

Оксана Владимировна Снежко

Анатомия финансовой структуры постсоветских стран : опыт Украины

Wschodnioznawstwo 8, 253-265

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Оксана Владимировна Снежко

Анатомия финансовой структуры постсоветских стран: опыт Украины

Постановка проблемы

Финансовые системы постсоветских стран находятся на первой стадии своего жизненного цикла – стадии зарождения. Ее сущность – замена конституирующих признаков организации финансовых отношений в обществе, при которой происходит фундаментальная перестройка финансовой структуры, механизмов взаимодействия между субъектами и финансово-экономических процессов. Теоретическое обоснование выбора модели финансовой системы, оценка потенциальных последствий ее функционирования и особенностей взаимосвязи ее структурных компонентов в условиях системной трансформации, в полной мере относятся к проблемам организации финансовой системы. Значимость финансовой структуры определяется тем, что в зависимости от спектра и сочетания финансовых институтов и рынков, способа организации финансовой деятельности в стране, одни и те же функции финансовая система может выполнять лучше или хуже, стимулируя финансовое развитие и экономический рост или препятствуя им. Не менее важным является влияние финансовой структуры на гибкость и адаптивность реальной экономики¹, на ее способность восстанавливаться после экономических кризисов.

Проблематике теории и практики финансовой структуры посвящено большое количество зарубежных исследований (Дж. Барне, Дж. Бонин, Т. Бек, Дж. Бойд, П. Вочел, Е. Девис, Р. Левин, Б. Рубцов, Б. Смит, А. Демиргюч-Кунт и многие другие). Украинские ученые основное внимание уделяют теоретическим и практическим аспектам функционирования банковского сектора и фондовых рынков переходных экономик (Г. Гольцберг, С. Зубик, В. Лагутин, И. Лютый, О. Мозговой, А. Мороз, В. Оскольский, Г. Савлук, О. Сохацкая, В. Шелудько и другие). Исследование концептуальных

¹ J. Allard, R. Blavy, *Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Economies?*, „Working Paper” [International Monetary Fund] 2011, no. 11/213, cc. 26.

проблем финансового развития экономик СНГ имеет, как правило, фрагментарный характер, а специфика структуры их финансовых систем остается практически не освещенной. Наша основная цель – исследовать особенности и алгоритмы формирования финансовой структуры экономик постсоветских стран, опираясь на опыт Украины.

Изложение основного материала

Исторически развитие финансовой структуры стран мира имело эволюционный характер. В трансформационных экономиках эволюционные стратегии были отклонены изначально, исходя из важной роли финансовой системы в современной экономике. Предполагалось, что эти страны способны преодолеть издержки и ошибки постепенного развития, сформировав специфический тип финансовой структуры, который максимально отвечает их целям – то есть создать диверсифицированную финансовую систему, где конкурируют разные институты и методы рыночной деятельности, функционирование которых стимулирует экономическое развитие. В итоге путь финансового развития экономик СНГ однонаправленный – практически все они создали универсально ориентированный банковский сектор и фондовый рынок. Впрочем, говорить о запланированной стратегии развития постсоветских финансовых систем нельзя. Реальный выбор такой стратегии предполагает наличие теоретически обоснованной концепции финансирования экономики и модели развития финансовых институтов и организованных рынков, нуждается в соответствующей финансовой инфраструктуре и законодательном обеспечении. Эти условия не были соблюдены. Динамика финансового перехода свидетельствует о неупорядоченном развитии финансовых систем стран СНГ. Частично такой характер развития определялся слабостью регуляторных финансовых органов, нехваткой финансовых ресурсов, необходимостью социально-политической и экономической трансформации в условиях макроэкономической нестабильности. Другая причина стратегической непоследовательности – изменения в мировых финансах. Постсоветские экономики формируют финансовые системы в условиях финансовой глобализации, регуляторных и технологических изменений, финансовой консолидации и институционализации финансовых рынков. Структурные сдвиги в мировых финансах сопровождаются кардинальными изменениями в структуре и модели функционирования финансовых систем развитых стран. Особенно существенная трансформация происходит в странах ЕС. Политика перестройки финансовых систем в ЕС противоречива и формируется двумя тенденциями одновременно: одна – направленность на введение „рыночной” модели финансовой системы;

другая – сочетание тех элементов различных национальных финансовых систем, которые считаются лучшими². Однако финансовые системы развитых стран, особенно ЕС, выступают в качестве целевой модели для постсоветских экономик³. Ориентация на модель, которая трансформируется и противоречива по своим характеристикам, означает, что перед странами СНГ стоит цель, сущность которой постоянно изменяется.

Параллельность отмеченных процессов определяет дихотомию финансового развития постсоветских экономик и формирования их финансовой структуры. Применение новых финансовых инструментов и сложных информационных технологий в деятельности финансовых институтов и в сделках на финансовых рынках позволяет транзитивным финансовым системам исторически быстро продвигаться от стадии традиционного финансового посредничества к более продвинутой стадии инвестиционного и риск-менеджмента без промежуточных этапов развития. Этот процесс непосредственно отражают новые технологии в финансовой сфере: применение электронных платежных инструментов и электронных расчетов при фактическом отсутствии этапа расчетов чеками, развитие интернет-банкинга и высокочастотного трейдинга, секьюритизация и т. д. Однако в долгосрочной перспективе страны СНГ способны сформировать качественные характеристики финансовых систем, соответствующие современной структуре зрелых рынков к тому моменту, когда финансовые системы развитых стран значительно изменятся. С учетом противоречивости заимствуемой модели финансовой системы такая дихотомия актуализирует вопрос об выяснении действительного характера финансовой структуры экономик СНГ и о том, насколько развитие их финансовых систем адекватно потребностям их экономического развития.

В целом изменения в финансовой структуре постсоветских стран аналогичны процессу мирового финансового развития: эти экономики постепенно „аккумулируют” финансовые институты, необходимые для формирования полноценной финансовой системы. Однако эффективность функционирования целостной финансовой системы не сводится к простой арифметической сумме эффективности функционирования ее сегментов – банков, фондовых рынков, страховой системы и т. д., их особенных целей и ресурсов. Не менее важный аспект – синергетический эффект интегрального единства финансовой системы, который возникает на основе согласованного взаимодействия ее основных структурных компонентов.

² R. Schmidt, A. Hryckiewicz, *Financial Systems – Importance, Differences and Convergence*, „Working Paper” [Institute for Monetary and Financial Stability, University of Frankfurt] 2006, no. 4, с. 25.

³ *Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges New Decade*, L. Bokros, A. Fleming, C. Votava (eds.), Washington 2001, с. 5-7, 10.

Степень взаимного их приспособления определяет, насколько эффективно они функционируют в совокупности. Этот потенциал эффективности в постсоветских экономиках не реализован. Более того, очевидной является попытка соединить несовместимые черты и элементы финансовых систем развитых стран с различными моделями организации.

Как указывает динамика количественных показателей финансовой структуры (капитализация фондового рынка относительно внутреннего кредита банков, совокупная стоимость торговли на фондовом рынке относительно частного кредита банков, коэффициент оборота относительно накладных расходов, коэффициент оборота относительно чистой процентной маржи)⁴, основная тенденция в странах СНГ – постепенный рост значимости фондовых рынков на фоне доминирования банков. Она обусловлена сочетанием двух основных факторов: акционированием в процессе приватизации, увеличившем уровень рыночной капитализации, и наращиванием объемов банковского кредитования. Исключение из общей тенденции – финансовое развитие России, ориентированное на рынки. Первый очевидный вывод, который следует из этого – постсоветские финансовые системы сформированы как „банковские”. Однако являются ли они таковыми в действительности? Характер формирования финансовой структуры в значительной степени зависит от начальных условий. Единственный компонент финансовой системы, который существовал на начало перехода – банки. Необходимость обеспечения деятельности платежной системы и элиминирования мягких бюджетных ограничений обусловила приоритетность банковской реформы. В большинстве стран приватизация привела к передаче контроля и управления над предприятиями менеджерам (директорату) и, частично, рабочим. Поэтому ключевым направлением корпоративного управления стал инсайдерский контроль. Попытка перейти к системе аутсайдерского контроля относится к XXI ст. При этом изначально в экономиках СНГ стали развиваться те финансовые сегменты, которые в сравнительно меньшей мере нуждаются в механизмах защиты прав собственности: рынок межбанковских кредитов и спотовый валютный рынок. В итоге финансовые системы постсоветских стран начали формироваться на основе „банковской” модели⁵, а небанковские финансовые институты и рынки ценных бумаг остались на периферии финансового развития. Однако невзирая на доминирование банков, большинство этих экономик по уровню и характеру финансового посредничества не соот-

⁴ О. В. Сніжко, *Фінансовий розвиток трансформаційних економік: структурно-функціональний аналіз: монографія*, Київ 2009, с. 220-227.

⁵ Это относится и к финансовой системе России, банковский сектор которой до 2006 г. в большей степени, чем фондовый рынок, обеспечивал перемещение финансовых ресурсов в частный сектор экономики.

ветствуют требованиям „банковской” модели финансовой системы. На это указывает ряд тенденций в формировании их финансовой структуры.

В „банковской” модели финансовой системы эффективная деятельность банков предполагает минимизацию конфликта интересов между их ролью кредиторов и владельцев. Это позволяет избежать доступа компаний-клиентов к денежным потокам банка на внеэкономических условиях и практики инсайдерского кредитования. Однако тесная взаимосвязанность банков и корпораций (например, в виде финансово-промышленных групп в Украине), избыточное накопление неработающих кредитов в банковских портфелях свидетельствуют, что местные банки экономик СНГ не отвечают этому требованию. Низкое соотношение частного кредита к ВВП ограничивает доступность банковского кредитования и указывает на еще одно важное отличие финансовых систем стран СНГ от традиционной модели. Если в „банковских” финансовых системах приоритетным для банков является кредитование предприятий и домохозяйств, то в постсоветских странах банки тяготеют к некредитным операциям комиссионного и инвестиционного характера. При этом специфическая черта их кредитной активности – преобладание краткосрочного финансирования. Это можно интерпретировать как отсутствие готовности к установлению тесных и долгосрочных отношений с субъектами реальной экономики. Объективная причина такого развития – состояние макроэкономической среды. Инфляционные процессы и бюджетная несбалансированность ограничивают банковское посредничество: инфляция стимулирует долларизацию товарного оборота и замещение активов, бюджетная несбалансированность задает разрыв между внутренним кредитом и кредитованием частного сектора экономики.

Однако наиболее важное структурное отличие постсоветских финансовых систем – формирование квазифинансовой системы, которая базируется на неденежных расчетах с использованием альтернативных финансовых и нефинансовых инструментов (взаимозачет, вексельные и бартерные расчеты) и альтернативном банковскому механизму кредитования (просроченная задолженность) для покрытия структурной нехватки ликвидности предприятий⁶. Интенсивное развитие неформальных финансовых схем относится к 90-м гг. XX ст. и связано с сокращением доступности банковского кредитования в условиях финансовой стабилизации и перемещением безнадежных кредитов из банковского сектора в сферу расчетов между предприятиями. Устойчивость квазифинансовой системы поддерживается высокой стоимостью финансового посредничества и низкой монетизацией экономики, высокими транзакционными издержками и уклонением от

⁶ О. В. Сніжко, *op.cit.*, с. 172-174.

уплаты налогов. Современные ее проявления, например, в Украине – неофициальные конвертационные центры, теневые финансовые соглашения, кредитование в группах. Важно, что функционирование квазифинансовой системы имеет обратный эффект на финансовое развитие. Вытесняя финансовое посредничество, она „консервирует” существующую финансовую структуру, дестимулирует реформирование институтов финансового сектора и препятствует экономической трансформации в целом.⁷ Эти структурные отличия указывают: несмотря на доминирующую роль банков, постсоветские финансовые системы существенно отличаются по своим характеристикам от прототипа „банковской” модели.

Вместе с тем последовательная направленность экономик СНГ на развитие фондовых рынков как бы подтверждает ориентацию их финансовых систем на диверсифицированную модель. Однако можно ли их квалифицировать как диверсифицированные финансовые системы? Практика свидетельствует об ограниченной роли и низкой макроэкономической эффективности транзитивных фондовых рынков в качестве механизма привлечения инвестиций по сравнению с банковскими каналами. Сфера доступных инвесторам ценных бумаг остается ограниченной, уровень торговой активности (за исключением России) невысокий, доминируют внебиржевые сделки, направленные на перераспределение прав корпоративного контроля. Но даже если значимость банков относительно фондовых рынков в будущем снизится, это не обязательно будет означать, что постсоветские финансовые системы изменили свой характер и превратились в „рыночные” или эффективные диверсифицированные системы. Финансовая структура зависит от большего количества аспектов, чем соотношение количественных и качественных показателей фондового рынка и банковского сектора. Размещение ресурсов в современной экономике охватывает широкий спектр институтов, рынков и режимов финансирования. В силу комплементарности каждая модель финансовой системы имеет особенный кластер функциональных характеристик, необходимый для поддержки ее эффективного функционирования⁸. Поэтому анализ финансовой структуры должен учитывать не только имеющиеся сегменты и элементы финансовой

⁷ Показательный пример действия этого фактора финансового развития – Украина, которая в 90-е годы XX ст. значительно отставала в трансформации банковской системы не только от наиболее развитых стран ЦВЕ, но и от таких малоразвитых стран СНГ, как Армения, Грузия и Киргизия. Даже быстрый рост внутреннего банковского кредита частному сектору в XXI ст. (530% ВВП за 2000-2007 гг.) не вывел украинскую финансовую систему на уровень наиболее развитых стран ЦВЕ.

⁸ *Domestic credit to households (in per cent GDP), which mortgage lending (in per cent GDP). Structural and institutional change indicators*, [London] с. 38, <http://www.ebrd.com/economics> (5 X 2014).

системы, но и те, которые отсутствуют, но необходимы для полноценного ее функционирования. Следуя подходу Дж. Бонина и П. Вочила⁹, целесообразно акцентировать внимание на некоторых ключевых взаимосвязанных составляющих, которые непосредственно определяют развитие современных финансовых систем, но отсутствуют или малоразвиты в странах СНГ.

Рынок долговых корпоративных инструментов

Появление рынка корпоративных облигаций в постсоветских экономиках относится к концу XX ст. (в Украине к 2001 г.). Необходимость корпоративного долгового сегмента обусловлена рядом факторов: он является инструментом создания и развития внутренних финансовых институтов; помогает развивать финансовую систему, способную поглощать внешние и внутренние шоки; способствует структурной реорганизации корпораций и банков; позволяет фирмам привлекать финансирование даже при низком уровне банковского посредничества; предоставляя инвестиционное финансирование фирмам, является альтернативным способом увеличения капитализации экономики. Несмотря на быстрое наращивание объемов, оборотов и количества эмиссий, этот рынок остается ограниченным по своим характеристикам. Выпуски облигаций существенно дифференцированы по отраслям и эмитентам. Так, основными эмитентами в Украине являются финансовые институты. Количество эмиссий часто превышает количество эмитентов, поскольку на рынок способны выходить наиболее надежные фирмы, последовательно размещающие несколько выпусков. Распространенная тенденция - превышение предложения над спросом, следовательно, завышение доходности облигаций. Торговая активность вторичного рынка низкая даже в странах с быстрым ростом первичных корпоративных выпусков (Украина, Россия): доля объема торговли корпоративными облигациями на рынке ценных бумаг в Украине колеблется на уровне 5%. Главное препятствие развитию частного долгового сегмента – сочетание высокого уровня процентных ставок с неразвитостью институциональных инвесторов, которые являются потенциальными держателями таких активов. Дополнительные ограничения – отсутствие информационной прозрачности о корпоративной реструктуризации, распространение инсайдерской практики, элиминирующей контроль кредиторов над использованием фондов, сложность ценообразования облигаций. В результате подавляющее большинство эмитентов СНГ предпочитает размещать корпоративные выпуски на международных финансовых рынках в форме еврооблигаций.

⁹ *Ibidem.*

Рынок ипотеки

В постсоветских странах ипотечный рынок начал формироваться относительно недавно – в последние 10 лет. При достаточно высоких темпах роста ипотечной задолженности, доля ипотечного финансирования остается незначительной в большинстве стран СНГ¹⁰, а в некоторых случаях находится на начальной стадии. Определенные сдвиги в финансовой структуре в результате расширения ипотечного кредитования заметны только в Украине (более 15% ВВП с 2008 г.). Относительно низкий уровень ипотечного кредитования отражает недостаточную прозрачность имущественных прав, отсутствие четкой системы гарантирования прав собственности и, соответственно, низкий спрос на ипотечные сбережения. Важные ограничительные факторы эффективного развития ипотечного рынка – отсутствие государственного страхования ипотеки (что ограничивает спрос на ипотечные сбережения) и макроэкономическая нестабильность (которая дестимулирует использование долгосрочных инструментов). Естественным следствием этого является контраст ипотечного финансирования „переходного” типа с характеристиками ипотеки, свойственными развитым рынкам: более короткие сроки, распространение ссуд в иностранной валюте, неэффективность институтов оценки активов, отсутствие вторичного рынка ипотеки¹¹, неразвитость рыночных посредников, которые рефинансируют ипотечные кредиты через механизмы залога и ипотечных облигаций. В Украине, например, первые два выпуска ценных бумаг, обеспеченных залогом недвижимости, относятся к 2007 г.

Рынок деривативов

Неустойчивость хозяйственных отношений в постсоветских экономиках задает необходимость формирования рынка деривативов. Существующий уровень и характер развития этого рынка в странах СНГ свидетельствуют о начальной стадии его формирования. Это касается, в первую очередь, базовых функций производных инструментов: прогнозирование цен и хеджирование рисков. Цена, формируемая на срочном рынке – индикатор ценовых ожиданий рыночных участников. Наличие прогноза будущей динамики валютных курсов и котировок ценных бумаг повышает эффектив-

¹⁰ J. Bonin, P. Wachtel, *Financial sector development in transition economies: Lessons from the first decade*, „BOFIT Discussion Papers” [Bank of Finland, Institute for Economies in Transition] 2002, no. 9, сс. 57.

¹¹ *Domestic credit...*, с. 42-43.

ность рыночного ценообразования, стабилизирует конъюнктуру рынков и уменьшает волатильность. Однако в постсоветских финансовых системах эту функцию рынок практически не выполняет. Напротив, именно текущая ценовая динамика базовых активов является фактором ценообразования деривативов. Разрыв между объемами операций на рынках базовых активов и соответствующих деривативов ограничивает способность срочных рынков хеджировать риски. Как правило, преобладают краткосрочные контракты и операции спекулятивного характера, доля контрактов на поставку незначительна. По многим обязательствам не существует вторичных рынков. Спекулятивный характер сделок детерминирует высокую волатильность ценовых и объемных показателей рынка. Этому способствуют небольшие объемы рынка и ограниченный круг его участников, повышенная чувствительность рынка к внешним факторам и низкая ликвидность большинства инструментов, а также отсутствие адекватных механизмов обеспечения обязательств по ряду инструментов. Из-за функциональных и инфраструктурных ограничений рынок деривативов не имеет какого-либо существенного влияния на развитие финансовой системы. Несмотря на то, что первые производные инструменты в Украине появились в 2000 г., объем торговли деривативами до сих пор редко превышает 1% объема торгов рынка ценных бумаг, а фьючерсные контракты фактически не выпускаются. В таких условиях спрос на хеджирование стимулирует развитие замещающих стратегий, таких как опционы на продажу, встроенные в облигации.

Небанковские финансовые посредники

Небанковские финансовые институты – пенсионные фонды, страховые компании, инвестиционные фонды, – важны по трем причинам. Как финансовые посредники, они перемещают фонды предприятиям через частные размещения и прямое инвестирование. Имея долгосрочную инвестиционную ориентацию, они конкурируют с банками, что стимулирует инновации в сфере финансовых продуктов, современные методы торговли и увеличивает интегрированность финансовой системы. Как институциональные инвесторы, они влияют на структуру рынка капитала, следовательно, структуру финансовой системы¹². Устойчивая тенденция к распространению

¹² Эту взаимозависимость демонстрирует опыт развитых экономик. При широком применении пенсионных схем (Великобритания, США) действуют мощные фондовые рынки, там, где сектор пенсионных фондов относительно незначителен (Германия, Италия) – рынки менее развиты.

институтов контрактных сбережений наблюдается в постсоветских странах с началом XXI ст., однако в большинстве экономик их роль незначительна. Характеристики их развития определяются двумя взаимосвязанными тенденциями: первая – отсутствие значительных ресурсов для инвестирования из-за низкого уровня привлечения сбережений; вторая – нехватка финансовых активов, доступных для инвестирования. Кроме того, исторически в экономиках СНГ негосударственные пенсионные фонды создавались финансово-промышленными группами как инструмент укрепления контроля над корпорациями путем скупки их акций. Их роль на финансовых рынках начала возрастать только сейчас, когда институциональные инвесторы пытаются диверсифицировать портфели за счет инвестиций во внутренние ценные бумаги.

Долгосрочный характер договорных контрактов и постоянный денежный поток, который они генерируют, позволяют институтам контрактных сбережений осуществлять долгосрочные инвестиции. Поэтому существует непосредственная взаимообусловленность между развитием внутренних рынков частных размещений, корпоративных облигаций, ипотеки и развитием институциональных инвесторов, которые задают спрос на эти активы. Однако влияние таких инвесторов на развитие финансовой системы начинается после определенного порога – их доля в акционерной собственности должна достичь критической массы в 20% фондового рынка¹³. Это поднимает вопрос о необходимой последовательности развития сегментов финансовой системы: что следует формировать раньше – фондовый рынок или институциональных инвесторов? Мировой опыт свидетельствует об оптимальности такой последовательности – развитие пенсионных фондов и страховых компаний должно предшествовать развитию фондового рынка, инвестиционные фонды должны создаваться после его становления¹⁴. Институты контрактных сбережений увеличивают прозрачность операций с финансовыми активами, усиливают возможности контроля со стороны акционеров за деятельностью компаний и могут активно участвовать в разработке эффективной нормативной базы финансовых операций, в конечном счете способствуя модернизации рынков капитала. Инвестиционные фонды не способны успешно действовать при отсутствии эффективно функционирующего, ликвидного и регулируемого фондового рынка. В реальности последовательность была противоположной в обоих случаях. Такая логика существенно замедлила развитие финансовых систем стран СНГ.

¹³ Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире. Научный доклад о политике Всемирного банка, Москва 2002, с. 70.

¹⁴ D. Vittas, *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?*, „Working Paper” [World Bank] 1998, no. 2032, cc. 20.

Неразвитость отмеченных сегментов финансовой системы указывает на разрывы в финансовом спектре постсоветских экономик. В силу этого их нельзя идентифицировать как системы с диверсифицированной финансовой структурой. Если учесть другие характеристики такой структуры (в частности, систему корпоративного контроля и характер информационных потоков) следует признать: финансовые системы стран СНГ продолжают пребывать на стадии трансформации и институционального оформления. Это не позволяет четко определить характер их финансовой структуры. В этой связи важную роль играет еще одно обстоятельство – зависимость степени развития разных компонентов финансовой системы от размера страны¹⁵. Более крупные и развитые из стран СНГ (Украина, Казахстан, Россия) имеют более широкие возможности для построения эффективной финансовой системы на основе любой из альтернативных моделей. Поэтому возможная эволюция их финансовой структуры не является однозначной: они могут далее развиваться и как „рыночные” финансовые системы, и как диверсифицированные системы специфического характера. Однако малые постсоветские экономики (Армения, Грузия, Молдова и другие) из-за ограниченности спроса и предложения, следовательно, необходимого эффекта масштаба, не способны сформировать полный набор финансовых рынков и институтов. В силу этого их внутреннее финансовое развитие определяется поиском относительных преимуществ за счет интеграции в международные финансовые рынки и в значительной степени замещается доступом к иностранному капиталу. Это различие задает дивергенцию транзитивных финансовых систем и означает, что к постсоветским странам предположение об однородности финансовой структуры не может быть применено. Следует ожидать, что из-за отличий в размерах экономики и возможностях финансового развития они будут дифференцированы в несколько групп с финансовыми системами разного типа.

В целом характеристики финансовой структуры стран СНГ однозначно свидетельствуют – несмотря на существенную вариацию развития, постсоветские финансовые системы характеризуются доминированием монетарного сектора и кредитного рынка при неразвитости рынков капитала. Это сдерживает развитие необходимого диапазона финансовых активов и определяет фрагментацию финансовых рынков. В макроэкономическом плане избыточная концентрация монетарного сектора способствует тесной взаимосвязи частного кредита и государственного бюджета. В микроэкономическом плане доминирование кредитного рынка означает преобладание финансирования инвестиций реального сектора через долг. Внутренние сбережения, проходящие через банки, выступают основным источником

¹⁵ *Domestic credit...*, с. 9.

внешнего финансирования предприятий. Такое одностороннее финансирование инвестиций порождает негативные макроэкономические и микроэкономические эффекты: проблемы с обслуживанием долга в условиях экономического спада, несбалансированность структуры капитала с высоким показателем долг/акции. С замедлением экономического роста или с ростом процентных ставок высокая корпоративная задолженность требует значительных денежных потоков, повышая уязвимость предприятий. В общем плане такая финансовая структура усиливает уязвимость постсоветских экономик к внутренним и внешним шокам и увеличивает финансовую нестабильность.

Выводы

Анализ финансовой структуры свидетельствует о стратегической непоследовательности развития финансовых систем постсоветских стран. Сложившиеся их характеристики (доминирование банков, несовершенные и неэффективные рынки ценных бумаг, разрывы в спектре финансовых институтов и финансовых активов, нефункциональная система корпоративного контроля) позволяют по-новому интерпретировать их развитие. Попытка интенсифицировать финансовое развитие, копируя организационные формы и характеристики финансовой деятельности развитых стран с целью сочетания преимуществ разных моделей организации финансовой системы, не имела позитивного эффекта, поскольку не было принято во внимание обязательное условие эффективности, а именно – согласованность системных элементов. Финансовые системы стран СНГ сформированы как половинчатые гибридные системы. Некритическая имплементация моделей финансовых систем развитых стран, которые постоянно трансформируются и являются противоречивыми по своим характеристикам, определяют внутреннюю несогласованность финансовой структуры в постсоветских странах и ведет к их системной разбалансированности. Это объясняет, почему как целостность они относительно неэффективны и неустойчивы на протяжении большинства лет своего существования. Даже продолжая движение в направлении финансовой структуры, которая формируется в развитых странах, они останутся неэффективными, если не будет учтена необходимость функционального согласования базовых компонентов финансовой системы.

Summary

Oksana V. Snizhko

The Anatomy of a Financial Structure in Post-Soviet Countries: Evidence from Ukraine

Article studies the essence and patterns of financial structure formation in post-Soviet countries. It claims that the changes in the financial structure of post-Soviet countries are similar to the process of world financial development in the way that these economies are gradually “accumulating” financial institutions necessary for creation of the comprehensive financial system. However, their development is subject to the strategic inconsistency. Dichotomy of financial structure formation in post-Soviet countries is characterized by the simultaneity of two processes. The first one is socio-economic transformation in the CIS countries. The second one is cardinal changes in structure and model of functioning of financial systems in advanced industrial countries. An attempt to intensify financial development in post-Soviet countries has been made by copying organizational patterns and characteristics of financial activity in advanced industrial countries in order to combine the advantages of different models of the financial system organization. But it has not made a positive effect. The main reason for this is the fact that the obligatory condition for efficiency, which is the complementarity of interdependent systems’ elements, has been ignored. The post-Soviet financial systems have been functioning as transitional ambiguous hybrid systems institutional composition of which remains uncompleted. Uncriticized implementation of financial system models in advanced industrial countries, which are constantly transforming and which are contradictory according to their characteristics, determines internal inconsistency of financial structure in post-Soviet countries and leads to their systemic disbalances. It explains why post-Soviet financial systems in its entirety have been relatively ineffective and unstable during most years of the existence.

Oksana V. Snizhko – dr hab. nauk ekonomicznych, profesor w Katedrze Finansów Międzynarodowych w Instytucie Stosunków Międzynarodowych Narodowego Uniwersytetu Kijowskiego im. T. Szewczenki