
III. ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ

УДК 336.7:001.895

ФІНАНСОВІ ІННОВАЦІЇ ЯК ЗАСІБ ФІНАНСИЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

С. Б. Єгоричева, доктор економічних наук

Однією з найбільш характерних рис глобального розвитку у другій половині ХХ ст. стала, на думку багатьох науковців, стрімка фінансизація. Вона охопила не лише економіку, привівши до формування нової соціально-економічної системи, так званої «фінансоміки», а й інші сфери людської діяльності – культуру, освіту, науку, політику та ін.

Фінансизація є об'єктивним явищем, витоки якого слід шукати ще у можливості утворення та функціонування фіктивного капіталу, що виникає у рамках капіталістичного способу виробництва, процесах корпоратизації власності, появі фідучіарних грошей, поступовому відході від «золотого стандарту» у міжнародних валютних відносинах тощо. Тому протистояти їй немає сенсу, а необхідно вивчати закономірності її розвитку, форми прояву, наслідки для функціонування реального сектора економіки, який є єдиним джерелом створення ВВП як матеріальної основи існування суспільства.

Одним із засобів поглиблення фінансизації є фінансові інновації, які у значних масштабах продукуються фінансовим сектором, набувають стрімкого поширення на національних і світовому ринках і чинять неоднозначний, ще не повністю усвідомлений науковцями та практиками вплив на економічний розвиток.

Питання фінансових інновацій достатньо активно аналізують як зарубіжні, так і вітчизняні вчені. Новий поштовх до досліджень за

цією проблематикою надала глобальна світова фінансово-економічна криза, однією з безпосередніх причин якої вважається саме експонентне та безконтрольне поширення складних форм фінансових деривативів, а також створення нових видів фінансових посередників, які не підпадали під жодну форму державного нагляду.

Серед західних науковців, які зробили вагомий вклад у розвиток теорії фінансових інновацій, варто назвати Р. Колба, Дж. Маршалла, Р. Мертона, М. Міллера, Х. Мінські, Ф. Мишкіна, У. Сілбера, Дж. Фіннерті. Окремі аспекти зазначеної проблеми досліджують такі українські та російські вчені, як О. В. Абакуменко, О. В. Боришкевич, З. О. Воробйова, О. В. Кавкін, О. В. Лебедев, Т. А. Медвідь, Я. М. Міркін, О. П. Ковальов, Н. М. Пантелеева, О. М. Сохацька та ін. Проте до останнього часу ще не знайдено загальноприйнятого визначення фінансових інновацій, не повністю досліджено закономірності їх виникнення та розвитку.

Метою статті є уточнення поняття фінансових інновацій і їх можливих конкретних проявів в умовах фінансизації економічних відносин.

Враховуючи те, що феномен фінансових інновацій зародився й тривалий час був притаманний лише економіці розвинутих країн, а фінансові інновації на ринках, що розвиваються, як правило, є запозиченнями вже існу-

ючого зарубіжного досвіду, доцільно, на наш погляд, докладно проаналізувати теоретичні напрацювання у цьому напрямі саме західної економічної науки.

Наукові дослідження проблематики фінансових інновацій розпочалися із 70-х рр. ХХ ст., коли вже був накопичений певний досвід їх створення. Нагадаємо, що у 1958 р. була випущена перша банківська кредитна карта, у 1961 р. уперше з'явився оборотний депозитний сертифікат, у 1963 р. субординований борг почали враховувати як частку банківського капіталу, 1972 р. розпочалися біржові торги фінансовими ф'ючерсами тощо.

Найбільш значимою роботою того часу стала праця професора Нью-Йоркського університету У. Сілбера (W. Silber) [1], який розглядав процеси створення фінансових інновацій із мікроекономічного погляду. На його думку, фінансові установи у процесі максимізації фінансових результатів своєї діяльності стикаються з певними фінансовими обмеженнями – самостійно встановленими (вимоги ліквідності, структура портфелю активів тощо), встановленими ринком або державою, та шляхом запровадження фінансових інновацій намагаються усунути або зменшити тиск цих обмежень. Відповідно, науковець розрізняв два види обмежень: ті, що викликають скорочення прибутковості, тому впровадження інновацій спрямовано на її відновлення («інновації від скрути»); ті, що суттєво підвищують вартість дотримання вимог, яку інновації покликані знизити («інновації успіху»).

Важливо зазначити, що, на думку У. Сілбера, процес створення фінансових інновацій надає економічні вигоди, які є не менш реальними у сенсі збільшення добробуту, ніж покращення у технологіях матеріального виробництва [2].

Дещо інший погляд на причини фінансових інновацій висвітлено у наступній широко відомій праці з цієї тематики, що належала Е. Кену (E. J. Kane) [3], який вважав, що найважливішим фактором появи інновацій є державне регулювання. Пізніше науковець сформулював концепцію «регуляторної діалектики», яка відображає циклічний процес взаємовідносин регуляторів і фінансових інститутів, коли по-

силення регулятивного тиску викликає появу фінансових інновацій, а у відповідь на нові ризики банківництва державні органи вводять удосконалені правила.

Подальші дослідження у цій сфері [4–7] також були сконцентровані здебільшого навколо визначення причин виникнення фінансових інновацій та їх наслідків. Аналізу сутності та форм прояву таких інновацій приділялося значно менше уваги, але західні вчені були однастайні у констатації того факту, що фінансові інновації не тільки мають вирішальне значення для будь-якого розвитку у фінансовому секторі, є «життєвою кров'ю» ефективних і чутливих фінансових ринків [4], також є «двигуном», який рухає фінансову систему у напрямі досягнення мети, що полягає у покращенні функціонування реальної економіки [7]. Фінансові інновації вважалися також відображенням та причиною структурних змін у фінансовому секторі, що спостерігалися з 1980-х рр. [6].

Утім, у працях науковців можна знайти і думки щодо визначення економічного змісту фінансових інновацій. Так, лауреат Нобелівської премії М. Міллер (M. H. Miller) говорив про фінансові інновації як зміни у фінансових інститутах та інструментах [5, с. 461]. Британські науковці М. Бакл (M. Buckle) та Дж. Томсон (J. Thomson) визначали фінансові інновації як «створення нових фінансових інструментів і технік фінансового посередництва, структурні зрушення у фінансовій системі з появою нових фінансових ринків та змінами в організації та поведінці інститутів» [8, с. 48].

Американські дослідники, представники Резервного банку Атланти У. С. Фрейм (W. Scott Frame) й Л. Дж. Уайт (Lawrence J. White) називають фінансовими інноваціями «щось нове, що зменшує витрати, знижує ризики або надає вдосконалений продукт/послугу/інструмент, який краще задовольняє потреби учасників фінансових відносин» [9, с. 3]. П. Туфано (P. Tufano), професор Гарвардської школи бізнесу, вважає, що фінансові інновації – це створення та розповсюдження нових фінансових інструментів, а також фінансових технологій, інститутів і ринків [10, с. 311].

Відомий британський фахівець у сфері банківництва та фінансових ринків Д. Ллевеллін (D. Llewellyn) зазначав, що фінансові інновації втілюються і у створенні нових фінансових інструментів, технік і ринків, і в розділенні окремих характеристик і ризиків певних інструментів із подальшим їх поєднанням у різних комбінаціях [6, с. 19]. Він підкреслював, що фінансова інновація повинна вважатися такою у міру того, наскільки вона збільшує загальну ефективність фінансової системи.

Нарешті, варто зазначити, що сучасний словник економічних, фінансових і ділових термінів *Financial Times Lexicon* визначає фінансові інновації як процес створення та подальшого розповсюдження нових фінансових інструментів, так само як фінансових технологій, інститутів і ринків.

Отже, ми бачимо, що практично в усіх вищезазначених твердженнях фінансовими інноваціями визнаються лише зміни, пов'язані із суб'єктно-об'єктною структурою фінансових ринків:

- нові фінансові інститути або фінансові посередники (наприклад, венчурні фонди, хедж-фонди, індексні пайові фонди тощо);
- нові фінансові ринки (ринки різних видів фінансових деривативів);
- нові фінансові інструменти (кредитні деривативи, ETF, облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями тощо);
- нові фінансові технології (е-трейдинг, IPO, сек'юритизація тощо).

Саме тому позитивні результати фінансових інновацій розглядають учені, як правило, лише з погляду збільшення ефективності (зменшення недосконалості) фінансових ринків та кращого задоволення потреб таких їх учасників, як емітенти та інвестори.

Найбільш широким класом з перелічених видів інновацій є фінансові інструменти, які, згідно з МСБО 32, визначаються як будь-які контракти, що призводять до виникнення фінансового активу в одного суб'єкта господарювання та фінансового зобов'язання або інструмента капіталу в іншого суб'єкта господарювання. У вітчизняному законі «Про цінні папери та фондовий ринок» фінансові інструменти трактуються як цінні папери, строкові

контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін, опціони.

У вищенаведеному узагальненому тлумаченні категорії фактично не враховують фінансові інновації, призначені для індивідуальних споживачів (лише У. С. Фрейм і Л. Дж. Уайт згадують про продукти та послуги), які, безперечно, є важливою складовою розвитку фінансового сектора та відіграють свою особливу роль у загальному процесі фінансизації економіки. Тут слід нагадати, що Дж. Фіннерті у своєму відомому переліку найбільш важливих фінансових інновацій все-таки виділяв фінансові інструменти споживчого типу [11, с. 76], що надають фізичним особам численні можливості розпоряджатися своїми особистими коштами, одночасно полегшуючи і ускладнюючи прийняття ними фінансових рішень. Причому ці фінансові послуги пропонуються як на банківському, так і на небанківських сегментах фінансового ринку.

Отже, невключення фінансових продуктів і послуг для приватних осіб у визначення змісту фінансових інновацій, на наш погляд, звужує зміст цієї категорії, не дозволяє комплексно охарактеризувати механізм її функціонування та наслідки впровадження таких нововведень для реальної економіки та суспільства загалом. Тому логічно запропонувати більш узагальнене визначення поняття «фінансові інновації» як нової або суттєво вдосконаленої форми фінансових відносин, що забезпечує більш ефективний перерозподіл фінансових ресурсів, ліквідності, дохідності, ризиків і інформації з метою задоволення фінансових потреб їх учасників, зокрема в одержанні додаткових доходів, а також отриманні будь-якого іншого позитивного ефекту, у тому числі системного.

У самій природі фінансових інновацій закладена спроможність до саморозвитку, розширення, охоплення нових сфер, що поглиблює фінансизацію економіки. Р. Мертон назвав цей практично безперервний процес «інноваційною спіраллю», охарактеризувавши його таким чином: «Як тільки такі продукти, як ф'ючерси, опціони, свопи та сек'юритизовані кредити стають стандартизованими й переходять від посередників на ринки, поширення

нових ринків цих інструментів уможлиблює створення нових фінансових продуктів, які є відображенням потреб споживачів і покращують «ринкову повноту»... Успіх цих ринків і нестандартних інструментів стимулює інвестиції у створення додаткових ринків і продуктів, і далі процес розвивається по спіралі до теоретичної ситуації нульових граничних витрат на операції та динамічно-досконалих ринків» [12, с. 28].

Сутнісні риси фінансових інновацій стають зрозумілішими із запропонованих у літературі їх класифікаційних ознак і видів. Насамперед науковці пропонують варіанти класифікації залежно від факторів, що спричиняють їх появу. Тут потрібно навести думку Ф. Мишкіна, який виділяє три основні типи фінансових інновацій: як реакція на зміну попиту (потреба у зниженні ризику), як реакція на зміну пропозиції (вдосконалення інформаційних технологій), інновації з метою уникнення обтяжливого регулювання [13, с. 295]. П'ять видів недосконалості фінансових ринків, на думку Я. Гідді (Jan H. Giddy), є причинами виникнення таких інновацій, спрямованих на зменшення трансакційних витрат, викликаних регулюванням, оподаткуванням, обмеженнями та секторальними уподобаннями, що існують на фінансових ринках [14, с. 510–516].

До фінансових інновацій також може бути застосована така загальна для всіх видів інновацій класифікаційна ознака як ступінь радикальності, відповідно до якої вони поділяються на радикальні, тобто фундаментальні нововведення, що формують нові напрями фінансової діяльності або кардинально трансформують існуючі, та інкрементальні (поліпшуючі), які слід розуміти як невеликі, але важливі та суттєві покращення фінансових продуктів або процесів.

Важливим аспектом є поділ фінансових інновацій за метою їх створення. З цього погляду, серед фінансових інновацій можуть бути виділені:

- захисні інновації, як реакція на зміни регуляторних вимог;
- агресивні, що створюються спеціально для просування на ринок;

- інновації у відповідь на потреби і вимоги клієнтів;

- протекціоністські, для вдосконалення власного інвестиційного менеджменту фінансово-кредитної установи [15, с. 25].

Варто зазначити, що з функціонального погляду, фінансові інновації можуть бути класифіковані залежно від їхньої ролі у реалізації основних функцій фінансової системи: фінансове посередництво та генерація позик, перерозподіл ризиків, підвищення ліквідності, страхування, управління активами та пасивами, ефективне розміщення фінансових ресурсів, формування ресурсів фінансових інститутів.

Тут доцільно навести думку венесуельського науковця К. Перес (C. Perez), яка відома своїми дослідженнями у сфері інноваційної теорії та запропонувала власну класифікацію фінансових інновацій відповідності до їх суспільної корисності [16]. До перших двох груп вона віднесла інновації, що відповідають основній посередницькій ролі фінансового сектора – спрямовані на започаткування виробничої діяльності (нові форми кредитування, венчурний капітал) або її розвиток та розширення (структуровані облігації). Фінансові інновації, віднесені до третьої групи, сприяють покращенню функціонування самого фінансового сектора як індустрії фінансових послуг (банкомати, платіжні системи, інтернет-банкінг). Наступна група інновацій зменшують ризик та збільшують можливості отримання доходів від інвестування (взаємні фонди, депозитні сертифікати, деривативи). Ще один вид фінансових інновацій спрямований на мобілізацію активів та рефінансування зобов'язань (свопи, різноманітні механізми злиттів і поглинань). Нарешті, останню групу фінансових інновацій К. Перес назвала сумнівними, пов'язаними з маніпуляціями фінансових посередників, які можуть бути легітимними, але соціально небажаними (нові методи арбітражу, субстандартна іпотека, «небанківські банки» та ін.).

Таким чином, можна стверджувати, що фінансові інновації у сучасних умовах є невід'ємним елементом розвитку фінансового сектора та функціонування економіки загалом. Зростаючий вплив фінансових відносин

проявляється у тому числі через урізноманітнення фінансових потреб усе ширшого кола економічних суб'єктів, засобом задоволення яких і стають фінансові інновації. Вони формують нові можливості залучення та розміщення ресурсів, прискорюють рух грошових потоків, дозволяють ефективно управляти ризиками, капіталом і ліквідністю, збільшуючи таким чином добробут суспільства. Одночасно масштабне та безконтрольне їх запровадження фінансовими посередниками, які мають власні економічні інтереси, призводить до непродуктивного відволікання ресурсів з реального сектора та становить загрозу глобальній стабільності. Тому важливим теоретичним і практичним завданням стає ідентифікація та оцінка ризиків, пов'язаних із різними видами фінансових інновацій, та створення механізму ефективного управління ними.

ЛІТЕРАТУРА

1. Silber W. Financial innovation / W. Silber. – Lexington : MA, 1975. – 160 p.
2. Silber W. The process of financial innovation / W. Silber // *The American Economic Review*. – 1983. – Vol. 73. – № 2. – P. 89–95.
3. Kane E. J. Impact of Regulation on Economic Behaviour / E. J. Kane // *The Journal of Finance*. – 1981. – Vol. 36. – Issue 2. – P. 355–367.
4. Van Horne J. C. Of Financial Innovations and Excesses / J. C. Van Horne // *The Journal of Finance*. – 1985. – Vol. 40. – Issue 3. – P. 621–631.
5. Miller M. H. Financial Innovations. The Last Twenty Years and the Next / M. H. Miller // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 1986. – Vol. 21. – P. 459–471.
6. Llewellyn D. Financial Innovation: a Basic Analysis / D. Llewellyn // *Financial Innovation*, by Cavanna H. – London : Routledge, 1992. – 203 p.
7. Merton R. C. Financial innovation and economic performance / R. C. Merton // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1992. – Vol. 4. – P. 12–22.
8. Buckle M. The UK financial system: Theory and Practice / M. Buckle, J. Thomson. – Manchester : Manchester University Press, 1998. – 411 p.
9. Frame W. S. Technological change, financial innovation and diffusion in banking [Електронний ресурс] / W. S. Frame, L. J. White. – Federal Reserve Bank of Atlanta. Working Paper 2009-10. – Режим доступу: <http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/wp0910.pdf>. – Назва з екрана.
10. Tufano P. Financial Innovation / P. Tufano // *The Handbook of the Economics of Finance* / Edited by George M. Constantinides, Milton Harris and René M. Stulz. – JAI Press, Inc., 2003. – P. 307–335.
11. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
12. Merton R. C. A functional perspective of financial intermediation / R. C. Merton // *Financial Management*. – 1995. – Vol. 24. – P. 23–41.
13. Мишкин Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. С. Мишкин. – [7-е изд.]. – М. : Вильямс, 2008. – 880 с.
14. Giddy I. Global financial markets / I. Giddy. – Lexington : D. C. Heath, 1994. – 583 p.
15. Financial innovation / Edited by Henry Cavanna. – London, 1992. – 203 p.
16. Perez C. Technological Revolutions and Financial Capital: The Dynamics of Bubbles and Golden Ages / C. Perez. – London : Edward Elgar Pub, 2002. – 198 p.