

Павло РУБАНОВ

ААІ ЁР Ö²В Ì Í ААЕАЕ АІ ÑЕ²АÆАІ Í В ДІ Е² О²І АІ НІ АЕÖ Í Í НАДААІ ЕЕ²А А АЕІ Í Í ²×Í ²Е ÑЕНОАІ ²

Розглянуто основні історичні етапи розвитку наукової думки про роль фінансових посередників в економічній системі, виділено основні підходи до визначення ролі фінансових посередників. Описано сучасні тенденції розвитку фінансового посередництва, у зв'язку з чим досліджено зміну уявлень про основне призначення фінансових посередників.

Ключові слова: *фінансові посередники, роль фінансових посередників, транзакційний підхід, інформаційний підхід.*

В останні десятиліття система фінансових посередників зазнає динамічних змін – розширюється їх коло, ускладнюються фінансові послуги, які ними надаються, зростає кількість та складність фінансових інструментів на ринках, дедалі більшого застосування набувають інноваційні технології у фінансах. В останні роки навіть почали говорити про відрив фінансового сектору від реального, в результаті чого утворюється нова відокремлена сфера економіки – фінансоміка. Всі ці зміни викликають *необхідність перегляду* ролі фінансових посередників в економічній системі. Для того, щоб адекватно відтворити всі аспекти участі фінансових посередників у розвитку економіки, необхідно здійснити історичну ретроспективу поглядів щодо моделей дослідження ролі фінансових посередників в економічній системі.

Дослідження ролі фінансових посередників в економічній системі у більшості випадків виправдано проводять на прикладі країн з розвинутою фінансовою системою. Тому основні теоретичні розробки з цього питання належать зарубіжним науковцям, зокрема найбільше відзначилися у дослідженні участі фінансових посередників в економічному розвитку *такі вчені:* А. Пігу, Й. Шумпетер, Р. Голдсміт, Дж. Герлі, Є. Шоу, Р. Левін, Д. Акерлоф, Дж. Стігліц, Д. Даймонд. Серед вітчизняних науковців історія дослідження ролі фінансових посередників бере свій початок із праць М. О. Блуднянського, М. І. Туган-Барановського, М. Х. Бунге. В нинішній час цими питаннями займаються В. Д. Базилевич [1], В. В. Зимовець [2], В. В. Корнєєв [3], С. В. Науменкова [4], В. П. Ходаківська [5], С. В. Черкасова [6]. Незважаючи на значну кількість публікацій у цій сфері у зв'язку з динамічністю розвитку системи фінансового посередництва, в останні роки виникає необхідність узагальнення і перегляду підходів до визначення ролі фінансових посередників у розвитку економічної системи.

Метою статті є відстеження еволюції моделей дослідження ролі фінансових посередників в економічній системі і виділення найбільш важливих на сучасному етапі розвитку функцій фінансових посередників.

Дослідження ролі фінансових посередників в економічному розвитку беруть свій початок ще у вченнях меркантилістів Т. Мена, Ж. Б. Кольбера, Д. Ло. В той час починали активно розвиватись перші фінансові посередники – банки та страхові компанії (переважно з морського страхування). Погляди меркантилістів щодо ролі цих

фінансових інститутів для розвитку економіки і зростання національного багатства не систематизовані і часто суперечливі. Так, Т. Мен роль банківських установ вбачав у збільшенні обсягів торговельних операцій, а отже, й у зростанні рівня національного багатства. На противагу йому міністр фінансів Франції у XVII ст. Ж. Б. Кольбер вважав, що фінансові посередники є шкідливими для економіки, тому що вони іммобілізують ресурси із суспільно корисних видів діяльності, таких як реміснича праця, заняття землеробством, торгівля. Пізній меркантиліст Д. Ло стверджував, що емісія грошей і боргових зобов'язань банками забезпечує нові горизонти модернізації виробництва й зростання обсягів торгівлі. За його уявленнями, фінансові посередники можуть сприяти покращенню торговельного балансу і зростанню добробуту країни.

Представники класичного етапу економічної теорії В. Петті й А. Сміт вважали, що банки через механізм емісії грошей сприяють активізації торгівлі і виробництва.

На початку XX ст. економісти почали наголошувати на тому, що система фінансових посередників є одним із факторів розвитку економіки, оскільки саме вони забезпечують перехід тимчасово вільних коштів в інвестиції. В цей час з'являються перші праці, де більш ґрунтовно досліджено роль фінансових посередників в економічній системі. Зокрема, це праця А. Пігу "Економічна теорія добробуту" (1920 р.), де він у тому числі доводив необхідність розподілу інвестиційних ризиків між індивідуальними інвесторами та фінансовими посередниками для найбільш ефективного розміщення фінансових ресурсів. Погляди Дж. М. Кейнса щодо фінансового посередництва багато в чому схожі з А. Пігу. Проте Дж. М. Кейнс також доводить важливість трансформації розрізаних у просторі заощаджень окремих інвесторів в автономні інвестиції. Фінансові посередники здатні узгодити взаємодію власників фінансових ресурсів і потенційних споживачів капіталу.

Погляди посткейнсіанців переважно були звернені до пошуку джерел фінансування виробництва. Так, А. Лейонхуфвуд значну роль у цьому процесі відводив цінним паперам. Х. Мінскі виділяв посередницьку і гарантійну функції банків під час фінансування. Також Х. Мінскі відзначав складність регулювання фінансових ринків через їх внутрішню нестабільність і активне використання різних фінансових інструментів. П. Девідсон розкрив тенденцію інституційного становлення фінансових посередників як єдиної ланки між суб'єктами, що мають тимчасово вільні кошти і споживачами капіталу [7].

За хронологічною послідовністю до початкового етапу еволюції моделей дослідження ролі фінансових посередників в економічній системі можна зарахувати погляди Й. Шумпетера. Його концепція інноваційного фінансування передбачає перерозподіл фінансових ресурсів з традиційних галузей у нові види економічної діяльності з метою ефективного використання ресурсів. Й. Шумпетер робить висновок, що фінансовим посередникам властиві такі функції: підтримка і активізація підприємницької діяльності та платоспроможного попиту; перерозподіл фінансових ресурсів з традиційних галузей в інноваційні; участь у створенні та управлінні підприємствами.

Наступний етап дослідження ролі фінансових посередників в економічній системі бере свій початок у 50-ті рр. XX ст. Основними ідеями в цей час були ідеї Р. Голдсмита, Дж. Герлі, Є. Шоу, Б. Фрідмана, Р. Левіна. В цей час було усвідомлено, що тимчасово вільні кошти суб'єктів в економіці не перетворюються автоматично на інвестиції, а процес їх переливання значною мірою залежить від ступеня розвитку системи фінансових посередників у країні.

Р. Голдсміт провів дослідження зв'язку між масштабами фінансового сектору країн (відношення активів фінансових посередників до ВВП) та рівнем їх економічного зростання і встановив, що в тих країнах, де фінансові посередники відігравали більшу роль, темпи економічного зростання були вищі. Ці висновки знайшли подальше відображення у вченні Р. Дж. Макконіна про "фінансове поглиблення", що передбачало виділення фінансового чинника зростання економіки. Ці дослідження також показали перевагу для інвестора вкладення коштів у "вторинні зобов'язання" фінансових посередників над "первинними зобов'язаннями" безпосередніх емітентів, зважаючи на їх більший ризик. Р. Голдсміт виділяє такі функції фінансових посередників: вирішення питання збалансування нестачі фінансових ресурсів в економіці з їх нееластичною пропозицією; сприяння накопиченню потрібних обсягів фінансових ресурсів і подальше їх ефективне реінвестування. Заслугою Р. Голдсміта є те, що він закріпив в економічній думці положення про те, що система фінансових посередників визначає рівень мобільності фінансових ресурсів в економіці.

Б. Фрідмен одним із перших вийшов за межі традиційного на той час трактування фінансових посередників винятково як банківських установ. До фінансових посередників він також зарахував інституційних інвесторів і різноманітні кредитні установи, таким чином окресливши коло фінансових посередників у сучасному розумінні. Б. Фрідмен серед функцій фінансових посередників виділяє також функцію диверсифікації ризику за рахунок вкладення в різні види активів, а також страхування ризику та його розподіл між учасниками. Важливою рисою фінансових посередників вчений називає економію на масштабах операцій за рахунок спеціалізації.

Дж. Герлі і Є. Шоу виявили зв'язок між зростанням рівня доходів в економіці та попитом на послуги фінансових посередників. Для задоволення потреб індивідуальних інвесторів необхідне існування розвинутої системи фінансових посередників, а також різноманітних фінансових інструментів. Як і Р. Голдсміт, вчені доводять, що для інвесторів набагато привабливішими є непрямі інвестиції через фінансових посередників, ніж безпосереднє вкладення коштів у підприємства. Це, на думку вчених, викликає необхідність постійної реалізації "фінансових інновацій".

Р. Левін та О. Галетович виділяють роль фінансових посередників у забезпеченні структурних перетворень в економіці, тобто фінансуванні нових видів економічної діяльності. Це пояснюється тим, що фінансові посередники прагнуть вкладати кошти в ті галузі, де прогнозується найвищий рівень зростання продуктивності праці і прибутковості за рахунок введення технологічних інновацій.

У 70-ті рр. ХХ ст. основним предметом досліджень у галузі фінансового посередництва була діяльність банків. Цими проблемами, зокрема, займалися такі науковці, як Ш. Дрей, Г. Браун, Д. Ревелл, Х. Дуглас.

Саме у 70-80-ті рр. ХХ ст. розпочалась значна інституційна розбудова системи фінансових посередників – виникло багато нових фінансових інститутів та фінансових інструментів, збільшилося число можливих каналів трансформації заощаджень в інвестиції на основі механізму непрямого фінансування реального сектору економіки. Саме в цей час науковці почали пов'язувати рівень економічного розвитку з рівнем розвитку фінансової системи і системи фінансових посередників зокрема.

До цього часу в економічній думці чітко сформувалося два підходи до дослідження специфіки дослідження ролі фінансових посередників: трансакційний та інформаційний.

Трансакційний підхід передбачав, що головне завдання фінансових посередників полягає у задоволенні потреб клієнтів у розміщенні та залученні коштів на найбільш

вигідних умовах з найменшими операційними (трансакційними) витратами порівняно з прямим фінансуванням. Для задоволення клієнтів фінансові установи постійно розширюють спектр своїх продуктів і послуг, надаючи їм відповідних характеристик щодо прийнятності строку здійснення операцій, витрат з боку клієнта, рівня доходності та ліквідності. Представниками трансакційного підходу є Д. Бенстон і К. Сміт.

Більш широку підтримку теоретиків отримав інформаційний підхід, за рахунок чого в його межах можна виділити декілька етапів і підходів. Представниками інформаційного підходу вважаються Д. Акерлоф, М. Спенс, Д. Стигліц, далі він розвинувся у працях Х. Ліленда й Д. Пайла, Т. Кемпбелла і В. Крекоу, Д. Бойда та Б. Прескотта.

Представники інформаційного підходу вважають, що фінансові посередники володіють більшими можливостями у зборі інформації про фінансові активи, ніж індивідуальні інвестори. Фінансові посередники найкраще можуть виконувати роль інформаційних посередників, збираючи та продаючи надійну інформацію про різні фінансові інструменти інвесторам. Проте діяльність фінансових посередників не обмежується інформаційною функцією, оскільки за рахунок такої своєї переваги, як обізнаність, вони мають змогу самостійно придбавати активи на фінансовому ринку й отримувати від цього прибуток.

Актуальність інформаційної функції фінансових посередників впливає з існування "асиметричної інформації" на фінансових ринках. Розробкою поняття "морального ризику" і "асиметричної інформації" займалися такі вчені, як Д. Акерлоф, М. Спенс та Д. Стигліц, які за це отримали Нобелівську премію у 2001 р. Асиметрична інформація це ситуація, коли інвестор (позичальник) володіє більшим обсягом інформації про фінансовий стан об'єкта інвестування, фінансовий інструмент, умови угоди, ніж позичальник (інвестор). Нерівність доступу до інформації породжує проблему морального ризику – дій економічних агентів з максимізації власної користі, що можуть завдати збитку іншій стороні внаслідок неволодіння нею всією інформацією. Більш зрозуміло моральний ризик можна пояснити як ризик втрати фінансових ресурсів інвесторами внаслідок шахрайства.

У зв'язку з існуванням "асиметричної інформації" і "морального ризику" Дж. Стигліц та А. Вайс у своїй "новій теорії фінансів" вели мову про необхідність захисту інтересів власників заощаджень на державному рівні.

Значний внесок у межах інформаційного підходу до дослідження ролі фінансових посередників зробив на початку 1980-х рр. Д. Даймонд – автор теорії "делегованого моніторингу". Суть цієї теорії полягає в тому, що індивідуальні інвестори передають фінансовим посередникам свої кошти і делегують їм повноваження щодо здійснення моніторингу операцій. Таким чином, мінімізуються інформаційні витрати інвесторів, що приводить до зростання бажання вкладати тимчасово вільні кошти. З іншого боку, фінансові посередники для зменшення витрат делегування випускають власні цінні папери [4].

На основі об'єднання трансакційного та інформаційного підходів до розуміння ролі фінансових посередників в економічній системі у 70–80-х рр. сформувалась традиційна теорія фінансового посередництва, згідно з якою фінансові посередники на основі зниження трансакційних витрат, а також здійснення моніторингу за операціями перетворюють неліквідні фінансові інструменти на ліквідні власні зобов'язання.

На сучасному етапі розвитку економічної теорії науковці дещо відходять від догм традиційної теорії і більше уваги приділяють проблемам управління ризиками та

забезпечення ліквідності. З метою забезпечення ліквідності фінансових інструментів, у тому числі власних зобов'язань, фінансові посередники в сучасних умовах значні зусилля спрямовують на розширення і модернізацію фінансових послуг та інструментів. В останні роки активно розвиваються ринки вторинних (похідних) фінансових інструментів, а також значні зрушення спостерігаються у зміні характеру надаваних фінансовими посередниками послуг – спостерігається процес універсалізації послуг, з'являються фінансові супермаркети. Загалом можна сказати, що в сучасних умовах вплив фінансового сектору на економіку значно посилюється, а тому дуже важливо переглянути підходи до визначення ролі фінансових посередників в економічній системі. На даний час у науковій думці з цього питання існує два протилежних підходи.

Перший підхід виходить із позицій сучасного монетаризму і визначає фінансовий сектор як невід'ємну детермінанту економічного розвитку, а отже, передбачає, що подальше збільшення масштабів фінансових ринків буде сприяти підвищенню ефективності економіки. Сучасні диспропорції розвитку фінансового і реального секторів є тимчасовими, та їх можна і потрібно уникати.

Другий підхід визнає поглиблення розриву між реальним та фінансовим секторами. Фінансовий сектор у сучасних умовах перетворюється на самостійну сферу, що дедалі менше пов'язана з реальними потребами економіки.

Про відокремлення фінансового сектору від реальної економіки, зокрема, свідчать такі тенденції:

- активи фінансових установ зростають випереджальними темпами щодо зростання реального сектору;
- на фінансових ринках переважають спекулятивні, короткострокові форми інвестування;
- потоки капіталів відриваються від потоків товарів та послуг;
- у зв'язку з глобалізацією і зростанням фінансових ринків послаблюються можливості контролю та регулювання діяльності фінансових установ;
- фінансові ресурси, в тому числі кваліфіковані кадри, переміщуються із реального сектору до фінансового.

Ці та інші диспропорції у розвитку реального і фінансового секторів економіки надалі будуть сприяти перетворенню фінансового сектору на відокремлену сферу діяльності. Новий термін "фінансоміка" трактується тепер як відносно самостійна система світового господарства, заснована на фінансовому капіталі з переважаючим спекулятивним, "віртуальним" складовим.

В останні роки на тлі розвитку національних фінансових систем, посилення конкуренції між учасниками на фінансовому ринку, впровадження нових фінансових інструментів відбулися значні зміни в діяльності фінансових посередників, передусім банківських установ. Кредитно-депозитні операції банків значно ускладнилися з метою забезпечення конкурентного рівня. Це стало необхідним кроком у зв'язку з переливом капіталів з банківської сфери до інших фінансових посередників, які мають змогу більш маневрено і з більшою дохідністю управляти активами інвесторів [8].

Для фінансового сектору останнім часом характерні процеси злиття і поглинання. Таким чином, відбувається утворення "фінансових супермаркетів", які покликані надавати послуги з комплексного фінансового обслуговування клієнтів. Також сучасними тенденціями фінансового сектору є розширення спектра послуг на ринку позикового капіталу, зростання частки надання послуг на основі використання сучасних фінансових технологій та інновацій, у тому числі використання електронної комерції.

Цими проблемами займалися П. Роуз, Д. Джентле, Д. Синкі, Ф. Мишкін, Г. Габбард та ін.

Намагаючись стати більш активними гравцями на фінансових ринках, банки дедалі більше, окрім традиційних послуг, почали надавати своїм клієнтам послуги з андеррайтингу, управління активами, страхування тощо. Інвестори використовують складні фінансові інструменти, банківські установи та інших фінансових посередників розробляють та впроваджують нові фінансові продукти на основі інновацій, здатні перерозподіляти ризики між учасниками ринку. З метою управління ризиками фінансові посередники активно використовують похідні фінансові інструменти (свопи, опціони, ф'ючерси), перетворюючись на активних учасників фінансових ринків [9].

Враховуючи ці зміни, представниками Вартоновської бізнес-школи при Пенсільванському університеті була запропонована власна концепція визначення ролі фінансових посередників на основі управління ризиками [4]. На думку представників цієї школи, інвестори при прийнятті рішень в умовах ризику стикаються зі значними витратами коштів, часу, а також необхідністю отримання професійних знань, навичок, досвіду використання складних фінансових технологій та інновацій. Для того, щоб зменшити ці витрати, інвестори делегують фінансовому посереднику процедури прийняття рішень.

Фінансові посередники на цьому етапі стають передавальним механізмом між інвесторами та фінансовими ринками. Інвестори без участі фінансових посередників мали б обмежений доступ до операцій на фінансовому ринку. Для розширення цього доступу банки та інші фінансові установи постійно перебувають у пошуку нових шляхів зниження витрат з управління ризиками. Зниження витрат на сучасному етапі ефективно досягається за рахунок використання сучасних інноваційних технологій і створених на їх основі фінансових інструментів.

Фінансові інновації в сучасних умовах стають провідною ланкою фінансового посередництва. Глобальні онлайніві торговельні системи та нові фінансові інструменти, створені на основі застосування методів фінансового інжинірингу, стають основними засобами конкурентної боротьби фінансових посередників і викликають появу нових та вдосконалення існуючих систем збирання, обробки, передачі й захисту інформації.

Підсумовуючи, можемо зробити такі *висновки*. Традиційна теорія фінансового посередництва базується на визначенні ролі фінансових посередників в економічній системі як інституцій для зниження трансакційних витрат і асиметричності інформації. Ця теорія переважно розроблена для врахування ролі банківських установ та страхових компаній, які є найстарішими фінансовими посередниками. Однак в останні десятиліття відбулись значні зміни в інституційній структурі фінансових посередників. Тоді, як для інвесторів знизилась трансакційні витрати і асиметричність інформації, кількість та роль фінансових посередників зросли. Нові ринки ф'ючерсів, опціонів, свопів й інших похідних фінансових інструментів переважно є ринками посередників, а не індивідуальних інвесторів. Ці тенденції важко пояснити за допомогою традиційної теорії про роль фінансових посередників. Останнім часом варто говорити про зміну ролі фінансових посередників у контексті трансформації й управління ризиками та зниження витрат участі.

Література

1. *Історія економічних учень : навч. посіб. / В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, Т. В. Гайдай [та ін.] – К. : Знання, 2004. – 1300 с.*

2. Зимовець В. В. Фінансове посередництво : навч. посіб. / В. В. Зимовець, С. П. Зубик. – К. : КНЕУ, 2005. 288 с.
3. Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку : моногр. / В. В. Корнєєв. – К. : Основа, 2007. – 192 с.
4. Науменкова С. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. К. : Знання, 2010. 532 с.
5. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика : навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. К. : ЦУЛ, 2002. 616 с.
6. Черкасова С. В. Ринок фінансових послуг : навч. посіб. [для студ. вищих закл. освіти] / С. В. Черкасова. – Львів : Магнолія 2006, 2007. 496 с.
7. Полетаєв О. О. Економічна сутність фінансового посередництва [Електронний ресурс] / О. О. Полетаєв // Наукові праці. 2010. – Т. 126, вип. 113. С. 39–46. – Режим доступу : <http://lib.chdu.edu.ua/pdf/naukpraci/economy/2010/126-113-6.pdf>.
8. Долбнева Д. В. Теоретико-практичні аспекти фінансового посередництва в Україні / Д. В. Долбнева // Інноваційна економіка. – 2011. № 6. – С. 270–274.
9. Гаркуша Ю. О. Теоретико-методологічний розвиток фінансового посередництва / Ю. О. Гаркуша // Управління у сфері фінансів, страхування та кредиту : Всеукр. наук.-практ. конф., 8 10 лист. 2007 р. [Електронний ресурс] : тези доп. Львів : Вид-во Нац. ун-ту "Львівська політехніка", 2007. С. 63 66. – Режим доступу : <http://ena.lp.edu.ua:8080/bitstream/ntb/7760/1/24.pdf>.

Редакція отримала матеріал 23 травня 2012 р.