



УДК 336.7(477):339.72

## МИРОВЫЕ МОДЕЛИ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА

**А.Л. ЛАВРИК**

*Харьковский  
национальный  
университет  
имени В.Н. Каразина  
г. Харьков*

*e-mail:  
sasha\_soshnikov@mail.ru*

Исследована сущность двух моделей развития экономики, рейнская (Япония – Германия) и англосаксонская (США-Англия), проанализированы современные мировые и отечественные тенденции развития финансового посредничества, определены направления совершенствования финансовых посредников на мировом финансовом рынке.

Ключевые слова: мировой финансовый рынок, финансовые посредники, банки, финансовые рынки, банковская система, рыночно-ориентированная финансовая система.

В мировой финансовой системе существует несколько моделей финансовых рынков. Например, североамериканская с развитым фондовым рынком (США, Канада). В США наметилась тенденция к сегментации в деятельности банков, здесь банкам запрещено выполнять инвестиционные функции, покупать – продавать и размещать ценные бумаги. Одновременно в США существует большое количество специализированных банков (взаимосберегательные банки, ссудно-сберегательные товарищества и др.), объединенных в группу сберегательных институтов.

Европейским странам более характерна модель с развитым банковским сектором и денежным рынком. Банки этих стран – это финансовые посредники, которые выполняют комплекс операций финансовых рынков. Главными операциями считают депозитные операции, поскольку они обеспечивают привлечение денежных средств на депозитные счета на полный срок и предоставления их в ссуды. Кроме этого, банки осуществляют такие операции, как расчеты между экономическими субъектами, эмиссионные и инвестиционные операции, доверительные операции с имуществом и собственностью клиента, предоставляют консалтинговые услуги, лизинговые и другие услуги.

В некоторых странах банковская деятельность занимает определенный сегмент рынка, и круг разрешенных для выполнения операций законодательно ограничен, то есть банковская деятельность построена по принципу сегментации. В большинстве стран Европы, в частности, в Германии, не существует запретов на осуществление банками определенных операций, вместо этого установлен четкий контроль за деятельностью корпораций, которые они инвестируют (кредитуют). Одновременно, в некоторых странах Европы, прежде всего в Великобритании, финансовой системе присуща специализация банковско-финансовой системы, самоустранение банков от выполнения инвестиционных операций.

Для большинства стран с неразвитой финансовой системой характерна высокая монополия нескольких банков: на четыре – пять крупнейших банков приходится до 70-80% стоимости всех банковских услуг. Такая ситуация сложилась в странах Восточной Европы – Чехии, Словакии, Польше, Румынии. В некоторых странах, чтобы избежать такой ситуации, прибегают к разработке антимонопольного законодательства. Кроме этого, вводят специальные законодательные ограничения для субъектов финансового рынка. Чаще всего эти ограничения касаются доли одного физического или юридического лица в капитале банка, доли одного финансового института в собственности другого предприятия.

Финансовые институты, развиваясь, испытывают сильное влияние регулирования, целью которого в основном является обеспечение их сохранности и безопасность, а значит – защита вкладов инвесторов. Однако эти меры регулирования приобретают форму запрета общенациональной системы банков, имеющих филиалы. Они ограничивают средства, которые могут приобрести финансовые институты, и верхние значения ставок процента, которые они платят. Эти ограничения касаются различных видов услуг, которые финансовые институты могут оказывать клиентам. Такие тенденции препятствуют свободному движению капитала к тем отраслям, где его не хватает, нанося, таким образом, вред рыночной экономике. Для предотвращения этого в большинстве стран в законодательном порядке вносятся существенные изменения в регулирование деятельности



финансовых институтов. Результатом непрерывных изменений в регулировании деятельности институтов является сглаживание разницы между их видами. Так, тенденция их развития в США сейчас направлена на образование крупных финансовых корпораций с различным спектром услуг, которые владеют банками, инвестиционными банковскими домами, страховыми компаниями и взаимными фондами. Они имеют филиалы по всей стране и даже во всём мире. Примерами таких корпораций, большинство из которых начинали свою деятельность в какой-то одной области, а сейчас действуют в большей части спектра финансовых услуг, являются Transamerica, Merrill Lynch, American Express, Fidelity и Prudential.

Особенностью современных финансовых систем является трансформация традиционных финансовых институтов в организации, которые предлагают комплексные инвестиционные продукты, максимально ориентированные на потребителя услуг финансовых рынков путем внедрения новых инструментов, стимулирования инвестиционной деятельности заёмщиков, повышение доходности вкладов (депозитные институты, финансовые компании, взаимные фонды, институциональные инвесторы, пенсионные фонды, страховые компании).

Деятельность современных финансовых рынков не ограничивается национальными границами. Они привлекают инвестиционные средства, удовлетворяя потребности в краткосрочном капитале экспортно-импортных операций, пополнении оборотных средств, а также для реализации масштабных проектов.

Характерными признаками международных рынков является глобализация сделок и операций, существование международных финансово-экономических институтов и банков развития, применение единых международных нормативов, а также всё большая интернационализация финансовых рынков. Все это направлено на создание международных взаимосвязанных рынков [1]. Одним из важных направлений совершенствования работы рынков является саморегуляция, которая касается организаций, созданных профессиональными участниками финансовых рынков, и имеет целью обеспечение благоприятных условий их деятельности, соблюдения профессиональной этики, защиты интересов владельцев ценных бумаг, установление правил и стандартов проведения операций на рынке. На Украине такими организациями являются Ассоциация украинских банков, Профессиональная ассоциация регистраторов и депозитариев, Лига страховых организаций и др.

Тенденцией развития мировых рынков является формирование финансовых суперрынков, где один или несколько финансовых посредников предлагают клиенту весь спектр финансовых услуг. Большую роль в защите потребителей рынка играют правительства стран, устанавливая требования к кредитоспособности финансовых институтов, экономические нормативы их деятельности, строгие правила к институтам, которые осуществляют трастовые операции, предоставляя государственные гарантии, вводя инструменты страхования депозитов, создавая условия для прозрачности работы финансовых институтов [6].

Модель рыночно-ориентированной финансовой системы США предлагает гораздо больше возможностей перекрестного обмена рисками, чем банковско-ориентированная финансовая система Германии. Однако модель США также имеет свои недостатки, например, ее эффективность значительно уменьшается, если рынки являются неполными или на рынке небольшое количество участников. Обычно долгосрочные (неликвидные) инвестиции имеют большую доходность, чем краткосрочные (ликвидные), однако часто индивидуальные инвесторы не вкладывают средства в долгосрочные инвестиции, поскольку не уверены в своих будущих потребностях в ликвидности. Посредники, такие, например, как крупные банки, могут сгруппировать большое количество средств от индивидуальных инвесторов и вложить их в высокодоходные долгосрочные инвестиции, получая значительное преимущество от манипуляций с большими числами. Рынок не имеет возможности застраховать своих участников от ликвидных шоков, поскольку не имеет возможности отличить участников с реальными потребностями в ликвидности и тех, кто пытается заработать на арбитраже. То есть асимметричность информации дает финансовым посредникам, таким как банки, преимущества в перекрестном обмене риском из-за снижения ликвидных шоков.



Примером того, как рыночно- и банковско ориентированные финансовые системы отличаются между собой в вопросах риск-менеджмента, может быть опыт 1970-х и 1980-х годов [12]. В США стоимость акций упала почти вдвое от нефтяного кризиса в начале 1970-х годов и оставалась на одном уровне почти на протяжении целого десятилетия. Домохозяйства, которые вложили свои сбережения в то время в ценные бумаги, были вынуждены существенно уменьшить свое потребление из-за резкого падения цен на акции, особенно неработающие пенсионеры. Однако в 1980-х гг. фондовый рынок вырос почти в два раза в стоимости, что положительно повлияло на доходы домохозяйств и позволило увеличить потребление в этот период. На этом примере видно, что домохозяйства США сталкиваются со значительным риском изменения объемов потребления, инвестируя непосредственно в ценные бумаги.

Опыт США можно противопоставить опыту Германии за такой же период времени. Как отмечалось выше, домохозяйства Германии хранят свои сбережения в основном на банковских счетах и в различных долговых инструментах. И хотя Германия тоже пострадала от нефтяного кризиса в начале 1970-х, стоимость сбережений не уменьшилась вдвое, как в США. Немецкие инвесторы имели возможность сохранить запланированный уровень потребления, поскольку банки использовали свои резервы, чтобы иметь возможность рассчитываться по своим обязательствам перед вкладчиками. Однако во время бума 1980-х годов, несмотря на рост стоимости активов, домохозяйства в Германии получали фиксированный процент по своим вкладам, а финансовые посредники имели возможность наращивать резервы. То есть индивидуальные инвесторы в Германии имеют дело с более низким уровнем риска, чем в США, благодаря межвременному распределению риска финансовыми посредниками. Выбор типа финансовой системы, прежде всего, теоретически зависит от того, насколько гомогенными являются инвесторы в своем отношении к риску. Немецкая модель будет наиболее уместной и малозатратной, если спрос на риск у инвесторов одинаков и они стремятся его уменьшить. Однако, если инвесторы являются гетерогенными в своем отношении к риску, то преимущества от перекрестного обмена риском будут больше, чем от межвременного распределения. В таком случае модель США будет более уместной и малозатратной для экономики.

Как отмечалось выше, одним из главных отличий между рыночно- ориентированной финансовой системой США и банковско-ориентированной системой Германии является объем доступной информации о деятельности предприятий на рынке. В США большое количество компаний котируется на фондовой бирже и в соответствии с требованиями Комиссии по ценным бумагам и фондовой бирже (SEC) должны предоставлять большое количество информации о своей деятельности в бухгалтерской отчетности, и она доступна всем инвесторам на рынке. Такое обилие информации позволяет инвесторам принимать взвешенные решения, а фирмам – эффективнее принимать решения по таким вопросам, как вход или выход из отрасли. Есть функция эффективного размещения капитала, которая традиционно считалась главным достоинством фондового рынка.

В Германии, наоборот, небольшое количество компаний котируется на фондовом рынке, а требования к раскрытию информации предприятиями являются менее жесткими. Как следствие, небольшое количество информации на рынке. Однако многочисленные исследования указывают также на то, что цены на акции в США очень чувствительны к новой информации о процентной ставке и денежных потоках, поступаемых на фондовый рынок. В известной статье Хиршляйфера (1971) отмечается, что объявление информации может разрушить ценные возможности распределения риска [14].

Ален и Лафонт в своих работах также исследовали эту идею в контексте рынка ценных бумаг и доказали, что больше информации может быть невыгодно для всех, так как это повышает нестабильность потребительского спроса [11].

В противовес США, небольшое количество информации, в том числе бухгалтерские отчеты, имеются в свободном доступе на рынке Германии. Именно поэтому колебания цен не является частыми, что снижает риск инвесторов. Однако, с другой стороны, возникает вопрос об эффективности размещения инвестиций на рынке Германии из-за такого небольшого количества доступной информации. Функцию размещения ресурсов обеспечивают крупные банки, располагающие информацией о доходности фирм и могут прямо давать советы фирмам или косвенно через выдачу кредитов подавать сигналы о ситуации на рынке. Этот механизм, хотя и может служить своеобразной заменой фондо-



вого рынка при принятии решений по размещению ресурсов, имеет определенные недостатки. Важнейший недостаток в том, что без активного фондового рынка очень трудно определить реальную процентную ставку с учетом уровня соответствующего типа риска.

Функция мониторинга менеджмента является такой важной потому, что владелец и управляющий фирмой очень часто разные лица. Владельцы акций должны контролировать менеджеров предприятий, но если владельцев очень много, то осуществлять каждому из них контроль и анализировать информацию неуместно и очень затратно. Для уменьшения затрат владельцы акций могут нанять менеджера, чтобы он осуществлял функцию мониторинга вместо них, но тогда за этим человеком также нужно будет присматривать. Эту проблему можно решить с помощью посредников. Если предположить, что крупный банк может финансировать несколько фирм, то он через диверсификацию средств может предложить своим вкладчикам фиксированный доход. Тогда у вкладчиков нет необходимости проводить мониторинг банка, поскольку они должны получать фиксированный доход, а банк, в свою очередь, не сможет выплачивать этот доход, если не будет контролировать менеджеров предприятий. Таким образом, каждая фирма контролируется только одним или несколькими банками, и расходы на мониторинг минимизируются в обществе. Такая теоретическая ситуация близка к реальности в Германии, где тесные отношения между банками и предприятиями, а также право голоса, которое имеют немецкие банки, дают им возможность эффективно контролировать деятельность менеджеров предприятий [2].

Для Украины более эффективной на данном этапе будет построение и развитие именно банковско-ориентированной финансовой системы. Финансирование через банковскую систему является более эффективным именно для традиционных секторов экономики. Низкий спрос на рискованные инвестиции у инвесторов и их гомогенность также является важным фактором при выборе типа финансовой системы. Для Украины также характерна неразвитость правовой и институциональной инфраструктуры – низкий уровень защищенности акционеров, коррупция среди органов власти и судей, невыполнение законов. В таких условиях именно развитие банковских учреждений способствует стабильности и большей защищенности потребителей. То есть основными факторами, которые наиболее вероятно сдерживают развитие финансовой системы Украины, являются слабая правовая защита кредиторов, законодательная и исполнительная необеспеченность выполнения контрактов, высокий уровень коррупции, отсутствие эффективных, действующих и доступных бухгалтерских стандартов и высокий уровень инфляции.

Несмотря на то, что США (пример рыночно-ориентированной финансовой системы) является лидером по производству высокотехнологичных продуктов и их экспорту в мире, ее экономика очень зависит от того, насколько часто и продуктивно эти новинки появляются на рынке. Основным источником финансирования этих высокорискованных проектов является фондовый рынок. Именно поэтому несостоятельность экономики продуцировать новый высокотехнологичный продукт сразу влияет негативно на всю экономику и замедляет экономический рост: инвесторы отзывают свои средства из акций компаний, что еще больше усугубляет экономический спад. Однако в периоды роста фондовый рынок способен очень быстро направить средства в высокодоходные и рискованные проекты и способствует быстрому экономическому росту.

Ситуация в Германии, которая имеет банковско-ориентированную финансовую систему, складывается по-другому. Большинство компаний, которые приносят наибольший вклад в экономику страны, занимают определенную нишу на узком рынке малоизвестных продуктов и предлагают высокое качество и имя потребителям. Средства такие компании, как правило, получают в виде банковских кредитов и, поскольку их руководители занимают свой пост в течение долгого периода времени, то строят свои отношения с банками на личных взаимоотношениях. Поэтому немецкие банки являются достаточно консервативными в вопросах предоставления кредитов и уделяют большое внимание доброму имени компании. Однако и в периоды тяжелого времени для компаний банки также поддерживают их в финансовом плане, что замедляет темпы падения экономики. Это позволяет компаниям расти стабильно, без значительных падений и взлетов [4].

Сторонники «банкоцентричной» концепции рынка отмечают положительную роль банков в получении информации о фирмах и их руководстве, что улучшает распределение капитала и корпоративного контроля [13], управления межотраслевым, межвре-



менным риском и риском ликвидности и, таким образом, усиливают инвестиционную эффективность экономического роста [17]. Сторонник банковской концепции Дж. Стиглиц отмечает, что высокоразвитые рынки открыто приводят информацию, которая уменьшает стимулы для индивидуальных вкладчиков ее получать, зато банки имеют долгосрочные отношения с фирмами, поэтому информация доступна на рынке через некоторое время [20]. Кроме того, банки выступая в роли коалиции инвесторов, осуществляющих более эффективный контроль за фирмами, уменьшают моральный риск. Без сильных банков внешние инвесторы могут отказаться финансировать индустриальное расширение в странах со слабо развитыми финансовыми учреждениями.

Сторонники рыночной концепции отмечают, что рынок выступает большим стимулом для инвестирования через большую доступность информации и более активную торговлю ценными бумагами, что облегчает надзор за корпоративным управлением, процессами поглощения и управления рисками [19]. Они отмечают слабые стороны многоцентричной модели: сильные банки могут на основе доступа к инсайдерской информации приостанавливать инновации, защищая отдельные избранные фирмы. Кроме того, сильные банки могут тайно сговариваться с руководителями отдельных фирм против других кредиторов [15].

Недостатком банковских институтов является то, что их кредитная база состоит преимущественно из долговых инструментов, не создает предпосылок для финансирования рискованных инвестиционных проектов. Таким образом, банковская модель почти не оставляет шансов новым компаниям на финансовые ресурсы, поэтому сдерживает экономический рост. Одновременно конкурентоспособные рынки капитала играют положительную роль в объединении положительных разрозненных информационных сигналов о состоянии дел в экономике и эффективной передаче информации инвесторам [7].

Особого внимания заслуживают идеи С. Боди, Р. Левайн, Р. Мертон, по мнению которых вышеупомянутые модели не обеспечивают стабильного развития экономики через присущие им противоречия и недостатки, преодолеть которые может концепция финансовых услуг. В центре концепции финансовые условия – контракты, рынки и посредники, которые возникают, чтобы устранить недостатки рынка и обеспечить предоставление качественных финансовых услуг [18]. Для определения лучшей модели финансовой системы первостепенное значение имеет не институт, на котором они основаны, а среда, в которой финансовые институты и рынки осуществляют свою деятельность, предоставляя свои посреднические услуги и обеспечивая инновационный экономический рост.

По мнению А.Ю. Семенова, теория финансовых услуг полностью совместима с предыдущими моделями, однако главная идея заключается в поиске условий лучшего функционирования как банкоцентричной, так и рыночно ориентированной модели финансовой системы. Банки и рынки ценных бумаг могут системно работать на развитие экономики через взаимное «хеджирование» своих недостатков. Так, рынки ценных бумаг могут усиливать конкуренцию на рынке капиталов, предоставляя альтернативные методы финансирования и, таким образом, снижая влияние банков на реальный сектор экономики [7].

Отдельно в теории финансовых услуг возникает концепция «закона и финансов», которая на первый план выводит систему контрактов. Ее суть заключается в том, что финансы – это ряд контрактов, хорошо функционирующая правовая система улучшает деятельность как рынков, так и финансовых институтов, что стимулирует активное деление ресурсов и создает предпосылки для экономического роста [16].

Эффективная структура финансовой системы, отвечающей экономическому развитию страны, качественная система предоставления финансовых услуг и законодательное обеспечение прав инвесторов – это основные факторы, которые выступают идеальным звеном между финансовой системой, развитием финансовых институтов и экономическим ростом [7].

Гипотеза о связи между темпами роста экономики и развитием финансовых институтов имеет как своих сторонников, так и противников. С одной стороны, Бейджот (Bagehot) и Хикс (Hieb) [8; 10] приводят в пример финансовую систему Великобритании, которая играла важную роль в индустриальной революции – «трансформация преимущественно аграрной экономики в более специализированную и капиталоемкую экономику (XVIII-XIX вв.)». Во времена индустриальной революции рынки капитала обеспечили до-



статочную ликвидность для быстрого развития производства, поскольку до этого много инноваций не могли найти применение в промышленности из-за нехватки долгосрочных источников финансирования. С другой, Робинсон (Robinson) [9] указывает на обратную причинно-следственную связь: развитие финансовых институтов является следствием экономического роста. Понятие финансов неразрывно связано с понятием риска как угрозы благосостоянию экономического агента. Финансовые посредники, предоставляя финансовые услуги экономическим агентам, берут на себя различные виды рисков: кредитные, рыночные, риски ликвидности, процентные, операционные и т.д. Деятельность финансовых посредников и связанные с ней риски отражаются в балансе не полностью, часть деятельности, например, доверительное управление, корпоративные финансы и андеррайтинг, консалтинговые услуги, находят отражение на внебалансовых счетах. Риски, возникая в этом случае, называются внебалансовыми и требуют к себе не меньшего внимания, чем другие виды рисков. Не все риски, которые берут на себя финансовые посредники, возникают в результате их деятельности – прежде всего ссудно-сберегательной деятельности, многие виды рисков передаются финансовым посредникам экономическими агентами путем сочетания ценообразования и условий договора, поскольку финансовые посредники управляют этими видами рисков более эффективно. Очевидно, что вопрос о передаче риска решается с позиции эффективности управления им. Посредник может продавать финансовые услуги или финансовые продукты с низким или высоким риском в зависимости от спроса, предъявляемого клиентами. В традиционной экономической теории принято рассматривать модель общеэкономического равновесия без участия финансовых посредников, хотя в модели присутствуют финансовые рынки. Финансовые посредники в виде банков и страховых компаний существовали с античных времен, а финансовые рынки появились сравнительно недавно и развивались в основном в Англии и США. Мишель Альбер сравнивает две модели развития экономики рейнскую (Япония – Германия) и англо – саксонскую (США – Англия). В рейнской модели традиционная высокая доля самофинансирования предприятий за счет капитализации прибыли. Кроме того, банки в рейнской модели не только финансируют бизнес и проводят финансовые трансформации денежных потоков, но и полноправно участвуют в деятельности бизнеса за счет тесных связей банковского и производственного секторов. Альбер называет это «сетями пересекающихся интересов», что является основой привилегированных долгосрочных отношений между банком и клиентом. Главенствующее положение банков поддерживается государством, которое «мягко» регулирует банковский сектор, доля же финансовых рынков незначительна и многие предприятия не имеют рыночных котировок в принципе. В англо-саксонской модели огромную роль играют финансовые рынки как институты оценки эффективности предприятий и формирования ожиданий относительно будущего отдельного бизнеса (оценка будущей стоимости компаний рынком или модель адаптивных ожиданий). В этой модели много функций финансового посредничества, такие как делегированный мониторинг, получение и обработка информации и др., берет на себя финансовый рынок.

Важнейшая функция финансовых посредников в современном мире – управление рисками клиентов. Под управлением рисками понимается как передача риска от клиента к посреднику, так и продажа спекулятивных финансовых инструментов с высоким риском. Таким образом, финансовые посредники имеют институциональное преимущество в управлении некоторыми видами финансовых рисков, что выражается не только в низших транзакционных издержках и легком доступе к необходимой информации, но и в самой структуре финансового посредника. Именно особая структура финансового посредника позволяет ему принимать риски и абстрагировать их на своем уровне [5].

Финансовые институты существуют, поскольку они могут повысить эффективность финансовых рынков. Если бы вкладчики и инвесторы, продавцы и покупатели, могли бы взаимодействовать друг с другом без затрат и принимать решения, используя всю информацию, тогда бы финансовые институты были бы не нужны. Финансовые посредники предоставляют услуги клиентам как агента, так и принципала. В первом случае посредник действует от имени и по поручению других участников рынка, которые заключили с ним контракт на предоставление определенного вида услуг. Во втором случае посредник использует собственные ресурсы для осуществления инвестиций, услуг андеррайтинга и прочее. При оказании различных видов услуг возникают риски, которые финансовый по-



средник может принять за вознаграждение или передать на рынок. Существует несколько стратегий управления рисками в зависимости от типа финансового института, посредник может активно принимать и управлять рисками или же пытаться избавиться от риска путем хеджирования и передачи рисков на рынок.

Пассивное управление риском предполагает стратегию резервирования дополнительных средств для покрытия возможных потерь. Размер резерва называется рисковым капиталом и может определяться различными способами, например, методикой стоимости риска (Value at Risk).

Многие исследователи отмечают увеличенную концентрацию рисков вследствие укрупнения финансовых посредников за счет слияний и поглощений, то есть глобальные рынки и глобальные транзакции в целом негативно влияют на распределение рисков. Однако достоверной информации по этому вопросу на данный момент не может быть получено, поскольку многие компании имеют разветвленную структуру и консолидированная отчетность предоставляется только управляющим компании, а общественность не имеет возможности оценить состояние компании.

Существующие методы анализа финансовых посредников базируются на двух основных подходах: институциональном и функциональном. Институциональный подход основан на выявлении существенных недостатков (несовершенств) рынка капитала, которые не позволяют эффективно взаимодействовать непосредственно инвесторам и фирмам. Существование финансовых посредников объясняется невозможностью рынков капитала воспроизводить некоторые свойства, присущие только посредникам. Посредничество на финансовых рынках с точки зрения институционального подхода имеет экономический смысл, когда существуют провалы рынка (market failure).

Функциональный подход исходит из описания и объяснения функций, которые выполняет финансовый посредник: трансформация риска и обеспечения трансакций, причем современная теория довольно плохо объясняет механизм трансформации рисков, хотя на практике риск-менеджмент – основная сфера деятельности финансовых посредников. Переход к функциональному анализу финансовых посредников обусловлен необходимостью объяснения изменений, имевших место на финансовых рынках и в финансовых институтах за последние десятилетия. Формирование структуры финансовой системы страны зависит от принципов построения ее внутренних и внешних экономических отношений. Так, например, для США характерно наращивание так называемого «искусственного капитала», что происходит в основном на фондовом рынке. Рыночная капитализация эмитентов не имеет ничего общего с их реальной стоимостью, и является значительно завышенной, таким образом поддерживая бесконечную эмиссию американского доллара, предусмотренную для внешних расчетов. Именно поэтому для США рыночно-ориентированная финансовая система является значительно приемлемее, чем банковско-ориентированная.

Более консервативные европейские страны, такие как Великобритания, Франция, склонны к взвешенной финансовой системе. Финансирование здесь происходит преимущественно через банковскую систему, а фондовый рынок играет альтернативную роль в перераспределении свободного капитала и в переходе права собственности на финансовые активы. Одним из значительных показателей развитости фондового рынка страны и его значимости в функционировании финансовой системы в целом является активность инвестиционных фондов. Это объясняется их природой: инвестиционные портфели инвестиционных фондов содержат много финансовых активов, колебания стоимости которых сказываются на стоимости чистых активов фондов, эти же колебания и свидетельствуют об активности фондового рынка. Динамика тренда доходности инвестиционных фондов, также как и другие "рыночные" фондовые инструменты, тесно коррелирует с индексом фондовых бирж. Также динамику стоимости активов специализированных инвестиционных фондов можно использовать для прогноза тенденций на фондовом рынке. Оценивая соотношение стоимости чистых активов инвестиционных фондов и стоимости активов банковских учреждений (далее – индекс соотношения) можно установить степень «рыночности» финансовой системы страны (табл. 1.).



Таблица 1

**Соотношение стоимости активов  
инвестиционных фондов и банковских учреждений с 2007 по 2011 гг.**

Украина (млн. грн.)			США (млрд. дол.)			
Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	
2007	1784	559396	0,0032	12002,28	10260,52	1,1698
2008	982	926086	0,0011	9603,6	11458,07	0,8382
2009	894	880302	0,0010	11120,2	11075,1	1,0041
2010	991	942088	0,0011	11820,68	11319,5	1,0443
2011	1002	1054280	0,0010	11621,6	11901,7	0,9765
Великобритания (млрд. фунтов ст.)			Германия (млрд. евро)			
Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	
2007	468	6963,5	0,0672	6016	7592	0,7924
2008	360,7	7917,87	0,0456	6050	7893	0,7665
2009	480,8	7620,92	0,0631	5969	7436	0,8027
2010	577,6	7904,85	0,0731	5997	8305	0,7221
2011	571	8208,07	0,0696	5920	8393	0,7053
Япония (млрд. йен)			Канада (млн. кан. дол.)			
Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	
2007	54171	7686020	0,0070	649079	2595698	0,2501
2008	36006	8132883	0,0044	641679	3180813	0,2017
2009	42109	8002943	0,0053	646529	2853194	0,2266
2010	44317	8147716	0,0054	671863	3081897	0,2180
2011	39940	8510855	0,0047	699294	3525393	0,1984
Франция (млрд. евро)			Российская Федерация (млрд. руб.)			
Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	Инвестиционные фонды	Банковские учреждения	Индекс	
2007	1160	7120,4	0,1630	134,96	14307,27	0,0094
2008	938,8	7710,6	0,1218	47,05	20029,47	0,0023
2009	1100,5	7656,7	0,1437	74,56	18029,49	0,0041
2010	1353,7	7830,1	0,1729	95,98	27558,3	0,0035
2011	1188	8391,5	0,1416	81,94	32475,32	0,0025

[таблица составлена автором с использованием статистических данных с официальных сайтов: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua), [www.investfunds.ua](http://www.investfunds.ua), [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru), [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru), [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), [www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp), [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca), [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr), [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de), [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).]

При сравнении индекса по разным странам можно столкнуться с проблемой сопоставления данных по стоимости активов инвестиционных фондов. Так, например, в Канаде, Франции, Германии, Японии развитие негосударственных пенсионных фондов имеет существенный вклад в развитие фондового рынка, а для России и Украины он не играет никакой роли. Соответственно, в зависимости от страны, данные по их стоимости или учитываются, или нет. Такая же ситуация происходит с валютными инвестиционными фондами, которые в России и Украине практически не имеют развития, в отличие от Франции, Японии.

Сравнение индекса соотношения между странами в динамике за период с 2007 по 2011 гг. приведено на (рис. 1.).



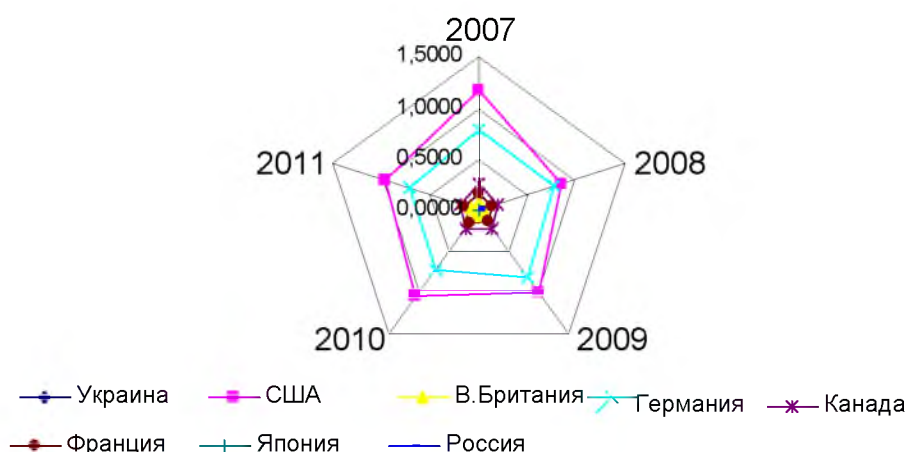


Рис.1. Индекс соотношения в динамике с 2007 по 2011 гг.

На графике можно увидеть четко выраженную рыночную ориентированность финансовых систем Германии и США. Индекс соотношения в этих странах существенно преобладает над другими. Так, за 5 последних лет в США его минимальное значение составляло 0,8382 в период экономического кризиса, а в Германии – 0,7053 в конце 2011 года, что связано с активным наращиванием банковского капитала в тот период, когда стоимость чистых активов инвестиционных фондов Германии осталась почти на уровне кризисного 2008 года. Для детального анализа других стран стоит построить аналогичный график, исключая показатели США и Германии (рис. 2.).



Рис. 2. Индекс соотношения в динамике с 2007 по 2011 гг.  
(за исключением Германии и США)

Судя по графику на рис. 2., финансовые системы Канады и Франции являются наиболее сбалансированными, их рыночная доля составляет 15-25%, что свидетельствует о рациональном использовании возможностей фондового рынка и адекватной оценке стоимости реального капитала. Отдельно приведем динамику индекса соотношения Японии, России и Украины (рис. 3.).

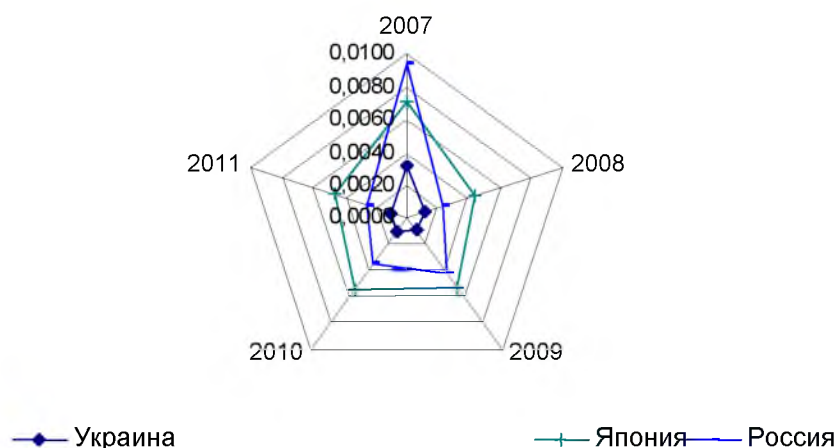


Рис. 3. Индекс соотношения в динамике с 2007 по 2011 гг. (Япония, Украина, Россия)

Финансовые системы России и Украины являются полностью банковско-ориентированными, но это объясняется не наличием мощной банковской системы, а скорее проблемами, присущими их фондовым рынкам. В течение 2007 года в России и Украине наблюдался значительный всплеск в экономическом развитии, значительно увеличился уровень ВВП в странах. Безусловно, положительно сказался на развитии фондового рынка и стремительный рост активов инвестиционных фондов, но с наступлением экономического кризиса 2008 года показатели стоимости фондовых активов снизились до уровня 2005-2006 годов.

Природа слишком низкого значения показателю индекса соотношения в Японии по сравнению с Россией и Украиной имеет совершенно другой характер. Япония, страна с развитой экономикой и сферой производства, имеет мощную банковскую систему, поэтому даже при наличии развитого фондового рынка стоимость чистых активов инвестиционных фондов значительно меньше по сравнению с банковскими активами.

Таким образом, можно сделать вывод, что ориентированность финансовой системы страны не имеет прямой связи с её экономическим развитием, но зависит от экономического состояния и его динамики. В течение 2007-2011 годов индекс соотношения увеличивался в периоды экономического роста. При этом его абсолютное значение по каждой стране не зависит от степени развитости её экономики (так, например, индекс является низким и в Японии, и на Украине). Большое значение индекса свидетельствует об открытости экономики страны и чувствительность к мировым глобальным процессам, и наоборот. Но стоит отметить, что слишком низкое значение индекса соотношения в России и Украине вовсе не означает относительную защищенность экономики от внешних рисков как, например, в Японии, так как спекуляция на мировых новостях и коррупция приводят к последствиям, присущим странам, чувствительным к мировым тенденциям.

#### Список литературы

1. Глущенко, Е. Н. Финансовое посредничество коммерческих банков: монография / Е.Н. Глущенко, Л.П. Дроздовская, Ю.В. Рожков. — Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2011. — 240 с.
2. Владыка, М.В. Финансовый менеджмент / М.В. Владыка, Т.В. Гончаренко. — М.: КНОРУС, 2006.
3. Гулько, А. А. Основы организации деятельности коммерческого банка / А.А. Гулько, С.Б. Гладкова, В.П. Чорба. — Белгород: Константа, 2009. — 291 с.
4. Ігнатюк, А.О. Роль фінансового посередництва у забезпеченні стабільного економічного розвитку / А.О. Ігнатюк // Сталій розвиток економіки. Всеукраїнський науково-виробничий журнал. 2011. № 2(5). С. 308-313.



5. Ковалева, Ю.В. Методы анализа и регулирования банковских рисков / Ю.В. Ковалева // Интеллектуальные технологии в образовании, экономике и управлении. Сборник материалов III Международной научно-практической конференции. – Воронеж: Воронежская областная типография. – Из-во им. Е. А. Болховитинова, 2006. С. 47-49.
6. Коновал, С.Е. Розвиток фінансових ринків: світовий досвід / С.Е. Коновал/ Збірник науково-технічних праць Національного лісотехнічного університету України. Науковий вісник. 2006. № 16.3. С. 186-195.
7. Семиног, А.Ю. Еволюція зарубіжних концепцій впливу моделей фінансової системи на економічне зростання країни. / А.Ю. Семиног // Національний університет «Острозька академія». Наукові записки. Серія «Економіка». 2010. № 13. С. 388-394.
8. Бейджот, Уолтер (Walter Bagehot, 1826–1877) // Улица ломбардов (Lombard Street, 1873).
9. Ро́ бінсон Джоа́н Ва́йлет. «Накопичення капіталу» (Accumulation of Capital, 1956)).
10. Хикс, Д. Теория экономической истории / Д. Хикс // Вопросы экономики. 2006. С. 76.
11. Allen, F. 1983. A normative analysis of information efficiency in markets for risky assets, Mimeo. (Nuffield College, Oxford). Laffont, J.-J., 1985, On the welfare analysis of rational expectations equilibria with asymmetric information, *Econometrica* 53, 1-29.
12. Allen, F./Gale, D. 1995. A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the U.S., *European Economic Review*, Vol.39, p.189.
13. Diamond, D. Financial intermediation and delegated monitoring / D. Diamond // *Rev. of Econ. Studies*. 1984. №51. P. 393-414.
14. Hirshleifer, J. 1971. The private and social value of information and the reward to inventive activity, *American Economic Review* 61, pp.561-574.
15. King, R. Finance and Growth: Shumpeter Might be Right/ R. King, R. Levine // *The Quarterly Journal of Economics*. 1993. №3. (Vol. 108). P. 717-737.
16. Laporta, R. Law and finance / R.Laporta, F. Lopez-de-silanes, A Shleifer, R.Vishny // *Journal of political economy*. 1998. №106. P. 1113 – 1155.
17. Levine, R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better? / R. Levine // *Journal of financial intermediation*. 2002. №11. P. 1-30.
18. Merton, R. The Global financial system: A Functional perspective/ R. Merton, Z. Bodie. – Harvard Business School Press, Boston, MA. 1995. P. 3-32.
19. Obstfeld, M. Risk-taking global diversification and growth / M.Obstfeld // *American Economic Review*. 1994. №84. P. 1310-1329.
20. Stiglitz, J.E. Credit Markets and the Control of Capital / J.E. Stiglitz // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1985. №17. P. 133-152.

## WORLD MODELS OF FINANCIAL MEDIATION

**A.L. LAVRIK**

*Kharkov National University  
of V.N. Karazin  
Kharkov*

*e-mail:  
sasha\_soshnikov@mail.ru*

The essence of two models of economic development was researched, Rhenish (Japan – Germany) and Anglo-Saxon (USA – England). Modern world and domestic trends of financial intermediation were analysed and directions of improvement of financial intermediaries in the global financial market were determined.

Keywords: global financial market, financial intermediaries, banks, financial markets, banking system, market-oriented financial system.