

УДК 336.717.8

А.Р. ДАРБИНЯН,
*доктор экономических наук, профессор,
член-корреспондент НАН Республики Армения,
премьер-министр Республики Армения
(1998–1999)*

Э.М. САНДОЯН,
*доктор экономических наук, профессор
министр экономики и финансов
Республики Армения (1998–1999)*

ИНСТИТУТЫ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА В СОВРЕМЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ

Розглянуто процеси формування інституціонального середовища діяльності фінансових посередників. Проаналізовано вплив фінансового посередництва на сучасну економіку на прикладі Вірменії.

Рассмотрены процессы формирования институциональной среды деятельности финансовых посредников. Проанализировано влияние финансового посредничества на современную экономику на примере Армении.

The article considers the issues of forming institutional environment for the activities of financial intermediaries. It analyses the influence of financial mediation on the present day economy by the example of Armenia.

фінансові посередники, інституціональна структура, функції фінансового посередництва

При всем разнообразии теорий финансового посредничества их можно классифицировать по трем основным подходам: классический (ранний), традиционный и современный, исходя из выделяемых ими предпосылок, функций и каналов воздействия финансового посредничества на экономику.

Важнейший вклад в формирование **классической теории** финансового посредничества внесли в середине XX в. работы известных американских экономистов Джона Г. Гёрли, Эдварда С. Шоу (John G. Gurley, Edward S. Shaw) и лауреата Нобелевской премии по экономике 1981 г. Джеймса Тобина (James Tobin) [1], в которых в качестве основного пред условия развития финансового посредничества рассматривается наличие на рынке полной информации. В качестве основной функции финансового посредничества рассматривается функция передачи финансовых ресурсов от институтов с профицитом средств к институтам с дефицитом. В качестве же основного канала воздействия финансового посредничества на экономику рассматривается содействие обмену товаров и услуг.

На рубеже 70–80-х гг. XX в. на базе транзакционного и информационного подходов и трансформационной концепции возникла некая обобщенная теория, получившая в работах ведущих специалистов название **традиционной теории** финансового посредничества. Традиционалисты рассматривают финансовое посредничество с транзакционной и информационной точек зрения (см. труды Джорджа Дж. Бенстона и Клиффорда В. Смита (George J. Benston and Clifford W. Smith) [2], лауреатов Нобелевской премии по экономике 2001 г. Джорджа

А. Акерлофа, Майкла А. Спенса и Джозефа Е. Стиглица (George A. Akerlof, Michael A. Spence, Joseph E. Stiglitz) [3], Хейна Е. Лилэнда и Дэвида Х. Пайла (Hayne E. Leland, David H. Pyle) [4], Тима С. Кемпбелла и Вильяма А. Крэкоу (Tim S. Campbell, William A. Krashaw) [5], а также труды Дугласа В. Даймонда (Douglas W. Diamond) [6], Джона Х. Бойда и Эдварда К. Прескотта (John H. Boyd, Edward C. Prescott) [7] и Даймонда–Дибвига (*Diamond–Dybvig model*) [8].

В целом, в рамках традиционной теории финансового посредничества был получен ответ на вопрос о причинах существования финансовых посредников (прежде всего, банков) и выявлена их экономическая роль – снижая транзакционные издержки и осуществляя мониторинг кредитных контрактов, посредники осуществляют трансформацию неликвидных активов в ликвидные обязательства. Последняя позже получила более завершённый вид «тройственной» трансформации – трансформации капитала, сроков и риска [9].

В качестве основного пред условия развития финансового посредничества традиционная теория рассматривает наличие транзакционных издержек и асимметричности информации. В качестве основной функции финансового посредничества традиционной теорией рассматривается функция сокращения транзакционных издержек и размещения ресурсов. В качестве же основного канала воздействия финансового посредничества на экономику ею рассматривается увеличение обращаемости товаров и услуг, а также финансовых средств, улучшение распределения ресурсов.

Однако дальнейшее развитие рыночной экономики в развитых странах выявило новые тенденции в функционировании их финансово-кредитных систем: а) под влиянием бурного роста рынка корпоративных долговых инструментов, особенно коммерческих бумаг, усилился процесс дисинтермедиации; б) произошло расширение активности паевых (взаимных) и пенсионных фондов, ставших лидерами финансового рынка; в) бурный рост секьюритизации активов и продажи кредитов привел к формированию вторичного рынка банковских кредитов и развитию ипотечных рынков; г) усилилось движение финансовых институтов (коммерческих и инвестиционных банков, паевых фондов) в направлении универсализации их деятельности, позволившей обеспечивать сберегателям комплекс кредитных, инвестиционных и платёжных услуг. В результате этих тенденций и под влиянием финансовых инноваций значительно возросла интеграция финансовых рынков, что не могло не наложить существенный отпечаток на деятельность финансовых посредников. Под воздействием указанных процессов в исследованиях ученых-экономистов теоретический вопрос о причинах существования посредников и их функциях в экономике сменился вопросами, которые получили уже непосредственно практическое значение – выживут ли посредники (прежде всего, банки) и какие из их функций и операций останутся востребованными рынком? В этот период наиболее популярными стали концепции (теории) обеспечения ликвидности и управления рисками, составившие **современную теорию** финансового посредничества (труды К.В. Каломириса, К.М. Кана и М.Дж. Фланнери (С.В. Calomiris, С.М. Kahn, М.Дж. Flannery) [10], Рагхурама Г. Раджана и Дугласа В. Даймонда (Raghuram G. Rajan, Douglas W. Diamond) [11] и представителей Вартоновской школы (Wharton School) при Пенсильванском университете [12]).

В рамках современной теории финансового посредничества подробно объясняется, каким образом финансовое посредничество преодолевает рыночные колебания и снижает издержки общества в сфере перевода информации и капитала (богатства) между домохозяйствами и фирмами. Множество аргументов сводится к тому, что так или иначе финансовое посредничество предоставляет фирмам и домохозяйствам возможность использования эффекта экономии масштаба, чего было бы невозможно достичь в иных случаях. В целом, совре-

менная теория выделяет две характеристики, которые формально объясняют существование финансовых посредников. Во-первых, способность финансовых посредников обеспечивать ликвидность; во-вторых, способность финансовых посредников трансформировать риски, связанные с управлением активами. В обоих случаях финансовое посредничество способствует сокращению издержек по перемещению средств между кредиторами и заемщиками, приводя к более эффективному распределению ресурсов.

В качестве основных предусловий развития финансового посредничества современная теория рассматривает их способность создавать стоимость, а также рассматривает финансовый сектор как важный фактор экономического роста. В качестве основной функции финансового посредничества современной теорией рассматриваются обеспечение трансакций в экономике, мобилизация сбережений, размещение ресурсов, диверсификация риска и корпоративный контроль. В качестве же основного канала воздействия финансового посредничества на экономику ею рассматриваются увеличение обращаемости финансовых средств, накопление капитала для инвестирования, увеличение ликвидности активов фирм, увеличение эффективности инвестиций, инновации, в том числе управленческие, улучшение распределения ресурсов, сокращение рисков.

Для более полного раскрытия сущности финансового посредничества необходимо также остановиться на важнейших его функциях.

Среди встречающихся в современной экономической литературе подходов к классификации **функций финансового посредничества** наиболее распространенным является подход, предложенный Россом Левиным (Ross Levine) [13] в 1997 г., который выделил следующие 5 функций финансовой системы:

- снижение рисков;
- информационная функция и распределение ресурсов;
- мониторинг менеджмента фирм и приведение в действие механизмов корпоративного контроля;
- мобилизация сбережений;
- содействие обмену товаров и услуг.

Основываясь на вышеотмеченной функциональной характеристике финансового посредничества и рассмотренных выше теориях, все существующие в экономической теории **подходы** можно сгруппировать по следующим четырем основным направлениям:

1. Финансовые посредники рассматриваются в качестве «владельцев информации». Легко заметить, что при таком подходе наиболее значимой считается вышеупомянутая «информационная функция», которая как бы «ведет за собой» все остальные. Действительно, ведь достоверная и полноценная информация об инвестиционных возможностях не может быть общедоступной в силу того, что такая информированность требует как минимум наличие адекватных профессиональных навыков и трансакционных возможностей. С другой стороны, если допустить, что множество экономических агентов, дублируя друг друга, могут заниматься сбором и сводом информации с целью продажи «неинформированным» агентам, то такая деятельность чревата как высокими трансакционными издержками, так и возникновением проблемы передачи и перепродажи информации. Кроме того, оторванность подобных агентов от реального финансового рынка создает риски неблагоприятности отбора и недостоверности информации. То есть не решается основная задача – преодоление асимметричности рыночной информации об инвестиционных возможностях. Именно поэтому в обществе формируется, в терминологии Бойда и Прескотта [14], так называемая «коалиция владельцев информации» в лице объединения финансовых посредников. Такая специализация доступна финансовым посредникам не только благодаря их способности минимизировать затраты на мониторинг инвестиционных проектов, но и в виду того, что, будучи непосред-

ственными профессиональными участниками рынка, они лучше всех владеют эмпирическим опытом осуществления реальных финансовых операций и работают с информацией в режиме реального времени в качестве «покупателей» и «продавцов» инструментов финансового рынка.

2. Финансовые посредники как институты сглаживания потребления. При таком подходе в качестве основной роли финансовых посредников рассматривается функция содействия обмену товаров и услуг. В связи с тем, что клиенты финансовых институтов, инвестируя в проекты, находятся в перманентном противоречии с собственной потребностью в потреблении по причине случайности и непредсказуемости возникновения потребительских желаний или «потребительских шоков», время от времени у них возникает необходимость в изъятии своих вложений, не дожидаясь истечения сроков инвестиций. Предоставляя финансовые ресурсы по требованию, посредники позволяют сглаживать потребление. Благодаря тому, что финансовые посредники при размещении активов аккумулируют диверсифицированные сбережения и инвестиционные вложения многих агентов, они могут себе позволить возвращать часть привлеченных вкладов, поддерживая свои инвестиционные активы до истечения сроков. Более того, например, клиенты банков могут, не прекращая своих депозитных договоров, воспользоваться овердрафтными и прочими кредитными продуктами под депозитарное обеспечение или благодаря своей кредитной истории и движения своих банковских счетов. Складывается ситуация, принципиально невозможная без финансовых посредников, когда, к примеру, банки, выполняя свою классическую функцию «создания новых денег», под обеспечение тех же средств, вложенных под срочный депозит, могут, с одной стороны, инвестировать в какие-либо финансовые инструменты, с другой стороны, удовлетворять потребности клиентов в потреблении. Даймонд и Дибвиг разработали модель раннего и позднего потребления, основанную на возможности финансовых посредников обеспечивать клиентам дополнительную ликвидность. Интересна также оценка Аллена и Гейла, которые указали на возможность сглаживания потребления как по времени, так и между поколениями. Например, ипотечное кредитование является инструментом финансового рынка, позволяющим сегодня приобретать имущество (право на жилье), которое без финансового посредничества могло быть недоступно вообще или на протяжении существенного временного периода. Или, наоборот, пенсионные фонды насаждают новый вид потребления путем аккумуляции и накопления средств на пенсионное страхование, что позволяет перенести часть доходов населения на будущие периоды, даже поколения. Иначе говоря, благодаря финансовым посредникам сегодняшние поколения, отказываясь от потребления, передают это право будущим поколениям.

3. Финансовые посредники в качестве институтов делегирования мониторинга за инвестициями. Такой подход корреспондируется с превалированием функции мониторинга за фирмами и приведения в действие механизмов корпоративного управления. Проблема асимметрии информации создает необходимость контроля над заемщиками или инвестиционными проектами. Учитывая, что финансовые посредники, находясь в регулятивном поле функционирования, в обязательном порядке владеют достаточным капиталом, а значит и резервами на возможные потери активов, они являются наиболее надежными субъектами, способными покрывать все риски, взятые на себя при банковском или инвестиционном посредничестве. По этой причине финансовым посредникам доверяют, перекадывая на них риски. Эффект же масштаба позволяет финансовым посредникам функционировать в качестве лучших мониторов, способных минимизировать затраты на мониторинг. Более того, мониторинг за мониторами (государственное регулирование и надзор за их деятельностью) также представляется несравненно более доступной задачей благодаря тому, что

финансовые посредники концентрируют функции первичного монитора, создавая тем самым оптимальные условия для минимизации затрат на мониторинг за монитором.

4. Финансовые посредники также идентифицируются в качестве «пулов ликвидности» или «коалиции вкладчиков», образующих «фонды» финансирования. Такой подход предполагает, что наиболее важными функциями финансовых институтов признаются функции снижения рисков и мобилизации сбережений. Функциональная необходимость финансового посредничества в качестве пулов ликвидности формируется по причине невозможности прямого взаимодействия между экономическими агентами при заключении бизнес-контрактов и осуществлении платежей из-за территориальной разобщенности, наличия разницы во времени при совершении транзакций и двухсторонних или многосторонних рисков исполнения контрактных обязательств. Именно по этой причине возникла необходимость в платежных системах, что является исключительной прерогативой институтов финансового посредничества. Ликвидность в случае неблагоприятного отбора тесно связана со степенью асимметрии информации об активах [15].

Таким образом, исходя из вышесказанного, напрашивается определение финансового посредничества в качестве механизма, направленного на мобилизацию и эффективное направление финансовых ресурсов в реальный сектор экономики, позволяющего преодолевать информационную асимметрию, снижать транзакционные издержки, обеспечивать ликвидность и управлять рисками.

Однако, на наш взгляд, данное определение не в полной мере отражает сущность финансового посредничества, его место и роль в современных условиях. Поэтому нами предлагается применение комплексного подхода к функциям системы финансового посредничества и каналам ее влияния на экономический рост, согласно которому наряду с вышеперечисленными функциями финансовой системы следует выделять также следующие:

- трансформация сбережений в финансовые продукты;
- «удлинение» денег, производство долгосрочных финансовых продуктов для финансирования реального сектора экономики;
- обеспечение неинфляционной монетизации экономики;
- перераспределение денежных потоков посредством спекулятивных операций, а также посредством производства и потребления финансовых продуктов собственно финансовыми институтами;
- создание новой экономической стоимости.

Такой подход предполагает рассматривать финансовых посредников с точки зрения институтов, создающих спрос и предложение на «финансовые продукты». С этой точки зрения финансовые институты являются не только посредниками между домашними хозяйствами и экономическими агентами (мобилизуют сбережения, способствуют размещению ресурсов, диверсифицируют риски и усиливают корпоративный контроль), но и создают и предлагают на рынке финансовые продукты (товары), которые востребованы со стороны участников рынка. Более того, сами финансовые институты выступают в роли производителей и потребителей различных финансовых продуктов. В этом смысле их принято называть также институциональными участниками финансового рынка. Благодаря тому, что в подобных случаях речь идет о «производителях» и «потребителях» этих долгосрочных финансовых продуктов, в роли которых в обоих случаях выступают институты финансового посредничества, которые наряду с минимизацией межотраслевых рисков и прочими вышеупомянутыми функциями выполняют также важнейшую функцию отвлечения значительных средств с потребительского рынка в пользу долгосрочных инвестиций в реальный сектор экономики, благодаря созданию «нового» спроса и предложения (пенсионное

страхование, ипотека), что служит надежным источником неинфляционной монетизации экономики и создает новые возможности для повышения эффективности проводимой в стране денежно-кредитной политики.

Предложенный нами подход подчеркивает именно самостоятельную (не посредническую) роль и место финансового посредничества в экономике. Таким образом, финансовые институты создают новую (добавочную) стоимость, следовательно, являются не только фактором, способствующим экономическому росту, но и сами генерируют расширенное экономическое воспроизводство.

Мировой финансово-экономический кризис 2008–2009 гг. показал, насколько плачевными для глобальной экономики оказались последствия недопонимания такого значительного изменения роли и места финансовых институтов в современном мире.

Необходимо также отметить, что механизм финансового посредничества реализуется с помощью комплексной системы под названием «финансовый сектор», каждый из институтов которого занимает свое определенное и незаменимое место, и только при наличии всего комплекса этих институтов финансовое посредничество может эффективно осуществлять свою важнейшую задачу – обеспечивать эффективную абсорбцию денежных потоков и трансформацию финансовых ресурсов в инвестиционные и заемные инструменты финансирования реальной экономики.

Придерживаясь такого подхода и оценивая весь путь, пройденный странами с экономикой переходного периода в области становления финансового сектора, мы пришли к выводу, что в странах с переходной экономикой никогда не удастся создать эффективный финансовый сектор.

Причин много, но основная причина заключается в том, что финансовый сектор в этом случае рассматривается как инфраструктура для реального сектора экономики, т.е. имеет вторичное значение и, следовательно, развитие финансового посредничества произойдет по мере развития реальной экономики в результате повышения востребованности финансовых инструментов. Такой подход умаляет значение регулятивных функций государства, что, особенно в условиях переходных экономик, искажает действительную роль механизма финансового посредничества в рыночной экономике и привносит ложные представления в понимании задач по становлению совершенного финансового сектора. Если к тому же, учесть, что в отличие от многих других институтов институты финансового посредничества в условиях централизованной планово-административной социалистической системы хозяйствования полностью отсутствовали, т.к. коренным образом противоречили системе, и в нашем обществе, например, в отличие от стран Балтии и Восточной Европы, не было даже исторической памяти о формальных или неформальных отношениях финансового посредничества, где даже культура нации в широком поведенческом смысле, основанном на ценностных ориентациях и мотивационных характеристиках общества, несовместима с рыночными отношениями со встроенным механизмом финансового посредничества, то напрашивается вывод о том, что необходим более широкий подход к определению понятия, исследуемого нами предмета. В пользу такого вывода выступает также наш собственный практический опыт в области реформирования экономики Армении, доказавший, что без создания комплексной системы финансового сектора, основанной на взаимосвязанном формировании всех финансовых институтов и сопутствующих институтов, обеспечивающих полноценное функционирование институтов финансового посредничества, невозможно достичь высоких результатов ни в одном из сегментов финансового сектора. Хорошим примером может служить банковский сектор Армении, который, невзирая на колоссальные усилия, направленные на его развитие, все еще остается по количественным показателям неадекватно малым, даже по отношению к национальной экономике. Причиной тому, наряду с прочими инсти-

туциональными проблемами – недоразвитость или полное отсутствие прочих сегментов финансового сектора экономики.

Следовательно, понятие финансового посредничества следует рассматривать не только с функциональной точки зрения, но и институциональной. Иными словами, финансовый сектор предлагается рассматривать не в ракурсе институтов, осуществляющих определенные функции, а с точки зрения функционирования самих этих институтов. Такой подход предполагает иную, качественно отличающуюся от традиционных подходов, методологию раскрытия понятия финансового посредничества, включающего в себя как собственно **финансовых посредников** (банковско-депозитные, сберегательные, кредитные учреждения, инвестиционные фонды, страховые и перестраховочные компании и другие виды финансовых организаций), так и другие **формальные институты**, такие как финансово-законодательная база, институты защиты прав собственности и принуждения выполнения обязательств, т. е. в данном случае финансы рассматриваются как набор контрактов, которые оговорены юридическими правами и механизмами осуществления.

Существенным является также вопрос формирования инструментария на финансовом рынке и соответствующих каналов перетока денежных потоков и сбережений населения, которые обеспечивают инвестирование в частный сектор и, ни в коем случае, не в государственный. Речь, конечно, не идет о государственных средне- и долгосрочных долговых ценных бумагах, которые, в первую очередь, выполняют роль обеспечения рыночной ликвидности и инструмента операций на открытом рынке для операторов денежного рынка, особенно для Центральных банков при реализации денежно-кредитной политики, и диверсификации активов институтов финансового посредничества, а потом уже служат инструментом управления внутренним государственным долгом, обеспечивающим, в частности, финансирование дефицита государственного бюджета. Рейджан и Зингалес (Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, 1996) [16] также пришли к выводу, что инвестиции в государственный сектор оказывают скорее негативный, чем позитивный эффект на темпы экономического роста. Поэтому еще одним выводом, подтвержденным также практическим опытом, накопленным автором за годы работы в Правительстве и Центральном банке Армении, является необходимость, чем раньше, тем лучше, централизации в рамках государственного казначейства всех государственных средств (все виды доходов государственного бюджета, государственные фонды и пр.), полная приватизация институтов финансового посредничества, особенно банков, отказ от каких-либо схем прямого и / или косвенного финансирования Правительства со стороны Центрального Банка или институтов финансового посредничества. Если проследить за процессами, происходящими в Армении за годы независимости, начиная с 1991 г., то легко заметить, что среди прочих факторов, одним из наиболее значительных факторов существенного повышения эффективности экономики является успешное преодоление в Армении вышеупомянутых проблем [17]. Уже в 1998 г. эти вопросы полностью были решены. Именно тогда и начался ускоренный экономический рост и значительно сократился уровень квазифискальных потерь. Следующим этапом решения проблемы обеспечения ориентации инвестиций в сторону негосударственного сектора является формирование инструментов финансового рынка, призванных частично занять место государственных долговых ценных бумаг, таких как ипотечные облигации и высоколиквидные и низкорисковые корпоративные облигации. Такие инструменты, в случае решения проблемы конфликта интересов способны стать, с одной стороны, хорошим инструментарием для диверсификации активов экономических агентов и финансовых посредников, а с другой стороны, служа в качестве инструментов для операций на открытом рынке, в том числе для Центрального банка при реализации денежно-кредитной политики, способны

перераспределить значительный объем денежных средств от государственного сектора в пользу непосредственно частного, что обеспечит как более эффективную абсорбцию денежных излишков, так и более рациональное расширение совокупного платежеспособного спроса населения, т. к. денежные потоки через корпоративные ценные бумаги и даже ипотечные облигации, минуя Правительство, непосредственно попадают в частный сектор и «работают» на реальный сектор экономики в отличие от государственных ценных бумаг, которые направляют средства общества в источники финансирования государственного бюджета, а значит и в менее эффективный расширитель совокупного платежеспособного спроса, т. к. государственные расходы непосредственно подпитывают потребительский рынок, а частный бизнес – наоборот, значительную часть доходов направляет в элементы бизнес-активности (капитальные затраты, инвестиционные, материальные, технические и технологические), не коррелирующихся непосредственно с потреблением, и только часть расходов направляется на оплату труда персонала. Итак, пересмотр концепции состава инструментов для операций на открытом рынке в пользу негосударственных позволит значительно улучшить ситуацию на денежном рынке с точки зрения повышения потенциала рынка в области абсорбции излишков денежной массы и поддержания эффективного денежного равновесия.

Известно, что одним из важнейших свойств финансового сектора экономики является его способность трансформировать денежные потоки и сбережения в долгосрочные инвестиционные ресурсы. По удельному весу долгосрочных банковских депозитов и других финансовых инструментов можно судить о степени развитости экономики в целом и совершенства финансового сектора страны в частности. Не секрет, что количественные показатели, характеризующие финансовый сектор Армении, свидетельствуют о значительном отставании в развитии институтов финансового посредничества Армении, особенно в небанковских сегментах финансового сектора. Речь идет, в первую очередь, о малых размерах банковской системы, несовершенстве фондового и страхового рынков, отсутствии системы негосударственного пенсионного страхования, неразвитости рынка ипотечного кредитования и прочих небанковских институтов. Такое состояние финансового сектора лишает экономику «длинных денег», а значит и не реализуется одна из наиболее значительных функций финансового посредничества.

Каприо и Демирчук-Кунт (Caprio, Demirguc-Kunt, 1997) [18] доказали, что наличие долгосрочных кредитов оказывает значительное влияние на экономическое развитие благодаря увеличению доли фирм, которые по темпам роста опережают фирмы, финансируемые только за счет собственных средств.

Поэтому, на наш взгляд, при прочих равных условиях, в первую очередь, при наличии макроэкономической стабильности институциональная способность экономики привлекать извне и / или создавать внутри собственного финансового сектора «длинные деньги» является бесспорным фактором обеспечения долгосрочного устойчивого и, что также немаловажно, ускоренного в темпах экономического роста. Из этого следует, что важнейшей задачей экономической политики государства является создание высокоэффективной и системно совместимой с мировыми стандартами институциональной среды, способствующей привлечению долгосрочных инвестиций и / или формированию институтов, способных к трансформации внутренних сбережений в долгосрочные финансовые инструменты.

Например, власти могут способствовать поднятию уровня привлекательности страны для долгосрочных инвестиций путем институциональных решений, способных сокращать инвестиционные риски. В качестве таких шагов можно рассматривать развитие института залогового права. Вместе с тем практически все попытки наделяния реального сектора экономики долгосрочными ресур-

сами путем прямого государственного участия (реализация проектов долгосрочного государственного кредитования или прямого субсидирования и др.) терпели неудачи – приводили к обратному эффекту. С нашим мнением совпадает также один из выводов работы Каприо и Демиргук-Кунта (Caprio, Demirguc-Kunt, 1997) [19], которые отмечают, что увеличение доли долгосрочных кредитов за счет государственных субсидий не ускоряет, а замедляет рост производства.

Таким образом, мы считаем, что центральной задачей решения проблемы формирования совершенного финансового сектора является необходимость создания эффективной институциональной среды. Такая позиция корреспондирует с результатами ряда исследований, проведенных в последнее время целым рядом авторов. Так, например, Р.Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шлейфер, Р. Вишни (La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, 1998) [20] и др. считают, что как степень совершенства финансовых рынков, так и структурная архитектура финансовых секторов различных стран, прежде всего, зависят от сложившейся системы правовых отношений и, в первую очередь, от эффективности системы защиты прав собственников (инвесторов) [21].

Наши многолетние наблюдения над зависимостью между уровнем развития финансового посредничества и институциональной средой, сложившейся в экономике различных стран, позволяют считать, что вышеупомянутый подход не полностью раскрывает глубинные предпосылки формирования подлинно современной, рыночно ориентированной институциональной среды, способной обеспечить коренное развитие институтов финансового посредничества в переходных и развивающихся экономиках.

Одним из обобщающих индикаторов, свидетельствующих о степени институционального развития экономики, является степень развитости институтов финансового посредничества. Армения – редкая страна, где количественные показатели финансового сектора намного отстают от показателей большинства стран с низким уровнем душевого национального дохода. Здесь отсутствуют такие институты, как частные и корпоративные пенсионные фонды; хеджевые организации; ипотечные институты; различные небанковские финансовые институты, а рынок капитала и страховой бизнес находятся в зачаточном состоянии.

На наш взгляд, такое состояние можно объяснить, в первую очередь, недопониманием сущности и функций институтов финансового посредничества в современном мире, что отразилось на экономической политике государства, не уделяющего должного внимания проблемам становления финансового сектора за весь период транзита. Пример Армении в данном случае не оригинален, т. к. весь переходный и развивающийся мир, по большому счету, стал жертвой несвоевременного пересмотра теоретических основ финансового посредничества в современной экономике.

Выдвинутые нами вопросы и предложенные подходы безусловно требуют более глубоких и всесторонних исследований, но нам кажется, что они, как минимум, заслуживают внимания.

Список использованной литературы

1. Gurley J.G. Financial Aspects of Economic Development / J.G. Gurley, E.S. Shaw // American Economic Review. – Vol. 45, № 4. – P. 515–538. 1955; Financial Intermediaries and the Saving Investment Process // Journal of Finance. – Vol. 11. – P. 257–276. 1956; Money in a Theory of Finance. Washington. D.C.: Brookings Institution. 1960; Tobin J., Commercial Banks as Creator of «Money» / J. Tobin // Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S. Treasury / Ed. by Dean Carson. Richard D. Irwin, pp. 408–419. 1963.

2. Benston G.J. A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation / G.J. Benston, C.W. Smith // *Journal of Finance*. Vol. 31, pp. 215–231. 1976.

3. Akerlof G.A. The Market for ‘Lemons’: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism / G.A. Akerlof // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, pp. 488–500. 1970.

Spence M.A., 1) Job Market Signaling // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 87, pp. 355–379. 1973; 2) Market Signaling: Information Transfer in Hiring and Related Processes. Cambridge, 1974;

Stiglitz J.E., *Information and Economic Analysis* // *Current Economic Problems* / Ed. by Parkin M., Nobay A. Cambridge, 1975.

4. Leland H.E. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation / H.E. Leland, D.H. Pyle // *Journal of Finance*. Vol. 32, pp. 371–387. 1977.

5. Campbell T.S. Information Production, Market Signaling and the Theory of Financial Intermediation / T.S. Campbell, W.A. Kracaw // *Journal of Finance*. Vol. 35, pp. 863–882. 1980.

6. Diamond D.W. 1) Financial Intermediation and Delegated Monitoring // Working Paper. Graduate School of Business. University of Chicago. 1980; 2) Financial Intermediation and Delegated Monitoring // *Review of Economic Studies*. Vol. 51, pp. 393–414. 1984.

7. Boyd J.H., Prescott E.C., Financial Intermediary-Coalitions. // Federal Reserve Bank of Minneapolis. Research Department Staff Report 87. July 1985.

См. также: Boyd J.H., Prescott E.C., Financial Intermediary-Coalitions // *Journal of Economic Theory*. Vol. 38, pp. 211–232. 1986.

8. Diamond D., Dybvig P., Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity // *Journal of Political Economy*. Vol. 91, pp. 401–419. 1983.

9. См. : Заугер В., Усоскин В., Шваб Т. Банковская система и рынки кредита. Франкфурт-на-Майне, стр. 37–38. 1996; Мишкин Ф.С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков: Учеб. пособие / Пер. с англ. под ред. М.Е. Дорошенко. М., стр. 215–240. 1999; Cox D. Success in elements of banking. 5th ed. London, pp. 58–59. 1989.

10. Calomiris C.W., Kahn C.M., The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Bank Arrangement // *American Economic Review*. Vol. 81, N 4, pp. 497–513. 1991.

Flannery M. J., Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimal Financing Banking Firms // *American Economic Review*. Vol. 84, N 2, pp. 320–331. 1994.

11. Rajan R.G., Is there a future in banking? Towards a new theory of the commercial bank // Banking Research Center. Northwest University. November 1996.

Diamond D.W., Liquidity, Banks, and Markets // *Journal of Political Economy*. Vol. 105, pp. 928–956. 1997;

Rajan R. G., The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens // *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 30, N 3 (Part 2), pp. 524–550. 1998.

Diamond D. W., Rajan R. G. Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking // *Journal of Political Economy*. Vol. 109, pp. 287–327. 2001.

Kashyap A., Rajan R., Stein J. C., Banks as Liquidity Provider: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit-Taking // *Journal of Finance*. Vol. 57, pp. 33–73. 2002.

12. Allen F., Gale D., 1) Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing // *Journal of Political Economy*. Vol. 105, pp. 523–546. 1997; 2) Financial

Intermediaries and Markets. Financial Institutions Center. The Wharton School. 2003.

Allen F., Santomero A., 1) The Theory of Financial Intermediation // Journal of Banking and Finance. Vol. 21, pp. 1461–1485. 1997; 2) What Do Financial Intermediaries Do? // Financial Institutions Center. The Wharton School. 1999.

Allen F., Presidential Address: Do Financial Institutions Matter? // Journal of Finance. Vol. 56, pp. 1165–1174. 2001.

13. Levine, R., Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, 35: 688-726. 1997.

14. Boyd, John H. and Edward C. Prescott, Financial Intermediary-Coalitions. // Journal of Economic Theory, 38: 211-32. 1986

15. Gorton G., Winston A., Financial Intermediary // NBER working paper. 2002.

16. Raghuram G. Rajan & Luigi Zingales, Financial Dependence and Growth. // NBER Working Papers 5758, National Bureau of Economic Research, Inc. 1996.

17. Сандоян Э.М. Проблемы модернизации системы банковского регулирования в Армении: Монография.-Ер.: Изд-во РАУ, 2007. – 162 с.

18. Gerard Caprio, Jr. and Asli Demirgüç-Kunt, The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence.// Policy Research Department The World Bank. February 1997.

19. Gerard Caprio, Jr. and Asli Demirguc-Kunt, The Role of Long-Term Finance: Theory and Evidence. April 1997.

20. La Porta, R. , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, Law and Finance.// Journal of Political Economy, 106: 1113–1155. 1998.

21. см., например, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny (1997; 1998; 2001); Levine (1999); Demirguc-Kunt, Maksimovich (1999).

Надійшло до редакції 2.02.2010.