

Т. В. Паєнтко,

д. е. н., доцент, професор кафедри фінансових ринків Національного університету ДПС України

## РОЛЬ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА У РЕГУЛЮВАННІ ФІНАНСОВИХ ПОТОКІВ

T. Paientko,

doctor of science, professor of financial market department, National University of state tax service of Ukraine

### THE ROLE OF FINANCIAL INTERMEDIATION IN THE REGULATION OF FINANCIAL FLOWS

*Стаття присвячена ролі фінансових посередників у регулюванні фінансових потоків. Виявлено взаємозв'язки руху фінансових потоків та особливостей функціонування фінансових посередників. Дано оцінку ролі фінансових посередників у зменшенні трансакційних витрат на регулювання фінансових потоків. З'ясовано яким чином роль фінансового посередництва у регулюванні фінансових потоків може бути підвищена.*

*Article is devoted to the role of financial intermediaries in the regulation of financial flows. Relations between the movement of financial flows and the peculiarities of functioning of financial intermediaries are detected. The assessment of the role of financial intermediaries in reducing transaction costs on the regulation of financial flows was given. The manner in which the role of financial intermediation in the regulation of financial flows can be enhanced.*

*Ключові слова: фінансове посередництво, фінансові потоки, трансакційні витрати.*  
*Key words: financial intermediaries, financial flows, transaction costs.*

#### ВСТУП

Фінансове забезпечення розвитку економіки держави залежить від того, наскільки ефективним є рух фінансових потоків між її секторами. Оптимальний рух фінансових потоків здатний створити сприятливі умови для розвитку і забезпечення фінансової рівноваги в суспільстві та досягнення необхідного рівня конкурентоспроможності національної економіки. Дисбаланси у русі фінансових потоків поглиблюють галузеві та регіональні диспропорції у розвитку економіки, підвищують соціальну напругу в суспільстві та створюють передумови для розширення сектору неформальної економіки. Вітчизняні практики і вчені намагаються відшукати способи адаптації зарубіжного досвіду регулювання фінансових потоків до українських реалій. Однак цей досвід не завжди дозволяє отримати позитивний результат, що обумовлено специфікою інституціонального середовища України та місцем фінансового посередництва у ньому.

#### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Науковцями визначено основні засади регулювання алокації фінансових ресурсів і переміщення капіталу, що знайшло відображення у працях Г. Азаренкової [1], М. Деркача [2], О. Єрмошкіної [3], В. Черевка [8] та ін. Однак недостатньо наукових напрацювань присвячено саме ролі фінансового посередництва у регулюванні фінансових потоків та зменшенні трансакційних витрат.

#### МЕТА СТАТТІ

Мета статті — оцінка ефективності участі фінансових посередників у регулюванні фінансових потоків.

#### ВИКЛАДЕННЯ ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Фінансове посередництво є тим процесом, від ефективності протікання якого залежить оптимальність пе-

рерозподілу фінансових потоків між економічними агентами та рівень витрат на такий перерозподіл. Ефективність у контексті нашого дослідження розглядаємо, як здатність фінансової системи акумулювати фінансові ресурси і забезпечувати максимальну віддачу від руху фінансових потоків з точки зору довгострокового економічного зростання. Ефективність діяльності фінансових посередників у сфері регулювання фінансових потоків проявляється за такими напрямками:

1. Здатність акумулювати необхідний обсяг фінансових ресурсів за умов мінімізації тіньового сектора їх обороту.

2. Зниження трансакційних витрат і покращення якості послуг.

3. Здатність суспільства використовувати фінансові ресурси з точки зору довгострокового розвитку.

На перший погляд у досягненні необхідного рівня ефективності руху фінансових потоків немає нічого складного, однак, практика свідчить, що існує ймовірність виникнення таких проблем (табл. 1).

Головна функція фінансових посередників — це допомога у трансформації коштів економічних суб'єктів, які здійснюють заощадження, потенційним інвесторам. На цій функції фінансового посередництва та його значенні для економічного розвитку наголошує у своїй праці В. Корнеєв [4]. Фінансові посередники отримують прибуток від різниці у вартості залучення та розміщення коштів, саме цей аспект є передумовою для опортуністичної поведінки з боку фінансових посередників (як агентів) по відношенню до принципалів (осіб, які здійснюють заощадження та інвесторів).

Дана проблема є типовою агентською проблемою, пов'язаною із ситуацією морального ризику. Ця ситуація означає можливість для вкладника здійснювати спостереження за реальними зусиллями агента по моніторингу та доступу до отриманої ним інформації, а головне — наявність загрози прихованих дій агентів-посередників щодо штучного заниження виплат від проектів,

**Таблиця 1. Проблеми досягнення ефективності руху фінансових потоків**

| Проблема                    | Сутність  |
|-----------------------------|---|
| Проблема управління         | Неузгодженість, хаотичність проведення реформ, відсутність комплексного підходу, непрозорість контролю нестача достовірної інформації   |
| Проблеми тінгової економіки | Стимування легальної акумуляції фінансових ресурсів, посилення розриву між реальним і фінансовим секторами економіки, зростання трансакційних витрат та асиметричності інформації |
| Проблеми конкуренції        | Високі трансакційні витрати, асиметричність інформації  |
| Ефект очікування змін       | Відсутність впевненості у завтрашньому дні породжує негативні реакції зі сторони економічних агентів (наприклад, інфляційні очікування)   |
| Політико-правове середовище | Нейтралізація впливу найпривабливіших економічних стимулів політичною та законодавчою нестабільністю  |

Джерело: складено автором.

отриманих вкладниками-принципалами. Агентська проблема означає необхідність "моніторингу моніторингу" і викликає появу у вкладників-принципалів особливих агентських витрат, або точніше — витрат делегування (delegation costs) [7, с. 16—17].

У випадку раціональної поведінки роль фінансових посередників є важливою, оскільки вони забезпечують пошук інвесторів, зменшують ризики неповернення позики, зменшують трансакційні витрати принципалів на моніторинг ринку.

Головне призначення фінансового посередництва — це забезпечення доступу до фінансових ресурсів тим економічним суб'єктам, які їх потребують, та залучення коштів тих суб'єктів, які їх мають у надлишку. На перший погляд у розподілі фінансових потоків у бізнесі існує формальна рівність. Однак досить часто економічні агенти можуть мати різні можливості і навіть протилежні інтереси. Існує багато варіантів прояву опортуністичної поведінки деяких агентів по відношенню до бізнесу в цілому та до інших учасників ринку. Як правило, такі ситуації мають місце у випадку асиметричного розподілу інформації, низької ефективності інформаційної системи, низької оперативності розповсюдження інформації, при виникненні змови на фінансовому ринку.

Опортуністична поведінка більшої частини агентів, які наслідують мету власного збагачення, може негативно вплинути на макрофінансову рівновагу в країні. Такі ситуації можна досліджувати в рамках контрактного підходу до дослідження інституціональних угод. Для попередження опортуністичної поведінки учасникам руху фінансових потоків необхідно нести трансакційні витрати, у першу чергу на моніторинг поведінки інших економічних агентів.

У сучасних умовах невірним було б обмежити розуміння взаємовідносин принципала і агента тільки механізмом делегування повноважень. Отримати найбільший ефект від регулювання руху фінансових потоків можна в результаті стимулювання і контролю роботи агентів, що знову таки є причиною зростання трансакційних витрат.

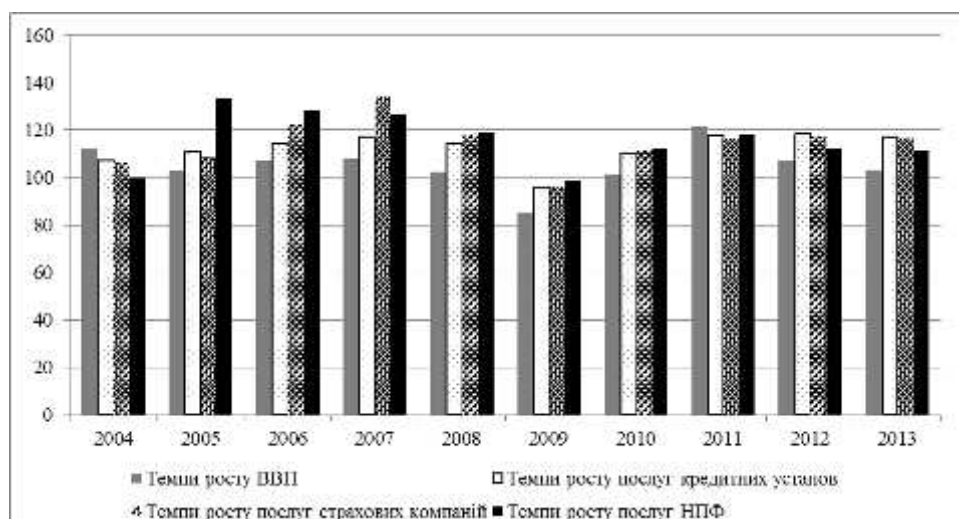
Протилежний випадок, коли держава виступає агентом, розпоряджаючись коштами платників податків (принципалів). Держава володіє більшим обсягом інформації і має більше можливостей поводитися опортуністично (наприклад, витрачати кошти переважно на фінансування апарату управління). Однак у майбутньому така поведінка стане відомою принципалам, що призведе до зростання ризику опортуністичної поведінки з їхнього боку.

Інший варіант — переміщення фінансових потоків через

фінансових посередників, що, у випадку відсутності опортуністичної поведінки з боку фінансових посередників, значно підвищує ефективність фінансових потоків. Фінансові посередники можуть виступати як принципалами, так і агентами. Якщо економічний суб'єкт здійснює розміщення заощаджень через фінансових посередників, тоді фінансовий посередник виступає агентом по відношенню до економічного суб'єкта (принципала). Якщо фінансовий посередник здійснює розміщення заощаджень у вигляді інвестицій — він виступає принципалом. Держава у таких відносинах також може виступати агентом у випадку залучення позик на фінансовому ринку, а також принципалом здійснюючи інвестиції.

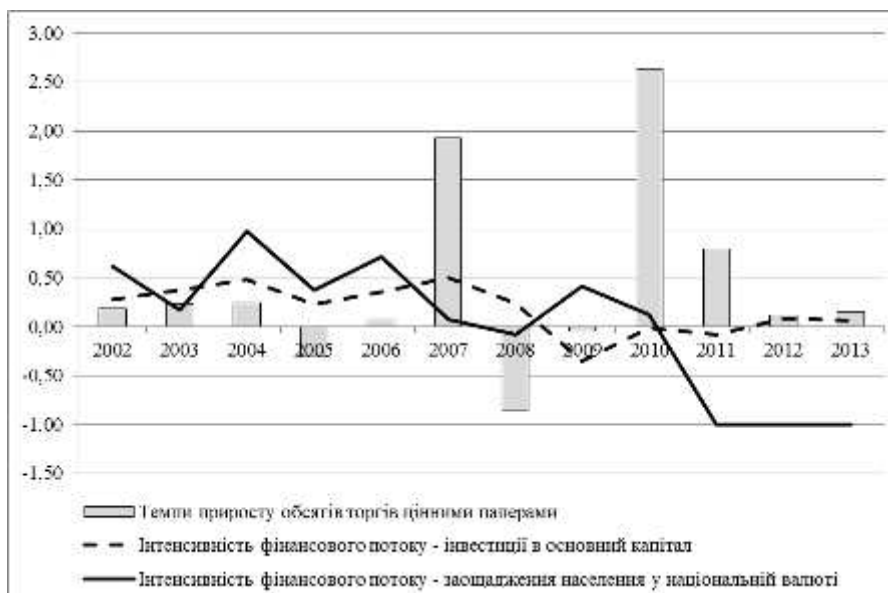
Фінансовий ринок пов'язаний з кваліфікованим посередництвом між продавцем і покупцем фінансових активів. Такі фінансові посередники добре обізнані з поточною фінансовою кон'юнктурою, умовами укладення угод, різними фінансовими інструментами і в найкоротші терміни можуть встановити зв'язок між продавцями і покупцями. Фінансове посередництво сприяє прискоренню не тільки фінансових, а й товарних потоків, забезпечує мінімізацію пов'язаних із цим суспільних трансакційних витрат та має сприяти загальному економічному зростанню (рис. 1).

Діаграми, зображені на рисунку 1 показують, що між досліджуваними показниками наявний взаємозв'язок, що підкреслює необхідність фінансового посередництва для економічного розвитку. Однак брати участь у створенні сприятливих передумов для економічного розвитку фінансові посередники можуть тільки тоді, коли їхня діяльність сприяє зменшенню трансакційних витрат на регулювання фінансових потоків, а не навпаки. Важливу роль у реалізації фінансовими посередниками своїх функцій відіграє ринок цінних паперів, саме завдяки повноцінному функціонуванню ринку цінних



**Рис. 1. Динаміка ВВП та фінансових послуг, наданих небанківськими фінансовими посередниками в Україні у 2004–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.



**Рис. 2. Динаміка темпів приросту обсягів торгів цінними паперами та інтенсивності фінансових потоків "інвестиції в основний капітал" та "заощадження населення в національній валюті" в Україні у 2002–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.

паперів в економічно розвинених країнах перерозподіл фінансових потоків відбувається з вищою ефективністю, ніж в Україні. Результати оцінки взаємозв'язку функціонування ринку цінних паперів, інтенсивності руху фінансових потоків та трансакційних витрат відображені на рисунку 2–4.

Графіки, зображені на рисунку 2 показують, що між досліджуваними показниками зв'язок відсутній. Це означає, що при здійсненні інвестицій та заощаджень економічні агенти не досить часто використовують інструменти ринку цінних паперів, нереалізованим залишається не тільки потенціал ринку цінних паперів, але і потенціал фінансового посередництва. Доки фінансові посередники будуть виконувати свої функції лише формально, ефективність розподілу фінансових потоків між економічними агентами буде низькою.

Графіки, зображені на рисунку 3 показують, що інтенсивність прямих іноземних інвестицій не пов'язана із динамікою торгів цінними паперами, що свідчить про низьку довіру іноземних інвесторів до тенденцій розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Починаючи з 2006 р. намітився зв'язок між динамікою обсягів торгів цінними паперами та обсягами готівки поза банками, зв'язок обернений, це свідчить про те, що цінні

папери починають виконувати одну з головних своїх функцій — зв'язування грошей і перетворення їх на інвестиції.

Графіки, зображені на рисунку 4 показують, що протягом досліджуваного періоду динаміка трансакційних витрат не пов'язана зі зміною обсягів торгів цінними паперами. Це означає, що на сучасному етапі розвитку економіки України ринок цінних паперів не сприяє зменшенню обсягів трансакційних витрат на регулювання фінансових потоків.

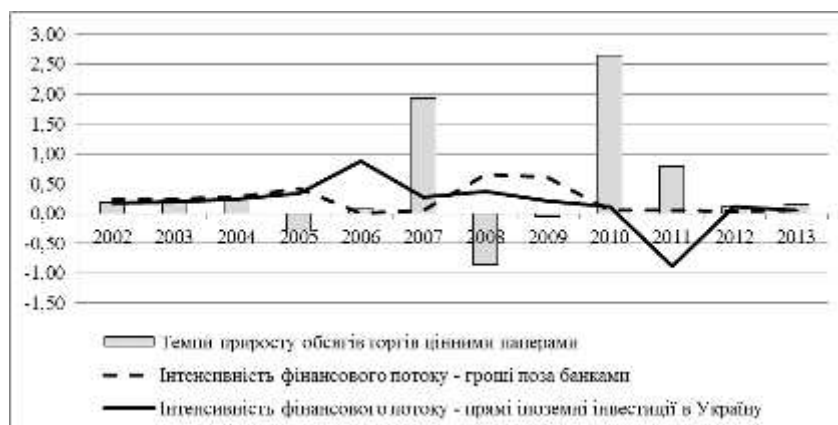
Найбільш вагому частку в обсягах торгівлі цінними паперами займають акції. На рисунках 5–7 відображено динаміку досліджуваних показників та зміну обсягів випуску акцій.

Графіки, зображені на рисунку 5, показують на зміну динаміки обсягів випущених акцій пов'язана з інтенсивністю прямих іноземних інвестицій, що є позитивним. В окремі роки спостерігається прямий зв'язок між обсягами випущених акцій та інвестиціями в середині країни, однак протягом останніх років досліджуваного періоду такий зв'язок втрачається. Така тенденція обумовлена не тільки погіршенням макроекономічної ситуації, але монополізацією акціонерної власності, яка лише формально є акціонерною, але по суті зосереджена у руках невеликої групи осіб.

Графіки, зображені на рисунку 6, показують, що між досліджуваними показниками існує обернений зв'язок, що є позитивним, оскільки акції сприяють зв'язуванню грошових коштів поза банками. Ступінь еластичності між досліджуваними показниками відображено в таблиці 2.

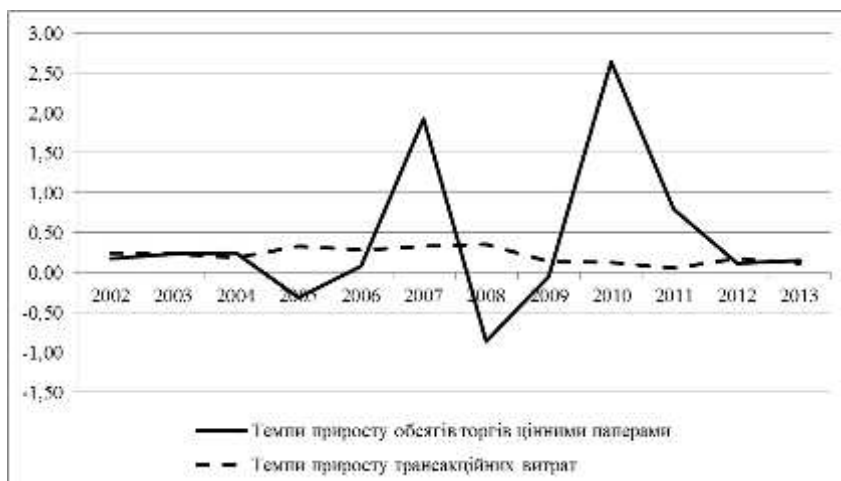
Розраховані значення коефіцієнта еластичності показують, що із зменшенням обсягів випуску акцій обсяг грошових коштів поза банками зростає швидше, ніж зменшується при збільшенні обсягів випуску акцій. Це є позитивною тенденцією, тому у подальшому зусилля держави мають бути направлені на розвиток ринку акцій.

Графіки, зображені на рисунку 7, показують, що між аналізованими показниками існує слабкий зв'язок, однак, у більшості років досліджуваного періоду між динамікою випуску акцій та трансак-



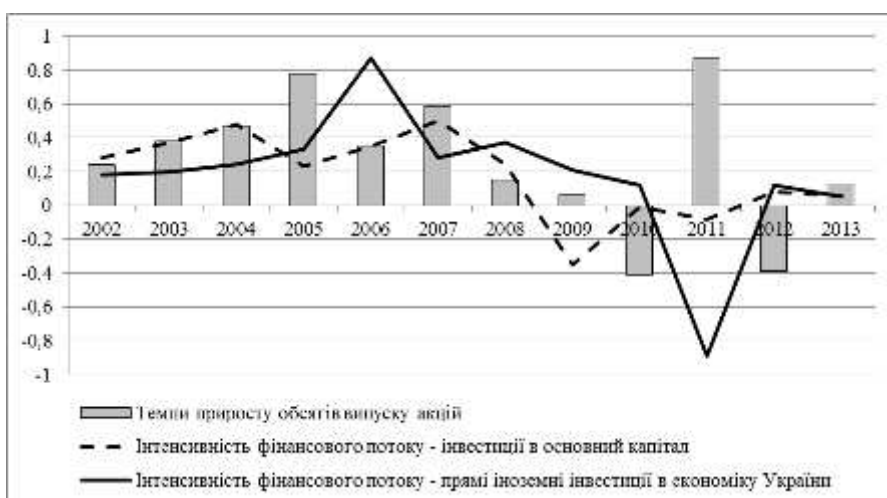
**Рис. 3. Динаміка темпів приросту обсягів торгів цінними паперами та інтенсивності фінансових потоків "гроші поза банками" та "прямі іноземні інвестиції в Україну" в Україні у 2002–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.



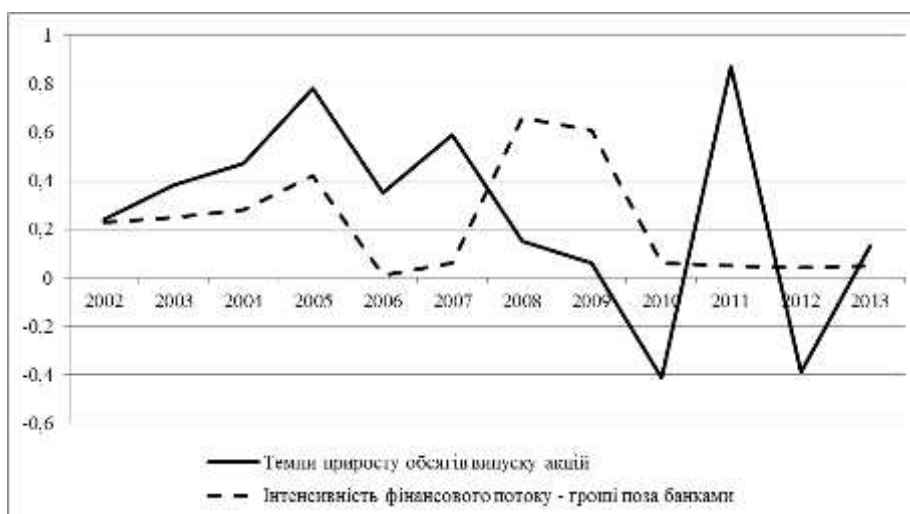
**Рис. 4. Динаміка темпів приросту обсягів торгів цінними паперами та трансакційних витрат в Україні у 2002–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.



**Рис. 5. Темпи приросту обсягів випуску акцій та інтенсивності фінансових потоків "інвестиції в основний капітал" і "прями іноземні інвестиції в економіку України" в Україні у 2002–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.



**Рис. 6. Темпи приросту обсягів випуску акцій та інтенсивність фінансового потоку "гроші поза банками" в Україні у 2002–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.

ційними витратами зв'язок обернений, що свідчить про доцільність застосування фіскального інструментарію до емітентів акцій.

## ВИСНОВКИ

Результати дослідження показали, що на сучасному етапі розвитку економіки роль фінансового посередництва у підвищенні ефективності регулювання фінансових потоків реалізована неповністю. Це обумовило перекоси у перерозподілі фінансових потоків між економічними агентами, а саме надмірне зростання грошей поза банками, що звужує інвестиційну базу економічного розвитку. Також існують проблеми у забезпеченні фінансовими посередниками зменшення трансакційних витрат, які виникають при переміщенні фінансових потоків. Результати дослідження засвідчили, що одна з причин полягає у недостатніх темпах розвитку ринку акцій.

Головна умова ефективності існування фінансових посередників поля-

**Таблиця 2. Еластичність зміни обсягів грошових коштів поза банками та темпів приросту випущених акцій в Україні у 2002–2013 рр.**

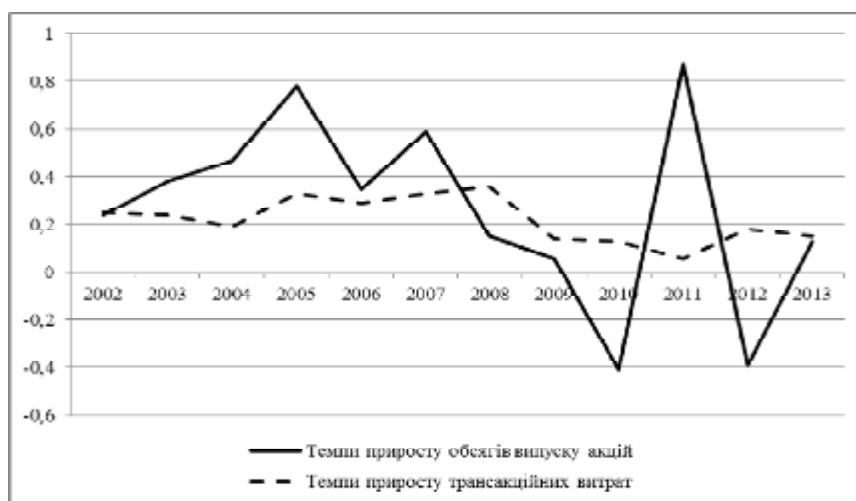
| Рік  | Коефіцієнт еластичності |
|------|-------------------------|
| 2002 | 0,75                    |
| 2003 | 0,24                    |
| 2004 | 0,63                    |
| 2005 | 1,26                    |
| 2006 | 0,79                    |
| 2007 | 12,29                   |
| 2008 | -3,41                   |
| 2009 | 0,05                    |
| 2010 | -0,79                   |
| 2011 | -0,11                   |
| 2012 | -0,06                   |
| 2013 |                         |

Джерело: розраховано автором на основі [5, 6].

гає у їх здатності вирішувати проблему "безбілетника" у процесі збору та обробки інформації. Інформація є специфічним товаром, при цьому використання інформації одним економічним агентом не зменшує її доступність для іншого. Більше того, завдяки сучасним інформаційним технологіям інформація розповсюджується досить швидко, що робить її дешевою і призводить до того, що обмежити доступ до окремих блоків інформації стає дорогим задоволенням. Саме ця ситуація і породжує проблему "безбілетника" та обмежує ринок в отриманні достатньої кількості інформації, необхідної для вирішення проблеми інформаційної асиметрії. З одного боку цю проблему можна вирішити шляхом запровадження державного регулювання розповсюдження фінансової інформації, з іншого, якщо фінансове посередництво значно розвинене, зробити це досить складно. В Україні вирішення цієї проблеми однозначно потребує втручання держави. Це не означає, що ми прагнемо "зарегульованості" ринку. Виважене втручання держави дасть змогу підвищити ефективність фінансового посередництва, що сприятиме зменшенню грошей поза банками та трансформації їх в інвестиції.

#### Література:

1. Азаренкова Г.М. Фінансові потоки економічних агентів: методологія та організація управління: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра. ек. наук: спец. 08.00.08 "Гроші, фінанси, кредит" / Г.М. Азаренкова. — Суми, 2007. — 36 с.



**Рис. 7. Темпи приросту обсягів випуску акцій та трансакційних витрат в Україні у 2002–2013 рр.**

Джерело: побудовано автором.

2. Деркач М.А. Науково-методичні основи регулювання фінансових потоків сектору загального державного управління [Електронний ресурс]: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук.: спец. 08.02.03 "Організація управління, планування і регулювання економікою" / М.А. Деркач. — К., 2000. — Режим доступу: [www.nbuv.gov.ua](http://www.nbuv.gov.ua)

3. Ермошкіна О.В. Управління фінансовими потоками промислових підприємств: теорія, практика, перспективи: монографія / О. Ермошкіна. — Дніпропетровськ: Національний гірничий університет, 2009. — 479 с.

4. Корнеєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія / В.В. Корнеєв. — К.: Основа, 2007. — 192 с.

5. Огляд фондового ринку України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2384602>

6. Офіційний веб-сайт Державної служби статистики України України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua)

7. Совершенствование долгосрочного кредитования промышленных предприятий: институциональный аспект: монография / И.В. Анненков [и др.]; науч. ред. В.П. Вишнеvский; НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти. — Донецк: ИЭП НАН Украины, 2008. — 142 с.

8. Черевко В.О. Методологія формування та управління фінансовими потоками регіону: автореф. дис. канд. ек. наук.: спец. 08.10.01 "Розміщення продуктивних сил і регіональна економіка" / В.О. Черевко; ЧДТУ. — Черкаси, 2006. — 20 с.

#### References:

1. Azarenkova, H.M. (2007), "Financial Flows of Economic Agents: Methodology and Management Organization" Doc. Thesis, Money, finance, credit, University of Bank Business by National Bank of Ukraine, Sumy, Ukraine.

2. Derkach, M.A. (2000), "Scientific-methodological Basis of Regulation of the Financial Flows of the Government Sector" Ph. D. Thesis, Organization of management, planning and regulation of the economy, Scientific-Research Institute of the Ministry of economy of Ukraine, Kyiv, Ukraine.

3. Yermoshkina, O.V. (2009), Upravlinnia finansovymy potocamy promyslovyh pidpriemstv: teoria, praktyka, perspektyvy [Management of Financial Flows of Industrial Enterprises: Theory, Practice and Prospects], Natsionalny Hirnychny Universitet, Dnipropetrovsk, Ukraine.

4. Korneiev, V.V. (2007), Finansovi poserednyky yak instytuty rozvytku [Financial Intermediaries as Development Institutions], Osнова, Kyiv, Ukraine.

5. Ohliad fondovoho rynku Ukrainy, available at <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2384602> (Accessed 15 June).

6. Official web site of State statistic service of Ukraine, available at [www.ukrstat.gov.ua](http://www.ukrstat.gov.ua) (Accessed 20 August).

7. Annenkov, I.V. and others (2008), Sovershenstvovanie dolgosrochnogo kreditovaniya promyshlennyh predpriyati: instytutsionalny aspekt [Improvement of Long-term Crediting of Industrial Enterprises: an Institutional Aspect], Instiut ekonomiki promyshlennosti, Donetsk, Ukraine.

8. Cherevko, V.O. (2006), "Methodology of formation and management of financial flows of the region" Ph. D. Thesis, Placement of productive forces and regional economics, Cherkasy state technological university, Cherkasy, Ukraine.

Стаття надійшла до редакції 08.09.2014 р.