

АНАЛІЗ МОДЕЛЕЙ ФІНАНСОВИХ СИСТЕМ

У докладі розглядаються переваги і недоліки двох моделей фінансових систем: "банківської" (bank-based view) і "ринкової" (market-based view) в умовах ослаблення державного втручання в економіку, лібералізації і відміні обмежень на рух капіталів.

У даний час існуюча обширна наукова література, розглядає переваги і недоліки переважно двох моделей фінансових систем. З погляду прихильників (bank-based view) позитивна роль банків в мобілізації капіталу відображається у визначенні кращих інвестиційних проектів, жорсткому контролю менеджерів корпорацій і умілим управлінням ризиками. В процесі своєї посередницької діяльності банки знижують витрати, пов'язані з контролем за діяльністю фірм і їх менеджерів і, тим самим, підвищують ефективність перерозподілу ресурсів і ефективність корпоративного контролю. При цьому банки встановлюють тісні довгострокові відносини з компаніями, що полегшує процедуру отримання останніми грошових коштів для розширення виробництва. І як наслідок, прихильники цієї концепції відзначають, що знижуючи інформаційні і транзакційні витрати, банки сприяють розвитку існуючих компаній і створенню нових.

Проте прихильники концепції «bank-based view» не тільки говорять про позитивну роль банків, але і виступають з критикою ринків цінних паперів, підкреслюючи переваги банківського фінансування в порівнянні з емісійним. Автор роботи [1] виступив з наступним аргументом. На думку автора, розвинені ринки акцій породжують так звану проблему "безбілетника" (free rider). Він вважає, що інформація на ринках цінних паперів більш доступна дрібним інвесторам, що, у свою чергу, не стимулює їх до пошуку найперспективніших компаній. Тим самим знижується вірогідність того, що саме найефективніші проекти одержать фінансування. А це у свою чергу відображається на темпах економічного зростання.

Прихильники цієї моделі також відзначають, що ліквідність, властива ринкам акцій, може негативно відобразитися на розподілі ресурсів в масштабах суспільства. Ліквідні ринки акцій, на думку авторів робіт [2], полегшують злиття і поглинання, проте приводять до збагачення корпоративних піратів, вони можуть породжувати негативні соціальні явища. Крім того, висока ліквідність призводить до "короткозорості" інвесторів. На ліквідних ринках інвестори можуть швидко і без великих втрат продати свої акції, що, знову ж таки, знижує стимули займатися корпоративним управлінням.

Таким чином, концентрована власність (властива країнам з банківською моделлю), із їхньої точки зору, може перешкодити менеджерам діяти в розріз з інтересами власників. Більш того, на думку прихильників "банківської"

системи, високий рівень розвитку ринку акцій не сприяє ефективному корпоративному управлінню і призводить до неефективного розподілу ресурсів.

Прихильники "банківської" концепції вважають, що банки краще, ніж ринок цінних паперів, справляються із задачею отримання інформації про компанії і контролю менеджерів. Банки позбавлені фундаментальних недоліків, властивих ринку цінних паперів. "Банківська концепція" підкреслює позитивну роль банків в забезпеченні зовнішніх джерел фінансування, особливо для молодих фірм.

З погляду прихильників моделі (market-based view), все відбувається з точністю до навпаки. Вони виділяють в першу чергу позитивну роль ринку цінних паперів в економічному розвитку. Знову ж таки, як і у випадку з попередньою концепцією, "ринкова" має дві сторони: з однієї, вона підкреслює позитивну роль ринку цінних паперів, з іншої, відносні переваги ринку цінних паперів в порівнянні з банками.

Аргументування, що приводиться прихильниками цієї моделі, полягає в наступному. Крупні і ліквідні ринки цінних паперів дозволяють зібрати всю інформацію про нові технології і відобразити їх в ринкових цінах. Крім того, на ліквідних ринках економічні агенти, одержуючи цінну інформацію про компанії, можуть швидко одержати вигоду шляхом купівлі-продажу їх цінних паперів, що якраз стимулює пошук нової інформації.

Ринок акцій також краще забезпечує корпоративний контроль за рахунок наявності механізму поглинань і можливості кращої ув'язки винагороди менеджерів з результатами діяльності компанії.

Прихильники моделі "market-based view" також підкреслюють переваги емісійного фінансування в порівнянні з банківським.

Емісійне фінансування по-перше, посилює конкуренцію, створює більше стимулів для розвитку підприємництва, ніж банківське фінансування. По-друге, банки виявляються неефективними корпоративними контролерами через своє інсайдерське положення. В "банківських" системах банки часто є власниками акцій та/або голосують за акціями інших акціонерів. Тим самим банки можуть вступати в змову з іншими менеджерами в збиток інтересам зовнішніх інвесторів що, тим самим, знижує конкуренцію і ефективний корпоративний контроль.

Крім того, у результаті відсутності ясних ринкових цінових сигналів банки часто продовжують фінансувати фірми, що здійснюють низькорентабельні проекти. Таким чином, в порівнянні з "ринковими" системами, "банківські" менш орієнтовані на надання ресурсів в новітні і самі прибуткові проекти.

Прихильники "ринкової" концепції також зосереджуються на проблемах, які породжують могутні і впливові банки. На їх думку, величезний вплив, яким володіють банки в "банківських" фінансових системах, може надати негативну дію на економіку країни. Наприклад, одержуючи важливу "внутрішню" (не доступну іншим акціонерам) інформацію про компанію, банки мають нагоду викачувати з неї своєрідну інформаційну ренту. В цьому випадку компанії

вимушені платити більше вільного доступу до капіталу. Ця здатність витягувати частину майбутніх прибутків може, як відзначає автор роботи [3], негативно позначитися на бажанні компаній здійснювати інноваційні, прибуткові проекти.

Банківська система особливо невдала з погляду фінансування молодих компаній. "Банківська" модель, вважають автори роботи [4], дає менше шансів новачкам на отримання фінансування. Не дивно, що середній вік компаній, що зробили IPO, на Франкфуртській фондовій біржі за 1960-1990 рр., складав 57 років. Такий вік для корпорацій США визнали б стародавнім. "Банківська" система є гальмом в період радикальних технологічних змін, вважають автори роботи [4]. Ще один недолік автори бачать в тому, що в країнах з банківською моделлю, як правило, банки надають надмірну підтримку фірмам, що провалилися або мають ускладнення. При звичних обставинах це додає системі стабільність. Проте в періоди радикальних перетворень подібна підтримка означає дуже довге неефективне використання ресурсів.

Приведемо приклад. В першій половині 1970-х років, після першої нафтової кризи банк Сумітомо прийшов на допомогу автомобільній компанії "Мазда", яка входила в кейретсу "Сумітомо". Банк не тільки гарантував борги "Мазда", але і організував порятунок компанії, зокрема, примушуючи робітників і службовців цієї кейретсу купувати автомобілі "Мазда" [4].

Доцільність цієї акції не така очевидна. Звичайно, положення справ у фірмі покращало. Проте, можливо, було помилково ігнорувати ринкові сигнали, пов'язані з діяльністю цієї компанії. Можливо, було б краще, щоб компанію поглинула інша, більш успішна фірма. Адже на початку 1990-х вона знову потрапила в біду і на цей раз її рятувала американська компанія "форд". Або, можливо, її було слід закрити, ліквідувавши надмірні потужності автомобільної промисловості Японії, які стали особливо помітні в 1990-ті роки.

Крім того, непрозорість банківської системи також надає більше можливостей для втручання у фінансову систему уряду, оскільки вона дозволяє краще приховувати реальну вартість цього втручання. Так в 30-х роках минулого сторіччя японський уряд використовував банківську систему, яку раніше воно ж допомогло консолідувати, для перерозподілу ресурсів на користь військово-промислового комплексу. Банки часто процвітають в умовах політики обмеження конкуренції, що проводиться урядом, а інтервенціоністські уряди мають більше свободи дій саме в "банківській", а не "ринковій" системі.

Ще один напрям критики пов'язаний з роллю банків в корпоративному управлінні і в цілому з організацією корпоративного управління в країнах "банківської" моделі.

Слід зазначити, що "банківські" системи можуть бути найефективнішими на певних етапах економічного розвитку і неадекватними на інших. До 1970-х років "банківські" економіки Німеччини, Японії і Франції розвивалися помітно швидше, ніж "ринкові" економіки Великобританії і США. В 1990-ті роки ситуація змінилася на 180 градусів. Середньорічні темпи зростання ВВП в США склали 3,1%, Великобританії 2,6%, Франції 2,1%, Німеччини 1,7%, Японії -1,1%. Ці системи краще всього працюють на ранніх стадіях індустріалізації, в

умовах фінансування капіталомістких об'єктів, при неефективності правової системи і коли роль наукоємких галузей відносно невисока. Вони також краще проявляють себе в невеликих, закритих, однорідних економіках.

На думку авторів роботи [4], "ринкові" фінансові системи успішно працюють тільки там, де розкривається інформація компаніями і достатньо захищені інтереси інвесторів. Банки можуть існувати і в умовах, коли і то, і інше знаходиться на примітивному рівні. Тому навіть в країнах із слабкими судово-правовими системами, стандартами звітності, могутні банки в змозі одержати об'єктивну інформацію від компаній і примусити їх дотримувати свої зобов'язання, тим самим сприяючи розвитку економіки. [5] Відповідно, звідси витікає, що в країнах із слабкою правовою системою банківське фінансування не тільки переважне, воно єдино можливо.

Література:

1. Stiglitz J. E. Credit Markets and Control Capital// Journal Money, Credit and Banking, 1985 №17, pp. 133-152.
2. Levin r. finance and growth: theory and evidence/Working Paper 10766. September 2004. national bureau economic research. P.28 (www.nber.org);
3. Rajan R. G. Insiders and Outsiders: Choice Between Informed and Arms Length Debt// Journal Finance №47,2002.
4. Rajan R., Zingales L. Banks and markets: changing character European finance// national bureau economic research Working Paper 9595 March 2003. P.23 (www.nber.org)
5. Beck T, Demirguc-Kunt A., Levine R., Maksimovic V. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. June 14,2000. World Bank, mimeo (www.worldbank.org)