криз, які описують їх як результат тривалої грошово-кредитної та бюджетної експансії. Модель П. Кругмана вважається канонічною моделлю першого покоління, де вихідною умовою є зростання внутрішнього кредиту в умовах фіксованого курсу національної валюти. Недоліком моделі П. Кругмана є неможливість оцінити вплив процентної політики на ймовірність виникнення криз [6, 12].

Моделі першого покоління, які адекватно описували кризу 1970–1980-х років, не змогли пояснити кризових явищ 1990-х років, які істотно відрізнялися за своєю природою й механізмом розгортання, що спонукало науковців до розробки теоретичних моделей для опису криз нового типу.

Більш адекватними особливостям умов подвійних криз 1990-х років стали моделі другого покоління, які поділяють на три основні групи: моделі очікування, що самосправджуються; моделі ліквідності й «набігів» вкладників; моделі асиметрії інформації.

Проте, як засвідчують емпіричні дослідження, моделі очікування, що самосправджуються, добре описують кризи Європейської валютної системи початку 1990 років. Найчастіше при поясненні валютних криз, використовуються моделі ліквідності. Ці моделі базуються на припущенні, що дисбаланс між активами і пасивами держави та реального сектору чи банків за терміновістю може стати причиною фінансової паніки.

Аналіз такого взаємозв'язку уперше був проведений у межах моделі Д. Деймонда і П. Дибвіга, яка описувала ситуацію банківських банкрутств. Згідно до цієї моделі, вилучення вкладів може стати самоздійснюваним процесом, навіть за відсутності фактичних даних про погіршення фінансового стану банку. Це зумовлено тим, що вкладники формують свою поведінку на основі дій інших вкладників, тобто вилучення ними вкладів провокуватиме інших робити те саме, що підвищує вразливість банківського сектору [6, 12].

Модель М. Дулі розширює принципи, розроблені для аналізу банківських криз, на валютні кризи. Відповідно до цієї моделі тиск на національну валюту здійснюється після того, як сумарні зобов'язання держави перевищують її ліквідні активи. Іншу модель ліквідності в розрізі валютного ринку запропонували Д. Родрік і А. Веласко, які довели, що кризи, здебільшого, провокує скорочення ліквідності, спричиненої значною частиною короткострокової заборгованості [6, 15].

І. Гольдфажн і Р. Вальдес запропонували модель, згідно із якою основним фактором формування криз є рух капіталу. При цьому вони наголошують на важливій ролі у формуванні ліквідності фінансових посередників [6, 16]. Модель показує, що активність діяльності банків у ролі фінансових посередників зростає безпосередньо напередодні кризи, що посилює її негативні наслідки.

Моделі ліквідності успішно пояснюють, чому в країнах, що мають приблизно однакову сукупну заборгованість і обсяг боргових процентних платежів, ризик виникнення валютної кризи не однаковий.

Недоліки, якими володіють моделі ліквідності, практично, відсутні у моделях асиметрії інформації, які дають можливість пояснити саму природу виникнення «набігів» вкладників. Такі моделі передбачають можливість ланцюгової поведінки інвесторів, тобто впливу рішень інвестора на поведінку інших, які приймають рішення пізніше. У результаті виникає фактор стадної поведінки, котра спричиняє зростання волатильності ринку й спотворення цін на ньому.

Можливим поясненням стадної поведінки, на думку Н. Горюнової і П. Мінакір, є те, що при одночасному інвестуванні на кількох ринках інвестори надають перевагу

групуванню й аналізу інформації в межах певних кластерів, оскільки аналітична робота по кожній країні ринку стає занадто складною, що є основною причиною для перенесення кризи з однієї країни в іншу в межах виділених інвестиційних кластерів. Асиметрія інформації може стати однією із причин виникнення ефекту зараження, що сприяє перенесенню кризи із однієї країни в іншу [7, 18–23].

Разом з тим, у науковій літературі проводяться емпіричні дослідження для виявлення тенденцій розвитку фінансових ринків, в основу яких, знову ж таки, покладено дослідження основних індикаторів, які дають змогу виявити фінансові кризи на ранніх етапах та сформулювати стійку до фінансових криз інституціональну структуру фінансових ринків.

В емпіричних дослідженнях використовують три різні підходи до виявлення ознак назрівання фінансової кризи: метод найменших квадратів, імовірнісний метод, метод сигналів. Метод найменших квадратів базується на доведенні, що ризик виникнення фінансової кризи зростає при зниженні рівня покриття золотовалютними резервами грошової маси (M_2), переоціненні національної грошової одиниці в реальному вираженні та нарощуванні заборгованості приватного сектору в попередні роки. Імовірнісний метод дає змогу визначити низку макроекономічних і фінансових показників, які є основними кризовими індикаторами, і сформулювати систему попередження криз на основі, як міжнародних даних, так і внутрішніх показників країни, які часто виражаються як глобальні диспропорції, що перетворюються на реальну загрозу дестабілізації світової економіки і світових фінансів. Такими основними диспропорціями вважаються: глобальна незбалансованість рахунків поточних операцій; зміна спрямованості транскордонних потоків капіталу; збереження в більшості країн тенденції випереджального зростання інфляції порівняно із збільшенням реального ВВП; скорочення частки промислово розвинених країн у загальній сумі глобальних заощаджень у країнах із ринками, що розвиваються; збереження низького рівня реальних довгострокових процентних ставок у більшості країн, що збільшує диспропорції в розвитку фінансового і реального секторів, стимулює домінування операцій із фінансовими активами та перетворює фінансовий сектор на доволі самостійну сферу економіки.

Негативний вплив глобальних диспропорцій посилюється через недосконалість чинної інституціональної структури світового фінансового ринку, що обумовлено діючими принципами побудови світової фінансової системи. Розвиток сучасної фінансової системи відбувається в умовах загострення суперечностей між фінансовим і реальним секторами, національними й інтернаціональними структурами у процесі реалізації стратегічних державних інтересів. Оскільки в основу сучасного світового фінансового механізму покладений принцип світової фінансової експансії США, утворилися величезні за обсягами ринки капіталу, номіновані в американських доларах. Після демонетизації золота й запровадження плаваючих валютних курсів стався відрив вартості ліквідних активів від масштабів цін держав-емітентів та розпочалась віртуалізація міжнародних валют.

Долар США утвердився як головна грошова одиниця для обслуговування переважної частини світових інтернаціоналізованих відтворювальних процесів. Реалізація експансіоністської стратегії американського долара зумовила появу економічного та валютного союзу ЄС, а також інших регіональних об'єднань, що є захисною реакцією на неофінансову експансію як одну із ознак глобалізації.

Автономізація фінансового сектору призвела до надмірної капіталізації світової економіки, тобто відриву фінансового сектору від реального. Так, у 2007 році обсяги світового ВВП становили 55 трлн. дол. США., а сукупна вартість світових фінансових активів складала 125 трлн. дол. США.

Широке застосування великої кількості нових фінансових інструментів відбувається на тлі зростання заборгованості державного корпоративного і споживчого секторів.

Використання похідних цінних паперів, а також широкого спектра складних, структурованих фінансових інструментів замість зниження ризиків на основі їх розподілу серед інвесторів, фактично, призвело до їх маскуванню. У першу чергу, це стосується субстандартних іпотечних кредитів низької якості та їх непрозорого розподілу серед широкого кола інвесторів.

Домінування короткострокових фінансових операцій призвело до зростання в потоках фінансового капіталу економічно розвинених країн спекулятивної складової і збільшення заборгованості споживчого, корпоративного і державного сектора.

Погіршення ситуації спричиняється також низькою якістю оцінки дохідності і ризиків рейтинговими агентствами.

Загострення суперечностей на фінансових ринках обумовлюється, на нашу думку, також фундаментальними особливостями побудови світової резервної системи, де національна грошова одиниця однієї країни (США), використовується як основний інструмент для міжнародних розрахунків і як головна резервна валюта.

Загальний обсяг ринку капіталів у 2007 досяг 229,7 трлн.дол. США, що в 4,2 раза перевищує світовий ВВП. Частка США у світовому обсязі ВВП 2007 року дорівнювала 25,3%, а внесок цієї країни у формування світового ринку капіталу - 26,5%, що підтверджує її домінування у світовій економіці й фінансовій сфері. Для країн Єврозони це співвідношення становило відповідно 22,4% і 27,6%.

Банківські активи США у 2007 досягли 11,19 трлн.дол. США, або 13,2% вартості світових банківських активів. Разом із тим обсяги резервів США оцінювались у 59,5% млрд.дол. США, тобто лише 0,9% розміру світових резервів [8, 31-32].

Із наведених даних можна зробити висновок, що політика США, як світового лідера при обслуговуванні глобальних потоків капіталу, не підтверджується реальними можливостями банківської системи цієї країни щодо фінансової відповідальності за покриття глобальних фінансових ризиків. Як вважають С. В. Науменкова та С. В. Міщенко, в умовах чинного геофінансового механізму глобальні фінансові ризики, фактично, перекладено на країни, які поступаються за рівнем економічного розвитку лідерам [8, 36]. Тому постає потреба в удосконаленні регулювання потоків капіталу із метою зменшення необхідності страхування на основі акумулювання значних резервів. Значну роль у цьому, на нашу думку, має відігравати адекватна трансформація інституціональної структури світового фінансового ринку.

У даний час здійснюється корекція світового фінансового ринку в умовах високої турбулентності, невизначеності і значної деформації фінансових ринків та інститутів.

Більшість науковців і практиків схиляються до думки, що в чинному механізмі фінансового ринку, внаслідок нерівномірного розподілу в системі голосування й управління, не повною мірою відображена роль країн із ринками, що розвиваються. Сучасні концепції забезпечення міжнародної фінансової стабільності підтверджують необхідність підтримки спільності національних фінансових систем у контексті недопущення глобальних фінансових криз. У зв'язку з тим, що експертами ЄЦБ визначено так звану трилему фінансової стабільності, що стверджує неможливість одночасного забезпечення стабільності світової, регіональної й національної фінансових систем, роль національних урядів і регуляторів до певної міри обмежується, натомість посилюється роль міжнародних організацій і наднаціональних органів регулювання в забезпеченні фінансової стабільності.

На сучасному етапі важливо сформулювати базові завдання трансформації інституціональної структури світового фінансового ринку, з метою забезпечення стабільності на ньому. На нашу думку, необхідно:

- розробити нормативні правила, що регламентують інституціональну структуру

національних, регіональних і світового фінансових ринків, де визначається її субординація;

– сформулювати нові правила регулювання фінансових ринків, де встановлюється роль та функції відповідних інституцій;

– створити єдину систему регулювання рейтингових агентств, які функціонують на фінансових ринках;

– розробити системи індикаторів розвитку криз, їх моніторингу і створення науково обґрунтованих методів прийняття рішень щодо попередження криз.

На основі викладеного можна зробити такі *висновки*.

Теоретичною базою трансформації інституціональної структури світового фінансового ринку на сучасному етапі є теоретичні моделі виникнення, розвитку і поширення фінансових криз, як одного з головних чинників трансформаційних процесів. Проте, на сучасному етапі не існує жодної теорії, котра змогла би пояснити це явище у всій його багатогранності. Більше того, жодна із цих теорій не пояснює вплив трансформаційних процесів на виникнення, розвиток і поширення фінансових криз.

В умовах глобалізації і регіоналізації світової економіки й фінансових ринків проблема трансформації їх інституціональної структури постає, насамперед, у площині вдосконалення механізмів світового й регіонального регулювання фінансових потоків.

Чинна інституціональна структура фінансових ринків потребує перегляду в частині регулювання резервної системи, механізмів надання ліквідності, компенсаційного фінансування, регулювання і контролю.

Жоден із існуючих теоретичних і емпіричних підходів до визначення чинників трансформаційних процесів на фінансових ринках не може претендувати на універсальність. Саме тому, з огляду на економічну й фінансову ситуацію в конкретній країні, характер поширення фінансових криз, необхідно розробляти антикризове управління та адекватну інституціональну структуру національних фінансових ринків, що відповідають основним принципам функціонування сучасного світового фінансового ринку.

Література

1. *Edmister D. Financial Institutions: markets and Management – University of London, 1995. – P. 3.*
2. *Blake D. Financial Market Analysis- McCraw Hill, USA – 1996.*
3. *Михайлов Д. М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. – М. Экзамен. 2006. – С. 3.*
4. *Вступ до банківської справи (за ред. М. І. Савлука) К: Лібра, 1998. – С. 60.*
5. *Філіпенко А. С. та ін. Україна і світового господарства: взаємодія на межі тисячоліть К: Либідь, 2000. – 367 с.*
6. *Шелудько Н. М; Шкляр А. І; фінансові кризи на ринках, що розвиваються: теоретичні і емпіричні аспекти аналізу // Фінанси України – 2009. – № 2. С. 3–21.*
7. *Горюнова Н. П., Минакир П. А. Финансовые кризисы на развивающихся рынках / РАН, ин-т эконом. Исслед.– М: Наука, 2006. – 213 с.*
8. *Науменкова С. В., Міценко С. В. Проблеми подолання негативного впливу глобальних диспропорцій і формування нового геофінансового механізму // Фінанси України – 2009. – № 3. – С. 23–36.*

Редакція отримала матеріал 17 листопада 2009 р.