

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

Б. С. Стеценко

ІНСТИТУЦІЙНА ФІНАНСОВА ІНФРАСТРУКТУРА: ГЛОБАЛЬНІ ІМПЕРАТИВИ ТА УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ

Монографія

УДК 336:330.341]:[005.332.2:004.63](477)

С 79

Рецензенти

В. В. Зимовець, д.е.н., ст. наук. співробітник
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України».

Ю. М. Коваленко, д.е.н., проф.
Університет державної фіскальної служби України

Л. О. Примостка, д.е.н., проф.
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
ім. Вадима Гетьмана».

*Рекомендовано до друку Вченою радою КНЕУ
Протокол № 6 від 05.02.2019 р.*

Стеценко Б. С.

С 79 Інституційна фінансова інфраструктура: глобальні імперативи та українські реалії [Електронний ресурс]: монографія.
Київ : КНЕУ, 2019. — 247, [1] с.
ISBN 978-966-926-320-9

У монографії досліджується еволюція та множинна проблематика функціонування інституційної фінансової інфраструктури. Автором зроблена спроба позбутися різноманітних наукових стереотипів та установок, що протягом тривалого часу панують у вітчизняній науці, в питанні дослідження фінансового посередництва, фінансового сектору та фінансової інфраструктури. Окреслено сутнісні характеристики інституційної фінансової інфраструктури, розкрито її роль у економічному розвитку держави, забезпеченні економічного та соціального прогресу. Аналізується широке коло питань, пов'язаних з сучасною теорією функціонування фінансових інституцій; висвітлено «мейнстрим» у питаннях наукових досліджень фінансової інфраструктури. Розкрито ключові імперативи, що визначили провідну роль фінансової інфраструктури у глобальному форматі: діджіталізація, транснаціоналізація, регуляторна уніфікація і т.п.. Досліджено позиціонування інституцій фінансової інфраструктури у сучасній постіндустріальній, інформаційній, знаннєвій, мережевій економіці. У цьому контексті розглянуто діалектика розвитку інституцій фінансової інфраструктури в Україні. Значну увагу приділено питанням, що визначають модернізаційні підходи до розвитку фінансових інституцій в Україні, обґрунтовано пропозиції, спрямовані на розвиток фінансового посередництва в нашій державі.

Цільова аудиторія представленої книги – фінансисти-практики, науковці, студенти вищих навчальних закладів, усіх, хто цікавиться вирішенням складних проблем фінансового господарства України.

УДК 336:330.341]:[005.332.2:004.63](477)

*Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

ISBN 978-966-926-320-9

© Б. С. Стеценко, 2019
© КНЕУ, 2019

Зміст

Вступ	5
Розділ 1. Інституційна фінансова інфраструктура сучасної економіки: теоретико-методологічні засади	9
1.1. Методологічні основи функціонування сучасної фінансової інфраструктури	9
1.2. Інституційний зріз фінансової інфраструктури: макро- і мікрорівні	20
1.3. Трансформація цілей, функцій і завдань інституційної фінансової інфраструктури на сучасному етапі	34
1.4. Дисбаланси та асиметрії фінансового посередництва: координати «нової» економіки	49
Висновки до Розділу 1	63
Розділ 2. Глобальний контекст функціонування інституційної фінансової інфраструктури	65
2.1. Актуальні конфігурації розвитку фінансових ринків	65
2.2. Інформаційно-знаннєві компоненти трансформації конкурентної поведінки фінансових інституцій	80
2.3. Транснаціоналізація як визначальна передумова розвитку глобальної фінансової інфраструктури	94
2.4. Сценарії розвитку фінансового посередництва: детермінанти «нової» економіки	108
Висновки до Розділу 2	122
Розділ 3. Суперечності розвитку інституційної фінансової інфраструктури в Україні	124
3.1. Діалектика формування інституційної фінансової інфраструктури в Україні	124
3.2. Держава у функціонуванні фінансової інфраструктури в Україні: загрози та переваги	140
3.3. Оцінка ефективності функціонування фінансового посередництва в Україні на сучасному етапі	155
3.4. Відповідність інституційної фінансової інфраструктури України вимогам глобальної конкурентоспроможності	168
Висновки до Розділу 3	184

Розділ 4. Модернізація фінансового посередництва в Україні	186
4.1. Ключові фактори посилення ролі фінансових інституцій в економіці України	186
4.2. Напрями забезпечення сталого розвитку вітчизняного банківського сектору.	196
4.3. Засади підвищення ефективності функціонування небанківської складової фінансової інфраструктури	207
4.4. Розвиток державної політики щодо фінансових інституцій в Україні: євроінтеграційний контекст	216
Висновки до Розділу 4	223
Висновки	225
Список використаних джерел	231

Вступ

Однією з істотних ознак сучасної глобальної економіки є критично важливе значення фінансів. Фактично за останні десятиліття на наших очах відбулася тотальна «фінансиалізація» економічних відносин, що дає науковцям підстави для тверджень про процес формування принципово нової системи відносин між економічними агентами — фінансової економіки. Причин для таких процесів можна назвати багато, разом з тим беззаперечним залишається той факт, що ключові, принаймні більшість із них, сконцентровані у функціонуванні фінансового ринку, а з ним — і фінансового сектору.

Для цивілізаційного розвитку кінця XX — початку XXI ст. характерні численні визначальні у стратегічному контексті тенденції, які формуватимуть парадигму людського буття щонайменше у середньостроковій перспективі. Зміна технологічного укладу, «цифровізація», інформатизація, інтелектуалізація, віртуалізація — це абсолютно неповний перелік трансформацій, які вже фактично видозмінили глобальну економіку. Характерно, що в авангарді таких змін перебуває фінансова сфера.

Зазначений високий (насамперед, у зіставленні з іншими секторами економіки) рівень сприйняття глобальних процесів, з одного боку, і став активатором розвитку фінансового господарства, а з другого — є й власне їх суттю. Насамкінець, на сьогодні вже зрозуміло, що це обумовило і значні загрози та обмеження для фінансових відносин. Парадоксально, проте факт — доволі часто ані на глобальному рівні, ані на рівні національних економік немає сформованого єдиного підходу до оцінки «фінансиалізації», її наслідків, на державному рівні не напрацьовано ефективного регуляторного інструментарію, який би дав можливість впливати на ці процеси та уникати періодичних фінансових стресів.

Усі зазначені процеси ставлять на одне із чільних місць у сучасній економіці інституції фінансової інфраструктури. Приміт-

но, що саме поняття «фінансова інфраструктура» доволі швидко постало в центр уваги вітчизняних науковців, зайвий раз доводячи, що одним із головних завдань економічної науки є постійний пошук відповідей на ті складні процеси, які відбуваються у глобальній економіці. В цьому контексті актуалізуються численні завдання, пов'язані з дослідженнями особливого зрізу фінансової інфраструктури — інституційного.

Сучасну економіку вже неможливо уявити без фінансових інституцій, так само, як і неможливо й без транснаціональних корпорацій (ТНК). Характерно, що більшість ТНК-лідерів є фінансовими інституціями. Таке «зрощення» слугує яскравим прикладом ролі та значення інституційної фінансової інфраструктури у сучасному світі. Тоді як корпорації традиційних галузей поступово відходять на другий план, фінансові корпорації, разом з ТНК технологічного сектору швидко стали лідерами глобальної економіки. При цьому їх лідерство носить насамперед інноваційний характер, базується на використанні принципово нових підходів до менеджменту та розвитку, насамперед у фінансовій площині.

Утім для розвитку фінансових інституцій на глобальному рівні характерні не лише позитивні риси. Ще кілька десятиліть тому багато вчених сприймали глобалізацію чи не як «абсолютне благо», що суттєво видозмінить людство в кращу сторону. Однак подальші події засвідчили, що перелік недоліків фінансової глобалізації навряд чи менший за перелік її переваг.

Фактично на сучасному етапі розвиток фінансових інституцій ставить перед наукою складні завдання, які, на погляд автора, полягають у такому:

- відповідність вибухоподібного зростання інституційної фінансової інфраструктури її завданням. Очевидно, що розміри та вплив сучасних фінансових інституцій не завжди іманентний до їх ефективності. Більше того, саме в останні періоди часу актуалізувалися дискусії про поглиблення розриву між фінансовим сектором і сектором реальним. Слід визнати, що підстави для таких невтішних висновків у цілому присутні;

- оцінка характеру та природи змін у діяльності інституцій фінансової інфраструктури під впливом ознак сучасної глобалізації — насамперед інформатизації, віртуалізації, інтелектуалізації та ін. Не викликає сумніву стратегічний характер зазначених змін, проте складні питання виникають у процесі аналізу супереч-

ностей у розвитку фінансових інституцій, їх конкурентної політики, корпоративного фінансового менеджменту;

- проблеми переформатування відносин між фінансовими інституціями та іншими економічними агентами;
- здатність фінансових інституцій, що представляють країни з «перехідними» економіками, результативно протистояти фінансовим ТНК, модифікувати власні стратегії виходячи з принципово нового формату фінансових відносин.

Орієнтуючись на загальновизнані надбання світової та української фінансової науки, автор зробив спробу по-новому охарактеризувати як інституційну фінансову інфраструктуру, так і її функції та завдання на тлі процесів, що відбуваються у глобальній економіці.

У першу чергу ця спроба стосується інституційної фінансової інфраструктури України. З одного боку, для розвитку вітчизняних фінансових інституцій характерні всі зазначені вище проблеми, з другого — ми маємо справу з множиною суто українських провалів, які протягом багатьох років стримують розвиток фінансового господарства України.

У монографії акцентовано досліджуються найзначиміші з таких провалів: непослідовність державної політики щодо фінансових інституцій; слабка ефективність держави-власника у банківському секторі; підпорядкований статус фінансових інституцій у рамках потужних фінансово-промислових груп України; слабкість конкурентних стратегій у частині взаємодії з різними економічними агентами (насамперед — фізичними особами).

Інституційна фінансова інфраструктура в Україні надзвичайно слабо змінилася за останнє десятиліття на тлі тих швидких процесів, що характерні для фінансових інституцій на глобальному рівні. Саме тому в дослідженні особливу увагу приділено можливим напрямам синхронізації їх розвитку, особливо зважаючи на євроінтеграційний поступ України. Зрозуміло, що складність окреслених проблем, їх неоднозначність викликає гостру полеміку в українському науковому середовищі. Не всі із виділених у монографії авторських пропозицій будуть однозначно підтримані іншими науковцями. Проте саме в подальших дискусіях можуть бути викристалізовані надзвичайно корисні прагматичні кроки на шляху до розбудови ефективної фінансової інфраструктури в Україні.

Автор щиро вдячний науковому консультантові — доктору економічних наук, професору, завідувачу кафедри фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Віктору Михайловичу Федосову за всебічну підтримку наукових пошуків. Беззаперечно, що представлена наукова праця стала можливою і завдяки плідній співпраці з рецензентами: доктором економічних наук, старш. науковим співробітником В. В. Зимовцем, доктором економічних наук, професором Ю. М. Коваленко, доктором економічних наук, професором Л. О. Примостою, зауваження яких щодо монографії безсумнівно сприяли її вдосконаленню і за змістом, і за формою.

Розділ 1

ІНСТИТУЦІЙНА ФІНАНСОВА ІНФРАСТРУКТУРА СУЧАСНОЇ ЕКОНОМІКИ: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ

1.1. Методологічні основи функціонування сучасної фінансової інфраструктури

Складні завдання, що стоять на сьогодні перед цивілізацією в економічній сфері, об'єктивно викликають до життя питання про актуалізацію методологічних підходів економічної науки. Під впливом різноманітних факторів виникають принципово нові явища, зароджуються складні процеси, які визначатимуть подальший розвиток економіки світу у стратегічній перспективі. Очевидно, що фінансові відносини є найпоказовішими — і щодо суті актуальних змін, і щодо тих переваг і загроз, які пов'язані з ними. Відповідно, економічна наука, а з нею і фінансова, повинні дати адекватні відповіді, які б дозволили на глобальному рівні, на рівні окремих національних економік, корпорацій та індивідуумів у повній мірі скористатися тими можливостями, які дає глобалізація, та нівелювати негативний вплив різноманітних загроз.

Усе зазначене стосується й України та її фінансової науки. Проте ситуація ускладнюється тим фактом, що стрімкі зміни, які відбуваються у глобальній економіці, накладаються і на надзвичайно неоднозначні процеси, пов'язані з реформуванням нашої держави, — політичні, соціальні та економічні. Беззаперечно, що одним із найважливіших напрямів змін в Україні є реформа її фінансового господарства. Більше того, можна стверджувати, що саме зволікання з проведенням реформ у фінансовій сфері є одним з ключових факторів повільного економічного поступу України з часу здобуття незалежності. Зважаючи на це, українська фінансова думка як невід'ємна складова вітчизняної економічної науки повинна спрямовувати свої зусилля на пошук шляхів вирішення різноманітних проблем фінансової сфери, які б дали змогу досягти швидких і видимих результатів для українців.

Результативність наукових пошуків у значній мірі залежить від здатності вітчизняних учених-фінансистів відірватися від методоло-

гічних підходів і засад, що були притаманні радянській фінансовій школі. Не заперечуючи в цілому здобутків того періоду, зауважимо, що за понад два десятиліття самостійного шляху українська фінансова наука почасти страждає невиправданою апроксимацією до застарілих теоретичних і методологічних положень. Ця орієнтація виявляється і з погляду понятійного апарату, і з позицій прагматичного спрямування наукових пошуків, і з позиції «м'якої» відмови від здобутків провідних світових учених, з посиланнями на особливості української економіки та фінансів.

У той же час стрімкі зміни, притаманні сучасному фінансовому господарству, не залишають місця для такої позиції, знижуючи актуальність отриманих наукових результатів та ігноруючи цілком чи частково нові явища й процеси, характерні фінансам. Саме такий висновок можна зробити і щодо відносно нової для української наукової школи фінансів дефініції «фінансова інфраструктура».

Поняття «фінансова інфраструктура» нещодавно була введена в науковий оборот вітчизняними науковцями. Її поява та використання — об'єктивне відображення тих процесів, що властиві сучасному фінансовому господарству. З цього приводу наведемо позицію видатних вітчизняних учених на чолі з П. Леоненком і В. Федосовим, які стверджують: «Кожний новий етап цивілізаційного розвитку в сфері фінансів відмічається розширенням наукових знань про фінансовий світ, методів і технологій їх аналізу, формуванням різноманітних концепцій і теорій їх економічної природи, сутності, ролі і розвитку»¹.

Підкреслимо, що в науковий вжиток дефініція «фінансова інфраструктура» була введена саме в той момент (а це кінець ХХ — початок ХХІ ст.), коли інституції, явища та процеси, які вона характеризує, набули настільки масштабних змін, що використання іншого понятійного апарату для їх визначення вбачалося б некоректним і недоречним. Стрімке кількісне нарощування фінансових операцій та угод, слабко контрольоване зростання фінансових ринків, і в підсумку — формування фінансової економіки, й стали приводом для наукових пошуків у цій царині і виділення такого поняття, як «фінансова інфраструктура».

Утім це не заперечує того висновку, що як дефініція «фінансова інфраструктура» перебуває у логічному взаємозв'язку з іншими фі-

¹ Леоненко П., Федосов В., Юхименко П. Фінансова наука: генеза, еволюція та розвиток. *Ринок цінних паперів України*. 2017. № 1–2. С. 4.

нансовими поняттями, насамперед такими, як «фінансова система» та «фінансовий сектор». Більше того, як буде показано нижче, доволі часто вчені вважають за можливе ототожнювати ці поняття. Виходячи з цього, акцентуємо увагу на найбільш аргументованих наукових позиціях, автори яких досліджують сутність фінансової системи, фінансового сектору та фінансової інфраструктури.

Всесвітньовідомі вчені З. Боді та ін. вказують: «Фінансова система — сукупність ринків та інших інститутів, які використовують для укладання фінансових угод, обміну активами й ризиками (йдеться про ринки акцій, облігацій та інших фінансових інструментів, фінансових посередників, фірми, які пропонують фінансові послуги, і органи, які регулюють діяльність усіх цих установ)»^[2]. Насамперед зазначимо, що такий підхід до характеристики фінансової системи майже не відображено у вітчизняній фінансовій науці.

У таких наукових позиціях привертає увагу кілька основоположних моментів:

по-перше, на думку вчених, фінансова система є комбінацією і ринків, і інститутів. Як правило, вітчизняні науковці значно частіше говорять в контексті сутності фінансової системи про множину певних інституцій;

по-друге, функціонування фінансової системи фактично ототожнюється з укладанням фінансових угод, наданням фінансових послуг тощо;

по-третє, невід'ємною складовою фінансової системи є регуляторні органи, які за допомогою різноманітного інструментарію впливають на діяльність фінансових інститутів.

За класифікацією окремих зарубіжних дослідників, цей напрям розуміння сутності фінансової системи охарактеризовано як інституційний ^[3], у межах якого її описують як сукупність певних фінансових інститутів. Зазначимо, що нижче ми повернемося до питання, яке стосується понять «фінансові інститути» та «фінансові інституції», але зараз використовуватимемо лише ті підходи, які зафіксовані в оригінальних наукових працях.

Наприклад, у роботі ^[4] зазначається: «Фінансова система — сукупність ринків та інститутів, які є посередниками між заощадниками і позичальниками (домогосподарства, підприємства, уряд, іно-

² Боді Э., Роберт К. Мертон Финансы. М.; СПб.; К.: Вильямс, 2000. 584 с.

³ Schmidt R. H., Tyrell M. What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? Working Paper Series: Finance & Accounting. 2003. № 111. Johann Wolfgang Goethe Universitat. Frankfurt am Main. P. 5-12.

земці; фінансові посередники — банки і небанківські фінансові установи)» [5]. Як бачимо, в цій позиції фінансові інститути на прямому розгляданні як фінансові посередники, роль яких полягає у налагоджуванні взаємодії між особами, що мають вільні фінансові фонди, та особами, які їх потребують. Підтримують таку точку зору щодо сутності фінансової системи й інші зарубіжні науковці [6].

Хоча і вкрай рідко, однак інституційний підхід до розуміння фінансової системи зустрічається і серед учених пострадянського простору: «...її (фінансову систему. — Б.С.) можна подати і в інституціональній формі: як інфраструктуру різноманітних фінансових інститутів, що здійснюють фінансові операції та одночасно є суб'єктами та об'єктами управління фінансами» [7]. Звернемо увагу на той факт, що у визначенні фінансової системи М. Романовського вживається й дефініція «інфраструктура різноманітних фінансових інститутів», що об'єктивно визначає актуальність питання про спорідненість цих понять. Проте, з нашої точки зору, в цьому визначенні поняття «інфраструктура фінансових інституцій» у першу чергу характеризує їхню множину.

Західна фінансова думка розглядає фінансову систему і з інших позицій. Так, Х. Гарлі та Е. Шоу пропонують аналізувати фінансову систему в контексті її функцій, основними з яких є перерозподіл фінансових ресурсів між різними економічними агентами, вирішення проблем, які ускладнюють або унеможливають пряме фінансування [8]. Загалом такий підхід значно ширше трактує сутність фінансової системи, не акцентуючись лише на питаннях фінансових інститутів / інституцій (установ, органів) або ринків, але розглядаючи її у контексті загальних механізмів перерозподілу фінансових ресурсів.

Суттєвими відмінностями (порівняно з позиціями більшості західних учених) характеризуються позиції вітчизняних науковців щодо сутності фінансової системи. Зокрема, провідний вітчизняний учений В. Опарін вважає, що в контексті внутрішньої будови фінансову систему слід розглядати як сукупність відокрем-

⁵ Габбард Г. Глен Гроші, фінансова система та економіка: підручник. К.: КНЕУ, 2004. 889 с.

⁶ Buckle M., Thompson J. The UK Financial System, Theory and Practice. Manchester University Press: Manchester, 3rd edition, 1998.

⁷ Романовский М. Финансы, денежное обращение и кредит. М.: Финансы и статистика. 2006. 544 с.

⁸ Gurley H. G., Shaw E. S. Money in a Theory of Finance. Brooking Institution. Washington D. P. 1960.

лених і взаємопов'язаних сфер і ланок (державні фінанси, фінанси підприємств і домогосподарств), що відображають форми і методи фінансових відносин та сукупність фінансових органів та інституцій, що керують грошовими потоками [9].

Отже, головними характеристиками фінансової системи в такому визначенні можна вважати наступне: вона представляє певну сукупність ланок (сфер) — державні фінанси, фінанси підприємств, фінанси домогосподарств; з іншого боку, є сукупністю певних фінансових органів та інституцій; насамкінець фінансова система відображає форми і методи фінансових відносин. Як бачимо, на відміну від зарубіжних авторів, первинним у такому визначенні є виокремлення сфер і ланок фінансової системи. Також слід звернути увагу, що жодним словом у цьому підході не згадані ринки.

Майже аналогічною є й позиція інших вітчизняних учених, хоча деякі з них вважають за доцільне розширити сфери (ланки) фінансової системи, що складають її внутрішню будову. Так, авторський колектив на чолі з М. Грідчиною вказує, що фінансову систему можна подати і як сукупність державних фінансів, фінансів підприємств, фінансів домогосподарств і фінансів страхування. Завдяки цим ланкам формується, розподіляється та перерозподіляється основна частина коштів централізованих і децентралізованих грошових фондів країни [10]. Іншими словами, робиться акцент на сфери (ланки) фінансової системи, але при цьому бракує фінансових інститутів / інституцій, регуляторних органів.

З точки зору вченого М. Карліна, до складу фінансової системи треба включати державні фінанси, фінанси підприємств, страхування, фінансовий ринок, фінанси домогосподарств [11]. У свою чергу О. Романенко виокремлює такі сфери фінансових відносин: фінанси суб'єктів господарювання (рівень мікроекономіки); державні фінанси (рівень макроекономіки); міжнародні фінанси (рівень світового господарства); фінансовий ринок; страхування [12].

⁹ Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук: спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит». К., 2006. 33 с.

¹⁰ Грідчіна М., Захожай В., Осіпчук Л. Фінанси (теоретичні основи). Міжрегіон. акад. упр. персоналом. К., 2004. 312 с.

¹¹ Карлін М. Фінансова система України. К.: Знання, 2007. 324 с.

¹² Романенко О. Фінанси. К. Центр навчальної літератури, 2004. 312 с.

Таким чином, можна зробити проміжний висновок, що вітчизняна фінансова школа акцентує увагу насамперед на внутрішній будові фінансової системи, її сферах і ланках, тоді як західні вчені часто приділяють увагу виключно її інституціям та ринкам, за допомогою яких відбувається перерозподіл фінансових ресурсів.

Не менше дискусій викликає і питання сутності дефініції «фінансовий сектор», при цьому значна частина визначень зафіксована на рівні нормативних документів різноманітних міжнародних фінансових організацій. Так, спеціалісти МВФ зазначають, що фінансовий сектор являє собою сукупність організацій, задіяних у фінансовому посередництві (фінансові корпорації) [13].

Звернемо увагу на використання в наведеному вище трактуванні поняття «фінансові корпорації», який здебільшого використовується в статистичних дослідженнях, значно рідше — у фінансовій науці. За Класифікацією інституційних секторів економіки України, фінансові корпорації (установи) включають усі корпорації-резиденти, які переважно зайняті наданням фінансових послуг іншим інституційним одиницям, у тому числі послуги страхування і пенсійних фондів [14].

В окремих документах OECD фінансовий сектор охарактеризовано як набір інституцій, інструментів та регуляторного середовища, що сприяє здійсненню трансакцій в економіці способом взяття та погашення боргових зобов'язань [15]. Звернемо увагу, що тут вживається термін «фінансові інституції», а не «фінансові інститути».

Загалом, аналіз найпоширеніших наукових підходів дає можливість зробити висновок, що абсолютна більшість учених пов'язують дефініцію «фінансовий сектор» переважно з функціонуванням фінансових інституцій (рідше — фінансових інструментів) та регулюванням їх діяльності. Більше того, можна стверджувати, що з погляду окремих зарубіжних учених дефініції «фінансова система» та «фінансовий сектор» майже тотожні.

Багато складних питань виникає і в процесі дослідження наукових підходів до поняття «фінансова інфраструктура». На сьо-

¹³ Financial Sector Assessment Program (FSAP). URL.: <https://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.aspx> (дата звернення 10.01.2019 р.).

¹⁴ Класифікація інституційних секторів економіки України. Наказ № 378 Державної служби статистики України від 03.12.2014 р..

¹⁵ Glossary of Key Terms URL.: www.oecd.org (дата звернення: 10.01.2019 р.).

годні вкрай важко виділити спільні позиції, що, на наш погляд, можна пояснити не тільки відносною новизною терміна, а й складними трансформаціями, що притаманні сучасному фінансовому господарству.

Без перебільшення можна стверджувати, що більшість науковців, які досліджували проблематику економічної глобалізації, в тій чи тій мірі торкалися у своїх працях проблематики функціонування фінансових ринків, фінансового сектору та фінансових інституцій. Економічна глобалізація та фінансове господарство настільки взаємопов'язані, що саме кількісні показники зростання фінансових операцій доволі часто використовуються як аргументи на користь глобалізованості сучасного світу.

З ряду причин дефініція «фінансова інфраструктура» майже не використовується вченими в характеристиці суб'єктів глобального фінансового ринку. Аналогічний висновок можна зробити і для вчених, які досліджують світовий, міжнародний та ін. фінансові ринки. Більш поширеними у фахових джерелах є інші підходи, які засновані на усталених позиціях щодо виділення учасників фінансового ринку, але частково враховують функціонування інституцій (учасників) глобального рівня.

Загалом, науковці аналізують доволі широкий спектр учасників фінансового ринку, класифікуючи їх за різними ознаками: організаційно-правовою формою, функціями, рівнем професійності, цілями діяльності тощо. Проте тільки останнім часом з'явилися праці, автори яких розглядають учасників фінансового ринку частково через призму інституційної фінансової інфраструктури.

Відомий вітчизняний науковець В. Смагін стверджує, що учасниками фінансового ринку є емітенти, інвестори, професійні учасники, регулятори [16]. У свою чергу В. Корнєєв виділяє такі три групи учасників фінансового ринку: постачальники і споживачі фінансового капіталу, інфраструктурні учасники, регулятивні органи [17].

Як бачимо, можна відшукати позиції, в яких вказується на існування інфраструктури фінансового ринку, проте слід визнати, що між поняттями «інфраструктура фінансового ринку» та «фінансова інфраструктура» існує суттєва різниця.

¹⁶ Смагін В. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформації економіки. К.: КНЕУ, 2008. С. 57.

¹⁷ Корнєєв В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. К.: НДФІ, 2003. С. 24.

Не можна обійти увагою й позицію фундаторів вказаного напряму фінансової науки на чолі з В. Федосовим, які зазначають, що фінансова інфраструктура функціонує у двох вимірах:

- як одна із вихідних, основоположних і домінуючих складових економічної інфраструктури;
- як сукупність різних елементів (управлінського, інституційного та обслуговуючого), що забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту в організаційному та інструментальному наповненнях [18].

Щодо першого аспекту, то він є не таким очевидним, як здається на перший погляд. Для ілюстрації цього положення наведемо позиції, що характеризують економічну інфраструктуру (рис. 1.1).

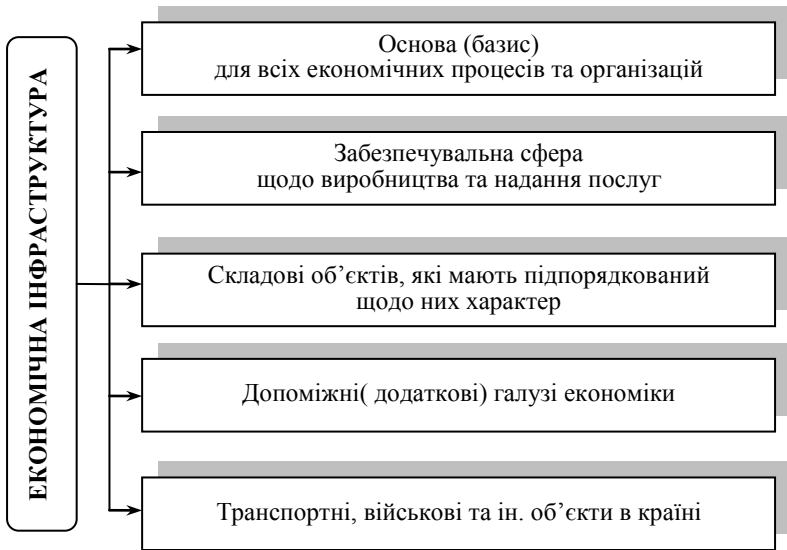


Рис. 1.1. Наукові погляди на сутність економічної інфраструктури

Джерело: систематизовано автором за [19 20 21].

¹⁸ Львовчикін С., Опарін В., Федосов В. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи. *Економіка України*. 2008. № 11. С. 57-71.

¹⁹ Кошелев А. Национальная экономика. М.: 2008. 160 с.

²⁰ Кузьменко Л. Управление функционированием и развитием экономики региона. НАН Украины. Ин-т економіки пром-сти. Донецьк, 2004. 284 с.

²¹ Голиков А., Олійник Я., Степаненко А. Вступ до економічної і соціальної географії. К.: Либідь, 1997. 320 с.

Насамкінець зауважимо, що окремі науковці вважають за доцільне виділяти таке поняття, як «ринкова інфраструктура». Зокрема, на думку окремих вітчизняних авторів, ринкова інфраструктура є сукупністю особливих інститутів, які виконують функції надання спеціалізованих послуг суб'єктам господарювання з метою створення для них нормальних умов функціонування, для найкращої реалізації їх інтересів та подальшої інтеграції в єдину економічну макросистему [22]. Ще раз наголосимо, що такий підхід іманентний наведеним вище позиціям щодо сутності економічної інфраструктури, оскільки в ньому виявлено акцент на таких моментах: обслуговуючий характер, інститути, забезпечення функціонування економіки.

Настільки коректним виглядає використання зазначених характеристик економічної інфраструктури щодо інфраструктури фінансової? Тут можна навести як аргументи «за», так і «проти». Зрозуміло, що, зважаючи на вплив фінансів на економічні процеси, можна сміливо стверджувати, що функціонування фінансової інфраструктури може бути (і є) базисом реалізації фінансових відносин у сучасному суспільстві.

Окремі вчені вважають за доцільне підкреслити обслуговуючий, тобто підпорядкований, характер функціонування фінансової інфраструктури, визначаючи її як «...підсистему, що призначена для комплексного фінансування науково-виробничих і освітніх процесів у сфері інноваційно-технологічного розвитку» [23].

Проте ми не підтримуємо таку позицію. Чи полягає роль фінансової інфраструктури виключно у фінансуванні? Безсумнівно, такий підхід надто обмежений і не характеризує всього можливого спектра відносин, які реалізуються за її допомогою. Тим більше не можна стверджувати, що фінансова інфраструктура являє собою допоміжну / додаткову галузь як з позицій усієї економіки, так і з позицій фінансів. Загальновідомим залишається той факт, що за кількісними характеристиками капітал, сконцентрований у фінансовому секторі на початку ХХІ ст., майже в десять разів перевищував капітал, що функціонував у промисловому секторі.

²² Єщенко П., Палкін Ю. Сучасна економіка. К.: Вища школа, 2005. 325 с.

²³ Ускеленова А. Инфраструктурное обеспечение как фактор устойчивого развития. URL.: [www.rusnauka.com/ 4_SWMN_2010/Politologia/59065.doc.htm](http://www.rusnauka.com/4_SWMN_2010/Politologia/59065.doc.htm). (дата звернення 14.01. 2019 р.).

Інші науковці вказують, що фінансова інфраструктура існує «...по-перше, як сукупність елементів, за допомогою яких опосередковуються фінансові відносини, використання яких і забезпечує задоволення потреб суспільного відтворення; по-друге, як сукупність елементів, що забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту в інституціональному, управлінському зрізах» [24]. Багато в чому цей науковий підхід повторює висновки групи вітчизняних авторів на чолі з В. Федосовим.

На думку спеціалістів Міжнародної фінансової корпорації, фінансова інфраструктура є основою фінансової системи і фактично набором інститутів, які забезпечують ефективне функціонування фінансових посередників [25]. Тобто з цього визначення можна зробити кілька висновків про сутність фінансової інфраструктури: по-перше, це набір певний інститутів, а не *інституцій* (виділено нами. — Б.С.); по-друге, основне спрямування таких інститутів — забезпечити діяльність фінансових посередників; по-третє, дефініції «фінансова інфраструктура» та «фінансова система» не слід вважати тотожними.

На думку В. Кудряшова, фінансова інфраструктура являє собою сукупність інститутів (підприємств, установ, служб), які забезпечують організацію проведення фінансової діяльності [26]. Таку позицію навряд чи можна визнати достатньо аргументованою, вже навіть зважаючи на той факт, що її автор відносить до фінансової інфраструктури певну сукупність інститутів, якими вважає, крім усього іншого, й певні служби.

В. Стукач зазначає, що фінансово-кредитна інфраструктура — це «...сукупність інститутів (кредитно-банківські установи, фондові біржі, фінансові й страхові компанії), що діють у межах грошових, фондових, інвестиційних ринків і виконують функції з забезпечення нормального режиму їхнього функціонування й усього регіонального комплексу в цілому» [27]. Бажає за доцільне виділяти саме фінансово-кредитну інфраструктуру й інший відомий вітчизняний науковець — З. Варналій [28].

²⁴ Тимофієва С., Островський І. До питання про фінансову інфраструктуру та вплив на її розвиток інститутів конкуренції й управління. *Научно-технічний збірник*. 2009. №89, с. 308-312.

²⁵ Офіційний сайт Міжнародної фінансової корпорації. URL.: <http://www.ifc.org> (дата звернення 10.01. 2019 р.).

²⁶ Кудряшов В. Курс фінансів. К.: Знання, 2008. С. 22-26.

²⁷ Стукач В., Флейкер І. Фінансово-кредитная инфраструктура регионального АПК. Омск.: Изд-во ФГОУ ВПО ОмГАУ, 2007. 200 с.

²⁸ Варналій З. Мале підприємництво: основи теорії і практики. К.: Т-во «Знання». 2001. С. 177-186.

З нашої точки зору, коректнішим вбачається аналіз саме фінансової інфраструктури, а не фінансово-кредитної. Питанням розбіжностей між поняттями «фінанси» і «кредит» присвячено надзвичайно багато наукових праць, і тому немає потреби зайвий раз зупинятися на їхньому розгляді.

Питання виділення різних складових сучасної фінансової інфраструктури варто досліджувати наголошуючи на недостатньому рівні його розробки. Згадувана вище група вітчизняних науковців на чолі з В. Федосовим запропонувала виділення управлінської фінансової інфраструктури, інституційної фінансової інфраструктури та обслуговуючої фінансової інфраструктури [²⁹].

Проведений аналіз змістовних характеристик поняття «фінансова інфраструктура» дає можливість стверджувати таке.

1. Поняття «фінансова система», «фінансовий сектор» і «фінансова інфраструктура» є логічно взаємопов'язаними та певною мірою взаємодоповнюючими, характеризуючи окрему сукупність елементів, процесів та явищ сучасного фінансового господарства. Більш того, окремі наукові підходи до визначення сутності фінансової інфраструктури певним чином перегукуються з визначенням фінансового сектору та з окремими трактуваннями західних учених щодо поняття «фінансова система». У той же час авторська позиція полягає в тому, що, незважаючи на певну подібність окремих характеристик, ці дефініції не можна ототожнювати.

2. Інституційний зріз фінансової інфраструктури представлений різноманітними фінансовими інституціями, що наближує його розуміння до актуальних визначень фінансового сектору. Проте сам підхід до змістовних характеристик фінансової інфраструктури є значно ширшим, оскільки (на думку сучасних провідних учених) представлений крім інституційної, також і іншими складовими.

3. За внутрішньою будовою дефініція «фінансова система» найуніверсальніша (у зіставленні з поняттями «фінансовий сектор» і «фінансова інфраструктура») та охоплює широке коло фінансових відносин на мікро- та макрорівнях. У свою чергу «фінансова інфраструктура» як поняття фінансової науки є значимішим за змістом порівняно з поняттям «фінансовий сектор». Таким чином, можна стверджувати про існування певного логічного ланцюга у фінансовому господарстві «фінансова система — фінансова інфраструктура — фінансовий сектор».

²⁹ Теорія фінансів. Під заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. К.: ЦУЛ, 2010. 574 с.

4. Проте роль фінансової інфраструктури у сучасній економіці можна і потрібно розглядати значно ширше, зважаючи на той факт, що вона є невід'ємною складовою економічної інфраструктури. Тому універсалізм фінансової інфраструктури полягає у використанні значного кола інструментів, які впливають не лише на економічний розвиток, а й на політичні та соціальні процеси.

Отже, зважаючи на наведені характеристики, можна стверджувати про існування фінансової інфраструктури на різних рівнях економічної системи (мета-, макро- та інших рівнях). Такий підхід дозволяє розглядати взаємопов'язано функціонування фінансової інфраструктури та інфраструктури економіки, чітко окреслити їхній взаємний вплив, їхню дію на фінансове господарство і на економіку загалом.

1.2. Інституційний зріз фінансової інфраструктури: макро- і мікрорівні

Відносна наукова новизна терміна «фінансова інфраструктура» об'єктивно визначає брак аргументованих наукових позицій не тільки щодо її сутності, а й у питанні складових елементів. У той же час цілком очевидно, що «фінансова структура» є полікомпонентним поняттям, яке вміщує різні сфери, процеси, характерні для фінансових відносин. Проте така поліструктурність значно ускладнює дослідження фінансової інфраструктури, адже вимагає від учених урахування надзвичайно широкого спектра чинників, їх аналізу і з погляду на всю економіку і у контексті фінансів. Разом з тим повторимося, що, з одного боку, поняття «інституційна фінансова інфраструктура» майже не вживається сучасними вітчизняними ученими; з другого — вони достатньо широко трактують зазначену дефініцію, використовуючи поняття «інституційна інфраструктура фінансового ринку», «інституційна структура фінансового ринку».

На наш погляд, досліджуючи проблематику інституційної фінансової інфраструктури, слід насамперед зупинитися на змістовній різниці між поняттями «інститут» та «інституція». Акцент на такий різниці лише на перший погляд є не надто принциповим. Треба визнати, що якщо в англомовній фаховій літературі науковцям певним чином вдалося уніфікувати підходи, що привело до точнішого вживання термінів «інститут» та «інституція», тоді як у вітчизняних джерелах спостерігаються суттєві розбіжності (для

прикладу можна навести і погляди вчених, висвітлені у пп. 1.1). Зокрема, абсолютно, на наш погляд, неприпустимим є паралельне використання для характеристики одних і тих же фінансових установ різними вченими як дефініції «фінансові інститути», так і дефініції «фінансові інституції».

Розглядаючи це питання, не можна обійти увагою положення економічної теорії. У табл. 1.1 наведено найуживаніші наукові підходи до змісту поняття інституту:

Таблиця 1.1

**ХАРАКТЕРИСТИКА ПОНЯТТЯ «ІНСТИТУТ»
ПРЕДСТАВНИКАМИ РІЗНИХ НАУКОВИХ ШКІЛ**

№ з/п	Визначення	Автор
1	Набір формальних правил, неформальних обмежень та механізмів їх примусового здійснення	Д. Норт
2	Звичний спосіб мислення, керуючись яким живуть люди	Т. Веблен
3	Фірми, ринки і взаємні угоди є найважливішими економічними інститутами	О. Вільямсон
4	Правило гри, формальна або неформальна норми, звичка, стереотип поведінки (мислення), організаційна форма, зокрема фірма, та ін.	О. Іншаков, Д. Фролов
5	Довговічні системи правил, які склалися та ствердилися, і тому визначають структуру соціальних взаємодій	Дж. Ходжсон
6	Усі вірування, усі способи поведінки, встановлені групою	Е. Дюркгейм
7	Стійка упорядкованість норм, правил, звичаїв і зв'язків між ними у вигляді певних відносин і соціальних дій, яка визначає інтегративні якості системи та забезпечує її взаємодію з зовнішнім середовищем	Н. І. Литвиненко

Джерело: Складено автором за даними [30 31 32 33 34 35 36].

³⁰ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. К.: Основи, 2000. 198 с.

³¹ Веблен Т. Теория праздного класса. М.: Прогресс, 1984. 367 с.

³² Вільямсон О. Економічні інституції капіталізму: Фірми, маркетинг, укладання контрактів. К.: Артк, 2001. 472 с.

³³ Іншаков О., Д. Фролов Эволюция институционализма в российской экономической мысли (IX-XXI вв.). М: Экономистъ, 2007. Т.1. 511 с.

³⁴ Ходжсон Дж. Экономическая теория и институты. М., 2003.

³⁵ Дюркгейм Э. Социология. Ее Предмет, метод, предназначение. М.: Канон, 1995. 352 с.

³⁶ Литвиненко Н.І. Інституціональні складові соціально-економічного розвитку країни. Дніпропетровськ: НГУ, 2015. 308 с.

Як видно з табл. 1.1, у більшості наукових позицій поняття «інститут» характеризує певні правила та норми, якими упорядковуються соціальні та економічні дії індивідуумів, організацій. Рідше зустрічається позиція, відповідно до якої як інститут розглядається фірма, корпорація. Зазначимо, що акцент на правилах і звичках, як певних інститутах, притаманний насамперед фундаторам і послідовникам інституціоналізму. Якщо виходити з такої логіки, то під поняттям «фінансовий інститут» слід розуміти певний набір формальних і неформальних правил, звичок і стереотипів дій, механізмів їх здійснення, за допомогою яких реалізуються фінансові відносини між різними економічними агентами. Втім, як показує аналіз вітчизняної фахової літератури, у переважній більшості поняття «фінансовий інститут» ототожнюється з поняттями «фінансовий посередник», «фінансова установа». Саме така позиція представлена у працях багатьох учених [^{37 38 39 40}].

Набагато рідше зустрічаються приклади вживання дефініції «фінансова інституція». Очевидно, що для її аналізу насамперед слід зупинитися на етимології слова «інституція». Зокрема, в Словнику української мови, задовго до того часу, коли виникла потреба у чіткому розмежуванні понять «фінансовий інститут» та «фінансова інституція», під інституцією розуміли певну установу або заклад [⁴¹].

Однак слід визнати, що навіть сьогодні ані в західній літературі, ані на вітчизняних теренах відсутня єдність щодо чіткого розмежування згаданих понять. Про це свідчать як результати досліджень багатьох авторів, так і вже опубліковані енциклопедичні видання (словники та ін.) [^{42 43}]. Ще більше ускладнює ситуацію той факт, що і поняття «інститут», і поняття «інституція» були введені у науковий обіг як результат перекладу англomовних джерел, що стало одним із факторів виникнення непорозу-

³⁷ Молохова Я. Фінансові посередники як індикатори соціально-економічного розвитку країни. *Економічні науки. Серія: Облік і фінанси*. 2012. Вип. 9 (2). С. 431-437.

³⁸ Ватаманюк З., Дорош О. Небанківські фінансові інститути в економічній системі США. *Фінанси України*. 2003. № 3. С.119-127.

³⁹ Корнєєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку. К.: Основа, 2007. 192 с.

⁴⁰ Еш С. М. Фінансовий ринок. К.: Центр навчальної літератури, 2011. 528 с.

⁴¹ Словник української мови: в 11 томах. Том 4, 1973. С. 34.

⁴² The Encyclopedia Americana: international edition. Glolier incorporated. 1998. Volume 15. P. 227.

⁴³ Кармазіна М., Шурбована О. «Інститут» та «інституція»: проблема розрізнення понять. *Політичний менеджмент*. 2006. №4. С. 10-19.

мінь на цьому ґрунті. Надалі ми виходитимемо з того, що вітчизняна фінансова наука у тлумаченні термінів іншомовного походження повинна орієнтуватися одночасно на два принципи: по-перше, первісне значення слід використовувати в україномовному середовищі; по-друге, імплементація здобутків світової наукової думки в українське наукове середовище. Саме з цих позицій вважаємо, що більш аргументованим є підхід, згідно з яким для характеристики економічних агентів, які реалізують функції фінансового посередництва, використовують поняття «фінансові інституції».

Яке ж тоді смислове навантаження несе поняття «інституційна фінансова інфраструктура» і яким чином можна описати процес інституціоналізації фінансової інфраструктури на сучасному етапі? Такі питання видаються абсолютно нетривіальними, особливо зважаючи на той факт, що нині українська фінансова думка досить обережно підходить до пошуку відповіді на них. Більше того, треба визнати, що якщо поняття «фінансова інфраструктура» поступово починає поширюватися серед вітчизняних науковців, то проблематика виділення її сфер (площин, рівнів) розкрита в поодиноких випадках. Для повноцінної характеристики інституційної компоненти фінансової інфраструктури як базової ми орієнтуватимемося на позицію групи відомих вітчизняних учених на чолі з В. Федосовим, які заклали підвалини такої методології аналізу фінансових інституцій. Формалізовано її можна подати так, як це показано на рис. 1.2.

Інституційна фінансова інфраструктура (фінансові інституції)		
Страхові компанії Недержавні пенсійні фонди	Центральний банк. Комерційні банки. Небанківські кредитні установи. Лізингові компанії. Факторингові компанії та ін.	ІСІ КУА
ФІНАНСОВИЙ СЕКТОР		

Рис. 1.2. Інституційна фінансова інфраструктура економіки

Джерело: Систематизовано автором за [44].

⁴⁴ Теорія фінансів. Під заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. К.: Центр учбової літератури, 2010. 574 с.

Такий дисонанс щодо сутності інституційної фінансової інфраструктури можна вважати не лише зайвою перешкодою для досліджень згаданих понять, він суттєво знижує прагматичну значимість отриманих результатів.

Так, О. Іваницька зазначає: «Крім того, можна виділити інституціональну (законодавчу, нормативно-правову), інституційну, організаційну, інформаційно-комунікативну, міжнародну, наукову, облікову, кадрову інфраструктури, які разом утворюють інфраструктурне середовище» [45].

З нашої точки зору, окреслений О. Іваницькою підхід має як позитивні, так і негативні риси. Зокрема, приваблює аналіз інфраструктури в широкому контексті — з виділенням надзвичайно змістовного поняття «інфраструктурне середовище». Також позитивним вбачається чітке розмежування інституціональної інфраструктури від інфраструктури інституційної. Іншими словами, О. Іваницька чітко розділяє поняття «інститутути» та «інституції». З іншого боку, навряд чи можна погодитися з тим фактом, що цей автор до інфраструктурного середовища включає такі складові, як кадрова інфраструктура, наукова інфраструктура.

Якщо згадати позицію В. Федосова зі співавторами, науковці пропонують такий погляд: «Інституційна фінансова інфраструктура — це сукупність фінансових інститутів, які функціонують на фінансовому ринку та ринку фінансових послуг, виконуючи функції щодо мобілізації, переміщення та інвестування ресурсів» [46]. Беззаперечно, ключова перевага такого підходу — його новизна з погляду процесів, що притаманні українській фінансовій школі. Адже тільки в працях цих фахівців не лише глибоко досліджувалася інституційна фінансова інфраструктура, а й були закладені принципово нові методологічні підходи до оцінки тих явищ і процесів, що характерні сучасному фінансовому господарству. Однак можна дискутувати стосовно необхідності відокремлення фінансового ринку від ринку фінансових послуг, адже це питання є надзвичайно спірним.

⁴⁵ Іваницька О. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні. *Державне управління: теорія та практика*. 2006. № 1. С. 51-60.

⁴⁶ Теорія фінансів. Під заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. К.: Центр учбової літератури, 2010. 574 с.

У статті інших авторів аналізується інституціональна інфраструктура фінансового ринку, під якою розуміють певну сукупність фінансових інституцій, які забезпечують вільне ціноутворення та укладання угод з фінансовими активами [47].

З нашої точки зору, така наукова позиція розглядає досліджуване явище в руслі вужчого поняття «інфраструктура фінансового ринку» (порівняно з дефініцією «інституційна фінансова інфраструктура»). Аналогічний висновок можна зробити і про використання окремими авторами такої дефініції, як «інститути інфраструктури фінансового ринку» [48].

Виходячи з наведених визначень, можна зробити висновок, що інституційну фінансову інфраструктуру сучасна наука розглядає в розрізі:

- інституційна фінансова інфраструктура, інфраструктура фінансового ринку чи загалом фінансовий сектор;
- сфера діяльності суб'єктів інституційної фінансової інфраструктури — фінансовий ринок і/або ринок фінансових послуг;
- інструментарій, яким оперують суб'єкти інституційної фінансової інфраструктури;
- ключові завдання інституційної фінансової інфраструктури та їх синхронізація з цілями та завданнями інших економічних агентів.

Проведемо аналіз у контексті виділених альтернативних сутнісних сторін інституційної фінансової інфраструктури. Це дасть можливість точніше детермінувати авторську позицію і щодо сутності інституційної фінансової інфраструктури, і щодо інших актуальних наукових питань.

1. Стосовно еквівалентності змісту понять «інституційна фінансова інфраструктура» та «фінансовий сектор». Це питання розглядалося нами вище (див. пп. 1.1), що дозволило встановити таке: дефініція «фінансова інфраструктура» є місткішою за змістом у зіставленні з дефініцією «фінансовий сектор». Виходячи з цього, і роль інституційної фінансової інфраструктури у сучасній економіці ширша за роль фінансового сектору. Тим більше, значно збіднюють сучасну фінансову науку підходи, які оперують у

⁴⁷ Рыкова И., Уварова Е., Шпортова Т. Институциональная инфраструктура финансового рынка: теоретико-практический аспект. *Фундаментальные исследования*. 2015. № 2-11. С. 2428-2431.

⁴⁸ Гарбар Ж. Фінансовий ринок. КНТЕУ, Київ. 2015. 455 с.

характеристиці описаних явищ дефініціями «інституційна структура фінансового ринку», «інфраструктура фінансового ринку», які фактично являють собою складові частини інституційної фінансової інфраструктури.

2. Стосовно питання сфери діяльності суб'єктів інституційної фінансової інфраструктури. Цю проблематику слід розглядати через призму кількох альтернатив: по-перше, фінансовий ринок; по-друге, фінансовий ринок і ринок фінансових послуг; по-третє, винятково ринок фінансових послуг. Для відповіді на зазначене питання слід чітко встановити взаємозв'язок між поняттями «фінансовий ринок» і «ринок фінансових послуг».

Зазначимо, що в базовому Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» використовується таке визначення: «Ринки фінансових послуг — сфера діяльності учасників ринків фінансових послуг з метою надання та споживання певних фінансових послуг. До ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських послуг, страхових послуг, інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами та інших видах ринків, що забезпечують обіг фінансових активів» [49].

На наш погляд, вітчизняний законодавець досить спрощено підходить до характеристики сутності ринку фінансових послуг. Фактично йдеться лише про те, що ринок фінансових послуг розглядається як середовище взаємодії учасників у процесі надання та споживання фінансових послуг. При цьому чітко ідентифіковані окремі сегменти ринку фінансових послуг, на яких відбувається обіг фінансових активів, надання та споживання фінансових послуг, проте до суб'єктів використано термін «учасники». На нашу думку, виокремлення на законодавчому рівні сегментів ринку фінансових послуг було б доцільним, якби така сегментація відповідала інституційній структурі, що сформована на цей час в Україні.

Цікавий підхід запропоновано групою вітчизняних науковців, які стверджують: «Ринок фінансових послуг як система включає розгалужену мережу спеціалізованих фінансових інститутів, які охоплюють відповідний сектор фінансового ринку...» [50].

⁴⁹ Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» № 2664-III від 12 липня 2001 року.

⁵⁰ Сич Є., Ільчук В., Гавриленко Н. Ринок фінансових послуг. К.: Центр учбової літератури, 2012. С. 8.

У згаданому підході, на наш погляд, можна виділити такі ключові моменти.

- Автори розглядають ринок фінансових послуг як невід'ємну частину фінансового ринку. Відповідно, виходячи з цього, паралельне виокремлення як сфери функціонування фінансових інституцій фінансового ринку та ринку фінансових послуг є недоречним.

- Ринок фінансових послуг аналізується в контексті функціонування спеціалізованих інститутів (а не *інституцій*. — Б.С.). Як ми вже зазначали, в будь-якому випадку, характеризуючи інституціональну фінансову інфраструктуру, мова повинна йти про інституції, а не про інститути.

З цього приводу відомий вітчизняний фахівець В. Корнєєв вказує, що ринок фінансових послуг «...виступає сферою діяльності його учасників, де фінансові посередники в рамках кругообігу капіталу реалізують контрактні відносини з клієнтами щодо їх обслуговування з використанням фінансових інструментів» [51].

У позиції В. Корнєєва привертає увагу акцент на: по-перше, визнанні особливої ролі фінансових інструментів для забезпечення кругообігу капіталу; і по-друге, на контрактному характеру взаємовідносин між фінансовими посередниками та їх клієнтами.

Аналіз взаємозв'язків між дефініціями «фінансовий ринок» і «ринок фінансових послуг» дає можливість зробити такі висновки:

- а) потребу у залученні капіталу або інвестуванні заощаджень економічні агенти задовольняють або через пряму взаємодію між собою, або за допомогою послуг фінансових інституцій;

- б) виникнення та поширення фінансового посередництва, діяльність сучасних фінансових інституцій визначені впливом чинників, які знижують ефективність індивідуальних інвестицій. До них, зокрема, слід віднести такі: асиметрія інформації; бар'єри на фінансовому ринку; територіальні диспропорції; необхідність контролю за кількісними та якісними параметрами інвестування тощо.

Виходячи з цього, ринок фінансових послуг являє собою невід'ємну частину фінансового ринку, й саме тому вони, спільно можуть розглядатися як сфера діяльності фінансових інституцій (рис. 1.3).

⁵¹ Корнєєв В. Фінансові посередники як інститути розвитку. К.: Основа, 2007. 192 с.

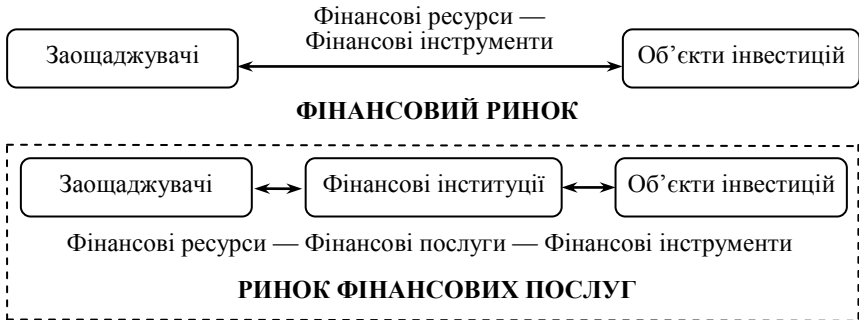


Рис. 1.3. Місце ринку фінансових послуг на сучасному фінансовому ринку

Джерело: Розроблено автором.

З рис. 1.3 чітко прослідковується зв'язок між ринком фінансовим послуг і фінансовим ринком, і, таким чином, не тільки істинним є твердження, що фінансові інституції функціонують на окремому сегменті фінансового ринку — ринку фінансових послуг.

3. Розглянемо питання інструментарію інституціональної фінансової інфраструктури. На наш погляд, це є однією із найскладніших проблем у теоретичному дискурсі щодо цього поняття. Діяльність сучасних фінансових інституцій визначає їх логічний взаємозв'язок з різноманітними фінансовими інструментами. Разом з тим, аналізуючи фінансове посередництво, об'єктивно постає потреба і в аналізі такої дефініції, як «фінансова послуга». Відповідно, відкритим залишається питання про співвідношення понять «фінансові інструменти», «фінансові послуги», «інструментарій інституційної фінансової інфраструктури».

Найбільш загальнопов'язане поняття фінансових інструментів наведене у відповідних стандартах бухгалтерського обліку: «Фінансовий інструмент — це будь-який контракт, який приводить до фінансового активу одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента капіталу іншого підприємства» [⁵² ⁵³].

У свою чергу фінансова послуга в законодавстві України визначена у такий спосіб: «Фінансова послуга — це операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за

⁵² Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 «Фінансові інструменти: подання».

⁵³ Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка».

власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів»⁵⁴].

Загальноновизнаним є той факт, що для фінансових інституцій у зіставленні з іншими учасниками фінансового ринку характерні особливі співвідношення і в структурі капіталу, і в структурі активів (рис. 1.4).

Реальні активи	Власний капітал
Фінансові активи	Фінансові зобов'язання

Рис. 1.4. Співвідношення в структурі активів і джерел капіталу для фінансових інституцій

Джерело: Розроблено автором.

Для фінансових інституцій основним спрямуванням в інвестиційній політиці є все ж вкладення у фінансові активи (фінансові інструменти, що випущені іншими економічними агентами). Формування ресурсів передбачає, що власний капітал фінансових інституцій значно менше від їхніх фінансових зобов'язань перед іншими особами.

Тому можна стверджувати, що фінансові інституції відіграють поліфункціональну роль на фінансовому ринку — як з позицій обігу фінансових інструментів (виступають як емітенти та інвестори), так і з позицій фінансових послуг (виступають як їх споживачі та оференти). Втім, на нашу думку, обмежувати інструментарій інституційної фінансової інфраструктури лише фінансовими інструментами та фінансовими послугами не варто. Повинно йтися про фінансові інструменти та фінансові послуги як про важливу складову інституційного середовища економіки, адже фінансові посередники можуть реалізувати свій потенціал виключно в рамках певних інститутів, що сформовані на конкретному національному фінансовому ринку та на глобальному рівнях.

⁵⁴ Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» № 2664-III від 12 липня 2001 року.

4. Стосовно функціонального призначення інституційної фінансової інфраструктури. Очевидно, що функціональна роль інституційної фінансової інфраструктури напряму пов'язана з ключовими функціями фінансового ринку. Роль фінансової інфраструктури можна розглядати і з позицій макрофінансових відносин, і з позицій фінансових відносин на мікрорівні. На макрорівні слід говорити про вплив інституційної фінансової інфраструктури на формування та інвестування вільних фінансових фондів, у тому числі між різними національними ринками, галузями, секторами. На мікрорівні інституційна фінансова інфраструктура розкриває свою роль через створення передумов для залучення попиту індивідуальних і корпоративних інвестицій.

Дефініція «інституційна фінансова інфраструктура» ще не набула широкого поширення у науковій літературі. Разом з тим її аналіз дає можливість змінити методологію дослідження процесів, що притаманні сучасному фінансовому посередництву.

Вивчення сутнісних сторін дає можливість сформулювати таке визначення: «Інституційна фінансова інфраструктура — це сукупність фінансових інституцій, які діють на фінансовому ринку, і в рамках сформованих економічних інститутів і за допомогою різноманітного інструментарію (фінансові інструменти, фінансові послуги та фінансові операції) забезпечують реалізацію функцій фінансового посередництва».

Такий підхід, з нашої точки зору, дозволяє чіткіше ідентифікувати як склад інституційної фінансової інфраструктури, так і сферу діяльності фінансових інституцій, а також уточнити її інструментарій. У свою чергу він дає можливість розглядати інституційну фінансову інфраструктуру у нерозривному зв'язку з іншими елементами фінансової інфраструктури.

На наш погляд, і взаємозалежності, і конфлікти інтересів є невід'ємною рисою функціонування фінансової інфраструктури — адже вони визначені її складністю, залученням до фінансових відносин різних за природою інституцій, насамкінець — фізичних осіб з різними позиціями щодо заощадження та інвестування. Таким чином, на макро- і мікрорівнях виникає як множина спільних економічних інтересів та цілей, так і множина потенційних конфліктів (явних і прихованих).

Прояви таких потенційних конфліктів можна охарактеризувати таким чином:

- *через державну фінансову політику, яка відображається в діяльності управлінської фінансової інфраструктури на макрорів-*

ні. Об'єктивно фінансова політика в сучасних умовах набуває конкретного змісту залежно від тих цілей, які переслідує держава. Ідеалізовано цілі державної фінансової політики полягають у забезпеченні сталого економічного зростання та покращення добробуту громадян. Проте реальна дійсність, особливо в українських умовах, свідчить, що надзвичайно складно уникнути конфлікту між інтересами осіб, які практично реалізують функції держави, та державними інтересами. Більше того, в Україні не виключені й конфлікти між різними ланками управлінської фінансової інфраструктури (як приклад можна навести багаторічні спроби забезпечити де-факто незалежність Національного банку України). На наш погляд, слід окремо зупинитися на діяльності державних фінансових інституцій, які в Україні представлені переважно державними банками, а в інших країнах — державними страховими компаніями та ін.

З нашої точки зору, державні фінансові інституції посідають проміжне місце у сучасній фінансовій інфраструктурі. З одного боку, вони належать до інституційного сегменту, оскільки надають різноманітні фінансові послуги, виконують чи не всі функції та завдання, що притаманні фінансовим посередникам. З другого боку, ми має справу зі своєрідними квазіуправлінськими елементами, за допомогою яких держава може здійснювати управління фінансових господарством і за допомогою ринкових методів регулювати його. Для прикладу можна згадати діяльність державних банків в Україні, їх вплив на банківську систему та економіку. Найбільші державні банки проводять надзвичайно великий (за мірками вітчизняної банківської системи) обсяг операцій та надають широкий спектр послуг. А зважаючи на той факт, що державні банки досягли рівня у 52 % від усієї банківської системи, держава отримала колосальний важіль впливу і на публічні фінанси, і на банківську систему України [55].

Таким чином, слід говорити про функціонування управлінсько-інституційної складової фінансової інфраструктури в Україні, яка представлена державними фінансовими інституціями, саморегулювальними організаціями та об'єднаннями професійних учасників. Відповідно до законодавства України повноваженнями об'єднання професійних учасників є: «...впровадження норм профе-

⁵⁵ Огляд банківського сектору. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: www.bank.gov.ua. (дата звернення 12.01.2019 р.).

сійної етики в практичній діяльності учасників об'єднання; розроблення і затвердження методичних рекомендацій щодо впровадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку; впровадження ефективних механізмів розв'язання спорів, пов'язаних з діяльністю учасників об'єднання; моніторинг дотримання Статуту та внутрішніх документів об'єднання його учасниками» [56]. Значно ширшими вбачаються повноваження саморегулювних організацій, які, серед іншого, можуть навіть застосовувати заходи дисциплінарного впливу до своїх членів. Фактично ми маємо справу з особливими регулювними механізмами, коли частина повноважень надана саморегулювним організаціям та об'єднанням професійних учасників;

- *за допомогою інструментарію фінансової інфраструктури.* Зрозуміло, що йдеться не тільки про фінансові інструменти, визначені Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» [57], а про значно ширший спектр та інструментарій впливу (фінансові інструменти, фінансові послуги, фінансові операції). Проте в будь-якому разі інструментарне забезпечення функціонування фінансової інфраструктури слугує підґрунтям для виділення взаємозалежностей і водночас — розбіжностей. Наприклад, будь-який борговий фінансовий інструмент для одного економічного агента є активом, що здатен принести в майбутньому доходи, для іншого — зобов'язанням.

Аналіз дефініції «інституційна фінансова інфраструктура» та її складових потребує також і дослідження питання про доцільність виділення обслуговуючої фінансової інфраструктури. На наш погляд, такий підхід недоречний із кількох мотивів: по-перше, термін «обслуговуюча» за змістом підкреслює допоміжний, вторинний, характер такої діяльності, що зовсім не відповідає дійсності; по-друге, як буде показано нижче, універсальність окремих фінансових інституцій у поєднанні з регуляторними вимогами роблять деякі фінансові послуги єдиною сукупністю управлінських рішень, які неможливо відділити одна від одної. Наприклад, у цьому випадку найпоказовішою є послуга недержавного пенсійного забезпечення, в якій переплітаються акумуляція коштів (здійснюється безпосередньо НПФ), управління активами (компанія з управління активами), адміністрування (адміністра-

⁵⁶ Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку. Рішення НКЦПФР від 27.12.2012 р. №1925.

⁵⁷ Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

тор НПФ), зберігання активів (депозитарна установа) та ін. Чи варто говорити про обслуговуючий характер діяльності хоча б однієї з наведених фінансових інституцій? Зрозуміло, що ні, адже фактично ми маємо справу з *єдиною та нерозривною* (виділено нами. — Б.С.) множиною операцій та послуг, які складають сутнісний бік фінансової послуги у сфері недержавного пенсійного забезпечення. Наприклад, абсолютно некоректним вбачається віднесення до обслуговуючої фінансової інфраструктури фондових бірж, які здійснюють професійну діяльність з організації торгівлі, депозитарних установ, що також проводять депозитарну діяльність як професійний вид.

Очевидно, що на сьогодні в процесі діяльності суб'єкти інституційної фінансової інфраструктури взаємодіють не лише з іншими фінансовими інституціями, а й з економічними агентами, що не мають такого статусу. Проте зараховувати їх до обслуговуючої фінансової інфраструктури недоречно. З урахуванням викладеного вище, місце інституційної фінансової інфраструктури у фінансовій інфраструктурі загалом можна зобразити так (рис. 1.5).

ФІНАНSOVA ІНФРАСТРУКТУРА			
Управлінська фінансова інфраструктура		Інституційна фінансова інфраструктура	
Фінансові департаменти (служби) мікрорівня	Органи державного регулювання фінансових відносин	Управлінсько-інституційна фінансова інфраструктура: державні фінансові інституції, саморегулювні організації, об'єднання професійних учасників	Фінансові інституції

ІНСТРУМЕНТАРІЙ ФІНАНСОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ			
Фінансові плани, фінансові прогнози та ін.	Податки, збори, державні позики, трансфери та ін.	Депозити, кредити, акції, інвестиційні сертифікати, фінансові санкції та ін.	Депозити, кредити, акції, інвестиційні сертифікати, фондові індекси та рейтинги та ін.

Рис. 1.5. Складові фінансової інфраструктури

Джерело: Розроблено автором.

Оцінюючи запропонований на рис. 1.5 підхід до поділу фінансової інфраструктури, слід зважати, що її трансформація під впливом тенденцій сучасної економіки має невідворотний характер. З цих причин усталені підходи до функцій і завдань фінансових інституцій швидко втрачають актуальність. Тому такі зміни мають перебувати у центрі уваги сучасної науки, адже саме з їх допомогою можна сформулювати принципово нові методологічні підходи до інституційної фінансової інфраструктури.

1.3. Трансформація цілей, функцій і завдань інституційної фінансової інфраструктури на сучасному етапі

Цивілізаційний розвиток людства характеризується стрімкими змінами, які слугують об'єктом прискіпливої уваги з боку науковців. При цьому характер таких трансформацій обумовлює їх дослідження і з позицій економіки, і з позиції інших наук. Фактично ми маємо справу не тільки з необхідністю перегляду методологічних підходів до фінансового господарства та фінансової інфраструктури, а й з потребою в оцінці тих складних процесів, що відбуваються на глобальному рівні. Уже зараз цілком уживаними навіть у повсякденному житті більшості громадян є дефініції, що лише кілька десятиліть тому використовувалися тільки обмеженим колом учених.

«Постіндустріальна економіка» як термін, що виник у XX ст., протягом тривалого часу вважався прерогативою досліджень експертних та наукових кіл, проте галопуючі темпи глобалізації фактично визначили цей уклад як даність сучасного етапу розвитку людської цивілізації. Про радикальний характер таких змін свідчить хоча б той факт, що вже наприкінці XX — на початку XXI ст. поняття «постіндустріальна економіка» поступово втрачає пріоритетність у наукових дослідженнях, поступаючись іншим, таким як «інформаційна економіка», «мережева економіка», «цифрова економіка», «економіка знань» тощо. Очевидно, що в межах одного дослідження фактично неможливо описати всі підходи до оцінки суспільних та економічних модифікацій, проте можна охарактеризувати їх вплив на функціонування інституцій-

ної фінансової інфраструктури, взаємозв'язки та співвідношення між собою.

В абсолютній більшості сучасних досліджень акцентується на тому, що поняття «постіндустріалізм» було вперше введене в науковий обіг у XX ст. індійським науковцем А. Кумарасвами, головна спеціалізація економічних досліджень якого — доіндустріальний розвиток азійських країн [⁵⁸]. Зазначимо, що багато в чому сучасні прихильники постіндустріалізму повинні завдячувати розвитком цього напрямку іншому досліднику початку XX ст. — А. Пенті, який неодноразово підкреслював, що автором терміна «постіндустріалізм» є саме А. Кумарасвами [^{59 60}].

Які базові характеристики надавалися постіндустріальному суспільству в роботах засновників вивчення основ постіндустріалізації? На наш погляд, тут треба насамперед зупинитися на такому:

по-перше, і А. Курамасвами та А. Пенті в тій чи тій мірі поділяли погляди існуючих на той час соціалістичних, тобто лівих, течій;

по-друге, їх «постіндустріалізм» у першу чергу був спрямований на подолання суперечностей, що були тоді в індустріальній капіталістичній економіці;

по-третє, вказані дослідники певною мірою ігнорували роль технологічної компоненти у формуванні постіндустріалізму.

Загалом можна стверджувати, що тогочасні погляди на постіндустріальний розвиток багато в чому були результатом аналізу гострих соціальних та економічних диспропорцій кінця XIX — початку XX ст., пошуку відповідей на питання, пов'язані з швидким розвитком промисловості в окремих країнах, здатністю і/або нездатністю окремих національних держав конкурувати у глобальному форматі за рахунок постіндустріалізації власної економіки.

Потужний поштовх теоретичні концепції постіндустріальної економіки дістали у другій половині XX ст., коли почали з'являтися дослідження, які в основу постіндустріального розвитку поклали вже технологічну складову та її вплив на економічні

⁵⁸ Coomaraswamy A. (ed.). *Essays in Post-Industrialism: A Symposium of Prophecy Concerning the Future of Society*. London, 1914.

⁵⁹ Penty A. *Old Worlds for New: A Study of Post-Industrial State*. London, 1917.

⁶⁰ Penty A. *Post-Industrialism*. London, 1922.

процеси. У цьому контексті не можна обійти увагою внесок у розвиток цього напрямку Д. Белла, який особливо підкреслював роль знань у розвитку суспільства та економіки: «...технологічною першоосновою постіндустріальної трансформації виступають наука і теоретичне знання» [61].

Також у своїх роботах Д. Белл стверджував, що для постіндустріальної економіки характерним є те, що більша частина робочої сили вже не зайнята у сільському господарстві й оброблювальній промисловості, а зосереджена у сфері послуг, до якої належать торгівля, фінанси, транспорт, охорона здоров'я, індустрія розваг, освіта та управління» [62].

У контексті нашого дослідження звернемо увагу на прямий зв'язок між тенденціями постіндустріалізації економіки та фінансовим господарством. І тут справа не лише в позиції Д. Белла, який виокремив фінансову сферу як одну з провідних для постіндустріальної економіки. Йдеться насамперед про здатність фінансових відносин до найповнішого відображення характеристик, особливостей, переваг і недоліків постіндустріальної економіки. Більше того, саме на постіндустріальному етапі розвитку глобальні фінанси досягли таких масштабів, які були фактично неможливими в індустріальну епоху. Фактично відбулося тотальне витіснення промислового капіталу капіталом фінансовим в усіх без винятку економічно розвинених країнах. Загалом саме такі процеси дали можливість окремим науковцям досить конкретно підійти до визначення характеристик постіндустріальної економіки. Як буде показано нижче, в таких підходах автори акцентують увагу на тих чи тих кількісних (насамперед! — Б.С.) і/або якісних змінах в економіці.

Зокрема, один із фундаторів вказаного напрямку Т. Стоун'єр зазначив, що постіндустріальна економіка являє собою економіку, в якій промисловість за показниками зайнятості і своєї частки в національному продукті поступається першим місцем сфері послуг, а сфера послуг являє собою переважно обробку інформації [63]. Як бачимо, і в цьому підході акцентується на кількісних змі-

⁶¹ Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования. М.: Академия, 2004. С. XL.

⁶² Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования. М.: Академия, 2004. С. 168-171.

⁶³ Стоуньер Т. Информационное богатство: профиль постиндустриальной экономики. Новая технократическая волна на Западе. М.: Прогресс, 1986. С. 392-394.

нах в економічній архітектурі, а також на інформаційній складовій постіндустріального розвитку.

У той же час не треба нехтувати тим фактом, що постіндустріальне суспільство, як і постіндустріальна економіка, часто розглядаються сучасними вченими як певні формації з доволі невідзначеними характеристиками, ознаками та тенденціями. Більше того, вже зараз можна зустріти позиції, відповідно до яких постіндустріальне суспільство (чи постіндустріальна економіка) — це щось абстрактне, нечітке та фрагментарне. Зокрема, наведемо погляд О. Гончаренко: ««Постіндустріальна економіка» як назва нової моделі розвитку характеризує переважно її історичне місце, але не пояснює сутності нового суспільства» [64]. Тобто на думку цього вченого, постіндустріальна економіка як термін це скоріше певна узагальнююча характеристика сучасного стану людської цивілізації та економіки.

Яка першооснова для таких позицій науковців? У першу чергу тут йдеться про відмінності і в проявах постіндустріалізму, і з погляду окремих національних держав, і для різних економічних агентів. Зрозуміло, що наслідки таких змін не можуть і не повинні бути ідентичними, звідси й з'являються такі розбіжності в оцінках.

Також треба зважати на швидкість зазначених змін, особливо в технологічній частині. Якщо раніше термін «технологічна революція» оцінювався в межах кількох десятиліть, то зараз окремі технологічні інновації втрачають новизну буквально за кілька років, а то й місяців. Така швидкість не в останню чергу пояснюється роллю інформації та знань у розвитку сучасного суспільства. З цього приводу правильно наголосив відомий вітчизняний науковець А. Чухно: «Зміна співвідношення між індустріальним і постіндустріальним суспільством є утвердженням нових технологій, ... зародження якісно нового фактора виробництва — інформації та знання» [65].

Якщо узагальнити наукові позиції щодо сутності та характеристик постіндустріальної економіки, їх можна подати таким чином (рис. 1.6).

⁶⁴ Гончаренко О. Постіндустріальний розвиток національної економіки. *Економічний аналіз*. 2010. Вип. 5. С. 68–70.

⁶⁵ Чухно А. Модернізація економіки та економічна теорія. *Економіка України*. 2012. № 9. С. 4–12.



Рис. 1.6. Ключові характеристики постіндустріальної економіки

Джерело: Узагальнено автором.

Логічним продовженням досліджень постіндустріального суспільства та постіндустріальної економіки можна цілком впевнено назвати появу інших понять, які (з погляду різних авторів) у певній мірі доповнюють, витісняють [⁶⁶] та ін. дефініцію «постіндустріальна економіка». У цьому контексті слід, крім інформаційної економіки, назвати такі дефініції, як «економіка знань», «нова економіка», «мережева економіка», «цифрова економіка». У рамках нашого дослідження зупинимося на найзначиміших підходах до характеристики їх змісту.

Більшість науковців, які досліджували постіндустріальну економіку, вказували на особливу роль інформації в її становленні. У кінцевому варіанті це сприяло формуванню в наукових колах чіткого логічного взаємозв'язку «постіндустріальна економіка — інформаційна економіка». Такий погляд часто відображено й у наукових позиціях щодо сутності інформаційної економіки, окремі ознаки якої чи не повністю збігаються з характеристиками економіки постіндустріальної. Так, уже згадуваний нами А. Чухно прямо зазначає, що «...становлення нового *інформаційного постіндустріального способу* (виділено нами. — Б.С.) виробництва супроводжується змінами як у виробництві, так і у суспільно-виробничих відносинах. Такі зміни виявляються у переході

⁶⁶ Зауважимо, що точно ідентифікувати взаємозв'язки та протиріччя між різними поняттями, які характеризують цивілізаційний розвиток на сучасному етапі не видається можливим через їх «розмитість».

до планування нематеріального виробництва, інтелектуалізації праці і виробництва, зміні класової структури суспільства» [67].

Отже, з позиції відомого вітчизняного вченого, яку можна цілком аргументовано підтримати, «постіндустріальне» абсолютно невід’ємне від «інформаційного». І це стосується як усього суспільства, так і його економічного життя. Зрозуміло, що роль інформації в постіндустріальній економіці, зважаючи на тісний зв’язок, повинна бути об’єктом окремого дослідження. Втім, саме інформаційний характер постіндустріальної економіки, на наш погляд, визначив і зміни у фінансових відносинах і фінансовому господарстві.

Так, один із найвідоміших дослідників інформаційної економіки Ф. Мачлуп зазначає, що вона є економікою, в якій велика частина валового внутрішнього продукту забезпечується діяльністю з виробництва, обробки, зберігання та передачі інформації і знань [68]. Цілком очевидно, що така позиція перегукується з наведеною вище аргументацією Т. Стоун’ера щодо ролі інформації в постіндустріальному розвитку. Разом з тим, досліджуючи вказаний аспект, слід зазначити, що в наукових колах є різні позиції щодо взаємозв’язків інформаційної економіки та постіндустріальної економіки: одні автори фактично ототожнюють ці поняття та їх змістовні характеристики, інші — все ж підкреслюють існування суттєвої різниці.

Беручи до уваги спрямування нашого дослідження, важливого значення набуває аналіз позицій сучасних учених, які характеризують інформацію як економічний ресурс та її роль на сучасному етапі, щоб поєднати отримані результати з науковими поглядами щодо функцій фінансових інституцій.

Детальніше зупинимось на першій частині виділеної проблеми і за базис візьмемо позицію відомого вченого Дж. Барні, який виокремив чотири критерії оцінки стратегічних активів [69]:

- цінність для організації;
- відсутність замінників;
- складність або неможливість копіювання чи відтворення;
- рідкісність серед активів конкурентів.

⁶⁷ Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання. *Економіка України*. 2010. № 1. С. 4-18.

⁶⁸ Machlup F. The Production and Distribution of Knowledge in the United States. NJ.: Princeton. 1962. 283 p.

⁶⁹ Barney J. Firm resources and sustainable competitive advantage. *Journal of Management*. №17. 1991. Pp. 99-120

Відповідь на питання щодо можливостей аналізу інформації в контексті такого підходу є цілком прогнозованою, адже вона (інформація — Б.С.) відповідає усім згаданим критеріям. Звернемо особливу увагу на такий критерій, як рідкісність серед активів конкурентів — володіння «особливою, рідкісною інформацією» стає явною перевагою у конкурентній боротьбі і на рівні держав, і на рівні організацій, і на рівні індивідуумів.

Розуміння такої ролі інформації було поширене серед учених ще з середини минулого століття: «Інформація — це вихідний матеріал для підготовки й прийняття управлінських рішень, які не можна сформулювати, не проаналізувавши фактори та обставини конкретної виробничої ситуації, що детально, достовірно, своєчасно і всесторонньо характеризують її» [70].

Загалом аналіз існуючих положень економічної науки щодо сутності інформації дає можливість виділити її такі ознаки. Проте, зважаючи на складність дефініції «інформація», цей перелік навряд чи може бути вичерпним (рис. 1.7).

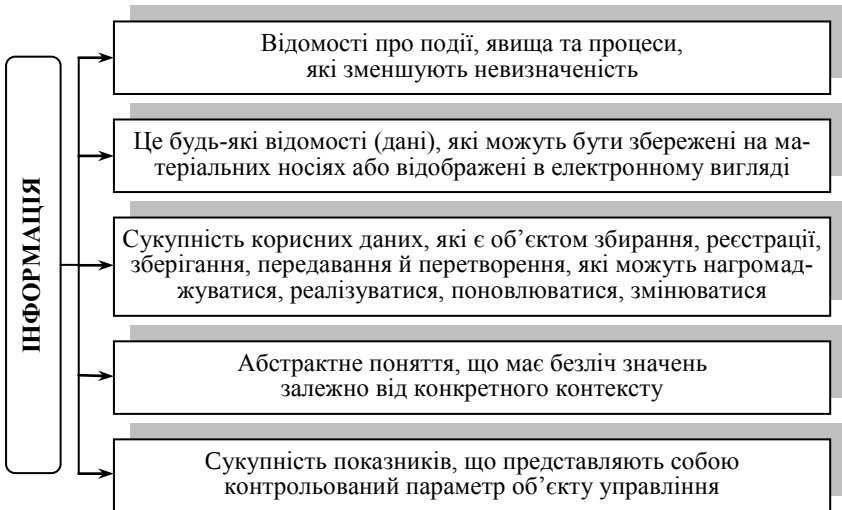


Рис. 1.7. Наукові підходи до сутності інформації

Джерело: Складено автором.

Як видно з рис. 1.7, сучасна наука доволі широко підходить до розуміння сутності інформації. В найвідомішому варіанті інформа-

⁷⁰ Васенко В. Фінансове посередництво. Черкаси: Вид-во ПП Чабаненко Ю.А. 2009. 450 с.

цію розглядають як певні відомості про зовнішнє та внутрішнє середовища, за допомогою яких долається невизначеність; підкреслюють також здатність інформації накопичуватися, змінюватися, передаватися, також аналізують інформацію і з позиції управлінської складової. Таким чином, можна зробити висновок, що виділення змістовних ознак дефініції «інформація» багато в чому залежить від конкретного напрямку, контексту і цілей дослідження.

Відсутня єдність у наукових колах і щодо змісту та характеристик інформаційної економіки. Так, у роботі одного з фундаторів цього напрямку науки інформаційна економіка розглядається з погляду галузевого принципу «...як кластер галузей, що напрацьовують сучасні бази даних і засоби, які забезпечують їх функціонування і застосування» [71].

Очевидно, що такий підхід узагальнено відповідав розумінню ролі інформації та відповідних галузей в економічних процесах, що відбувалися в середині ХХ ст. Інформаційна складова економічних відносин ще тільки почала зароджуватися та набувати вагомої ролі, відповідно, дослідники оцінювали інформаційну економіку доволі вузько — з позиції відповідних економічних агентів, які забезпечували збір та обробку інформації на новій технологічній платформі. Посилення ролі інформації, її поступове перетворення на важливий фактор конкуренції значно розширило розуміння інформаційної економіки. Саме це дало можливість окремим науковцям стверджувати про існування вузького та широкого підходів до інформаційної економіки. В праці Є. Ніколаєва знаходимо: «Інформаційна економіка у широкому сенсі — це така економічна система, де галузі, в яких створюється інтелектуальний продукт, посідають центральне місце та визначальним чином впливають на функціонування усіх інших галузей» [72].

Доволі поширеними є наукові позиції, в яких інформаційна економіка характеризується аналогічно до постіндустріальної — через зміну співвідношень у процесах виробництва різних товарів і надання послуг. Зокрема, відомий дослідник інформаційного напрямку в економіці Ф. Мачлуп зазначає: «Інформаційна економіка — це економіка, в якій велика частина валового внутрішнього продукту

⁷¹ Porat M. The Information Economy. Nine volumes. US Department of Commerce. Washington, 1977.

⁷² Ніколаєв Є. Про предмет теорії інформаційної економіки. Проблеми формування нової економіки ХХІ століття: матеріали ІІІ Міжнар. наук.-практ. конф. Дніпропетровськ, 2010. Т. 1: Національні стратегії розвитку в умовах глобалізації. С. 59.

забезпечується діяльністю з виробництва, обробки, зберігання та передачі інформації і знань» [73]. Іншими словами, йдеться про перетворення інформації на важливий виробничий ресурс. У свою чергу розвиток інформаційних технологій, посилення ролі інформації в економічних відносинах визначили аналіз інформаційної економіки як певного напрямку сучасної науки, який досліджує вказані аспекти. Саме такий підхід висвітлено в працях Б. Корнейчука [74], В. Бабіченка [75] та інших авторів.

Узагальнюючи, підкреслимо, що ми умисно значну увагу приділили поняттям «інформація» та «інформаційна економіка». Адже, по-перше, в основі інших процесів, які характеризуються вченими як постіндустріальна економіка, мережева економіка, економіка знань та ін. в обов'язковому порядку лежать радикальні зміни в збиранні, обробці та використанні інформації; по-друге, якраз в інформаційній сфері сконцентровані точки біфуркації, які змінюватимуть сучасне суспільство; насамкінець, інформація та інформаційні технології чинять найістотніший вплив на функціонування сучасних фінансових інституцій. Разом з тим напевно варто погоджуватися з розглядом інформаційної економіки як певної науки, все ж йдеться про узагальнюючий характер змін, що відбуваються під впливом інформатизації, і досліджуватися ці явища повинні в рамках інших наук — економіки, соціології та ін.

Зрозуміло, що в своїй логіці розвиток інформаційної економіки визначив і процес, який у фаховій літературі дістав назви «мережізація», «мережевізація». Як зазначають вітчизняні фахівці: «В умовах інформаційної економіки об'єднання в мережеві структури має істотне значення для компаній...» [76]. У праці І. Малик подано таке визначення: «Під мережевою економікою розуміють економіку, в якій переважна кількість інформаційних взаємодій відбувається на основі електронних мереж, а її основу становлять мережеві організації» [77].

⁷³ Machlup F. The Production and Distribution of Knowledge in the United States. NJ.: Princeton. 1962. 283 p.

⁷⁴ Корнейчук Б.Я. Информационная экономика. СПб. Питер. 2006. 400 с.

⁷⁵ Бабіченко В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку. Київ: Виниченко, 2014. 552 с.

⁷⁶ Данилович-Кропивницька М. Інформаційна економіка як платформа мережізації. *Економіка і суспільство* 2016. №7. С. 273-278.

⁷⁷ Малик І. Тенденції розвитку інформаційної економіки в Україні. *Вісник Східно-європейського університету економіки і менеджменту. Сер.: Економіка*. 2013. Вип. 1 (14). С. 25-34.

Яким чином і в якій мірі можна застосувати підходи мережевої економіки до інституційної фінансової інфраструктури? Очевидно, що в першу чергу тут мова повинна йти про технологічні зміни та їх вплив на відносини між фінансовими інституціями та іншими економічними агентами. Головний результат таких змін — перетворення глобальних фінансів на специфічне середовище, ключовими ознаками якого є, по-перше, взаємопов'язаність на всіх без винятку рівнях; по-друге, взаємозалежність; по-третє, безперервний характер функціонування; по-четверте, швидкість проведення фінансових операцій та руху капіталу; по-п'яте, інституційна універсалізація. На наш погляд, виділені характеристики глобального фінансового середовища можна розглядати як прямий результат не тільки мережевізації, а й інших процесів глобального характеру — інформатизації, інтелектуалізації, цифровізації тощо.

У своїй основі мережевізація пов'язана і з таким явищем, яке описують як «цифрова економіка». Для прикладу наведемо таке визначення: «Цифрова економіка — глобальна мережа економічних та соціальних заходів, реалізованих через такі платформи, як Інтернет, а також мобільні та сенсорні мережі» [78]; «підтримуюча інфраструктура (апаратне забезпечення, програмне забезпечення, телекомунікації, мережі); електронний бізнес (будь-які процеси, які організація проводить через комп'ютерні мережі); електронна комерція (передача товарів он-лайн)» [79].

Інформатизація багато в чому визначила ще одну важливу тенденцію, яка змінює принципи та модель економічних відносин — інтелектуалізацію, що в підсумку визначила формування знаннєвої економіки. Загалом поява та поширення категорії «економіка знань» є цілком очевидною відповіддю науки на зміни, що притаманні як суто економічним, так і соціальним та суспільним процесам. Якраз володіння знаннями (як на рівні індивідуумів, так і на рівні корпорацій та держав) на сучасному етапі перетворилося чи не на найдієвіший фактор конкурентної боротьби. Знання як специфічний економічний та соціальний ресурс докорінно змінили і роль особистості у сучасному світі. Як зазначають сучасні вчені, економіка знань створює, розповсюджує та

⁷⁸ The Concept of a “Digital Economy”. URL.: <http://odec.org.uk/theconcept-of-a-digital-economy> (дата звернення 19.01.2019).

⁷⁹ Mesenbourg T. Measuring the Digital Economy. US Bureau of the Census. 2001. URL.: <https://www.census.gov/content/dam/Census/library> (дата звернення 19.01.2019).

використовує знання для забезпечення власного зростання та конкурентоспроможності [80].

У підсумку, трансформації дали можливість виділити науковцям такий термін, як «нова економіка». Зокрема, вчені зазначають, що «...нова економіка — це найновіший етап еволюції, що супроводжується активним впливом знань на економічне і соціальне середовище й характеризується переважанням соціальних чинників та якісними перетвореннями суспільного життя. Інновації виступають при цьому кінцевим продуктом нової економіки, а також її економічними, соціальними, екологічними, науково-технічними результатами» [81]. Дефініція «нова економіка» певною мірою увібрала в себе максимально можливі характеристики тих змін, що відбуваються в економічному та соціальному вимірах сучасного світу.

Проведений аналіз дає можливість зробити такі важливі висновки про формування нового формату економічних відносин.

1. Існує очевидна взаємопов'язаність дефініцій «постіндустріальна економіка», «інформаційна економіка», «цифрова економіка», «економіка знань» і т.д. Таку спільність найвиразніше охарактеризував уже згадуваний науковець А. Чухно [82] — у сфері виробництва: інтенсивне використання знань і послуг; виробництво зерна нижче, ніж від виробництва знань; індустрія знань важливіша від матеріальної індустрії; турбота про довкілля; у сфері циркуляції: глобалізація ринку; розвиток віртуальних ринків; швидка зміна ринку; віртуальні гроші; електронні карти оплати; у сфері розподілу: розподіл на основі заслуг і відповідно до соціальної справедливості; капітал, знання та інвестиції рівноправні як критерії розподілу.

2. На сьогодні у наукових колах відсутній консенсус щодо рівня такої взаємопов'язаності — їх розглядають і як єдиний процес, і як різні частини одного цілого та ін. На наш погляд, основа такої невизначеності — загальна складність і багатоаспектний характер трансформацій, що притаманні зараз розвитку цивілізації. Більше того, зустрічаються і вкрай критичні позиції, в яких

⁸⁰ Федулова Л. І. Економіка знань. НАН України; Ін-т екон. та прогноз. НАН України. К. 2009. 600 с.

⁸¹ Семенов В., Басюк О. Використання потенціалу нової економіки при формуванні регіональних інноваційних структур організації і управління туризмом. О.: Атлант, 2013. С. 11.

⁸² Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання. *Економіка України*. 2010. № 1. С. 4-18.

автори підкреслюють неможливість точних характеристик цієї формації [⁸³]. На наш погляд, критичний підхід до сутності пост-індустріальної економіки нового формату та її характеристик надалі буде з цілком об'єктивних причин поширюватися. Не в останню чергу це пов'язано з тим, що наслідки таких процесів є надзвичайно неоднозначними з погляду цивілізаційного розвитку.

3. Динамічний характер змін сучасної економіки зумовлює й адекватний розвиток дефініцій економічної науки, у результаті чого доволі швидко амортизуються ті поняття, які ще донедавна вважалися новітніми та інноваційними.

Описані характеристики цілком логічно можна пов'язати і зі змінами у фінансових відносинах, які визначають і трансформацію на рівні інституційної фінансової інфраструктури. На наш погляд, в аналізі цього питання слід виходити з функцій і завдань фінансових інституцій (фінансових посередників).

З цього приводу вітчизняний фахівець В. Васенко зазначає: «Фінансове посередництво — це професійна діяльність на фінансовому ринку, яка потребує отримання (ліцензії), спрямована на залучення коштів клієнтів на добровільних засадах на комісійній, інвестиційній або іншій основі, передбачає їх інвестування у фінансові активи з метою отримання прибутку і виплати його обумовленої частини клієнту» [⁸⁴]. У такому підході виокремлюються найважливіші ознаки фінансового посередництва: по-перше, це професійна діяльність; по-друге, в будь-якому разі відбувається залучення ресурсів клієнта з подальшим їх інвестуванням; по-третє, частина отриманого прибутку від таких інвестицій виплачується клієнтові. Прямого посилення на зміни в діяльності фінансових посередників тут немає, хоча зрозуміло, що, наприклад, залучення коштів клієнтів і їх подальше інвестування відбуваються винятково з використанням певної інформації та на основі знань.

Інші відомі вітчизняні вчені вважають, що «фінансові посередники — це спеціалізовані інститути, що опосередковують рух фінансових ресурсів, залучаючи їх шляхом розміщення фінансових інструментів власного випуску (у тому числі виражених у

⁸³ Гончаренко О. Постіндустріальний розвиток національної економіки. Економічний аналіз. 2010. Вип. 5. С. 68-70.

⁸⁴ Васенко В. Фінансове посередництво. Черкаси: Вид-во ПП Чабаненко Ю. 2009. 450 с.

формі цінних паперів) серед індивідуальних інвесторів та вкладаючи з акумульовані у такий спосіб кошти в різноманітні фінансові активи» [85]. Як бачимо, в такому підході аналогічно до попереднього акцентується увага на процесах попередньої акумуляції ресурсів (заощаджень) фінансовими посередниками з їх подальшим вкладенням у різноманітні фінансові активи. В той же час В. Зимовець та ін. вказують на те, що фінансові посередники здійснюють залучення ресурсів за допомогою різноманітних фінансових інструментів (у тому числі цінних паперів).

Майже аналогічну позицію займають С. Науменкова та С. Міщенко: «Фінансові посередники здійснюють професійну діяльність з фінансовими активами, яка визначається потребою спрямувати рух грошових коштів від заощаджувачів до позичальників, забезпечуючи при цьому прийнятий рівень дохідності, ризику та ліквідності» [86].

Проте і в цій позиції можна виділити цікаву рису — фінансові посередники в процесі інвестування повинні забезпечити своїм клієнтам (власникам заощаджень) прийнятний рівень дохідності, ризику та ліквідності, що, на наш погляд, визначає й особливу роль інформаційного забезпечення.

Слід виходити з того, що кожен економічний агент, у якого наявні заощадження, має щонайменше дві альтернативи: по-перше, самостійний вибір об'єкта інвестицій та укладання угоди; по-друге, використання послуг фінансових посередників. З першого погляду вибір власником заощаджень однієї з зазначених альтернатив на фінансовому ринку не впливає на кінцевий результат — вільні ресурси економічних агентів будуть трансформовані в інвестиції (як правило, через купівлю відповідних фінансових інструментів). Втім у разі прямої взаємодії безпосередньо володіти фінансовими інструментами, що випущені об'єктом інвестицій, будуть власники заощаджень, і тому права та зобов'язання виникатимуть між ними та кінцевими об'єктами інвестування. У другому випадку — власники заощаджень володітимуть фінансовими інструментами, емітованими фінансовими посередниками, які, в свою чергу, на наступному етапі спрямовують отримані кошти на ринок, а взаємні права та зобов'язання виникнуть на рівнях «інвестор — фінансовий посередник» і «фінансовий посередник — кінцевий об'єкт інвестування». У цьому

⁸⁵ Зимовець В., Зубик С. Фінансове посередництво. К.: КНЕУ, 2004. 288 с.

⁸⁶ Науменкова С., Міщенко С. Ринок фінансових послуг. К.: Знання. 2010. 532 с.

контексті і постає питання про переваги використання механізму фінансового посередництва в умовах нового формату економічних відносин. Цілком аргументованою можна вважати позицію, відповідно до якої функції (а з цього витікають і завдання) фінансового посередництва розподіляться на дві групи. В основі такого поділу — функції ринку фінансових послуг як невід’ємної частини фінансового ринку: 1) загальні функції ринку (вони притаманні будь-якому ринку) — ціноутворююча, регулююча, інформаційна, розподільча, посередницька [87]; 2) специфічні функції та завдання, які можуть реалізовуватися виключно в рамках цього виду економічної діяльності (рис. 1.8).



Рис. 1.8. Функції фінансового посередництва в економіці

Джерело: Розроблено автором.

Наведені на рис. 1.8 специфічні функції фінансового посередництва відображають позиції багатьох науковців [88 89 90 91 92], проте в них не детермінується функціональна трансформація фі-

⁸⁷ У науковій літературі виділяють й інші функції ринку, проте тут наведені найбільш поширені з них.

⁸⁸ Зимовець В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток. К.: Ін-т економіки НАНУ. 2003. 314 с.

⁸⁹ Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. June 1997. № 35. Pp. 688-726.

⁹⁰ Кобушко І. Фінансове посередництво. Суми: Вид-во СумДУ, 2010. 194 с.

⁹¹ Школьник І., Семенов А. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки. *Фінанси України*. 2011. №1. С. 83-93.

⁹² Пайк Р., Нил Б. Корпоративные финансы и инвестирование. СПб.: Питер, 2006. 784 с.

нансових інституцій, яка відбувається на сучасному етапі розвитку світової економіки. Скоріше наведені функції фінансового посередництва відображають класичний науковий підхід до цього питання.

На наш погляд, зміна функцій фінансових інституцій під впливом процесів, що притаманні «новій» економіці, виглядає таким чином (рис. 1.9).



Рис. 1.9. Трансформація функцій та завдань фінансових інституцій на сучасному етапі

Джерело: Розроблено автором.

Насамперед підкреслимо, що наведені на рис. 1.9 цілі та завдання інституційної фінансової інфраструктури доповнюють, а не виключають ті класичні функції та завдання, що притаманні фінансовим інституціям у ринковій економіці. На наш погляд, необхідність реалізації зазначених параметрів цілком обумовлена тими процесами, що відбуваються у «новій» економіці. Ключовими трансформаціями є:

– **на макрорівні:**

- *уникнення дій, що можуть потенційно призвести або посилити макрофінансові дисбаланси.* В умовах створення стійких взаємозв'язків у глобальній економіці банкрутство кількох великих фінансових інституцій здатне стати джерелом для акумуляції додаткових ризиків у межах усієї економіки (як приклад згадаємо події в США у 2008–2009 рр.). З метою уникнення подальшого «інфікування» економіки держава вдається до різноманітних антикризових заходів, у тому числі і до фінансової підтримки великих фінансових посередників;

- не менш важливим завданням для фінансових інституцій видається *сприяння подоланню розривів* на глобальному та регіональному рівнях, яке очевидно пов'язане з низкою локальних завдань — *стимулюванням інвестиційних процесів у новітніх галузях і соціалізацією інвестицій загалом;*

– **на мікрорівні:**

- невинна віртуалізація економічних відносин є доконаним фактом, що накладає додаткові вимоги до діяльності фінансових інституцій, пов'язані насамперед з *підвищенням рівня безпеки фінансових операцій в віртуальному середовищі;*

- фінансові інституції повинні сприяти *дефрагментації індивідуальних інвестицій*, у тому числі через універсалізацію власної діяльності з урахуванням необхідності змін у системах ризик-менеджменту. В кінцевому варіанті це дозволить також *знижити вплив ризиків глобального характеру* на індивідуальні інвестиції;

- потенційно вимагає додаткової уваги проблема інтенсифікації використання в інвестиційному процесі інформації та знань. Роль фінансових інституцій має полягати не у максимальному використанні інформаційної асиметрії та низького рівня фінансової грамотності, а в їх подоланні, нівелюванні негативного впливу тощо.

1.4. Дисбаланси та асиметрії фінансового посередництва: координати «нової» економіки

Трансформація інституційної фінансової інфраструктури — прямий наслідок процесів, що відбуваються в сучасній економіці. Очевидно, що більшість із них пов'язані з глобалізацією, її першопричинами та наслідками для цивілізаційного розвитку людства.

Поточний етап ставить перед економічною наукою надзвичайно складні завдання — поряд зі значними перевагами глобалізації на сьогодні сформовано і критичні загрози як на рівні всієї економіки, так і на рівні безпосередньо фінансових інституцій. За таких умов об'єктивно постає питання про майбутнє інституційної фінансової інфраструктури, її функціонування в умовах загострення об'єктивних суперечностей глобальної економіки.

Проте пов'язувати існуючі дисбаланси та асиметрії інституційної фінансової інфраструктури виключно з глобалізацією, на наш погляд, не зовсім вірно. Адже очевидно, що рівень «глобалізованості» національних економік різний, проте, слабе «включення» фінансових інституцій окремої країни у глобальні фінансові відносини не треба ототожнювати з відсутністю деформацій в їх розвитку. Скоріше повинна йтися про аналіз цілого комплексу факторів, які обумовлюють зміни на рівні фінансового господарства (у тому числі закладені вже у самій природі фінансового посередництва), але при цьому в основі дослідження мають бути покладені саме чинники, пов'язані з глобалізацією, формуванням принципово нових економічних відносин в умовах пов'язаних з ними інформатизації, віртуалізації та ін.

У першу чергу постає питання про ідентифікацію критеріїв, на основі яких має здійснюватися аналіз функціонування інституційного зрізу фінансової інфраструктури. Надзвичайно складно встановити референтне значення для діяльності фінансових інституцій, особливо зважаючи на той факт, що їх функціонування охоплює широкий спектр економічних агентів — власників, споживачів фінансових послуг, державу тощо. Кожен із зазначених агентів переслідує особисті інтереси, відповідно, застосовує суб'єктивні критерії для оцінки діяльності фінансових інституцій. Крім проблематики цілеутворення на рівні економічних агентів виникає питання і про оцінку ролі інституційної фінансової інфраструктури з погляду процесів на рівні всієї економіки.

Треба визнати, що в сучасній фаховій літературі останнє питання розкрито досить поверхово, можна навіть сказати, дещо стереотипно. Як правило йдеться про використання певної множини абсолютних і/або відносних показників, які дозволяють врахувати тенденції у фінансовій сфері, екстраполюючи їх на ключові макроекономічні показники. Як приклад можна навести показники «Активи фінансових інституцій / Валовий внутрішній продукт», «Обсяг кредитного портфеля банків / Валовий внутрі-

шній продукт», «Капіталізація ринку акцій / Обсяг промислового виробництва» та ін., що застосовуються як науковцями, так і на рівні звітності державних регуляторів [^{93 94}].

Такий підхід хоча й дає можливість оцінити кількісні зміни на рівні інституційної фінансової інфраструктури, однак він не формує уявлення про складні трансформації, що відбуваються у цій царині. Більше того, як показав набутий досвід, кількісне нарощування показників не завжди іманентне стійкому розвитку та забезпечує від економічних криз [^{95 96}]. Об'єктивний зв'язок між фінансовими інституціями та фінансовими інструментами (зокрема, інструментами фондового ринку) є переконливим свідченням того, що виключно кількісні підходи можуть суттєво знижувати релевантність отриманих результатів.

На наш погляд, методологія дослідження інституційної складової фінансової інфраструктури повинна передбачати серед іншого й аналіз впливу процесів, що відбуваються у новій економіці, на фінансове посередництво. Частково це питання було нами розглянуто у пп. 1.3, проте для глибшого аналізу процесів треба відштовхуватися від тих суперечностей, які притаманні сучасній глобалізації.

Зауважимо, що сьогодні навіть на побутовому рівні поняття «глобалізація», «економічна глобалізація», «фінансова глобалізація» вживаються достатньо часто. Це наслідок того, що пересічні громадяни активно користуються її результатами. Разом з тим стверджувати про єдність наукових позицій щодо змістовних характеристик глобалізації не варто. Відсутність єдиного погляду на сутність глобалізаційних процесів зайвий раз демонструє складність і змістовну множинність цього поняття. Виходячи з напряду нашого дослідження, слід також акцентувати увагу і на сутності поняття «фінансова глобалізація», яке вже безпосередньо пов'язано з інституційною фінансовою інфраструктурою.

⁹³ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. URL.: www.bank.gov.ua (дата звернення 15.01.2019 р.).

⁹⁴ Самородов Б., Гойман М. Аналіз та оцінка фінансових показників банків в контексті забезпечення функціонування банківського сектору. «Бізнес-інформ». 2013. № 12. С. 284-291.

⁹⁵ The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications. Washington: Congressional Research Service, 2009. 151 p.

⁹⁶ Буквич Р., Ощич Ч. Финансализация и современные экономические кризисы. Вестник НГИЭИ. №3 (22), 2013. URL.: [http://cyberleninka.ru/article/n/ finansializatsiya -i-sovremennye-ekonomicheskie-krizisy](http://cyberleninka.ru/article/n/finansializatsiya-i-sovremennye-ekonomicheskie-krizisy).

У фаховій літературі існує надзвичайно велика кількість визначень як поняття «глобалізація», так і поняття «фінансова глобалізація». У більшості з них протягом тривалого часу увага акцентувалася на позитивних процесах об'єднання, уніфікації, посилення економічних взаємозв'язків на глобальному рівні. При цьому наголосимо, що такий своєрідний позитивістський підхід (оцінка насамперед її позитивних якостей) здебільшого стосується досліджень середини — кінця ХХ ст., тоді як зараз усе частіше говорять про антагонізми, що притаманні глобалізації, її деструктивні наслідки для політичного, економічного та соціального розвитку.

У чому полягає складність чіткої детермінації глобалізації та її характеристик, які серед іншого впливають на інституційну фінансову інфраструктуру? У першу чергу треба зважати на той факт, що глобалізація є і соціокультурним процесом, який торкається надзвичайно складних для оцінки позаекономічних сторін людського буття. Більше того, вже на зорі формування глобалістики як окремого напрямку сучасної науки у вчених було сформоване розуміння всеосяжності сутнісних характеристик глобалізації як такої. Зокрема, у праці Р. Робертсона зазначено, що глобалізація являє собою процес перетворення загального на окреме й окремого на загальне [⁹⁷]. Чи варто зайвий раз підкреслювати, що саме в такому доволі розмитому та багато в чому незрозумілому підході віддзеркалена вся сутність сучасної глобалізації?

Звернемо увагу й на позицію Я. Штолте, який зводить сутність глобалізації до таких п'яти процесів — інтернаціоналізація, лібералізація, універсалізація, модернізація, детериторизація [⁹⁸]. Цілком зрозуміло, що всі без винятку стратегічні напрями глобалізації у повній мірі відображаються і на функціонуванні інституційної фінансової інфраструктури. Більше того, процеси на рівні фінансових інституцій багато в чому формують сутнісний бік сучасної глобалізації. Проте зовсім неочевидною (як і загалом для глобалізації) є оцінка таких змін. З одного боку, йдеться про створення принципово нових можливостей для функціонування фінансових інституцій, з другого — про продукування абсолютно нових і значимих загроз.

Окремі вітчизняні вчені зазначають, що глобалізація є всеохоплюючим процесом трансформації світового співтовариства у ві-

⁹⁷ Robertson R. *Globalization: Social Theory and Global Culture*. London: Sage Publications Ltd., 1992. 188 p.

⁹⁸ Scholte J. A. *Globalization. A critical introduction*. London: Palgrave, 2000. 361 p.

дкриту цілісну систему інформаційно-технологічних, фінансово-економічних, суспільно-політичних, соціально-культурних взаємозв'язків і взаємозалежностей [⁹⁹]. Як бачимо, на думку В. Базилевича та ін., глобалізаційні процеси охоплюють різноманітні аспекти суспільного життя, але на перший план виходять технологічні зміни, пов'язані з роллю інформації. Крім того, не можна оминати увагою і той факт, що В. Базилевич підкреслює — у результаті глобалізації світове співтовариство перетворюється на «відкриту цілісну систему». Таким чином, можна стверджувати, що високий рівень взаємозв'язків і взаємозалежностей має у своїй суті суперечливу природу, яка абсолютно по-різному впливає на діяльність різних економічних агентів, серед яких — і фінансові інституції. Відкритість економічної системи, а з ними й інституційної фінансової інфраструктури не можна сприймати як абсолютне благо.

У свою чергу, С. Долгов вважає, що в питанні сутності глобалізації слід виходити щонайменше з таких двох її ключових характеристик [¹⁰⁰]:

- загальнопланетарний масштаб інтернаціоналізації світової економіки як логічний результат взаємодії національних економік, які постійно розширювалися, коли ця взаємодія набула вигляду їх взаємного проникнення і переплетіння;

- універсалізація, або гомогенізація, економічного життя, яка під впливом обміну знаннями, людьми, товарами, культурними цінностями дедалі більше тяжіє до єдиних стандартів, принципів і цінностей.

Щодо першого пункту, то тут на рівні фінансових відносин ми маємо справу не тільки з формуванням єдиного глобального фінансового простору, йдеться і про поступовий, але невпинний процес втрати основних характеристик ідентичності національними фінансовими ринками. Вже зараз можна говорити (хоча й з певними застереженнями) про світовий фінансовий ринок як про єдине середовище, з постійним, майже безперервним характером фінансових та інших операцій.

Аналізуючи глобалізацію в контексті економічної діяльності, слід розуміти, що вона є не тільки складним, суперечливим і все-

⁹⁹ Базилевич В., Базилевич К. Ринкова економіка: основні поняття і категорії. К.: Знання, 2006. 263с.

¹⁰⁰ Долгов С. Глобализация экономики: новое слово или новое явление? М.: Экономика, 1998. 215 с.

охоплюючим процесом. Для глобалізації характерні також глибокі тектонічні зрушення, які, по-перше, на сучасному етапі розвитку не завжди можуть бути точно ідентифіковані наукою, у тому числі економічною; по-друге, їх зовнішні прояви можуть у перспективі привести до оцінок, що виявляться абсолютно протилежними тим, які панують серед науковців зараз. Не виключаємо, що соціальний та культурний спектри вияву глобалізації надалі будуть навіть домінувати над суто економічними. Саме в цьому контексті слід розглядати й появу численних наукових робіт, в яких аналізуються релігійні та інші аспекти фінансових відносин [¹⁰¹ ¹⁰²].

На сьогодні більшість учених оцінюють глобалізацію як об'єктивний процес. Для прикладу наведемо таке визначення: «Глобалізація — це об'єктивний соціальний процес, змістом якого є дедалі більший взаємозв'язок і взаємозалежність національних економік, національних політичних і соціальних систем, національних культур, а також взаємодія людини й довкілля» [¹⁰³]. Проте можна вважати аргументованою позицію, що саме в такому об'єктивізмі сконцентровані чи не всі суперечності, що притаманні глобалізації. Також звернемо увагу на той факт, що вчені, говорячи про соціальний аспект глобалізації, вказують, що він виявляється саме на економічному рівні. Тобто фактично відбувається переплетення культурного, соціального, релігійного, політичного, економічного та інших зрізів глобалізації.

Жорстка дискусія у фаховій літературі триває і стосовно переваг і недоліків глобалізації. З цього приводу П. Кравчук зазначає: «Позитивними (рисами глобалізації. — Б.С.) ми вважаємо: поширення нових інформаційних технологій і пов'язаних із ними переваг (скорочення часу і витрат на трансакції, поліпшення умов праці та життя); перехід на ресурсозаощаджуючі технології; посилення уваги до важливих проблем людства та ін. ... до негативних наслідків глобалізації належать: посилення нерівномірності розвитку країн світу; нав'язування сильними країнами своєї

¹⁰¹ Мозговий О., Субочев О., Юркевич О. Сутність та розвиток доктрини ісламських фінансів. *Економіка України*. 2018. № 1. С. 71-81.

¹⁰² Филоник А. Исламские банки: задачи на ближайшее будущее. *Мировая экономика и международные отношения*. 2017. Т. 61, № 2. С. 85-93.

¹⁰³ Закревська Л. Наслідки глобалізації для економіки України та країн світу. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2014. Вип. 8 (159). С. 37-39.

волі, нераціональної структури господарства, політичної та економічної залежності» [¹⁰⁴]. Питання про прояви глобалізації на рівні «переваги — недоліки» неоднозначне за своїм змістом, воно часто аналізується не з позиції суто економічних і/або фінансових критеріїв, вірогідно йдеться про політичну та соціальну складові у формуванні таких оцінок.

Прикладом актуальності тези про домінування загроз глобалізації над її позитивними рисами є формування у багатьох країнах світу антиглобалістських течій, які поступово навіть переформатовуються у політичні партії та рухи, часто здобуваючи значні симпатії виборців. Цілком зрозуміло, що чи не головною політичною подією 2016 р. став референдум (зазначимо — успішний для його організаторів) щодо виходу Великобританії з Європейського Союзу. Надто багато антиглобалістських висловів містила й перевиборча програма обраного у 2017 р. президента США Д. Трампа. Подібні тенденції є доволі суперечливими, особливо зважаючи на той факт, що саме громадяни економічно розвинених країн мають найбільше переваг у користуванні здобутками сучасної глобалізації.

У фаховій літературі проблематика окреслення окремих наукових позицій щодо протиріч глобалізації є достатньо популярною [^{105 106}]. Як правило, дискусія точиться навколо виділення у сучасній науці цілих шкіл і напрямів — глобалістів, антиглобалістів, глобальних скептиків тощо. Ми навмисно не зупинятимемося детально на цьому питанні, адже очевидно, що настільки неоднозначний процес як глобалізація об'єктивно повинен мати як прихильників, так і противників. На наш погляд, значно більше уваги слід приділити тим особливостям, які впливають на діяльність фінансових інституцій на сучасному етапі. Ці особливості, повторимо, мають як позитивний, так і негативний контексти щодо фінансового посередництва. Ще явнішим вбачається той факт, що жодні з виділених нижче характеристик не є чимось постійним, і з плином часу (навіть у середньостроковій перспективі) можуть змінити напрям впливу та відповідні оцінки.

¹⁰⁴ Кравчук П. Сутність та наслідки глобалізації світової економіки. *Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки*. № 7. 2008. С. 298.

¹⁰⁵ Хаустова М. Феномен глобалізації: різноаспектність визначення. *Європейська інтеграція в контексті сучасної геополітики: зб. наук. ст. за матеріалами наук. конф.*. Харків. 2016. С. 110–119.

¹⁰⁶ Прушківська Е., Шевченко Ю. Сутність глобалізації та її особливості в посткризовий період. *Вісник Запорізького національного університету*. 2012. №3. С. 131–140.

У подальшому аналізі ми будемо орієнтуватися на загально-визнані підходи до сутності та функціональних ознак фінансових посередників у поєднанні з запропонованими вище (див. пп. 1.3) положеннями щодо трансформації їх діяльності.

Акцентуємо увагу перш за все на тих функціях, які не викликають значних дискусій у наукових колах.

Розподіл / перерозподіл капіталу (фінансових ресурсів) в економіці. Зазначена функція більшістю науковців визнається базовою для фінансових посередників. У різних підходах сказано, що фінансові посередники відіграють ключову роль в акумуляції та перерозподілі капіталу. Зміни, що відбуваються на рівні інституційної фінансової інфраструктури і стосуються функцій фінансових посередників, обумовлені насамперед стрімкими трансформаціями, що пов'язані з особливостями руху капіталу в сучасній економіці. Саме в цьому контексті говорять про фінансову глобалізацію, яка полягає у «взаємозв'язку країн через взаємне транграничне володіння фінансовими активами» [¹⁰⁷]; «об'єднання в єдину світову систему всієї сукупності міжнародних фінансових відносин і національних фінансових ринків з подальшим їх перетворенням у єдиний світовий фінансовий простір» [¹⁰⁸]; «інтеграція внутрішніх національних фінансових систем у міжнародні фінансові ринки та інститути» [¹⁰⁹].

Очевидно, що фінансова глобалізація, як і глобалізація економічна, має суперечливі наслідки для різних економічних агентів. І у формуванні таких дисбалансів не останню роль відіграє інституційна фінансова інфраструктура. Обговорюючи здатність фінансових інституцій забезпечувати рух капіталу в сучасній економіці, в першу чергу слід наголосити на кількох важливих тенденціях, які не тільки суттєво впливають на функціональність сучасного фінансового посередництва, а й висвітлюють антагонізми, що йому притаманні.

1. Невідповідність між обсягами фінансового капіталу та потребами реального сектору економіки. Зазначена проблема пов'язана безпосередньо з масштабами сучасного фінансового ринку

¹⁰⁷ Исследовательская группа МВФ о финансовой глобализации. *БИКИ*. 2007. № 129. С. 4–6.

¹⁰⁸ Примостка Л., Чуб О. Фінансова глобалізація: сутність, форми прояву, наслідки. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. № 18. С. 172–183.

¹⁰⁹ Schmukler S. Financial Globalization: Gain and Pain for Developing countries. *Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta*, 2004. 83 p.

та фінансового посередництва. Її першооснова — об'єктивний розрив між процесами, які відбуваються у фінансовому господарстві (насамперед на рівні фінансового ринку), і процесами у реальному секторі економіки. Абсолютна більшість дослідників саме радикальну зміну пропорцій між промисловим та фінансовим капіталами на користь останнього розглядають як основну загрозу економічній стабільності світової економіки [^{110 111 112}].

В наукових колах на сьогодні наявні протилежні за змістом погляди з приводу оцінки масштабів зростання операцій фінансових інституцій. З одного боку, вченими визнається позитивний вплив інституційної фінансової інфраструктури на економічний розвиток, насамперед завдяки його фінансовому забезпеченню, у тому числі й в інноваційних галузях. З другого — непоодинокими є думки щодо функціонування інституцій фінансової інфраструктури «для самих себе», наявності колосальної невідповідності між обсягом фінансових трансакцій і реальними потребами економічних агентів. Для аргументації такої позиції аналізуються і надміру високий рівень спекулятивних операцій, і обсяги фінансування, що залучаються нефінансовими корпораціями на ринку цінних паперів, і масштаби ринку похідних фінансових інструментів.

2. Міжкраїнові диспропорції у глобальному русі капіталу. Загальновизнаним вважається той факт, що нерівномірний розвиток національних держав та окремих територій є одним із найзначиміших викликів для сучасної цивілізації. Економічні, а з ними і фінансові диспропорції — першооснова для формування економічних, соціальних і релігійних конфліктів, які загрожують не тільки країнам, що розвиваються, а й країнам з «перехідними» економіками, а також, як показали події останнього десятиліття, і державам з високим рівнем економічного розвитку. Не останню роль у формуванні дисбалансів світових потоків капіталу відіграють і фінансові інституції, діяльність яких часто каталізує деструктивний вплив глобальних фінансових асиметрій, на що вка-

¹¹⁰ Tietmeyer H. Internationale Finanzmarkte - Erfahrungen, Risiken und Konsequenzen. Globalisierung der Finanzindustrie: Beitrage zum Duisburger Banken-Symposium. Wiesbaden: Gabler, 2001. Pp. 1–12.

¹¹¹ Tobin J. Financial Globalisation. *World Development*. 2000. Vol. 28. No 6. Pp. 1101–1104.

¹¹² Duwendag D. Vorwort Finanzmarkte im Spannungsfeld von Globalisierung: Regulierung und Geldpolitik. Schriften des Vereins fur Sozialpolitik. N. F. 1998. No 261. P. 5.

зують численні дослідження [^{113 114}]. На наш погляд, у зазначеному контексті слід окреслити кілька ключових параметрів, які детермінують роль фінансових інституцій у формуванні глобальних фінансових дисбалансів, а також фінансових дисбалансів на рівні національних економік:

- експансія фінансових транснаціональних корпорацій (ТНК). Суперечливе в своїй першооснові питання про діяльність ТНК набуває особливого забарвлення саме у фінансовій сфері. Мобільність капіталу, швидкий розвиток фінансових технологій, поступова втрата контролю за фінансовими операціями, віртуалізація фінансових відносин, а звідси і зниження рівня фінансової безпеки — це зовсім не остаточний перелік чинників, які формують загрози для приймаючих країн;

- загострення агентського конфлікту в процесі розробки та реалізації корпоративних стратегій фінансових інституцій.

3. Послаблення ефективності державного регулювання фінансових інституцій. В умовах, коли нарастають тенденції до глобалізації діяльності фінансових інституцій, ключовий інструментарій державного регулювання сконцентрований на рівні національних держав. Виникає проблема ефективності форм і методів регуляторного впливу, яка набуває очевидної гостроти. В цьому контексті слід визнати існування певних залежностей — у періоди економічної стабільності популяризується теза про доцільність дерегуляції та забезпечення вільного руху капіталу, тоді як у фазі кризових явищ в економіці загострюється проблематика ефективності державного регулювання. Втім це здебільшого притаманно розвиненим економікам, тоді як для країн з «перехідними» економіками питання про результати державного регулювання інституційної фінансової інфраструктури не втрачає своєї актуальності протягом багатьох років.

Подолання бар'єрів невизначеності, у тому числі інформаційної асиметрії. Загальновизнаним є той факт, що в умовах постіндустріальної економіки для фінансових інституцій (як завше і для інших економічних агентів) суттєво зросла роль інформації, технологій її збору, обробки та використання в процесі корпоратив-

¹¹³ Лук'яненко Д., Поручник А., Столярчук Я. Глобальні фінансові дисбаланси та їх макроекономічні наслідки. *Журнал європейської економіки*. 2010. Том 9 (1). С. 73-92.

¹¹⁴ Obstfeld M., Rogoff, K. Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes. URL.: <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/globalimbalances2010.pdf> (дата звернення 10.01.2019 р.).

ного менеджменту. В повній мірі це стосується і суб'єктів фінансової інфраструктури. На наш погляд, підґрунтям для інформаційної уніфікації є, по-перше, регуляторні вимоги до транспарентності суб'єктів фінансової інфраструктури з боку держави; по-друге, власне корпоративна стратегія фінансової комунікації зазначених суб'єктів; по-третє, об'єктивний характер економічних трансформацій у «новій» економіці. Детальніше питання інформаційної складової діяльності фінансових посередників буде розглянуто у розд. 2, у рамках цього параграфу акцентуємо увагу на трансформації функціональних характеристик фінансових інституцій в умовах, коли інформація, а з ними і знання, перетворюються на один із найважливіших виробничих факторів. Ще кілька десятиліть тому глобальні фінансові ринки розглядали переважно як сферу обігу капіталу та фінансових інструментів. Зараз такий підхід суттєво доповнено — дедалі однозначніше фінансовий ринок розглядається і як сфера безперервного обміну інформацією між різними економічними агентами. В таких умовах інституції фінансової інфраструктури набувають особливого функціонального статусу — від посередництва у сфері обміну капіталами вони перейшли до посередництва, що засноване на обміні інформацією. У чому ж полягають базові зміни у функціях фінансових інституцій в інформаційній економіці? На наш погляд, їх можна детермінувати таким чином.

1. Фінансові посередники поступово і невинно втрачають своє домінування з погляду доступу до інформації порівняно з іншими економічними агентами фінансового ринку. Фактично в середньостроковій перспективі буде досягнуто інформаційний паритет як ключова умова втрати лідерства фінансових інституцій, що визначає потребу у використанні їх послуг з боку різноманітних споживачів. Зазначимо, що інформаційний паритет не слід ототожнювати зі зникненням інформаційної асиметрії, яка є об'єктивним явищем. Паритет в інформаційній сфері означає, що економічні агенти матимуть *приблизно* (виділено нами. — Б.С.) рівні можливості у використанні існуючих інформаційних потоків.

2. Відбулося формування інформаційної інфраструктури економіки та її підсистеми — інформаційної інфраструктури фінансового ринку. В цьому контексті слід говорити про появу різноманітних спеціалізованих інституцій, які дають можливість досягнути описаного вище інформаційного паритету на фінансово-

му ринку. Зниження рівня домінування фінансових інституцій в інформаційній сфері також є прямим наслідком технологічних змін, що стосуються збору та опрацювання інформації.

3. Виникає конкуренція у сфері доступу до інформаційних потоків. При цьому така конкуренція посилюється не тільки між самими фінансовими інституціями, а й між фінансовими інституціями та споживачами їх послуг, клієнтами. Більше того, вже сьогодні можна говорити про той факт, що така конкуренція виникає навіть на рівні «фінансові інституції — індивідууми».

Прямий наслідок усіх виділених вище змін — зміна ролі фінансових посередників в інформаційній моделі сучасного фінансового ринку. Замість подолання бар'єрів невизначеності — створення альтернатив для інших учасників фінансового ринку щодо збору та використання інформації в процесі фінансової діяльності.

Професійний відбір об'єктів інвестування та параметрів фінансових операцій. Ця функція фінансових посередників напряму пов'язана з попередньою і визначена в першу чергу впливом різноманітних інституційних факторів — і вимоги законодавства щодо рівня кваліфікації осіб, які представляють фінансові інституції у відносинах із клієнтами (споживачами фінансових послуг), і вплив інституційних чинників (наприклад, на ринку праці). На сьогодні у фаховій літературі застосовується кілька класифікаційних ознак, відповідно до яких виділяють інституційні інвестори, кваліфіковані інвестори, професійні інвестори. В кожному із випадків очевидно, що ознакою професіоналізму у фінансовій та інвестиційній діяльності наділяються саме фінансові інституції та особи, що їх представляють. Зазначимо, що протягом багатьох років така ідеологія всіляко підтримувалася як учасниками інституційної фінансової інфраструктури, так і на рівні держави, яка була зацікавлена у функціонуванні потужного сектору фінансових посередників. Проте, як показує досвід і економічно розвинених, й інших країн, статус професійного учасника не є і не може бути гарантією результативності фінансових операцій. І справа тут не тільки і не стільки у проявах агентського конфлікту. Ускладнення глобального фінансового середовища, його надзвичайна волатильність і непрогнозованість можуть поставити під сумнів будь-які плани на рівні фінансових інституцій та їх клієнтів. Численні банкрутства провідних фінансових інституцій на початку ХХІ ст. є зайвим підтвердженням цього факту. Чи ва-

рто, зважаючи на такі висновки, говорити про поступове нівелювання статусу професійності для інституційної фінансової інфраструктури? Очевидно, що ні, адже будь-які катаклізми не повинні призводити до «розмивання» вимог з боку держави та позитивного впливу інституційних факторів на функціонування фінансових посередників. Більше того, можна прогнозувати, що у найближчому майбутньому держава спробує відповісти на існуючі виклики новими підходами до забезпечення професійного статусу фінансових інституцій.

Модифікація ризиків фінансових операцій та інвестування. Питання про переваги фінансових інституцій в площині управління ризиками має кілька аспектів. Державне регулювання систем ризик-менеджменту формує вимоги, які відсутні щодо інших економічних агентів. Більше того, з урахуванням специфіки інституційної фінансової інфраструктури держава надзвичайно багато уваги приділяє управлінню ризиками саме для її учасників. Проте це не завжди гарантує ефективність управління ризиками на рівні конкретного фінансового посередника. Процеси, що відбуваються у сучасній економіці, з одного боку, підвищують можливості для запровадження ефективного управління ризиками фінансових інституцій, з другого — акумулюють все нові і нові ризики в їх діяльності, які не завжди підпадають під загальновизнані методики оцінки та управління.

Економія на масштабах операцій. Невпинно відбувається процес перенесення бізнес-стратегії фінансових інституцій у віртуальну реальність. У свою чергу віртуалізація фінансових відносин суттєво зменшує адміністративні бар'єри в їх діяльності, проте вона ж знижує і можливості регуляторного контролю за рухом капіталу. Треба розуміти, що зазначені процеси стосуються й інших учасників фінансових відносин, які можуть в аналогічний спосіб скористатися перевагами технологізації та віртуалізації. Однак усе ж фінансові посередники зберігають зазначену перевагу насамперед завдяки рівню свого включення у глобальні фінансові потоки. З другого боку, постає проблема невідповідності між масштабами операцій фінансових інституцій та отриманим ефектом з позиції власне самих установ та з позиції всієї економіки. Тобто в остаточному варіанті зниження рівня транзакційних витрат операцій не впливатиме однозначно позитивно на результативність та ефективність діяльності фінансових інституцій.

У підсумку — основні функціональні дисбаланси фінансового посередництва на сучасному етапі виглядають так, як це показано у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

**ОСНОВНІ ФУНКЦІОНАЛЬНІ ДИСБАЛАНСИ
ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА НА СУЧАСНОМУ ЕТАПІ**

№ з/п	Функції фінансових посередників	Прояви функціональних дисбалансів
1	Розподіл / перерозподіл капіталу	• Невідповідність потенціалу фінансових інституцій потребам реального сектору економіки; • міжкрайнові, регіональні та міжсуб'єктні диспропорції в розподілові капіталу та інституційної фінансової інфраструктури; • послаблення регулювання та нагляду за діяльністю інституційної фінансової інфраструктури
2	Нівелювання бар'єрів невизначеності	• Перехід фінансових інституцій від подолання інформаційної асиметрії до створення альтернатив в інформаційній моделі фінансового господарства; • формування інформаційного паритету
3	Професійний статус	• Зниження гарантійної функції професійного статусу фінансових посередників; • можливість розмивання професіоналізму фінансових інституцій в умовах волатильності фінансового середовища
4	Модифікація ризиків	• Антагонізм між зростанням невизначеності і ризиковості діяльності та збільшення інструментарію ризик-менеджменту
5	Економія на масштабах операцій	• Розбіжності між економією на масштабах фінансових операцій і результативністю, ефективністю фінансових інституцій

Джерело: Розроблено автором.

Виділені у табл. 1.2 дисбаланси інституційної фінансової інфраструктури визначатимуть парадигму її функціонування у найближчій перспективі. Питання про можливість їх подолання залишається відкритим, імовірноше має йтися про нівелювання негативних проявів глобалізації та стимулювання проявів її позитивних характеристик.

Висновки до Розділу 1

Дослідження теоретико-методологічних засад сучасної інституційної фінансової інфраструктури дає можливість зробити такі висновки.

- Стрімкі та почасти революційні зміни у фінансових відносинах на різних рівнях визначають потребу у докорінних трансформаціях методології фінансової науки, у тому числі в її понятійному апараті. Еволюція підходів до оцінки сучасного стану фінансового господарства обумовила появу та поширення поняття «фінансова інфраструктура». Перебуваючи у тісному зв'язку з дефініціями «фінансовий сектор» і «фінансова система», поняття «фінансова інфраструктура» характеризує окремий зріз фінансових відносин. Функціональна універсальність фінансової інфраструктури визначена її множинним інструментарієм, використання якого дає можливість впливати на різноманітні сторони фінансових відносин у сучасному суспільстві.

- Інституційна фінансова інфраструктура як невід'ємна складова фінансової інфраструктури являє собою сукупність фінансових інституцій, що функціонують на фінансовому ринку, і в рамках сформованих економічних інститутів та за допомогою різноманітного інструментарію (фінансові інструменти, фінансові послуги, фінансові операції) забезпечують реалізацію функцій фінансового посередництва. На сьогодні для інституційної фінансової інфраструктури характерна модифікація основних функцій і завдань на макро- та мікрорівнях. Основними змінами в цьому контексті є: уникнення дій, що можуть потенційно призвести або посилити макрофінансові дисбаланси; сприяння подоланню розривів на глобальному та регіональному рівнях; стимулювання інвестиційних процесів у новітніх галузях і соціалізація інвестицій (макрорівень); підвищення рівня безпеки фінансових операцій у віртуальному фінансовому середовищі; дефрагментація індивідуальних інвестицій; зниження впливу ризиків глобального характеру на індивідуальні інвестиції; інтенсифікація використання в інвестиційному процесі інформації та знань (мікрорівень).

- Зміни у функціонуванні інституційної фінансової інфраструктури у цілому іманентні трансформаціям, що характерні су-

часній глобальній економіці. В кінцевому підсумку це визначає формування різноманітних дисбалансів у діяльності сучасних фінансових посередників. Ці дисбаланси стосуються невідповідності потенціалу фінансових інституцій та потреб реального сектору економіки; диспропорцій у розподілі капіталу; послаблення регулювання та нагляду за діяльністю фінансових посередників; формування особливої ролі фінансових інституцій в інформаційних потоках фінансового ринку; зниження гарантійної функції професійного статусу фінансових посередників; зростання невизначеності та ризиковості діяльності в умовах збільшення інструментарію ризик-менеджменту; суперечностей між економією на масштабах фінансових операцій та результативністю й ефективністю фінансових інституцій.

Розділ 2

ГЛОБАЛЬНИЙ КОНТЕКСТ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ

2.1. Актуальні конфігурації розвитку фінансових ринків

Кінець XX ст. — початок XXI ст. ознаменований надзвичайно складними та суперечливими процесами, що відбуваються у фінансовій сфері. Вибухоподібне зростання кількісних показників, інституційні та інструментарні інновації, технологічний прорив у здійсненні широкого спектра фінансових операцій поєднуються зі значною волатильністю ринків, їх непрогнозованістю, послабленням ефективності регуляторного контролю з боку держави. І якраз на фінансовому ринку найгостріше відображаються всі значимі переваги та недоліки, характерні для сучасного етапу.

На сьогодні ми є свідками того, як глобальний фінансовий ринок формує принципово нову систему координат для інституційної фінансової інфраструктури. Тут маємо справу зі взаємопов'язаними процесами — фінансові інституції є невід'ємною частиною фінансового ринку і очевидно, що у знаній мірі визначають його тенденції. У свою чергу, потужні ринкові фактори змушують суттєво трансформувати корпоративні стратегії фінансових інституцій. Такий взаємний вплив достатньо помітний із погляду кількісних оцінок, проте це жодним чином не знімає гостроту питання про формування суттєвих суперечностей на сучасному фінансовому ринку і на рівні інституційної фінансової інфраструктури. Саме у цій площині сконцентровані різноманітні теоретичні, методологічні та прагматичні проблеми, які вимагають від фінансової науки пошуку адекватних відповідей.

Досліджуючи сучасні фінансові ринки, слід насамперед виходити з того факту, що за кількісними параметрами фінансові активи вже протягом кількох десятиліть значно переважають світовий ВВП. Такий статус не тільки підтверджує вагому роль фінансів у функціонуванні сучасної економіки. В цьому випадку маємо справу зі значно ширшим спектром зв'язків і залежностей, які зміщують акценти в економічних відносинах від традиційних галузей до тих, які формують фінансову доміную «нової» економіки на сучасному етапі розвитку людської цивілізації (рис. 2.1):

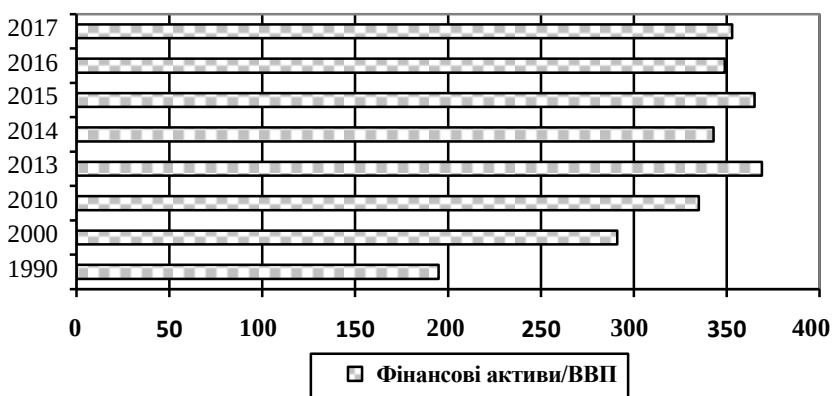


Рис. 2.1. Динаміка коефіцієнта
«Глобальні фінансові активи / ВВП»,
1990–2017 рр., %

Джерело: Складено автором за [1].

Швидкий розвиток фінансового господарства чинить також і суттєвий вплив на економічний світогляд індивідуумів. У цьому випадку ми говоримо скоріше не про економічну науку, а про переконання, стереотипи і звички на рівні пересічних громадян. На наш погляд, масштабне і неконтрольоване зростання обсягів фінансових активів фактично стимулює посилення уваги до цієї сфери з боку індивідуумів, а розширення технологій торгівлі фінансовими інструментами дає можли-

¹ International Monetary Fond. URL.: www.imf.org (дата звернення 10.01.2019 р.)

вість на практиці реалізувати цей інтерес з мінімальними трансакційними витратами. Протягом останніх десятиліть серед населення під впливом різноманітних чинників формується ідеологія, заснована на простоті та привабливості інвестицій у фінансові активи. Як наслідок, відбувається поступова трансформація економічного світогляду, в якому фінансові активи розглядаються як один із найімовірніших механізмів швидкого збагачення, проте (що симптоматично) не завжди законний. Як приклад впливу на економічний світогляд можна розглядати і посилення уваги до фінансової проблематики в кіноіндустрії. Варто згадати лише такі популярні кінострічки, як «π» (кіностудія Artisan Entertainment), «Rogue Trader» (кіностудія Granada Film Productions), Margin Call (кіностудія Before The Door Pictures). Сюжет більшості таких фільмів доволі однотипний — отримання великих прибутків за рахунок маніпулятивних угод на фінансовому ринку з подальшим банкрутством. Разом з тим саме такі фільми багато в чому стимулюють притік індивідуальних заощаджень на фінансові ринки, адже громадяни в першу чергу реагують на надприбутки, які можна заробити за рахунок таких операцій, і лише потім — на їх ймовірний характер, законність чи незаконність. З нашої точки зору, саме цей факт є однією із головних передумов фінансизації світової економіки на сучасному етапі.

Разом з тим не треба виключати й того факту, що функціонування інституційної фінансової інфраструктури на рівні окремих держав багато в чому визначене процесами фінансизації глобальної економіки, в основі яких лежать тенденції у формуванні глобальних заощаджень та інвестицій. Оцінюючи рух глобальних потоків капіталу, треба виходити з існування суттєвих розбіжностей, що їм притаманні на міжкраїновому, суб'єктному, інструментарному рівнях. Нижче наведена динаміка обсягу прямих іноземних інвестицій (далі — ПІІ) за період 2007–2017 рр., яка в цілому підтверджує такий висновок (рис. 2.2).

Дані рис. 2.2 слугують яскравим свідченням існування суттєвих диспропорцій у формуванні глобальних фінансових потоків. На користь цієї тези можна навести численні аргументи такого порядку.

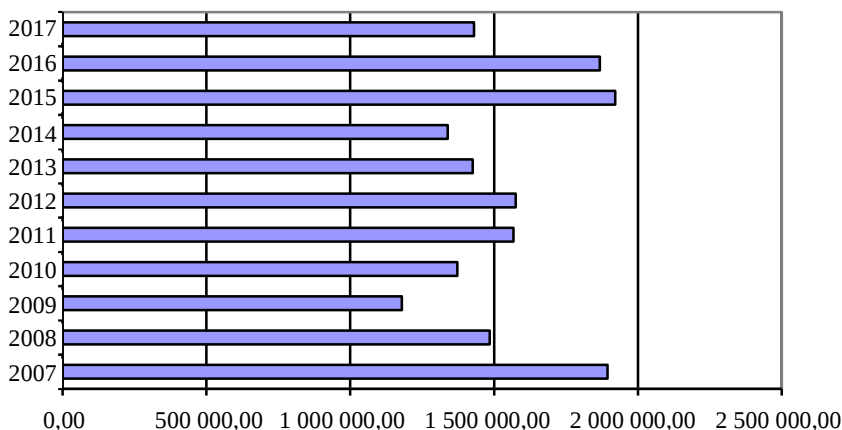


Рис. 2.2. Обсяги ПП у світі за 2007–2017 рр., станом на кінець року, млн дол. США

Джерело: Складено автором за даними Unctad [2].

По-перше, привертають увагу обсяги фінансового капіталу, який в останні десятиліття значно перевищує капітал, що сконцентрований у реальній економіці. Зокрема, пікове значення було зафіксоване у 2007 р., коли обсяг ПП становив 1,89 трлн дол. США. Саме колосальний розрив між реальним і фінансовим секторами (за різними оцінками, співвідношення становить близько 1:10) на думку багатьох учених є першопричиною виникнення різноманітних «фінансових бульбашок», які в основі породжені існуючими фінансовими дисбалансами [3 4].

По-друге, не можна оминати увагою високу волатильність розвитку інвестиційного сектору глобальної економіки. Фінансовий капітал виявляє надзвичайно високу чутливість до її поточного та (значно частіше) перспективного стану, що в кінцевому підсумку впливає на динаміку ПП загалом і у розрізі окремих країн і їх груп. Виділена залежність об'єктивно виносить питання про перетворення фінансово-інвестиційного фактора в один із ключових для забезпечення глобальної конкурентоспроможності як на

² Unctad. Official site. FDI inflows, by region and economy. URL.: <https://unctad.org>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

³ Батра Р. Мошенничество Гриспена. Мн.: Попурри. 2006.

⁴ Borio C. Global Imbalances and the Financial Crises: Link or no Link. BIS. Basel. 2011.

рівні національних держав, так і на рівні інших економічних агентів.

По-третє, залишається відкритим питання про численні деформації кількісних параметрів інвестиційних потоків, які виявляються у формуванні потужних фінансових центрів в економічно розвинених країнах і значному відставанні за більшістю параметрів ПІІ в країнах з транзитивними економіками. Разом з тим треба відмітити і наростаючий потенціал, як реципієнтів капіталу, країн, що розвиваються (рис. 2.3).

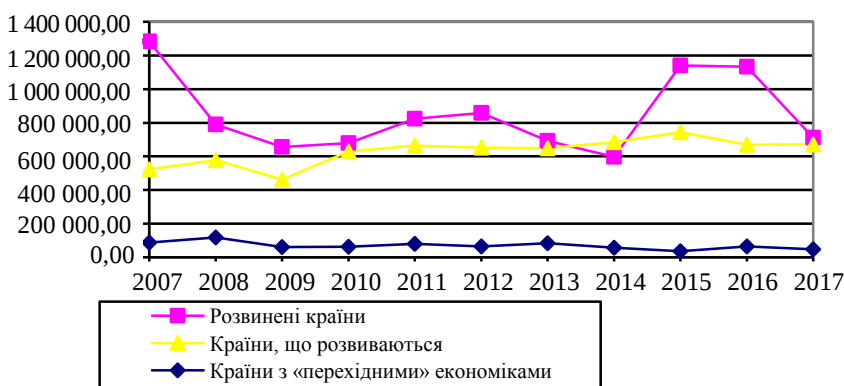


Рис. 2.3. Динаміка ПІІ в розрізі груп країн за рівнем економічного розвитку у 2007–2017 рр., станом на кінець року, %

Джерело: Складено автором за даними Unctad [5].

Фрагментарність глобальних інвестиційних та фінансових потоків напряму пов'язана з численними проблемами, що накопилися на глобальному фінансовому ринку. Серед сучасних науковців немало як прихильників існуючої моделі фінансового ринку [6], так і гострих критиків [7]. Проте незалежно від спектра поглядів на процеси, які відбуваються на фінансовому ринку, усі без винятку дослідники визнають — для нього на сучасному ета-

⁵ Unctad. Official site. FDI inflows, by region and economy. URL.: <https://unctad.org>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

⁶ Shiller R.J. Finance and the good society. Princeton. Princeton University Press, 2012.

⁷ Cooper R. Living with Global Imbalances: A Contrarian View. Policy Briefs in International Economics. Institute for International Economics. 2005.

пі характерні суттєві зміни, які мають визначальний і стратегічний вплив на подальший розвиток фінансових відносин [8]. Ключові відмінності полягають в оцінці такого впливу — потенційно позитивній чи негативній. Отже, в подальшому ми виходитимемо з того, що фінансові дисбаланси — невід’ємна ознака сучасної глобальної економіки. В свою чергу, такі дисбаланси впливають і на розвиток фінансової інфраструктури загалом та її інституційної складової зокрема.

Будь-які деформації, що притаманні сучасним фінансовим ринкам, не заперечують того факту, що саме вони беззаперечно є надзвичайно важливим елементом сучасного фінансового господарства. Невипадково кількісні індикатори ринків (як правило, виражені у біржових індексах) використовуються в оцінці поточного та перспективного стану усієї економіки. У розвинених країнах, в яких сформований стійкий зв’язок між фінансовим ринком і корпоративним сектором, саме цей факт протягом тривалого часу слугував підґрунтям для оцінки макроекономічних тенденцій за допомогою біржових індексів. Однак зараз навіть на найефективніших фінансових ринках цю тезу поставлено під сумнів. Без перебільшення можна говорити, що ми маємо справу з суперечливим періодом у розвитку фінансових ринків, коли невизначеність і хаос є чи не ключовими їх ознаками. Зрозуміло, що загалом процеси на рівні глобальної інституційної фінансової інфраструктури іманентні тенденціям сучасних фінансових ринків.

У той же час фінансові інституції мають справу з іншими складними явищами — трансформаціями засадничих основ економічної діяльності, пов’язаних з факторами виробництва та ін. (див. розд. 1). Феномен таких змін полягає у суттєвій сутнісній невизначеності, появі дедалі нових і нових наукових підходів і позицій, що пояснюють їх змістовні характеристики. Відкритим залишається питання й про їх вплив на подальший розвиток фінансового посередництва. Тут оцінки можуть бути надзвичайно полярними — від беззаперечного схвалення до не менш радикальної критики та неприйняття.

Об’єктивно характеристики сучасної економіки (постіндустріальної, інформаційної, мережевої, цифрової та ін.), з одного боку,

⁸ The future of financial services. How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed. World Economic Forum. Final report. June 2015. 176 p.

не можуть не впливати на фінансові ринки, з другого — такі зміни на фінансових ринках за суттю слід аналізувати як основоположний базис трансформації економічного устрою. Метаморфози, що відбуваються на фінансових ринках, вимагають додаткового аналізу в контексті взаємозв'язків, численних суперечностей і конфліктів на рівні різних економічних агентів, у тому числі — фінансових інституцій.

Сучасний фінансовий ринок є настільки складним з позицій функціонуючих на ньому інституцій та інструментів, що постає питання навіть щодо достовірності його кількісних оцінок. Втім у контексті домінування корпоративного сектору в архітектоніці сучасної економіки першочерговим завданням видається аналіз фондового ринку як базису сучасного фінансового ринку. За точку відліку в аналізі показників глобальної фінансової інфраструктури взято 2007 р., що передував масштабній економічній кризі, яка суттєво позначилася на показниках.

Основою глобального фінансового ринку, беззаперечно, був і залишається ринок акцій, визначального місця якого не здатні похитнути жодні фінансові катаклізми (рис. 2.4).

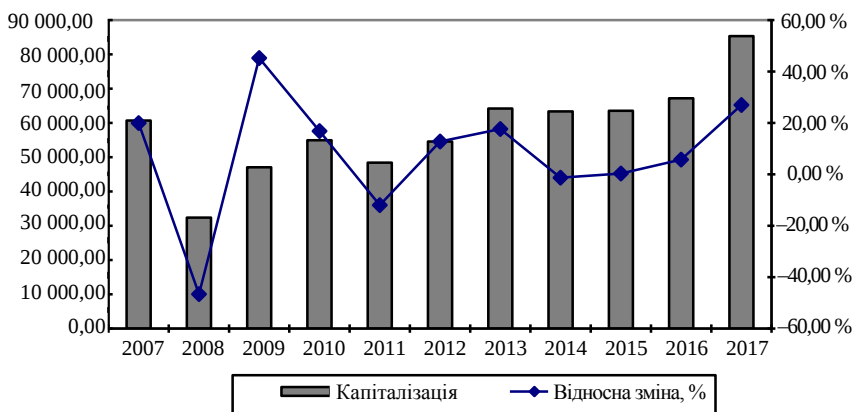


Рис. 2.4. Капіталізація світового ринку акцій у 2007–2017 рр., млрд дол. США

Джерело: Складено автором за [9].

⁹ Monthly reports. World Federation of Exchanges. Official site. URL.: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата звернення 12.01.2019 р.).

Оцінюючи кількісні показники світового ринку акцій, насамперед звернемо увагу на таке:

- нестабільність, волатильність показника капіталізації світового ринку акцій. Так, за 2007–2017 рр. абсолютний приріст становить 24,6 трлн дол. США, відносний — 40,5 %; у той же час стандартне відхилення — на рівні 23,1 %. Подібні тенденції цілком природні для сучасного етапу, саме вони дають підстави для численних тверджень науковців про послаблення зв'язку між процесами на ньому і реальною економікою, що веде до виникнення так званих *мільних бульбашок* [¹⁰ ¹¹];

- гостра реакція показника капіталізації на погіршення макроекономічної динаміки. Для прикладу, у 2008 р. відносний рівень падіння капіталізації було зафіксовано на рівні 46,6 %, зниження відбулося і в 2011 р., і в 2014 р. Таким чином, взаємозв'язок між тенденціями в реальному секторі та капіталізацією ринків акцій все ж залишає відкритими питання і про природу ціноутворення на фінансові інструменти, і про його суб'єктивний характер, і про формат впливу процесів у реальному секторі і фінансовим капіталом.

Не можна обійти увагою й неоднозначні процеси, притаманні іншому важливому сегментові глобального фондового ринку — ринку корпоративних облігацій (рис. 2.5).

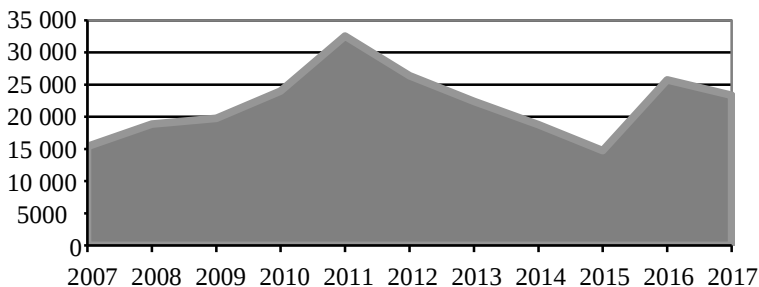


Рис. 2.5. Обсяги торгівлі на глобальному ринку облігацій у 2007–2017 рр., млрд дол. США

Джерело: Складено автором за [¹²].

¹⁰ Gurkaynak R. Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock. FEDS Working Paper. 2005.

¹¹ Mishkin F., White E. U.S. Stock Market Crashes And Their Aftermath: Implications For Monetary Policy. NBER Working Paper. 2002. № 8992.

¹² Monthly reports. World Federation of Exchanges. Official site. URL.: <https://www.world-exchange.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата звернення 12.01.2019 р.).

На наш погляд, зростання цього сегмента з середини ХХ ст. багато в чому визначене перевагами боргового капіталу (над акціонерним) і формуванням своєрідних підходів до встановлення «ієрархії фінансування» в корпоративному секторі, яка передбачає домінують саме зовнішніх позик (у формі кредитів і боргових цінних паперів) [¹³ ¹⁴]. Якщо для ринку акцій волатильність показників багато в чому визначена природою пайових фінансових інструментів, то аналогічні тенденції на ринку корпоративних облігацій мають інше підґрунтя. Боргові цінні папери об'єктивно мають більшу прив'язку до очікуваних майбутніх доходів їх власників і на перший погляд мають демонструвати більш стійкі тенденції у торгівлі. Проте, як бачимо з рис. 2.4, тільки за останні роки ринок боргових корпоративних цінних паперів пережив щонайменше два масштабні падіння обсягів торгів — у 2012–2015 рр. і у 2017 р.

Очевидно, що тісно пов'язаними є процеси на ринку боргових фінансових інструментів та глобальному ринку державних цінних паперів. В умовах, коли відповідні сегменти значно зросли кількісно, сформувалися умови для конкуренції між приватними позичальниками та національними державами за борговий капітал. Зокрема, за даними BIS, станом на кінець 2017 р. обсяг державних цінних паперів в обігу становив 22,9 трлн дол. США [¹⁵]. З одного боку, такі обсяги свідчать про існування попиту на державні боргові цінні папери, з другого — неконтрольоване нарощування державного боргу доволі часто стає причиною для фінансової дестабілізації на окремих національних фінансових ринках і навіть на рівні економічних блоків та союзів.

Останні десятиліття ознаменувалися ще однією визначальною тенденцією, яка багато в чому визначає конфігурацію сучасних фінансових ринків, — це масштабне зростання ринку похідних фінансових інструментів. Зазначимо, що оцінка ринку деривативів являє собою складне завдання, зважаючи і на суттєві розбіжності в їх ідентифікації (навіть на рівні законодавства різних країн),

¹³ Donaldson G. Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

¹⁴ Ross S. The determinants of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*. 1977. Vol. 8. P. 23–40.

¹⁵ Central government debt securities markets. BIS. Official site. URL.: <https://www.bis.org/statistics> (дата звернення 18.01.2019 р.).

і на швидкі процеси фінансового інжинірингу, які приводять до появи все нових і нових фінансових інструментів, і на значний позабіржовий сегмент торгівлі деривативами. Проте жодні ускладнення в методології оцінки тенденцій глобального ринку деривативів не заперечують того факту, що цей сегмент уособлює складні та суперечливі процеси, що притаманні глобальному фінансовому господарству в цілому.

Для прикладу розглянемо масштаби світового позабіржового ринку деривативів у 2008–2017 рр. (рис. 2.6).

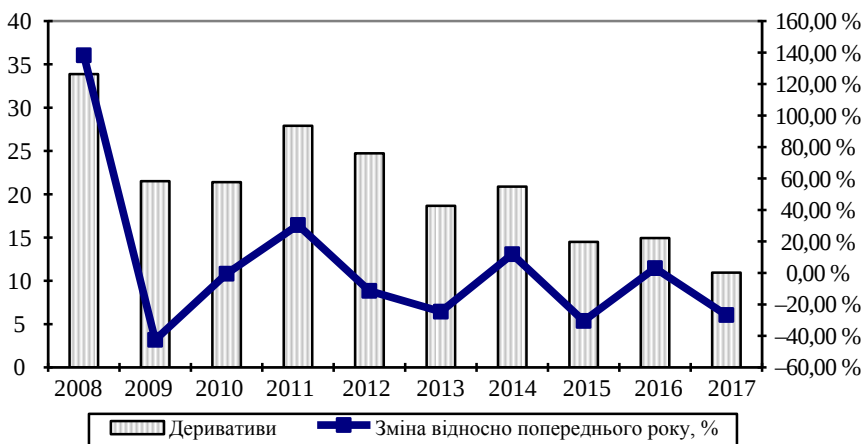


Рис. 2.6. Обсяг світового позабіржового ринку деривативів у 2008–2017 рр., трлн дол. США

Джерело: Складено автором за [16].

Оцінюючи сучасний фінансовий ринок, не можна ігнорувати і проблематику криптовалют, яка набула особливої популярності в останні кілька років. З нашої точки зору, суттєве падіння обсягів позабіржового ринку глобального ринку деривативів багато в чому можна пояснити різким зростанням привабливості ринку криптовалют, що спричинило перетікання значної кількості інвесторів.

Найпростішим поясненням того, що відбувається навколо криптовалют, є динаміка їх курсу. Майже до кінця 2016 р. інфор-

¹⁶ OTC derivatives outstanding. BIS. Official site. URL.: <https://www.bis.org/statistics/derivats.htm?m=6%7C32%7C71> (дата звернення 12.01.2019 р.)

мація про цей феномен була цікавою хіба що вузькопрофільним спеціалістам та економістам-теоретикам. Проте подальше різке зростання вартості основних криптовалют призвело до гіпертрофованого зростання зацікавленості з боку різних інвесторів в інвестиціях на цьому ринку (рис. 2.7).

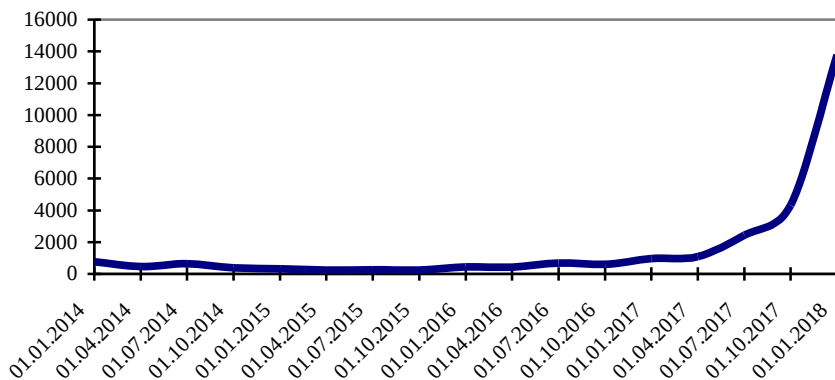


Рис. 2.7. Курс криптовалюти Bitcoin у 2014–2017 рр., дол. США

Джерело: Складено автором за [17].

Основну різницю між електронними грошима та віртуальними валютами можна сформулювати у такий спосіб: по-перше, для криптовалют характерний значно вищий рівень децентралізації під час випуску; по-друге, криптовалюти не відображають вартість національних валют; по-третє, електронні гроші мають статус законного платіжного засобу. Поступово віртуальні валюти набувають ознак платіжного засобу, проте цей процес є фрагментарним і визначається позицією бізнес-середовища і відповідних національних регуляторів. У ряді інших робіт вчені зазначають, що для криптовалют характерний значно вищий рівень ризику порівняно з електронними грошима, а визнання як платіжного засобу можливе лише в межах певного віртуального суспільства [18 19].

¹⁷ Cryptocurrency Market Capitalizations [Electronic source]. — CoinMarketCap. Official site. — Режим доступу: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/#charts>. — Назва з екрана.

¹⁸ Virtual Currency Schemes. European Central Bank, 2012. URL.: www.ecb.europa.eu/press/pr/2012/121228_virtuallnaya_valuta.pdf. (дата звернення 12.01.2019 р.).

¹⁹ Пантелєєва Н. Нові форми грошей в умовах формування інформаційного суспільства. *Вісник Національного банку України*. №5. 2015. с. 25-31.

З іншого боку, виділені вище особливості в розвитку сучасного фінансового ринку є лише «одними із». Загалом є всі підстави стверджувати про формування суттєвих суперечностей на цьому сегментові, які в кінцевому варіанті визначають і формат діяльності на ньому фінансових інституцій та їх взаємодію з іншими учасниками. Акцентуємо на найзначиміших з нашого погляду суперечностях.

«Технологічна єдність — національна фрагментарність». Доволі поширеною є теза, що суто технологічно глобальний ринок капіталів на початку ХХІ ст. вже сформувався як єдине середовище з постійним характером торгів і миттєвим переміщенням інвесторів з одного сегмента на інший. Не заперечуючи цієї тези в цілому, все ж зазначимо, що до цього часу зберігаються значні відмінності між окремими національними ринками як за рівнем розвитку, так і з погляду інших кількісних та якісних характеристик. Фактично ми маємо справу з конфліктом між технологічною єдністю глобального фінансового ринку і його національною фрагментарністю. Щодо останньої, то вона серед іншого виявляється у надзвичайно глибокій різниці між рівнем розвитку фінансових ринків в окремих країнах і регіонах. Це стосується як ринків капіталу, так і ринків несек'юритизованих фінансових інструментів.

Для прикладу наведемо пропорції між регіональними сегментами світового ринку акцій. Зокрема, цілком логічним, зважаючи на багаторічне лідерство фондового ринку США, виглядає домінування за показником капіталізації ринку країн Південної та Північної Америки. Частка цього регіону протягом 2007–2017 рр. коливалася у межах 45–50 % від усієї капіталізації світового ринку акцій [²⁰]. Крім того, привертає увагу той факт, що «старі» європейські ринки акцій поступово втрачають переваги з позицій основних учасників, а на перші ролі виходять фондові ринки країн з Азії (що є цілком симптоматичним, зважаючи на стрімкий розвиток окремих держав цього регіону). Так за період 2007–2017 рр. частка ринків акцій країн Азії зросла з 29,3 % до 36,1 %, тоді як аналогічний показник для групи країн «Європа — Африка — Близький Схід» знизився з 30,6 % у 2007 р. до 17,8 % станом на початок 2017 р.

²⁰ Monthly reports. World Federation of Exchanges. Official site. URL.: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата звернення 12.01.2019 р.).

Описана фрагментарність світового фінансового ринку на пряму визначає і подальшу тенденцію, яку можна охарактеризувати, як «*локалізацію світових фінансових потоків*» на рівні світових і регіональних фінансових центрів. Питання виникнення та функціонування світових фінансових центрів доволі детально розкрито у сучасній фаховій літературі [²¹ ²²]. Разом з тим на сучасному етапі виявляється ще одна риса, коли поступово регіональні потоки капіталу концентруються на найпривабливіших ринках, що веде до формування фінансових кластерів, які поступово набувають ознак регіональних фінансових центрів. Для прикладу можна розглянути процеси, що характерні азійським фінансовим ринкам і ринкам країн Східної Європи. У 2007 р. капіталізація Шанхайської фондової біржі становила 3694,3 млрд дол. США, тоді як аналогічний показник станом на початок 2017 р. — 4103,9 млрд дол. США. Суттєве збільшення було зафіксоване і на багатьох інших провідних азійських ринках акцій. Одним із визначальних факторів такого зростання стало підвищення зацікавленості з боку емітентів у розміщенні власних цінних паперів на цих фондових майданчиках. Як правило, такі регіональні фінансові центри поступово реалізують власні конкурентні переваги, особливо якщо фінансові ринки країн-сусідів значно поступаються їм за рівнем розвитку. Така локалізація має як переваги, так і недоліки. Серед останніх насамперед можна виділити поступове поглиблення розривів між фінансовими ринками різних країн. Зокрема, якщо на китайських фондових біржах у період 2014–2017 рр. здійснювалося близько 15–18 % усіх IPO в світі, то ринки акцій переважної більшості країн сусідів (за винятком Японії) відіграють мінімальну роль у світових потоках капіталу.

Відбувається швидке *впровадження технології штучного інтелекту* у сферу фінансових операцій, у тому числі в торгівлю фінансовими інструментами, що очевидно викликатиме потребу в переосмисленні ролі людини в торгівлі цінними паперами та загалом у фінансових відносинах. Тобто на практиці поширення штучного інтелекту супроводжується зниженням впливу людського фактора на економічні процеси. В цьому контексті виникає і

²¹ Шпак Л. Особливості розвитку світових фінансових центрів. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту*. 2013. № 1 (14). С. 51–62.

²² Шуба М. Світові фінансові центри — «серце» глобального фінансового ринку. *Вісник Харківського національного університету імені В.Н. Каразіна*. № 1144. 2014. С. 85–88.

проблема ефективності державного регулювання, адже вірогідно, що досліджувані процеси змушують державу для запобігання втрати регуляторного впливу суттєво видозмінювати принципи та інструменти впливу на фінансові відносини.

У першу чергу тут йдеться про функціонування на фінансовому ринку роботів-консультантів (англ. robots-advisors). Про швидкість поширення таких технологій свідчить той факт, що у США з 2015 р. введена обов'язкова реєстрація роботів, призначених для алгоритмічної торгівлі фінансовими активами. Поява та поширення роботів-консультантів — це результат широкого використання інформаційних технологій у сфері індивідуальних інвестицій, які дають такі переваги: скорочення трансакційних витрат, пов'язаних із фінансовими операціями; забезпечення постійного контакту між різними сторонами фінансової операції; ймовірне підвищення об'єктивності реалізованих фінансових рішень. Надалі можна прогнозувати і розширення спектра використання штучного інтелекту на фінансовому ринку, і нарощування кількісних показників таких операцій у вже звичних секторах. З іншого боку, такі роботи-консультанти є відображенням і змін, що притаманні технологіям накопичення та використання знань. Їх поширення приведе у короткостроковій перспективі до ще більшої масовості в торгівлі фінансовими інструментами. На наш погляд, у цьому криються й суттєві загрози для фінансових інституцій через втрату своїх ключових переваг.

Подальший технологічний розвиток стимулює *фінансовий інжиніринг та інструментарні інновації* на фінансовому ринку. Насамперед йдеться про появу різноманітних інноваційних фінансових інструментів, які мають надзвичайно різне функціональне спрямування, — від ризик-менеджменту до податкових ефектів і суттєвого збільшення рівня дохідності учасників ринку. У будь-якому разі подальший розвиток фінансової інженерії є невизначеним за результатами і несе як явні переваги, так і не менш значимі загрози для фінансових інституцій.

Насамкінець відбуваються *складні та очевидні зміни у відносинах між учасниками фінансового ринку*. Так, під впливом запровадження технологій «Blockchain», яка дає можливість створити єдину точку доступу до масштабного масиву інформації для всіх учасників, можна прогнозувати не тільки суттєве скорочення трансакційних витрат. Якраз під впливом таких технологічних

змін зростає транспарентність як держави та інших суб'єктів фінансового ринку, так і абсолютної більшості фінансових операцій.

В підсумку, на сучасному етапі на фінансовому ринку відбуваються складні та неоднозначні процеси, неоднозначні наслідки яких відбиватимуться на його розвитку щонайменше у середньостроковій перспективі. Формалізовано процес набуття нових ознак сучасного фінансового ринку можна зобразити таким чином, як це показано на рис. 2.8.



Рис. 2.8. Фактори та наслідки трансформацій сучасного фінансового ринку

Джерело: Розроблено автором.

Беззаперечним залишається той факт, що ключовим процесом у формуванні майбутньої моделі фінансового ринку є інформатизація, яка в тій чи тій мірі впливає на всі його характеристики через інституційні та інструментарні інновації. Це визначає нагальність аналізу питання про роль інформації та знань у функціонуванні сучасного фінансового посередництва.

2.2. Інформаційно-знаннєві компоненти трансформації конкурентної поведінки фінансових інституцій

Беззаперечно, що одним із ключових процесів розвитку сучасної цивілізації є поступове перетворення інформації та знань на надзвичайно важливий політичний, соціальний та, насамкінець, економічний ресурс. У працях сучасних вчених [^{23 24}] постійно підкреслюється, що розвиток цивілізації у ХХІ ст. відбувається під впливом трьох революційних змін — глобалізація, інформатизація, технологізація. Ще кілька десятиліть тому було складно уявити масштаби та наслідки змін під впливом інформатизації та розвитку інформаційних технологій у всіх сферах життєдіяльності людини. В повній мірі ці процеси трансформували і фінансове господарство. Більше того, якраз на рівні фінансових відносин фактори інформації та знань найсуттєвіше вплинули на діяльність різних економічних агентів, у тому числі й фінансових посередників. Проте з позицій фінансової науки залишаються відкритими питання і про ефект від таких змін, і про актуалізацію ролі фінансового посередництва в сучасній інформаційній економіці та економіці знань.

Фактично ми маємо справу з надзвичайно складними процесами, які відображаються на діяльності фінансових посередників: по-перше, фінансові ринки все більше набувають ознак постіндустріальних, інформаційних, знаннєвих, віртуальних, мережевих та ін.; по-друге, інформація та знання стали повноцінним економічним ресурсом, роль яких різко зростає та нарощуватиметься у стратегічній перспективі; по-третє, виділені вище зміни змінюють конкурентний ландшафт на рівні інституційної фінансової інфраструктури, що вимагає відповідних змін і на рівні корпоративних стратегій.

Виділені процеси ставлять перед сучасними дослідниками ряд складних завдань, адже інформатизація разом з іншими процесами суттєво видозмінили не тільки діяльність фінансових посередників — вона трансформувала і діяльність регуляторів, спожи-

²³ Кубраков К. Теоретические проблемы информатики. Т. 1: Актуальные философские проблемы информатики. М.: КОС-ИНФ. 2009. 222 с.

²⁴ Колин К. Философские проблемы информатики. М.: БИНОМ. Лаборатория знаний. 2010. 264 с.

вачів фінансових послуг, клієнтів тощо. Найчастіше, аналізуючи такі зміни, науковці досліджують трансформації, які відбуваються на рівні світоглядних цінностей окремої особистості, а з ними і світоглядних цінностей на рівні суспільства. У підсумку доволі часто можна зустріти твердження про поступове формування нового типу особистості — людини інформаційної (*Homo Informaticus*) [25]. Очевидно, що беручи до уваги таку позицію, потрібно і особливе, специфічне, ставлення «людини інформаційної» до фінансових відносин загалом і до діяльності фінансових інституцій зокрема.

Вище вже говорилося про неоднозначність трактувань інформації та знань з погляду економічної науки. Зауважимо, що така невизначеність спостерігається й в інших наукових галузях, адже інформацію як поняття розглядають у контексті багатьох наук — від філософії та соціології до фізики та економіки. Саме це дає підстави окремим дослідникам стверджувати, що «...існує багато визначень інформації, у кожному з яких відображені або специфіка галузі знань, у якій використовується дане визначення...» [26]. Таким чином, з одного боку, інформація є в достатній мірі універсальним поняттям, доволі зрозумілим для більшості людей; з другого — складним явищем, що навряд чи може бути описаним в рамках єдиного для усіх наук підходу. В підсумку це і привело до появи особливого відгалуження сучасної філософії, так званої *філософії інформації*, яка швидко розвивається у XXI ст. [27].

Радикальне переосмислення ролі та місця інформації економічному житті сучасного суспільства викликало до життя і зміни в наукових позиціях щодо ролі знанневих чинників в економіці та фінансах. Тому в контексті дослідження інформаційної складової розвитку сучасного фінансового посередництва об'єктивно постає питання про взаємозв'язок дефініцій «інформація» та «знання». Більше того, посилення ролі знанневого фактора в економічній діяльності визначає і необхідність аналізу цього аспекту в функціонуванні фінансових інституцій. Насамперед акцентуємо на змістовних характеристиках поняття «знання» та їх ролі в су-

²⁵ Погорский Э. Роль информации и коммуникаций в информационном обществе. URL.: http://www.zpu-journal.ru/e-zpu/2013/5/pogorskiy_role-of-information. (дата звернення 19.01.2019).

²⁶ Коган В. Теория информационного взаимодействия: Философско-социологические очерки. Новосибирск: Из-во Новосибирск. Ун-та, 1991. 200 с.

²⁷ Floridi L. What is the philosophy of information? *Metaphilosophy*, 2002. №33 (1-2), pp. 123-145.

часних економічних відносинах. Підкреслимо, що надалі виходитимемо з позиції щодо суттєвих відмінностей між поняттями «інформація» та «знання», хоча на сьогодні доволі часто зустрічаються й наукові роботи, в яких ці дефініції ототожнюються. На противагу до цього підходу наведемо думку одного з фундаторів зазначеного напрямку економічної науки: «...будь-яка інформація... є знання, хоча не будь-які знання можна назвати інформацією» [28]. Тобто, на думку Ф. Махлупа, поняття «інформація» є ширшим у зіставленні з поняттям «знання», хоча така різниця на сучасному етапі часто не видається очевидною. Більше того, зустрічаються і абсолютно протилежні за змістом позиції. Наприклад, у дослідженні О. Титенко зазначається, що «...знання як економічний ресурс взаємопов'язані з іншими факторами виробництва, на відміну від інформації, яка є одним із самостійних виробничих ресурсів» [29]. Розвиваючи свою думку, зазначений автор вказує, що знання, на противагу до інформації, як таке не може виступати товаром, об'єктом купівлі-продажу, а отже, можна говорити про ринок інформації та інформаційних ресурсів, але не про ринок знань.

Інші ж науковці визначають інформацію як знання, що може бути передане без втрати цілісності, тобто визначали її як форму знання [30]. У загальному такі наукові позиції можна окреслити як інформаційний підхід до сутності знань.

Ці суперечності дають можливість зробити висновок, що концепція знання як товару і питання сутності товару в економіці знань на сьогодні залишаються відкритими для подальших досліджень. Найчастіше можна знайти аргументи і щодо перетворення знань на товар, і щодо особливих характеристик товару в економіці знань.

У контексті аналізу знання як товару можна погодитися з думкою О. Андрієнко, яка зазначає: «В інформаційну епоху знання стають глобальним суспільним благом, а їх інноваційне застосування є запорукою сталого суспільно-економічного розвитку в умовах стиснення та прискорення історичного часу» [31]. На наш

²⁸ Махлуп Ф. Производство и распространение знаний в США. М.: Прогресс, 1966. С. 44.

²⁹ Титенко О. Інформація та знання як ключові поняття сучасної політичної економії. *Науковий часопис Національного педагогічного університету імені М. П. Драгоманова. Серія «Економіка і право»*. 2015. Випуск 28. С. 43-50.

³⁰ Kogut B., Zander U. Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology. *Organization Science*. 1992. Vol. 3, No. 3. Pp. 383-397.

³¹ Андрієнко О. Економічний вимір освіти: знання як товар. *Гілея: Науковий вісник*. 2015. Вип. 102. С. 325-330.

погляд, у цьому визначенні можна виділити щонайменше три важливі аспекти. Насамперед підкреслюється глобальний характер знань як певного суспільного блага. Така риса беззаперечно характеризує особливість знань як особливого товару сучасності. Також привертає увагу той факт, що О. Андрієнко підкреслює «стиснення та прискорення», які очевидно визначені процесами інформатизації та технологізації. У повній мірі це стосується й економічних процесів, зокрема руху капіталу, який має можливість за лічені секунди змінювати свої кількісні параметри, форми та ін. Аналіз знань як певного суспільного блага присутній у роботах багатьох науковців. Зокрема, Т. Стюарт визначає в цьому контексті такі характеристики знань [³²]:

- по мірі використання знання не зменшуються, а використання їх одним суб'єктом не заважає використанню іншими;
- практично неможливо для творця знання виключити зі споживання осіб, що не сплатили за доступ до нового знання.

Саме виділені характеристики характеризують «глобальність» як основоположну рису знань. Крім того, у такому підході виділяють також і безперервність знань як їх надзвичайно важливу особливість. Тобто будь-які знання здобуті індивідумом / економічним агентом мають не тільки використовуватися для економічної діяльності та отримання певних благ, існуючі знання можуть і повинні стимулювати набуття нових знань у майбутньому.

Щодо другого аспекту, що науковці акцентують на принципових змінах у механізмі ціноутворення, які відбуваються в економіці знань: «Вартість товару... може зростати як внаслідок застосування відомих факторів виробництва, так і за рахунок додаткових рис продукту та супутніх послуг, які з'являються завдяки цілеспрямованому застосуванню знань як нового фактора виробництва» [³³]. Яким чином зазначену концепцію можна застосувати до фінансових інституцій? Насамперед слід враховувати особливу природу фінансових інструментів, в ціноутворенні яких визначальну роль відіграє інформація про минулі, актуальні та прогнози майбутніх подій. Таким чином, володіння цією інформацією, знаннями дає можливість отримати явні переваги в конкурентній боротьбі. При цьому тут слід говорити про важливу роль знань з погляду інших учасників фінансового ринку, на-

³² Stewart T. Intellectual capital: the new wealth of organizations. New York: Doubleday Currency, 1997. P. 278.

³³ Экономика знаний. М. Инфра-М, 2008. С. 9.

приклад, споживачів фінансових послуг і/або учасників фінансових операцій. Сучасна конкурентна боротьба на рівні інституційної фінансової інфраструктури передбачає, що в її основі має бути й урахування того рівня знань (у тому числі економічних), який накопичено зі сторони попиту.

Доволі часто поняття «знання» вживають у тому контексті, як воно використовується в педагогіці. На наш погляд, такий підхід має право на існування. Зокрема, в окремих джерелах автори акцентують на двох ключових характеристиках знань і, відповідно, їх соціальних функціях [³⁴]: а) матеріалізуються у певні технічні пристрої, технологічні процеси; б) перетворюються на переконання і стають керівництвом до практичної дії. У повній мірі цю позицію можна екстраполювати і на рівень функціонування фінансових інституцій. Зокрема, знання безпосередньо впливають на технологізацію фінансових відносин і появу нових технологій у діяльності фінансових посередників. Крім того, саме знання формують прагматичний аспект взаємодії індивідуумів із фінансовими посередниками, індивідуумів у рамках однієї організації та ін. Наведемо позицію Л. Новікової, яка характеризує «економічні знання» як перевірений практикою результат пізнання економічної діяльності, адекватне відображення її в мисленні через сукупність уявлень, понять, суджень, теорій, ідей [³⁵]. Тобто у такому підході економічні знання індивідуума формуються і внаслідок практичної економічної діяльності.

Надалі в аналізові інформаційно-знансєвих факторів на рівні інституційної фінансової інфраструктури виходитимемо з позиції щодо, по-перше, об'єктного та інтелектуального підходу до сутності знань; по-друге, логічного взаємозв'язку та сутнісної різниці між знаннями та інформацією; по-третє, існування інформації та знань як економічного ресурсу та особливого товару в сучасному суспільстві (це у повній мірі відповідає сучасним уявленням про сутність економічних ресурсів [^{36 37 38}]). Виділення за-

³⁴ Гончаренко С. Український педагогічний словник. К.: Либідь, 1997. 376 с.

³⁵ Новікова Л. Формування економічних знань учнів профільних класів в умовах довузівської підготовки. Автореф. дис. ... на здобуття наук. ступеня канд. пед. наук. Х., 2003. 18 с.

³⁶ Панчишин С. Макроекономіка. К, 2001. 548 с.

³⁷ Савченко А. Г. Макроекономіка. К.: КНЕУ, 2007. 448 с.

³⁸ Таранюк Л., Шаповал А. Особливості визначення ефективності використання ресурсів на підприємстві в умовах перехідної економіки. *Механізм регулювання економіки*. 2008. № 3. Т. 2. С. 123—131.

значених базових позицій дає можливість перейти до ідентифікації місця фінансових інституцій у економіці нового типу.

У цьому контексті значно простіше говорити про окреслення місця фінансових посередників у інформаційних потоках. Стандартна формалізована схема обміну інформацією виглядає таким чином (рис. 2.9).



Рис. 2.9. Загальна формалізована схема обміну інформації між двома суб'єктами

Джерело: Складено автором за [39].

Екстраполюючи цей підхід на рівень фінансових інституцій, можна стверджувати, що інформація характеризує процеси та відносини, що виникають у процесі взаємодії між фінансовими посередниками та іншими економічними агентами, між самими фінансовими посередниками, насамкінець — у їх внутрішньому середовищі. Зазначимо, що позиція, відповідно до якої інформація виникає як наслідок взаємодії кількох суб'єктів часто зустрічається в роботах сучасних учених [40].

Досліджуючи інформаційний аспект функціонування сучасного фінансового посередництва, насамперед мова повинна йти про врахування його багатфункціональності з акцентом на використання економічної та фінансової інформації як стратегічного ресурсу. Така позиція дає можливість оцінювати інформацію виходячи з особливостей сфери її застосування, специ-

³⁹ Shannon C., Weaver W. Mathematical Theory of Communication. University of Illinois Press, 1963. P. 34.

⁴⁰ Яковів І. Сутність інформації та її теоретико-множинне уявлення. *Спеціальні телекомунікаційні системи та захист інформації*: Зб. наук. пр. Київ: ІСЗІ НТУУ «КПІ», 2011. Вип. 1(19). С. 55-58.

фіки функцій фінансових інституцій. У цьому ж контексті інформацію слід розглядати у світлі органічного підходу через властивість організмів відображати об'єктивну реальність та використовувати отримані результати для своєї життєдіяльності. Значно складніше порівняно з інформацією виглядає процес генерації, використання й обміну знаннями у сучасному суспільстві. З певними застереженнями його можна зобразити так, як на рис. 2.10.

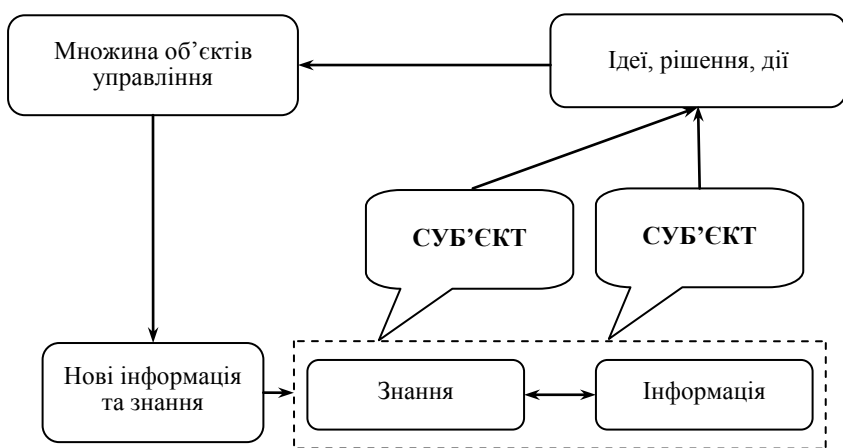


Рис. 2.10. Процес генерації, використання і обміну знаннями у сучасному суспільстві

Джерело: Розроблено автором.

Будь-яка фінансова інституція займає особливу роль з погляду інформаційних та знанневих складових сучасної економіки. Вище вже говорилося, що поступово, з врахуванням розвитку технологій, процес здійснення фінансових операцій, надання та споживання фінансових послуг, випуску, обігу та погашення фінансових інструментів можна описати як процес, що заснований на використанні інформації та знань.

Місце фінансових посередників в інформаційно-знанневій моделі економіки можна виглядає таким чином (рис. 2.11).

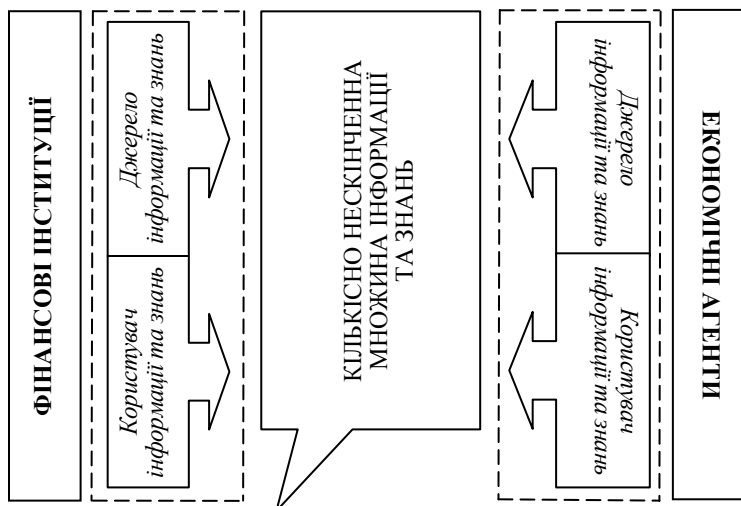


Рис. 2.11. Місце фінансових інституцій в інформаційно-знаннєвій моделі сучасної економіки

Джерело: Розроблено автором.

Як бачимо з рис. 2.11, ключова ознака фінансових інституцій в інформаційно-знаннєвій моделі сучасної економіки — поліфункціональність. Учасники інституційної фінансової інфраструктури виступають і як користувачі інформації та знань, і формують попит на інформацію та знання. У підсумку можна ще раз акцентувати на зробленому на початку підпункту висновку, що всі процеси, які стосуються інформації та знань, суттєво змінюють принципи конкуренції між фінансовими інституціями. Постає слушне запитання: які найзнаковіші тенденції характеризують трансформацію конкурентної поведінки фінансових інституцій на сучасному етапі? На наш погляд їх можна охарактеризувати таким чином.

1. Формування принципово нових вимог до функціонування фінансових інституцій з боку учасників фінансових операцій і/або споживачів фінансових послуг. Як зазначають вчені, з'явилися принципово нові підходи до конкуренції у фінансовому секторі, в основі яких лежить точкова пропозиція фінансових послуг, простота їх використання, швидкість операцій і мінімізація ролі різноманітних посередників [41]. Така позиція є підтвердженням щодо описа-

⁴¹ Катрич С. Через трансформацію к нової економіке. Глобальні ринки и фінансовий інжиніринг. 2017. Том 4. №1. С. 65–72.

ного вище скорочення просторових і часових параметрів функціонування сучасної економіки загалом і фінансового господарства зокрема. Свідченням цього є й постійне та стрімке зростання обсягу мобільних платежів у світових масштабах (рис. 2.12).

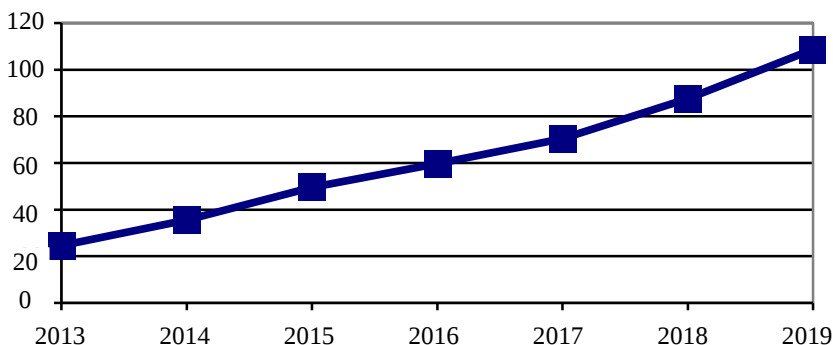


Рис. 2.12. Обсяги мобільних платежів у світі у 2013–2019 рр., млрд дол. США

Примітка: Відомості за 2018–2019 рр. — прогноз.

Джерело: складено автором за [42].

Високі темпи зростання кількості користувачів Інтернету подальше вдосконалення комунікаційних технологій не залишають місця сумнівам — тільки ті фінансові інституції, які зможуть у повній мірі адаптувати власну стратегію до нових умов зможуть залишитися на ринку. Тому вже зараз формується жорстка конкуренція на ринку банківських послуг між традиційними банками, які намагаються максимально використати можливості електронного банкінгу, і віртуальними банками, в основі діяльності яких відмова від традиційних каналів комунікації з клієнтами на користь сучасних технологій. У короткостроковій перспективі аналогічні процеси активізуватимуться й у сегменті небанківських фінансових інституцій. На сьогодні існує надзвичайно велика кількість позицій, у яких аналізуються процеси технологізації фінансових відносин. Досить часто вони містять оцінні дані, але все ж у своїй переважній більшості їх результати можна використати для характеристики місця фінансових інституцій у принципово новій картині технологічного та цифрового світу.

⁴² Эффекты развития финтеха. Высшая школа экономики. 2016. 19 декабря. URL: https://www.hse.ru/expertise/news/19_8943539.html (дата звернення: 11.10.2018).

2. Конкуренція на рівні фінансових інституцій змушує національні держави переглянути власні стратегії у контексті існуючих трендів, а регуляторні механізми та бізнес-клімат змінювати в бік створення сприятливих умов для запровадження новітніх фінансових технологій та розвитку різноманітних інновацій. Більше того, рівень електронного урядування є одним з важливих чинників, які оцінюються у різноманітних рейтингах для встановлення рівня інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності національних держав. Досить поширеним є підхід, у відповідності з яким до ключових факторів, які сприятливо впливають на розвиток фінансових технологій, відносять кадровий потенціал, доступ до фінансових ресурсів, регулювання та попити на відповідні фінансові послуги з боку населення та бізнесу. Фактично, в цьому випадку йдеться про своєрідну конкуренцію, коли держави намагаються врахувати перетворення інформації та знань у важливий економічний ресурс і сформувати відповідне інституційне середовище. Як правило, ефективність такої державної політики визначає і лідерство країн за рівнем економічного розвитку.

Оцінку окремих країн за виділеними критеріями наведено у табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**КЛЮЧОВІ ФАКТОРИ СПРИЯТЛИВОГО СЕРЕДОВИЩА
ДЛЯ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВИХ ТЕХНОЛОГІЙ
В ОКРЕМИХ КРАЇНАХ СВІТУ**

Країна	Кадровий потенціал	Фінансування	Режим регулювання	Попит	Сукупна оцінка
Великобританія	2	3	1	3	9
Сінгапур	4	7	2	6	19
Німеччина	6	4	5	5	20
Австрія	5	5	3	7	20
Гонконг	7	6	4	4	21

Джерело: Складено автором за [43].

У той же час, не треба забувати, що всі без винятку фактори, пов'язані зі змінами в механізмах конкуренції між фінансовими установами, об'єктивно визначають послаблення ефективності

⁴³ UK Fin Tech. On the cutting edge. An evaluation of the international Fin Tech sector. EY. 2016.

державної регуляторної політики. Ланцюг банкрутств, характерний для низки провідних фінансових інституцій США у 2008–2009 рр., став лакмусовим папірцем, який засвідчив, що створена на той час модель державного управління вимагає трансформації. Усвідомлення цього факту відобразилося на суттєвих змінах як на рівні національних економік, так і з позиції глобальної модифікації регуляторного впливу. У підсумку виникає певний конфлікт інтересів, коли держава, з одного боку, змушена враховувати тренд технологізації та інформатизації у діяльності фінансових інституцій та слідувати йому; з другого — вона у такий спосіб послаблює власні позиції як регулятора фінансових відносин.

3. Процес подолання просторового та часового розривів між фінансовими інституціями та іншими економічними агентами призводить до формування парадоксальних невідповідностей між країнами перебування фінансових установ та країнами, в яких знаходяться їх основні клієнти. Зокрема, це особливо яскраво виявляється у випадку стартап-компаній, які створюють конкуренцію традиційним фінансовим посередникам. Зокрема, станом на початок 2018 р. переважна більшість з них створюється в країнах «старої» Європи (рис. 2.13).

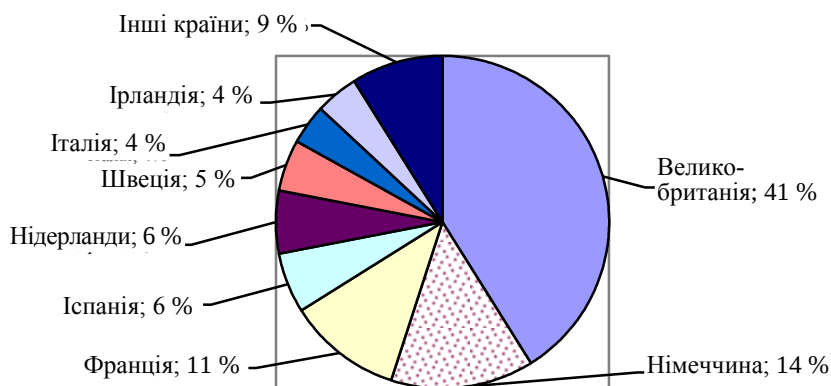


Рис. 2.13. Країни створення стартапів у сфері фінансових технологій у країнах Європи, станом на початок 2018 року, %

Джерело: Складено автором за [44].

⁴⁴ Mansilla Fernández J. European Economy-Banks, Regulation, and the Real Sector 2017. №2. Рр. 31-39.

Лідерство стартапів із країн з розвиненими економіками зовсім не видається випадковим і зайвий раз свідчить про надзвичайно важливу роль макросередовища у розвитку будь-якого бізнесу. Держави намагаються усіляко сприяти розвитку принципово нових сфер на противагу традиційним галузям. І така ситуація була сформована ще на початку зародження сучасного технологічного укладу. В окремих дослідженнях підкреслюється, що саме ІТ-сектор і запровадження технологічних досягнень в інших галузях мало і матиме визначальний вплив на такий надзвичайно важливий фактор економічного зростання як продуктивність праці в США [45].

У той же час розвиток технологій у сфері фінансового посередництва та фінансових операцій орієнтовані на максимальне наближення до споживачів, переважна частина яких перебуває у країнах з «перехідними» економіками, та в країнах, що розвиваються (рис. 2.14).

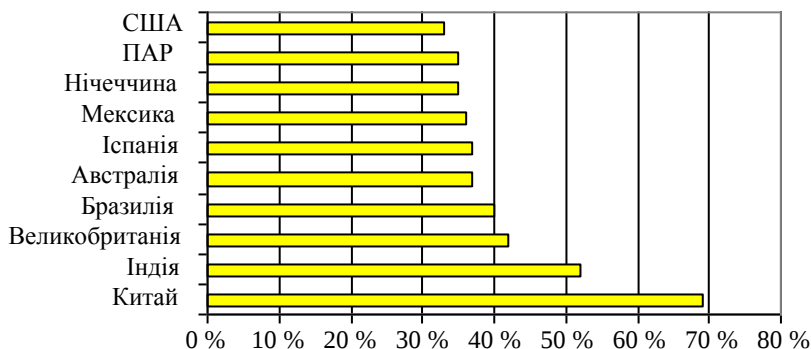


Рис. 2.14. Частка населення, що користується сучасними фінансовими технологіями, % від загальної кількості населення, що користуються мережевими технологіями, оцінка 2017 р.

Джерело: Складено автором за [46].

⁴⁵ Бейли М., Фаррелл Д. Устранение барьеров на пути экономического роста. URL.: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2006/03/pdf/baily.pdf> (дата звернення 12.01.2019 р.).

⁴⁶ EY FinTech Adoption Index 2017. URL.: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-adoption-index-2017/\\$FILE/ey-fintech-adoption-index-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-adoption-index-2017/$FILE/ey-fintech-adoption-index-2017.pdf) (дата звернення 12.01.2019 р.).

Лідерство Китаю та Індії в питаннях використання продуктів сучасної технологічної революції у фінансових відносинах не можна пояснити виключно кількістю їх населення. Скоріше має йтися про позитивний вплив цілого комплексу факторів, серед яких не останнє місце посідає державна політика у зазначеній сфері та конкурентна стратегія фінансових інституцій. Більше того, в прогнозах перспектив розвитку світової економіки на найближчі десятиліття саме фактор технологій і фінансових технологій зокрема слід розглядати як базовий для стимулювання економічного зростання на рівні окремих держав.

4. Інформаційно-знаннясва компонента конкуренції на рівні фінансових інституцій формує вимоги до цих економічних агентів як до джерела інформації. Ці вимоги можуть мати як формалізований характер (нормативно-правові акти, різноманітні стандарти, вимоги з боку фондових бірж та ін.), так і неформалізований. Узагальнено можна говорити про транспарентність фінансових інституцій. Загалом, за режимом доступу усю інформацію, що використовується фінансовими інституціями, можна поділити на інформацію у вільному доступі, інсайдерську та конфіденційну. Відповідно, проблематика транспарентності пов'язана насамперед з інформацією, що перебуває у вільному доступі. Дефініція «транспарентність», порівняно з іншими поняттями економічної науки, лише нещодавно почала використовуватися (при цьому вона запозичена з фізики, в якій цей термін характеризує певний стан об'єкта). Втім розвиток інформаційних технологій визначив швидке поширення зазначеного терміну для характеристики економічних процесів на макро- та мікрорівнях. У роботах Дж. Стігліца транспарентність безпосередньо пов'язується з інформацією. За уявною простотою такого підходу, на наш погляд, криється глибокий зміст — адже тільки рівень володіння тією чи тією інформацією дає можливість стверджувати про транспарентність різних економічних агентів [47]. Інші іноземні автори виділяють фінансову транспарентність і транспарентність управління. Перша характеризує інтенсивність та своєчасність розкриття фінансової інформації; друга — інтенсивність

⁴⁷ Joseph E. Stiglitz. The Contribution of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *The Quarterly Journal of Economics*. Volume 115, Issue 4, 1 November 2000, Pp. 1441–1478.

розкриття інформації про управлінські дії [48]. Українські вчені вказують, що транспарентність — це рівень відкритості компанії, який досягається через розкриття інформації про структуру організації, ризик-менеджмент, діяльність та її результати [49].

Незалежно від того, в якому контексті науковці розглядають транспарентність, її ключовою ознакою є характеристика кількісних та якісних параметрів інформації, яку «виробляє» економічний агент та оприлюднює її на ринку, а також забезпечення доступу інших суб'єктів до такої інформації. При цьому слід зважати, що «емісію інформації» можна розглядати щонайменше в контексті трьох компонентів: по-перше, як виконання вимог законодавства щодо оприлюднення інформації; по-друге, в частині інформації, яка оприлюднюється фінансовими інституціями понад обсяги, що передбачені законодавством; по-третє, інсайдерська та конфіденційна інформація про фінансові інституції, яка фрагментарно з'являється на ринку попри намагання економічних агентів не допустити її оприлюднення.

В сучасних умовах необхідність забезпечення високої транспарентності є аксіомою. Разом з тим складність і множинність інформаційних потоків формують високу залежність інформаційної політики фінансових посередників від зовнішніх чинників — наявності відповідної інфраструктури поширення інформації; загальної інформаційної культури, що сформована у суспільстві; насамкінець, готовності споживачів фінансових послуг сприймати відповідну інформацію.

5. Зростає уразливість корпоративних стратегій інституцій фінансової інфраструктури за рахунок впливу факторів інформації за знань на їх діяльність. Збільшення обсягів трансграничних операцій, невпинна віртуалізація фінансових відносин призвели до підвищення рівня різноманітних (а часто — принципово нових) ризиків для фінансових інституцій. Насамперед тут йдеться про вибухоподібні тенденції у сфері кіберзлочинності. Якщо ще десять років назад такі випадки були поодинокими та сприймалися як екзотичні, то зараз кіберзлочинність перетворилася на одну з основоположних проблем для економічних агентів (рис. 2.15).

⁴⁸ Bushman R., Piotroski J., Smith A. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*. No. 32(2). Pp. 207–252.

⁴⁹ Зачосова Н., Куценко Д. Інформаційна транспарентність як фактор впливу на процес управління економічною безпекою фінансових посередників. Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції, м. Ялта, 1-5 жовтня 2013 р. URL.: <http://eprints.knate.edu.ua/38595/1/60-62.pdf>. (дата звернення 19.01.2019 р.).

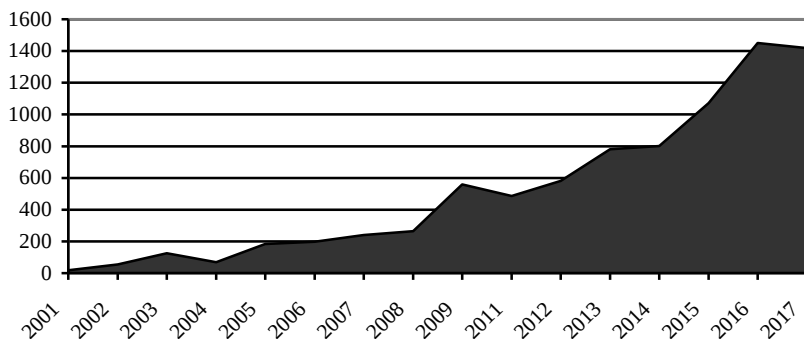


Рис. 2.15. Розмір втрат від кіберзлочинності, визначений за зверненнями до The Internet Crime Complaint Center, млн дол. США

Джерело: Складено автором за [50].

Таким чином, інформаційно-знаннєва компонента розвитку сучасної економіки суттєво видозмінює характер і принципи конкуренції на рівні інституційної фінансової інфраструктури. Такі зміни мають стратегічний характер і наслідки для діяльності фінансових інституцій. Разом з тим вони поєднуються з іншими визначальними тенденціями, серед яких особливу роль відіграє транснаціоналізація.

2.3. Транснаціоналізація як визначальна передумова розвитку глобальної фінансової інфраструктури

Одним із ключових процесів сучасної глобальної економіки, а з нею й інституційної фінансової інфраструктури, є транснаціоналізація, яка за останні кілька десятиліть швидко і досить радикально видозмінила світ. Усе більше ознак свідчать про те, що нинішнє століття стало переломним із погляду подальшого переміщення економічної влади (а з нею — і політичної) від національних держав до провідних транснаціональних корпорацій

⁵⁰ Total damage caused by reported cyber crime. The Statista. Official site. URL.: <https://www.statista.com/statistics/267132/total-damage-caused-by-by-cyber-crime-in-the-us>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

(далі — ТНК). Такі трансформації, в яких виражена сама сутність і природа економічної глобалізації, у значній мірі стосуються й фінансових інституцій. Фактично у світі не залишилося жодної держави, економічна політика якої у більшій чи меншій мірі не зазнавала б впливу з боку ТНК. У свою чергу держави також намагаються з різним рівнем результативності впливати на бізнес-стратегії провідних ТНК. І чим слабшою є держава, тим більші шанси ТНК нав'язати свої корпоративні інтереси суспільству.

Вплив держави відбувається за рахунок використання прямих і непрямих регуляторних заходів. Проте жодні кроки з боку держави та ТНК не дають можливості повністю уникнути конфліктів, які здебільшого є об'єктивними [51]. Загалом саме транснаціоналізація вважається вкрай суперечливим процесом, аналіз якого часто дає дослідникам підґрунтя для таких оцінок діяльності сучасних ТНК, які, без перебільшення, можна розглядати як одіозні та радикальні. Слід звернути увагу також і на той факт, що конфлікт на рівні «держава — ТНК» аналізується не тільки в економічній площині, все частіше йдеться про політичну та навіть соціальну складові [52 53]. Наскрізний характер впливу сучасних ТНК не викликає сумнівів як у противників, так і в прихильників транснаціоналізації. Зокрема, в окремих роботах підкреслюється, що однією із характерних ознак сучасної глобалізації є політизація життя [54]. Пряма передумова для такої політизації — діяльність транснаціонального бізнесу, а не тільки функціонування національних держав як політичних утворень і/або політичних блоків (союзів).

Надзвичайно виразно транснаціоналізація виявляє свої суперечливі риси у діяльності фінансових інституцій. Якраз фінансові ТНК посіли за кілька останніх десятиліть домінуючі позиції у світовій економіці. Разом з тим об'єктивні суперечності транснаціоналізації, накладаючись на характеристики сучасного фінансового капіталу (насамперед його мобільність), ставлять перед дослідниками складні завдання. Більшість із них пов'язана з неоднозначною оцінкою результатів діяльності фінансових ТНК, їх

⁵¹ Вернон Р. Бура над многонациональными: пер. с англ. М.: Прогресс, 1982.

⁵² Kennedy P., Nuscheler F., Messner D. Global Governance, Development, and Peace. Global Trends and Global Governance. London, 2002, p.156-183.

⁵³ Немировська О. Механізм регулювання взаємодії національної економіки з транснаціональними корпораціями. *Економіка та держава*. 2015. № 12. С. 121-125.

⁵⁴ Бек У. Что такое глобализация? Ошибки глобализма — ответы на глобализацию. 2001. 304 с.

впливом на фінансове господарство та на економіку приймаючих країн, недостатніми можливостями держави забезпечити контроль за діяльністю таких ТНК. Очевидно, що зазначені питання набувають особливої ваги в країнах з «перехідними» економіками, для яких фінансова глобалізація пов'язана з численними та недостатньо контрольованими з боку держави ризиками.

Сучасна економічна наука має достатньо напрацювань у сфері дослідження ТНК, їх місця та ролі в сучасній глобальній економіці. Разом з тим треба особливо підкреслити, що проблематика транснаціоналізації в контексті функціонування фінансової інфраструктури вивчена недостатньо глибоко. На наш погляд, слід акцентувати не лише на питаннях прояву тих складних суперечностей, які властиві діяльності фінансових ТНК. У свою чергу ці суперечності суттєво трансформують й саму інституційну фінансову інфраструктуру, тобто виникає проблематика взаємного впливу ТНК та інших економічних агентів — змінюється і транснаціональний бізнес, а з ним і вся економіка.

Загалом формування надзвичайно потужних транснаціональних корпорацій, які здобули лідерство у світовій економічній архітектурі, ще кілька десятиліть тому сприймалася виключно в позитивному ключі. Зміна напряму оцінок відбулася багато в чому через суперечливі результати діяльності транснаціонального бізнесу. При цьому йдеться і про країни базування, і про приймаючі країни, і загалом про глобальні виміри. Більше того, виникають передумови для формування принципово нового конфлікту на рівні «індивідууми — ТНК». Цей вплив виявляється й у фінансових відносинах — ТНК мають змогу прямо чи опосередковано впливати на економічний, а з ним — і на фінансовий світогляд громадян, їхню економічну поведінку. Можна стверджувати, що від вирішення існуючих конфліктів багато в чому буде залежати світовий економічний порядок.

З розвитком і поширенням ТНК, їх потенціалу та можливостей такі явища, як фінансова глобалізація, транснаціоналізація стали об'єктом предметних досліджень. З'явилися наукові школи, які вивчають причини та наслідки діяльності ТНК не лише для економічних відносин, але й з точки зору соціології, політології. Утім, як буде показано нижче, консенсусу в ключових питаннях функціонування ТНК немає. Більше того, ускладнення економічних відносин, які об'єктивно притаманні сучасному ета-

пові розвитку, тільки посилюють радикальність наукових оцінок результатів діяльності ТНК у сучасному світі. При цьому такі негативні оцінки властиві і для науковців, які представляють країни, що дістали найбільші вигоди від глобалізації та транснаціоналізації [55].

Дефініція «транснаціоналізація» походить і безпосередньо пов'язана з поняттям «транснаціональна корпорація», що обумовлює необхідність його наукового аналізу. На перший погляд питання сутності та характеристик транснаціональних корпорацій на сьогодні широко розкрито і немає потреби додатково вивчати його. З іншого боку, зустрічаються і протилежні позиції. Зокрема, відомий вітчизняний учений О. Рогач стверджує, що на противагу терміну «транснаціональні корпорації» слід використовувати поняття «багатонаціональні підприємства», які являють собою підприємства, що здійснюють міжнародне виробництво на основі прямих іноземних інвестицій і мають прямий контроль над власними зарубіжними філіями [56]. У рамках цієї роботи немає потреби детально аналізувати переваги того чи того підходу, адже навіть досягнення наукового консенсусу щодо назви таких підприємств не зніме гостроту дискусії щодо їх функціонування.

Очевидно, що багато науковців орієнтуються у тлумаченні сутності ТНК на підхід, що присутній у документах ряду міжнародних організацій. Зокрема, спеціалісти UNCTAD стверджують: «Транснаціональна корпорація — це підприємство, яке об'єднує юридичних осіб будь-яких організаційно-правових форм і видів діяльності у двох і більше країнах, проводить координуючу політику і втілює в життя загальну стратегію через один або більше центрів прийняття рішень» [57].

На наш погляд, у такому підході доцільно насамперед виділити кілька ключових моментів. По-перше, сучасна ТНК розглядається як група підприємств *без прив'язки* (виділено нами. — Б.С.) до їх організаційно-правової форми та видів діяльності, тобто йдеться про можливий симбіоз корпоративної та інших форм орга-

⁵⁵ Стиглиц Дж.Ю. Глобализация: тревожные тенденции. М.: Национальный общественно-научный фонд, 2003. 304 с.

⁵⁶ Рогач О. І. Теорії міжнародного бізнесу. К.: ВПЦ «Київський університет». 2018. 687 с.

⁵⁷ World Investment Report 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. UNCTAD, United Nations. New York and Geneva, 2007.

нізації бізнесу. По-друге, конкурента стратегія ТНК реалізується щонайменше у двох країнах, це значить, що сучасні ТНК здійснюють експансію на багатьох ринках; по-третє, основа корпоративного менеджменту будь-якої ТНК — загальна стратегія незалежно від кількості центрів, у яких приймаються управлінські рішення.

Доволі конкретно характеризує поняття «транснаціональна корпорація» відомий вітчизняний учений А. Філіпенко, який стверджує, що вона «...це фірма, яка володіє виробничими, торговельними та іншими активами в кількох країнах, що забезпечують їй прибуток» [⁵⁸, с. 288]. На відміну від попереднього, позиція А. Філіпенка акцентує увагу першочергово на відносинах власності — ТНК володіє активами в кількох країнах і на цілях діяльності — такі активи приносять їй прибуток.

Окремі науковці окрім уже виділених вище ознак транснаціональної корпорації вважають за доцільне окремо підкреслити роль сучасних ТНК як лідерів глобального бізнесу. Так, вітчизняний науковець І. Сорока вказує, що це «...підприємства (фінансово-промислові об'єднання), яким належать комплекси чи виробництва, що контролюють діяльність компаній, розташованих за межами країни базування, мають велику мережу філій і відділень у різних країнах, займають лідируючі положення у виробництві і реалізації того чи іншого товару» [⁵⁹].

На наш погляд, у цьому підході І. Сороки, треба звернути увагу на той факт, що автор визнає виняткову роль злиття промислового і фінансового капіталів у появі та розвитку сучасних транснаціональних компаній. З іншого боку, потребує додаткової аргументації позиція автора щодо «комплексів і виробництв, що контролюють діяльність компаній», адже немає чіткого розуміння, яким чином здійснюється цей контроль та за рахунок яких механізмів, інструментів.

Дослідник Р. Вернон встановлює досить чіткі кількісні критерії для визначення досліджуваного поняття: «ТНК — це материнська компанія, яка контролює значну групу інших компаній різної національності; усі компанії цієї групи використовують єдине джерело фінансів і кадрів; закордонні продажі групи мають досягати не менше 100 млн дол. США щороку; групи повинні мати

⁵⁸ Філіпенко А. Міжнародні економічні відносини: теорія. К.: Либідь, 2008. 408 с.

⁵⁹ Сорока І. Транснаціональні корпорації та їхня роль у процесі активізації міжнародної інтеграції. *Актуальні проблеми економіки*. 2009. №9. С. 35-41.

свої філіали більше, ніж в одній-двох країнах» [60]. У цілому кількісний підхід до виокремлення ознак ТНК є доволі поширеним і на рівні міжнародних організацій. Зокрема, у вже згадуваному документі ООН зазначено, що ТНК відрізняються від інших організацій і інституцій за такими параметрами (рис. 2.16).



Рис. 2.16. Критерії транснаціональної корпорації за методологією ООН

Джерело: Складено автором за [61].

На наш погляд, навіть просте порівняння показників, запропонованих Р. Верноном, і критеріїв, що зазначені у відповідних документах ООН, дає змогу оцінити шлях, що його здолали ТНК на рубежі XX–XXI ст. Зокрема, якщо в середині минулого століття звичним для ТНК був обсяг закордонних продажів у 100 млн дол. США, то вже у XXI ст. цей показник виріс до 200 млн дол. США (при цьому річний оборот має становити не менше як 1 млрд дол. США). Виділені розбіжності в критеріях визначення ТНК

⁶⁰ Vernon R. Les entreprises multinationales: la souveraineté nationale en peril. Paris: Calmann Lévy, 1973. 347 p.

⁶¹ World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. UNCTAD, United Nations. New York and Geneva, 2007.

призводять до існування суттєвих розбіжностей в оцінці кількості ТНК у світовій економіці — від 200 до кількох сот тисяч, проте це у будь-якому разі не нівелює їх колосальної ролі у сучасній економіці.

Отже, наведені визначення поняття «транснаціональна корпорація» свідчать, що у сучасній фаховій літературі абсолютна більшість дослідників наділяють його такими ознаками:

- результат дифузії промислового та фінансового капіталу ТНК на рівні кількох країн;
- єдина корпоративна стратегія ТНК, якій підпорядковані стратегії підприємств, що їй належать;
- значна частка фінансових потоків, що акумулюються закордонними структурними підрозділами ТНК за рахунок продажів товарів та послуг;
- глобальне бізнес-лідерство за більшістю економічних показників діяльності.

Зрозуміло, що наведені характеристики ТНК відображаються і на наукових позиціях щодо дослідження транснаціоналізації як процесу. Зокрема, вітчизняні вчені В. Шавкун та І. Сухацька розглядають транснаціоналізацію як «...процес розширення міжнародної діяльності промислових фірм, банків, сфери послуг, їх виходу за національні межі окремих країн, що призводить до переростання національних компаній у транснаціональні» [62]. Як бачимо, транснаціоналізацію, на думку вказаних авторів, можна визначити в контексті експансії фінансового та промислового капіталів за межі національних держав. Утім, з нашої точки зору, акцент на винятковій ролі банків у транснаціоналізації вже зараз можна поставити під сумнів, адже на сучасному етапі ми маємо справу скоріше з фінансовими конгломератами, в яких поєднані як банки, так і небанківські фінансові інституції. Крім того, транснаціоналізацію не варто пов'язувати тільки з трансформацією національних компаній у транснаціональні — вона є значно глибшим за суттю процесом.

О. Рогач вважає, що транснаціоналізація — це процес посилення світової інтеграції у результаті глобальних операцій ТНК, в межах якої значна частина виробництва, споживання, експорту, імпорту і доходу країни залежить від міжнародних центрів за

⁶² Шавкун В., Сухацька І. Транснаціоналізація виробництва і капіталу в умовах світової глобалізації. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2011. № 6. Т. 1. С. 248-251.

межами держави [63]. Таким чином, на відміну від попередніх авторів, цей вчений аналізує транснаціоналізацію вже виключно в контексті функціонування ТНК, а не перетворення національних компаній у транснаціональні. Звернемо увагу також і на той момент, що у цьому підході транснаціоналізація розглядається на макрорівні — як зростання частки показників зовнішньоекономічної діяльності, яка акумулюється міжнародними центрами.

Непоодинокими є й наукові позиції, в яких транснаціоналізація розглядається через призму інвестиційної складової, що є цілком природним, оскільки прямі іноземні інвестиції вважаються на сучасному етапі одним із ключових елементів корпоративної стратегії ТНК на зарубіжних ринках: «...транснаціоналізація — це процес перенесення частини відтворювальних процесів з однієї країни в іншу (інші) за допомогою прямих іноземних інвестицій, до яких, на відміну від портфельних, відносять інвестиції, зроблені за кордон з метою організації філій або встановлення контролю над іноземними компаніями... Ці інвестиції здійснюються здебільшого ТНК, які слугують основою транснаціоналізації» [64].

Вище, у пп. 2.1, вже частково й аналізувалася проблематика трансграничного руху капіталу та прямих іноземних інвестицій, конфліктності взаємовідносин між ТНК і державою. Разом з тим навіть з врахуванням існуючих загроз національні держави намагаються усіляким чином стимулювати притік ПІІ до власних економік насамперед за рахунок трансформації регуляторних режимів. Проте доволі часто такі заходи синхронізовані й з окремими обмежувальними заходами, спрямованими на зниження ролі ПІІ у стратегічно важливих галузях чи обмеження на володіння стратегічно важливими активами, наприклад, землею (рис. 2.17).

З рис. 2.17 можна дійти ще одного важливого висновку — у періоди фінансово-економічних криз уряди держав намагаються більш жорстко регулювати інвестиційну сферу, притік / відтік ПІІ та, відповідно, діяльність ТНК. У той же час макроекономічне зростання визначає іншу стратегію держави — лібералізацію та стимулювання ПІІ. Об'єктивний характер конфлікту інтересів між ТНК та державою спричинює численні протистояння між

⁶³ Рогач О. Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій. К.: Либідь, 2005. 720 с.

⁶⁴ Мовсесян А., Огнівцев С. Мировая экономика. М.: Финансы и статистика, 2001. 656 с.

ними, які вимагають відповідної процедури урегулювання на міжнародному рівні (рис. 2.18).

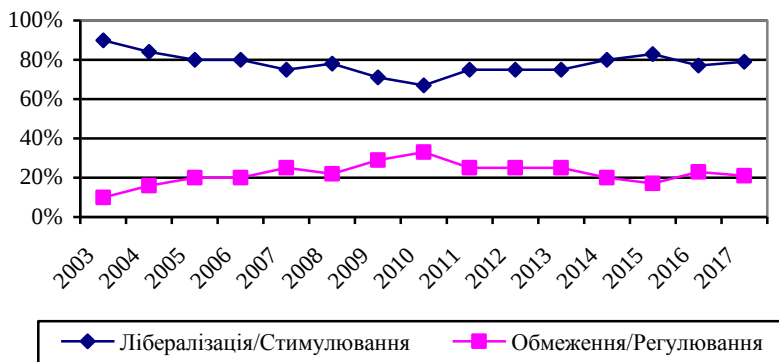


Рис. 2.17. Зміни у національних інвестиційних політиках у 2003–2016 рр., %

Джерело: Складено автором за [65].

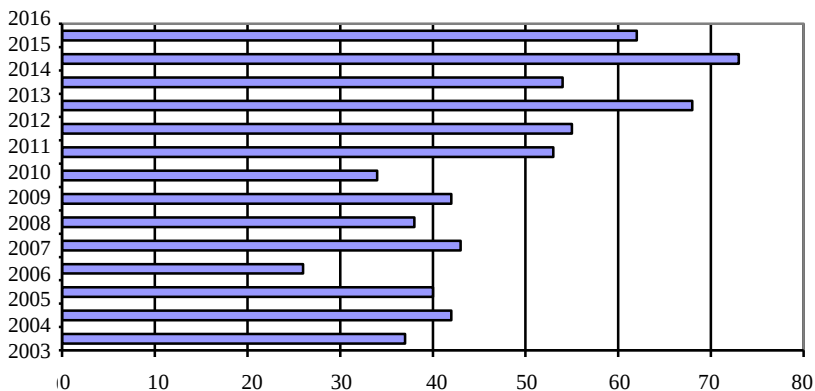


Рис. 2.18. Розгляд справ договірної характеру в рамках процедури урегулювання суперечок між інвесторами та державою, од.

Джерело: Складено автором за [66].

⁶⁵ Investment Policy Monitor No. 19. UNCTAD. URL.: <https://unctad.org/en/pages/publications> (дата звернення 12.01.2019 р.).

⁶⁶ Доклад о мировых инвестициях 2017. ЮНКТАД. URL.: www.unctad.org. (дата звернення 12.01.2019 р.).

З даних рис. 2.18 можна зробити висновок про стрімке на-рощування кількості справ щодо суперечок між інвесторами та державою в рамках процедури їх міжнародного урегулювання після 2010 р. На наш погляд, саме світова економічна криза 2008–2009 рр. чітко окреслила деформації у глобальних потоках ПП, визначила загострення конфліктів між державою та ТНК.

За будь-яких тенденцій світової економіки беззаперечним залишається той факт, що саме транснаціоналізація та діяльність провідних ТНК увібрали чи не всі базові ознаки, характеристики, переваги та суперечності глобалізації. Як наслідок, суттєво змінилася і світова економіка — все більше підстав для її оцінки в якості «економіки корпоративної», в якій навіть суверенні держави функціонують за прообразом провідних транснаціональних компаній [67]. Унаслідок цього концепція «держави як корпорація» набуває все більшої популярності серед філософів, економістів, політологів і соціологів на сучасному етапі.

Зрозуміло, що не усі бізнес-одиниці є корпораціями, та й не всі корпорації можна віднести до великого бізнесу, проте *усі великі бізнес-одиниці є корпораціями* (виділено нами. — Б.С.). Сучасні економічні видання (не всі з них мають наукову спрямованість) постійно наводять різноманітні рейтинги, в яких оцінюють найбільш впливових економічних гравців — окремих особистостей і бізнес. При цьому кількість таких рейтингів є доволі значною. Це свідчить про той факт, що навіть тільки аналіз могутності сучасних ТНК і їх менеджерів слугує свідченням популярності видання. Не зважаючи на факт існування певних розбіжностей у різних рейтингах, вони чітко окреслюють роль найбільших ТНК у розвитку цивілізації.

Аналіз цієї інформації дає можливість дійти висновку, що ТНК-лідери у світових масштабах на сьогодні є переважно фінансовими інституціями. На наш погляд, така ситуація цілком природна і повною мірою відображає роль фінансової інфраструктури та потужний потенціал її учасників. Загальновідомим залишається той факт, що саме фінансовий капітал виявив найвищу здатність до зростання в умовах глобалізації.

⁶⁷ Косолапов Н. Государство как корпорация и корпорация как государство: продукт глобализации или новая феноменология? *Comparative Politics*. 2001. №2. С. 19-37.

В таких умовах фінансові інституції набули явні конкурентні переваги над промисловими корпораціями в боротьбі за лідерство, що в кінцевому результаті і сприяло лідерству фінансових ТНК, зокрема — за показником розміру активів (рис. 2.19).

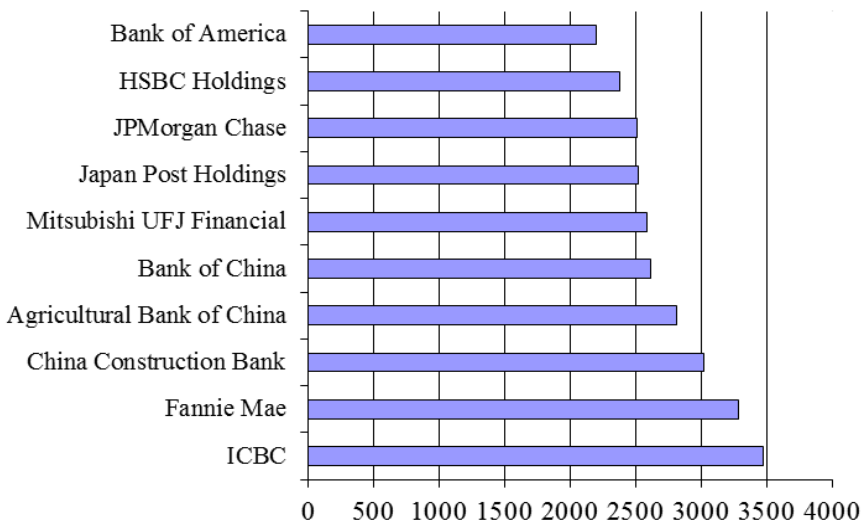


Рис. 2.19. Топ-10 транснаціональних корпорацій світу у 2017 р., за даними Forbes, млрд дол. США

Джерело: Складено автором за [68].

Проблематика мобільності капіталу знаходиться в центрі уваги багатьох дослідників ще з минулого століття [69]. Одним із найбільш складних питань залишається зв'язок між транснаціоналізацією, функціонуванням ТНК та ощадною активністю домогосподарств всередині країни. На сьогодні зазначене питання залишається у більшій мірі без відповідей, що суттєво ускладнює процеси регулювання ПІІ, особливо для країн з «перехідними» економіками. В той же час у цьому контексті потребує оцінки й процес зміни географічної структури найбільших ТНК світу. Ще кілька десятиліть тому провідні позиції займали транснаціональні

⁶⁸ The World's Biggest Public Companies 2017 Ranking. Forbes. Official site. URL.: <https://www.forbes.com/global2000>. (дата звернення 19.01.2019 р.)

⁶⁹ Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows. *Economic Journal*. 1980, vol. 90, pp. 314-329.

корпорації США, Японії, Німеччини та Франції, то вже зараз вони стикнулись із жорсткою конкуренцією з боку китайських ТНК. На наш погляд, саме китайський досвід свідчить, що переваги ТНК можуть і повинні проявлятися в умовах виваженої державної підтримки. Так, можна погодитися з тим фактом, що стратегія розвитку ТНК Китаю багато в чому стала можливою виключно за рахунок цілеспрямованої державної політики, проте її результати не можуть не вражати.

Повертаючись до питання взаємодії між корпораціями та державою, зауважимо, що переважна більшість дослідників оцінюють її можливість та очікувані результати досить скептично [70]. Зазначається, що формується особливий та неприродний тип особливого «партнерства» між корпорацією та державою, що призводить у підсумку до зменшення важливості суспільних інтересів під час прийняття та реалізації рішень. Такий підхід у значній мірі перегукується з працями О. Уільямсона, який виділив три рівні егоїстичної поведінки економічного агента на ринку: опортунізм, просте задоволення особистих інтересів, підпорядкування [71]. Зрозуміло, що звичніша ситуація, коли бізнес-одиниці підпорядковують свої корпоративні стратегії інтересам держави та суспільства. Проте набутий досвід свідчить, що в сучасних умовах можливий і протилежний за змістом підхід, коли *ігноруються державні чи суспільні інтереси* на користь інтересам провідних ТНК. Інші автори підкреслюють, що «...особливого значення набуває співпраця з транснаціональними корпораціями, які, отримавши потенціал нових акторів міжнародних відносин, стають... головними рушійними силами світового економічного та соціального розвитку, зацікавленими в зростанні благополуччя громадян, що створюють попит на їх продукцію, і в політичній стабільності, необхідній для реалізації довгострокових проєктів» [72].

Втім акцент критиків транснаціоналізації на питаннях прибутковості сучасних ТНК вбачається невинновим, адже за цими показниками транснаціональний бізнес часто перевищує бюджети окремих національних держав (рис. 2.20).

⁷⁰ Бакан Дж. Патологическая погоня за прибылью / Пер. с англ. М., 2007.

⁷¹ Уильямсон О. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация. СПб.: Лениздат, 1996.

⁷² Гридасова Г. Транснаціональні корпорації в неокорпоративній парадигмі. *Проблеми міжнародних відносин*. 2014. Вип. 9. С. 33-44.

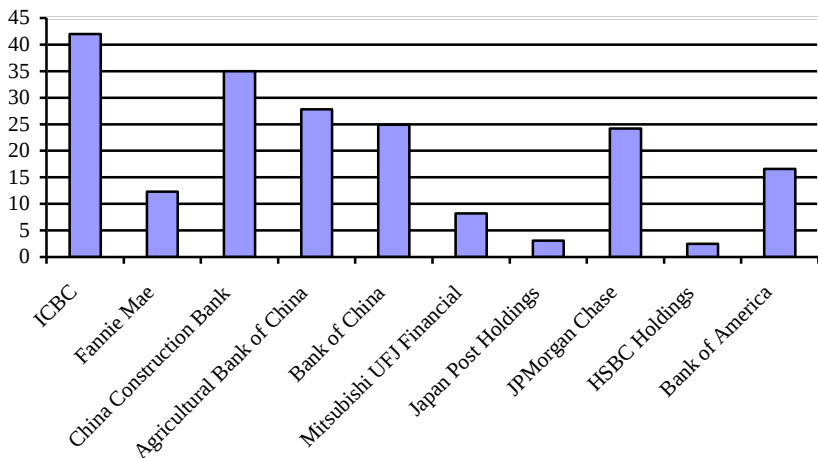


Рис. 2.20. Прибуток найбільших транснаціональних корпорацій світу у 2017 р., за даними Forbes, млрд дол. США

Джерело: [73].

Слід також чітко окреслити той факт, що провідними фінансовими ТНК світу залишаються банківські інституції. Жодні кризи глобального характеру не змогли похитнути позиції банківського сектору, який вже давно перетворився на один із головних механізмів реалізації процесу транснаціоналізації. Однак слід визнати, що серед провідних фінансових ТНК також представлений і страховий бізнес, іпотечні установи та ін. Такі тенденції дають можливість зробити висновок про формування на рівні світового фінансового господарства глобальної інституційної фінансової інфраструктури, репрезентованої насамперед фінансовими транснаціональними корпораціями. Транснаціоналізація інституційної фінансової інфраструктури — закономірний наслідок глобалізації світової економіки, суперечливий процес, який у стратегічному вимірі матиме як позитивні, так і негативні наслідки.

Глобальна інституційна фінансова інфраструктура заснована на високій здатності фінансових інституцій до інновацій, на сприйнятті інноваційних фінансових інструментів, послуг та опе-

⁷³ The World's Biggest Public Companies 2017 Ranking. Forbes. Official site. URL.: <https://www.forbes.com/global2000>. (дата звернення 19.01.2019 р.)

рацій. Інноваційність, з нашої точки зору, дає можливість фінансовим інституціям демонструвати вищі темпи розвитку в умовах економічних відносин нового типу порівняно з сектором нефінансових корпорацій. І саме фінансові ТНК у таких умовах виступають каталізатором змін.

Втім, як і для процесу транснаціоналізації, для функціонування глобальної інституційної фінансової інфраструктури характерні складні проблеми, у тому числі в позаекономічній площині. Такі суперечності характерні і для економічно розвинених країн, і для країн з «перехідними» економіками [74]. Проте з ряду об'єктивних причин чутливішими для таких загроз є саме остання з виділених груп. Ці причини є наступними:

1. Недосконалість конкурентних механізмів може призвести до того, що ТНК поступово витісняють національні фінансові установи з багатьох національних ринків. Такі загрози є цілком очевидними і мають високий рівень імовірності за відсутності обмежень в інвестування іноземного капіталу у стратегічно важливі галузі та сектори.

2. Неконтрольована експансія іноземного капіталу та його висока мобільність створюють додаткові ризики для платіжних балансів держав і стабільності їх національної валюти.

3. Виникають додаткові загрози з позицій забезпечення національної безпеки, а в окремих випадках мова може навіть йти про розмивання суверенітету держави через належність найбільших фінансових інституцій нерезидентам.

4. Транснаціональні фінансові корпорації намагаються реалізувати в рамках різних національних ринків єдині підходи до управління та спільну ідеологію розвитку, часто не враховуючи культурні та релігійні особливості окремих країн.

Виникає цілком логічне запитання: яким чином транснаціоналізація фінансової інфраструктури впливає на економіку «перехідного» типу? На наш погляд, у цьому питанні можна виділити щонайменше два підходи: перший заснований на тому, що прихід іноземного капіталу сприймається переважно в позитивному контексті; другий характеризується доцільністю значно вищого рівня закритості національної економіки.

⁷⁴ Лимонова Е., Архіпова К. Транснаціональні корпорації: основні етапи розвитку та регулювання їхньої діяльності в умовах глобалізації. *Європейський вектор економічного розвитку*. 2014. № 1 (16). С. 93-101.

Загалом, вплив процесів транснаціоналізації у підсумку привів до формування глобальної інституційної фінансової інфраструктури. Функціонування глобальної інституційної фінансової інфраструктури відображає більшість переваг і недоліків сучасної фінансової глобалізації. Зокрема, висока мобільність фінансового капіталу, здатність до інновацій (у тому числі інструментарних) визначила лідерство фінансових ТНК у міжнародному бізнесі. Транснаціоналізація інституційної фінансової інфраструктури формує низку складних загроз, особливо для країн з «перехідними» економіками. Внаслідок цього постають численні питання щодо взаємодії держави та ТНК на сучасному етапі. Разом з тим на сьогодні складно однозначно відповісти на питання про майбутнє глобальної інституційної фінансової інфраструктури. Швидкість і невідворотність змін потребує їх детального аналізу та вивчення з погляду майбутнього фінансових інституцій.

2.4. Сценарії розвитку фінансового посередництва: детермінанти «нової» економіки

Стрімкі та радикальні модифікації, темп яких постійно зростає й які є невід'ємною ознакою сучасного світу, не лише ведуть до змін у взаємовідносинах між різними економічними агентами, а й фактично визначають поступове та невпинне формування «нової» економіки. При цьому якщо зараз ще певною мірою є потреба цей термін писати в лапках, то в досяжному майбутньому така необхідність відпаде й нова економіка стане доконаним фактом. Зрозуміло, що всі економічні агенти (у тому числі й фінансові інституції), які претендують на успішний довгостроковий розвиток, мають враховувати зазначені процеси в своїх конкурентних стратегіях. Відсторонюючись від очевидності таких змін, ігноруючи їх, будь-яка фінансова інституція ставить під сумнів власну конкурентоспроможність. Сучасний формат економічного буття вже не дає змоги тривало й ефективно використовувати управлінські принципи та прийоми, що були в достатній мірі результативними ще навіть кілька років тому. Очевидно, що у цій же площині формується й інший взаємозв'язок — «нова економіка» неможлива без «нової» інституційної фінансової інфраструктури. Більше того, у багатьох випадках саме трансформації на рівні фінансових інституцій є і залишаються

яскравим свідченням зміни парадигми економічних, а з ними — і фінансових відносин. Проте «нова інституційна фінансова інфраструктура» — це не тільки можливості для подальшого розвитку фінансових посередників, це ще й численні загрози для тих із них, які не зможуть адаптуватися до інших умов. Більше того, як свідчать події останніх десятиліть, трансформації на рівні фінансових установ можуть стати каталізатором кризових явищ у цілому в економіці окремих країн і загалом на глобальному рівні.

Сучасний глобальний етап розвитку світової економіки характеризується різким зростанням невизначеності та волатильності. Жоден з економічних параметрів не може розглядатися як постійний навіть у середньостроковій перспективі, відмирають та одночасно з цим з'являються новітні галузі, види діяльності та професії. Такі тенденції не лише трансформують діяльність фінансових інституцій, вони напрями впливають на базові характеристики фінансового посередництва. Зрозуміло, що усе зазначене вище потребує адекватної оцінки з боку фінансовою наукою: зокрема, детального аналізу сценаріїв розвитку інституційної фінансової інфраструктури у найближчій і середньостроковій перспективах.

У попередніх частинах монографії вже висвітлювалося питання про базові процеси, що характерні для сучасної «нової» економіки. У поєднанні з аналізом, що проведений у працях українських науковців [⁷⁵ ⁷⁶ ⁷⁷ ⁷⁸], це дає можливість стверджувати, що однією з основоположних характеристик «нової» економіки є її «фінансиалізація». У цій площині окремі вчені доводять існування на сучасному етапі такого феномену, як «фінансова економіка». Зауважимо, що це поняття ще не набуло широкого вжитку в наукових колах. Його скоріше характеризують як певний процес, в якому фінансова складова цивілізаційного розвитку домінує над усіма іншими в економічному контексті. Так вітчизняні вчені зазначають: «...зміни, що відбулися в глобальній економіці наприкінці минулого століття, вивели на управлінські позиції фінансову складову і встановили новий панівний економічний

⁷⁵ Абакуменко О., Лук'яшко П., Шатирко Д. Передумови та наслідки формування розриву між віртуальним та реальним секторами економіки. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. №8. С. 34-37.

⁷⁶ Чухно А.А. Інституційно-інформаційна економіка. К.: Знання, 2010. 687 с.

⁷⁷ Лепейко Т., Мазоренко О. Основи інформаційної економіки. Х.: Вид. ХНЕУ, 2012. 136 с.

⁷⁸ Федулова Л. І. Економіка знань. НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. НАН України. К., 2009. 600 с.

устрій, який у сучасній літературі дістав назву «фінансова економіка» («фінансоміка»), або фінансизм» [79]. У загальному, всі трансформації, що притаманні сучасній новій економіці (глобалізація, інформатизація, цифровізація та ін.) призводять до зміни формату та принципів фінансових відносин і в кінцевому підсумку до формування фінансової економіки (рис. 2.21).

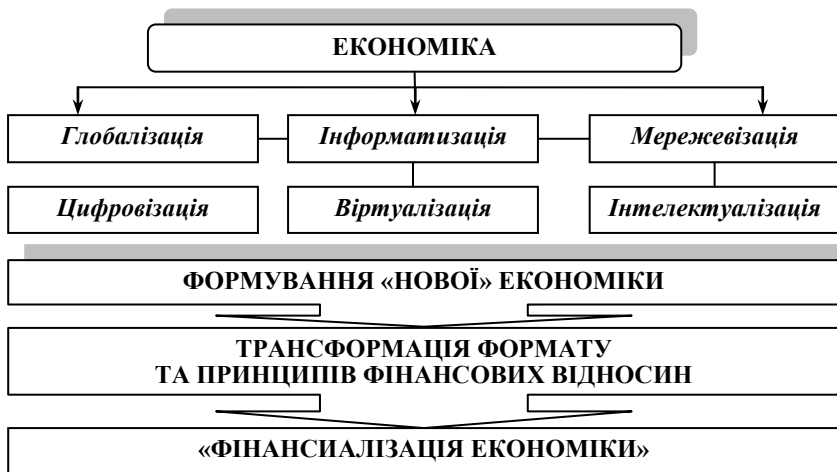


Рис. 2.21. Ключові параметри, характеристики та взаємозв'язки між «ноюю» та «фінансовою» економікою

Джерело: Розроблено автором.

На перший погляд здається, що саме в умовах «ноюї» та «фінансової» економік найяскравіше виявляються позитивні риси фінансових посередників, які дістають потужний стимул для розвитку у вигляді неспинної «фінансиалізації» відносин. Проте очевидним залишається той факт, що сприятливий вплив виділених вище трансформацій є неоднозначним і часто — обмеженим. Такі обмеження виявляються у такий спосіб.

1. Зміна ролі людини (індивідууму) в економічних і фінансових процесах. Вище вже неодноразово йшлося про формування абсолютно нового підходу до економічних відносин. Очевидно, що такі зміни вимагають і оцінки ролі людини в «новоїй» економіці. Безпо-

⁷⁹ Пилипів В. Методологічні аспекти визначення фінансового простору. Продуктивні сили України. 2009. № 1. С. 44-55.

середньо такий аналіз має ґрунтуватися на дослідженні особливих категорій для фінансової науки, як «людський капітал», «креативний капітал» (які багато в чому замінили сьгодні поняття «робоча сила», «трудові ресурси»), їх місця в інформаційно-знаннєвій моделі цивілізаційного розвитку. Не можна в цьому контексті оминати увагою й ті наукові позиції, що досліджують таку специфічну категорію, як «людина економічна», «людина інформаційна» і т.п.

2. У першооснові теорія людського капіталу, нові підходи до оцінки ролі людини в економічних та фінансових процесах сформувалися в середині ХХІ ст. Засадничими були дослідження Г. Беккера [⁸⁰], Т. Шульца [⁸¹], які надалі були розвинені іншими зарубіжними вченими. Сучасна економічна наука містить надзвичайно велику кількість підходів до визначення сутності людського капіталу, методичних підходів до його оцінки та ін. У рамках нашого дослідження акцентуємо увагу на позиції відомого вітчизняного вченого І. Каленюк, яка стверджує, що його «можна було б визначати як вартість, авансовану і уречевлену у вигляді запасу знань, інформації, досвіду, навичок, мотивацій і здоров'я, які мають властивість приносити більший дохід» [⁸²]. Зазначимо, що акцент на дохідних характеристиках наявний у переважаючій кількості сучасних наукових позицій щодо сутності людського капіталу. Витоки цього лежать у площині визначень сутності праці, як розумових і фізичних зусиль, що повністю або частково спрямовані на досягнення певного результату, не враховуючи задоволення, що отримане через безпосередній процес праці [⁸³]. Виходячи з викладеного можна стверджувати, що в будь-якому разі в основі «фінансиалізації» сучасної економіки має бути людина, її знання, навички, компетенції та ін. Отже, постає потреба в аналізі таких складних понять, як «економічна поведінка» (а також і «фінансова поведінка») з поступовим переходом на рівень економічного світогляду та фінансового світогляду.

Акцентуємо на тому фактові, що необхідність поступового запровадження до понятійного апарату фінансової науки поняття «фі-

⁸⁰ Becker G. Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. *Journal of Political Economy*. Vol.70, No.5, Part 2, 1962, pp.9-49.

⁸¹ Schultz Theodore W. Human Capital: Policy Issues And Research Opportunities. *Human Resources*. New York. 1975. Colloquium VI.

⁸² Каленюк І. Освіта в ринковому середовищі та неекономічні цінності. *Економіка України*. 2003. № 7. С. 67–73.

⁸³ Маршалл А. Принципы политической экономии. В 3-х томах. М.: Прогресс. 1983-1984. 1080 с.

нансовий світогляд» не є лише даниною моді на міждисциплінарні дослідження. Зрозуміло, що подальше ускладнення економічного життя людської цивілізації не в останню чергу пояснюється впливом фінансових процесів. В актуальних умовах постає питання про можливість науки пояснити і роль фінансів у сучасному світі, і місце людини фінансових відносинах і процесах, і сприйняття людиною цього місця. Такі дослідження неможливі без трансформації методологічних засад фінансової науки, яка все більше уваги буде приділяти людині, її уподобанням, звичкам, поведінці.

Загалом, у філософії поняття «світогляд» аналізується чи не в усіх без виключення університетських підручниках, що є черговим свідченням його важливості з погляду філософського пізнання людини. Так, В. Петрушенко стверджує: «Світогляд — це сукупність узагальнених уявлень людини про себе, світ, свої взаємини із світом, про своє місце в світі та своє життєве призначення» ^[84]. Тобто фактично в такому підході світогляд відображає уявлення людини про власне місце у світі, її ціннісні орієнтири, формат взаємин з іншими людьми тощо.

У працях інших вітчизняних науковців світогляд розглядається як система найзагальніших знань, цінностей, переконань, практичних настанов, які регулюють ставлення людини до світу ^[85]. Щодо останнього підходу зауважимо, що в ньому привертає увагу: по-перше, акцент на зв'язку між світоглядом і знаннями людини; по-друге, віднесення до «світоглядної моделі» і практичних настанов, які характеризують поведінку людини у відповідності із сформованими у неї світоглядними орієнтирами.

У свою чергу, в окремих наукових роботах можна зустріти і такий підхід: «Світогляд — інтеграція досвіду, знань та самосвідомості в ціннісну картину світу, що зумовлює життєву орієнтацію людини, її ставлення до дійсності та самої себе» ^[86 87]. Ще одні українські автори зазначають наступне: «Світогляд — це єдність знання і цінностей, розуму та чуття, інтелекту й дії, критичної дії та свідомого переконання» ^[88].

Загалом, аналізуючи згадані та інші підходи до сутності поняття «світогляд», можна зробити певні проміжні висновки. Сві-

⁸⁴ Петрушенко В. Філософія. Львів: «Магнопія2006». 2011. 506 с.

⁸⁵ Причепій Є., Черній А., Чекаль Л. А. Філософія. К.: Академвидав. 2006. 592 с.

⁸⁶ Гіптерс З. Культурологія: словник-довідник К.: УБС НБУ, 2008, 407 с.

⁸⁷ Сокульський А. Л. Культурологія: словник-довідник. Запоріжжя: ГУ «ЗІДМУ», 2006. 292 с.

⁸⁸ Культурологія: енциклопедичний словник. Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2013. 508 с.

тогляд розглядають як певне багатокомпонентне поняття, що містить різноманітні структурні елементи, якими виступають, як правило, віра, уявлення, практичний досвід, знання, бажання, принципи, цінності та переконання та ін. Звернемо увагу й на той факт, що абсолютна більшість елементів світогляду людини має знаннєве, інтелектуальне підґрунтя.

Рідше у фаховій літературі зустрічається поняття «економічний світогляд». При цьому його тлумачення фактично повторює підхід до сутності світогляду загалом, лише підкреслюється усвідомлення людиною свого місця в економічному житті та її власне ставлення до нього. В цьому випадку мова не йде про певне ігнорування ролі економічного світогляду в суспільному житті, скоріше тут ми маємо справу з аналізом економічних відносин винятково у контексті світогляду як єдиного цілісного розуміння людиною свого місця у світі. Втім важливість економічних відносин для кожної людини, серед іншого — й фінансових відносин, визначає необхідність виокремлення як поняття «економічний світогляд», так і поняття «фінансовий світогляд».

Фінансова поведінка є реальним відображенням фінансового світогляду, а з ним — і фінансової грамотності. Разом з тим питання про сутність фінансової поведінки не тривіальне, адже якраз поведінка й визначає фінансові відносини індивідуальних учасників та окремих соціальних груп на усіх рівнях. Аналіз взаємозв'язків фінансового світогляду та фінансової поведінки дає можливість відобразити його через фінансові знання (рис. 2.22).

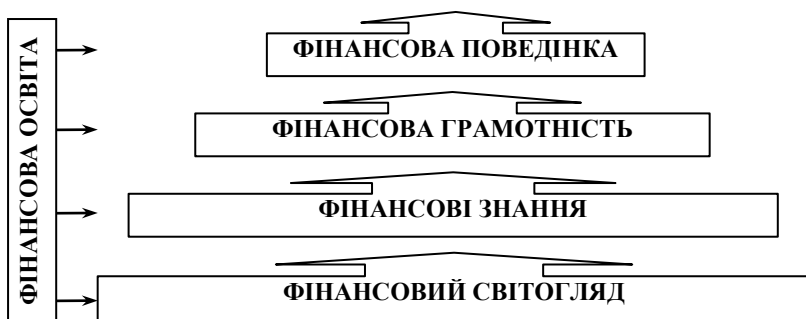


Рис. 2.22. Місце і роль фінансового світогляду у формуванні фінансової поведінки індивідуума

Джерело: Розроблено автором.

На наш погляд, виділення таких взаємозв'язків дає можливість говорити про принципово нову роль фінансових інституцій у сучасній економіці, яка доповнюватиме класичні функції фінансового посередництва — знаннево-інформаційну. В рамках попередніх розділів монографії було в достатній мірі висвітлено проблематику функцій фінансових інституцій. Уже протягом кількох десятиліть у наукових джерелах поряд з іншими виділяється інформаційна функція фінансового посередництва, яка визначає роль фінансових інституцій у інформаційних потоках сучасної економіки. На наш погляд, уже сьогодні слід говорити про знаннево-інформаційну функцію інституційної фінансової інфраструктури, яка поступово набуватиме все більшої ваги й з погляду самих фінансових установ, і з позиції впливу на макрофінансові тенденції. Формалізовано стратегічні координати такої функції подано на рис. 2.24.



Рис. 2.24. Стратегічні координати детермінації знаннево-інформаційної функції фінансових інституцій в «новій» економіці

Джерело: Розроблено автором.

У чому ж полягатиме знаннево-інформаційна функція фінансових інституцій? Як уже зазначалося, сучасна економіка являє

собою нескінченну множину потоків інформації та знань. Кожен з економічних агентів виконує функціональні ролі як споживача, так і виробника знань. Але все ж фінансові установи посідають у такій моделі особливе місце. Це напряду пов'язано з такими процесами, як віртуалізація фінансових відносин і їх технологізація. Розвиток мережі Інтернет, а з ним у максимальне спрощення процедур, що пов'язані з фінансовими операціями, у середньостроковій перспективі трансформує класичне фінансове посередництво на рівень інформаційно-знаннєвої платформи, на якій споживач фінансових послуг і/або учасник фінансової операції використовуватиме фінансові інституції як канал здобуття знань та інформації для прийняття майбутніх рішень. Відповідно, разом з проявом знанєво-інформаційної функції фінансових посередників відбуватиметься формування їх знанєво-інформаційної стратегії як окремої підстратегії економічних агентів, у якій реалізовуватиметься послідовність рішень і дій щодо використання знань та інформації як особливих економічних ресурсів. У цьому контексті відбуватиметься взаємодія знанєво-інформаційних підстратегій фінансових посередників з державною фінансовою політикою, корпоративними фінансовими стратегіями інших учасників та фінансовою поведінкою домогосподарств (індивідуумів).

3. У підсумку, трансформація ролі людини у взаємодії фінансових інституцій та інших економічних агентів призведе до необхідності вирішення проблем, пов'язаних із роботизацією значної кількості фінансових операцій та послуг, а також невинним впровадженням на рівні інституційної фінансової інфраструктури штучного інтелекту. Зазначимо, що ще десять років тому ця проблема видавалася далеким майбутнім, то зараз вона набула цілком реальних обрисів і соціального забарвлення. Соціальний аспект появи різноманітних технологій, які підмінюють пов'язаний зі зникненням ряду професій у сфері фінансового посередництва. І, що особливо важливо, *чим вищим є рівень розвитку інституційної фінансової інфраструктури в країні, тим гостріше стоятиме проблема соціальної адаптації вивільнених працівників* (виділено нами. — Б.С.).

Зрозуміло, що оцінити достовірно масштаби майбутніх скорочень надзвичайно складно, тим більше, що вони у значній мірі залежатимуть від виду діяльності працівників, країни перебування та ін. Разом з тим аналітики провідних фінансових інституцій вже зараз оперують оцінними даними, які дають змогу визначити

перспективні тенденції у цій сфері. Так, за оцінками фахівців Wells Fargo, тільки в США через запровадження роботизації буде звільнено з банківського сектору близько 200 тис. працівників [⁸⁹], в інших експертних оцінках превалює підхід, у відповідності до якого роботизація в стратегічній перспективі призведе до необхідності скорочення близько 1/3 фахівців фінансової сфери. В таких умовах в економічно розвинених країнах виникає питання про запровадження додаткових механізмів для стабілізації ринку праці. Гострішою є ця проблема для країн з «перехідними» економіками, в яких інституційні механізми функціонування ринку праці нестійкі, а скорочення значної кількості фахівців-фінансистів може призвести до підвищення соціального напруження.

Роботизація фінансових операцій, а з нею і запровадження штучного інтелекту у фінансову сферу, породжують значні питання про нове співвідношення «ризик — дохідність» у діяльності фінансового посередника. Загальновідомим є факт, що використання роботів, наприклад, у торгівлі фінансовими інструментами не варто вважати запорукою успішності такої торговельної стратегії. Наприклад, у 2012 р. неконтрольовані дії робота щодо торгівлі на фондовому ринку США призвели до збитків компанії, що його використовувала, на рівні 445 млн дол. США [⁹⁰]. Як ставитися до такої інформації? Сформулювати однозначну відповідь у цьому випадку надзвичайно складно. З одного боку, алгоритмічна торгівля з використання роботів набуває дедалі більшого поширення навіть на фондових ринках із невисоким рівнем розвитку. Більше того, в секторах, в яких потрібна торгівля з високим оборотом і кількістю операцій, торгові роботи фактично витісняють людину-трейдера. З другого боку, роботизація фінансових операцій жодним чином не знімає юридичної відповідальності фінансових інституцій за використання коштів, що залучені від своїх клієнтів. Загалом, використовуючи роботів для здійснення різноманітних фінансових операцій, фінансові інституції стикаються як з перевагами, так і з численними недоліками (табл. 2.2).

⁸⁹ Financial Education. Wells Fargo. URL.: <https://www.wellsfargo.com/financial-education>. (дата звернення 12.01.2019).

⁹⁰ Биржевой робот за 45 минут привел к убыткам в 440 миллионов долларов. URL.: <https://habr.com>. (дата звернення 12.01.2019).

Таблиця 2.2

**ПЕРЕВАГИ І НЕДОЛІКИ АЛГОРИТМІЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ ОПЕРАЦІЙ
ТА ВИКОРИСТАННЯ РОБОТІВ ФІНАНСОВИМИ ІНСТИТУЦІЯМИ**

Переваги	Недоліки
Безперервність роботи	Необхідність додаткових інвестицій на створення робота
Відсутність впливу людського фактора, емоцій на фінансові операції	Зростання технологічних ризиків
Здатність працювати з Big Data	Можливість зовнішнього втручання в алгоритм торгівлі та необхідність додаткових витрат на кібербезпеку
Швидкість прийняття рішень	Відсутність адекватної реакції на екстремальні ситуації на ринку та на рівні компанії
Формування нових стратегій використання інформації та знань	Можливість створення та використання схожих алгоритмів проведення фінансових операцій
Невизначеність щодо ролі людини в роботизації функцій фінансових посередників	

Джерело: Складено автором.

На наш погляд, аналізуючи роль роботизації в майбутньому розвитку інституційної фінансової інфраструктури, доцільно акцентувати на тих невизначеностях щодо ролі людини, які виникають у цьому контексті. Зрозуміло, що процеси, описані вище, здатні і вже формують суттєві зміни у ранжуванні факторів, які враховуються під час реалізації корпоративних стратегій фінансових інституцій. Тому і постає питання про суб'єктивну складову управлінських рішень на рівні фінансових посередників.

На перший погляд існує чимало інституційних чинників, які перешкоджають прийняттю ірраціональних рішень менеджментом фінансових корпорацій — освіта, кваліфікаційні іспити, ринковий контроль, репутаційні ризики тощо. Проте ці фактори не забезпечують від управлінських помилок менеджменту фінансових корпорацій (можна пригадати численні банкрутства великих фінансових установ в США на тлі кризи 2008–2009 рр.). На думку вітчизняного вченого В. Бабіченка, це є наслідком впливу: відмінностей у сприйнятті та інтерпретації однакової інформації рі-

зними учасниками ринку; часового фактора для обробки та використання нової інформації (учасники ринку, які можуть краще з цим впоратися, отримують вищу дохідність); емоцій та когнітивних особливостей учасників фінансового ринку [91]. Крім того, не треба забувати про агентський конфлікт, який об'єктивно виникає внаслідок передачі повноважень з управління фінансовими інституціями незалежним менеджерам. Питання щодо прояву цих факторів у разі використання фінансовими інституціями різноманітних роботів для проведення фінансових операцій залишається відкритим.

4. Перетворення інформації та знань на економічний ресурс об'єктивно визначає й актуалізацію питання доступ і попиту на них з боку різних економічних агентів, тобто відбувається формування *ресурсних обмежень*. Здавалося б, у сучасних умовах на кожного економічного агента щомиті є доступ до величезної кількості інформації. Проте, по-перше, не уся з них може використовуватися для прийняття та реалізації економічних рішень (виникає поняття «інформаційного шуму» [92]); по-друге, це не знімає гостроти питання щодо асиметрії інформації. Зі знаннями, інтелектуальними ресурсами ситуація виглядає дещо інакше порівняно з інформацією. Слід урахувати, що інтелектуальний капітал — надзвичайно специфічний і дефіцитний ресурс, рух якого теж підпорядкований окремим принципам і правилам. Ключова мета інтелектуального капіталу на макро- і мікрорівнях — за рахунок системи знань, умінь та компетенцій забезпечити сталий розвиток глобальної та національних економіки, а також сприяти формуванню доходу у різних економічних агентів. Як економічний ресурс інтелектуальний капітал постійно модифікується, знання, навіть ті, які можуть бути уречевленими, можуть миттєво втратити цінність. Тому можна зробити висновок, що обмеженість потенціалу розвитку фінансових посередників в умовах «фінансиалізації» економіки визначена, крім того, й специфікою таких економічних ресурсів, як інформація, інтелектуальний капітал, знання і та ін. Насамперед у цій площині слід акцентувати на катастрофічній різниці в кількісних показниках, що характеризують розподіл знань на глобальному рівні. Найпоказо-

⁹¹ Бабіченко В.В. Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку. К.: ІД «Виниченко», 2014. 552 с.

⁹² Robert J., Rachel M. Religion and Economic Growth across Countries. *McClearyAmerican Sociological Review*, October 2003, pp. 760–781.

вішим у цьому контексті є навіть не дисбаланс у рівні фінансування освітньої галузі чи науки між різними країнами. Скоріше має йтися про інноваційну активність на рівні фінансових інституцій щодо запровадження сучасних технологій у своїй діяльності. Загальновідомим є той факт, що для глобальної економіки суттєві технологічні асиметрії^[93], які в загальному визначають і економічний розвиток держав та їх конкурентоспроможність. Протягом багатьох років зберігається лідерство компаній із кількох країн за базовими показниками технологічного розвитку^[94]. І лише компаніям з Китаю (а перед цим з Південної Кореї) завдяки потужній державній підтримці вдалося частково змінити структуру світового ринку технологій.

Активне інвестування у сучасні технології компаніями з провідних економічно розвинених країн дає суттєві конкурентні переваги на фінансовими інституціями з інших держав. Фактично відбувається витіснення таких фінансових інституцій з глобального фінансового середовища, на якому монопольне становище продовжують займати провідні фінансові ТНК. У підсумку це призведе до загострення культурних і релігійних конфліктів, спровокованих серед іншого диспропорціями на рівні фінансового господарства. Вплив зазначених факторів на економічні та фінансові відносини досить обережно обговорюється у науковій літературі, що, на наш погляд, є свідченням розуміння певної делікатності зазначеної теми та її гостроти для багатьох країн^[95]. Західна наукова думка досить давно досліджує ці питання, в яких підтверджується теза про суттєвий вплив релігії, культурних особливостей на економіку та фінанси^[96].

5. Відбуватиметься активне використання інституційної фінансової інфраструктури в численних геополітичних конфліктах. Сучасний світ живе в епоху складних глобальних протистоянь і конфліктів. При цьому якщо раніше йшлося лише про конфлікти на рівні національних держав, то зараз цілком очевидним є протистояння між великими транснаціональними корпораціями та

⁹³ Поручник А., Поручник С. Технологічний компонент глобальних асиметрій. *Стратегія розвитку України*. 2013. №1. С. 163.-167.

⁹⁴ World Intellectual Property Indicators 2017. WIPO Economics & Statistics Series. — 2018.

⁹⁵ Лук'яненко Д., Поручник А., Столярчук Я. Глобальні фінансові дисбаланси та їх макроекономічні наслідки. *Журнал європейської економіки*. 2010. Том 9 (1). С. 73-92.

⁹⁶ Robert J., Rachel M. Religion and Economic Growth across Countries. *McCleary-American Sociological Review*. October 2003. Pp. 760–781.

національними державами. Така ситуація ще більше ускладнює аналіз цього питання, проте робить очевидним той факт, що інфраструктура та знання у сучасних умовах перетворилися і на інструмент геополітичної боротьби. Провідні фінансові ТНК не лише беруть участь у таких конфліктах, доволі часто можна говорити про той факт, що вони є їх ініціаторами і/або реалізують їх. Для прикладу наведемо існуючу ситуацію в питанні санкційної політики. Саме провідна роль США у глобальних фінансах, походження провідних фінансових ТНК з цієї країни дає можливість використовувати фінансові інституції в процесі реалізації санкційних заходів проти цілого ряду країн, а порушники санкцій часто наражаються на великі штрафи з боку державних органів, США.

6. Присутні усі підстави для висновку, що подальший розвиток інституційної фінансової інфраструктури відбуватиметься під впливом двох антагоністичних за змістом процесів — дезінтермедіації та реінтермедіації. Як уже зазначалося, функціональна трансформація класичного фінансового посередництва і визначає появу нових типів фінансових посередників, діяльність яких заснована на знаннєво-інформаційній складовій. Загальновідомо, що фінансові посередники мають можливість долати інформаційну асиметрію шляхом емісії фінансових інструментів, які мають нижчий рівень ризику, адже їх діяльність є прозорішою та жорстко регулюється державою [⁹⁷]. Можна припустити, що у середньостроковому тренді основним наслідком таких тенденцій буде універсалізація фінансового посередництва, функціонування усіх його видів на спільній знаннєвій та інформаційній основі. Загострення конкуренції у фінансовому секторі об'єктивно визначило зростання можливостей саме для тих фінансових установ, які надаватимуть ширший спектр послуг, особливо комбінованих (комплексних) послуг та операцій, в яких поєднані споживчі особливості кількох традиційних. У підсумку конкурентні переваги дістануть фінансові інституції, які діятимуть на принципах «фінансового супермаркету», а також пропонуватимуть своїм клієнтам максимально спрощений формат взаємодії «фінансовий посередник — споживач фінансових послуг» на основі сучасних технологічних рішень. У класичному розумінні дезінтермедіація розглядалася як намагання учасників фінансового

⁹⁷ Зимовець В., Зубик С. Фінансове посередництво. К.: КНЕУ. 2004. 288 с.

ринку усунути комерційні банки як фінансових посередників [98]. Інші вчені ширше розглядають вказане поняття, характеризуючи дезінтермедіацію як ситуацію, в якій фінансові посередники знижують власну здатність виконувати притаманні їм функції [99].

Разом з тим слід розуміти, що дезінтермедіація має щонайменше дві першопричини: насамперед вона виникає у результаті стрімких технологічних змін у фінансовому секторі, які створюють привабливі альтернативи в порівнянні з послугами класичних фінансових посередників; по-друге, в країнах з «перехідними» економіками дезінтермедіація може бути визначена відсутністю інституційних передумов для реалізації функцій фінансового посередництва [100]. Дезінтермедіація, на наш погляд, є лише однією стороною процесів, що притаманні сучасному фінансовому господарству. Її не слід сприймати виключно як кількісне зниження ролі фінансового посередництва, скоріше йдеться про якісні зміни, трансформацію фінансових посередників та їх функцій в умовах «нової» економіки. Окремі науковці характеризують даний процес як «реінтермедіацію» [101].

7. Відбуватиметься швидка і невпинна зміна принципів взаємовідносин між споживачами фінансових послуг і фінансовими установами. Віртуалізація економіки призвела (і в подальшому ці зміни будуть явнішими) до зменшення ролі традиційних каналів продажу фінансових послуг і використання з цією метою насамперед мережі Інтернет. У той же час розширення значення віртуальних каналів відбувається нерівномірно — насамперед в економічно розвинених країнах, тоді як на інших ринках продовжують домінувати традиційні форми взаємовідносин з учасниками фінансових операцій. Фактично йдеться про суттєве підвищення рівня автономності споживача фінансових послуг, мінімізацію взаємодії з представниками фінансового посередника, поступовий перехід на М2М технології у наданні фінансових послуг. У підсумку виникає потреба в зміні регуляторних режимів щодо фінансового сектору.

⁹⁸ Аюпов А., Иванов М. и др. Рынок ценных бумаг. Казань: «Отечество», 2013. 274 с.

⁹⁹ Райзберг Б., Лозовский Л., Стародубцева Е. Современный экономический словарь. М.: ИНФРА-М, 2007. 495 с.

¹⁰⁰ В якості прикладу можна навести низький рівень розвитку страхування життя та послуг недержавних пенсійних фондів в Україні.

¹⁰¹ Дроздовская Л., Рожков Ю. Банковская сфера: механизм информационно-финансовой интермедиации. Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2013. 320 с.

У цьому контексті, на наш погляд, слід очікувати прояву щонайменше таких тенденцій: по-перше, намагання держави посилити за допомогою різноманітних операцій заходів за фінансовими операціями, що відбуваються у віртуальному середовищі; по-друге, пошук форм і механізмів державного регулювання інструментарних та інституційних інновацій у фінансовому середовищі; по-третє, посилення ролі транскордонного нагляду за діяльністю фінансових інституцій.

Висновки до Розділу 2

Дослідження координат розвитку інституційної фінансової інфраструктури в умовах формування «нової» економіки дало змогу зробити такі висновки.

– Для сучасного фінансового господарства характерні складні та неоднозначні за стратегічними наслідками процеси — технологізація, інформатизація, масштабне нарощування кількісних параметрів і поглиблення розриву з реальним сектором економіки. До основних переваг, що сформовані під впливом цих тенденцій, можна віднести: нарощування мобільності капіталу, у тому числі трансграничної; розширення спектра фінансових операцій і послуг; активізація інвестиційної діяльності, серед іншого й за рахунок зниження трансакційних витрат; стимулювання ощадної активності економічних агентів. Ключовими недоліками та загрозами є ринкова та суб'єктна фрагментарність; локалізація світових потоків капіталу; слабка регуляторна ефективність та зростання волатильності процесів; стратегічна невизначеність щодо ролі людини в умовах швидкого розвитку технологій.

– Ключовою характеристикою фінансових інституцій в інформаційно-знаннєвій моделі сучасної «нової» економіки є їх поліфункціональність. Фінансові установи виступають і як виробники та споживачі знань, і як виробники та споживачі інформації. Інформаційно-знаннєва парадигма розвитку сучасної економіки обумовлює формування принципово нових вимог до функціонування фінансових інституцій з боку учасників фінансових операцій і/або споживачів фінансових послуг; необхідність обов'язкового врахування технологічного чиннику у формуванні корпо-

ративних стратегій; поглиблення міжкраїнових диспропорцій у діяльності фінансових інституцій; додаткові вимоги до прозорості фінансових установ; уразливість корпоративних стратегій до нових типів ризиків і загроз (наприклад пов'язаних із кіберзлочинністю).

– На сучасному етапі особливої ролі набуває транснаціоналізація глобальної інституційної фінансової інфраструктури, яка відображається у нарощуванні ролі фінансових ТНК. Більше того, у багатьох країнах за рахунок активної державної підтримки відбувається посилення державних фінансових ТНК, яка у такий спосіб відшукує ефективні механізми непрямого впливу на економічний розвиток. Транснаціональні фінансові ТНК мають змогу у повній мірі реалізувати конкурентні переваги, особливо на ринках країн з «перехідними» економіками, що формує для останніх додаткові ризики. Швидка транснаціоналізація фінансового середовища на світовому рівні — прямий наслідок глобалізації з усіма її ключовими перевагами та недоліками.

– Ймовірні сценарії розвитку фінансового посередництва у «новій економіці» будуть засновані на: зміні ролі людини в економічних та фінансових відносинах, на зміщенні акцентів у проведенні операцій від людини до механізмів, в остаточному закріпленні знань та інформації як економічних ресурсів, у використанні можливостей і потенціалу інституційної фінансової інфраструктури у геополітичних конфліктах, одночасному прояві ознак дезінтермедіації та реінтермедіації, зміні формату взаємовідносин учасників фінансових операцій.

Розділ 3

СУПЕРЕЧНОСТІ РОЗВИТКУ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ФІНАНСОВОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ В УКРАЇНІ

3.1. Діалектика формування інституційної фінансової інфраструктури в Україні

Будь-яка країна з «перехідною» економікою постійно стикається з різноманітними перешкодами на шляху трансформацій, які доволі часто перетікають в економічні кризи. Одні держави досить швидко долають зазначені перепони, інші (як, наприклад, Україна) десятиліттями не можуть сформувати ефективну економічну модель розвитку. Не останню чергу швидкий поступ окремих країн у питанні реформ визначений здатністю їх політичних та економічних еліт поставити державні інтереси над власними політичними амбіціями та можливістю збагачення. Втім можна беззаперечно стверджувати, що основою для успішних реформ в цілому ряді країн з постсоціалістичного табору були зміни в ключових принципах функціонування фінансового господарства.

Показовим є той факт, що всі зазначені вище передумови для забезпечення ефективності економічних трансформацій в Україні так і не були створені, внаслідок чого ми маємо нинішній стан економіки та фінансів. Без тіні сумніву можна стверджувати, що криза, яка протікала в Україні у 2013–2016 рр., була найгострішою з моменту здобуття незалежності і саме вона в значній мірі поставила питання подальшого існування Української держави в кордонах, які були зафіксовані станом на 1991 р. Тим більше, що подібні процеси часто підігріваються геополітичними амбіціями інших країн. Проте списувати існуючі проблеми виключно на вплив зовнішніх викликів, як це часто прийнято в Україні, не варто. Багато в чому вони обумовлені і непостійністю українського політикуму в питанні відстоювання необхідних реформ, його низькою спроможністю відмовитися від власних бізнес-інтересів,

зрощенням економічних та політичних еліт, насамкінець — професійною деформацією у багатьох сферах, у тому числі з позицій державного управління фінансами.

Серед викликів, які сформовані на сучасному етапі для України в економічній сфері, одними з найбільш значущих вбачаються ті, що сконцентровані на рівні інституційної фінансової інфраструктури. Варто визнати, що інституційна складова сучасної фінансової інфраструктури нашої держави відображає чи не всі суперечності економічних перетворень останніх двох з половиною десятиліть. Деформації в діяльності фінансових інституцій — цілком очікуваний (для фахівців і пересічних громадян, але не для політиків!!!) результат догмату інтересів провідних українських фінансово-промислових груп, непослідовності в проведенні реформ фінансового господарства, їх фрагментарності, значної ролі корупційної складової у державній економічній політиці.

Таким чином, виникають невідповідності між рівнем розвитку фінансової інфраструктури та потребами різних економічних агентів, сформовані передумови для виникнення гострих дисбалансів у стратегічній перспективі. Відповідно виникає необхідність кардинальної зміни підходів у розвитку інституційної складової фінансової інфраструктури України в посткризовому періоді. Така зміна можлива лише за умови, коли подальші реформи базуватимуться на таких ключових принципах: чіткий аналіз «провалів» державної політики щодо інституцій фінансової інфраструктури в Україні; урахування євроінтеграційних засад подальшого розвитку української економіки та фінансів; радикальна зміна конкурентної поведінки на рівні фінансових інституцій; перегляд чинної державної політики щодо інституційної фінансової інфраструктури.

Аналіз передумов формування різних видів фінансових інститутів в Україні, а також факторів, які визначили кількісні та якісні параметри фінансової інфраструктури, уявляється надзвичайно складним питанням на сучасному етапі. Головні перешкоди — неприпустимо низький рівень транспарентності в економіці у 1991–2000 рр., закритість діяльності політичних і регуляторних інституцій в Україні, відсутність у цей період системних підходів до розвитку фінансової інфраструктури. У значній мірі це визначило появу та розвиток фінансових посередників, виходячи з потреб учасників ринку, а не цілеспрямованої економічної політики

держави. Більше того, багато державних рішень першого десятиліття незалежності були обумовлені політичною кон'юнктурою, а не економічною складовою. Однак навіть з урахуванням впливу описаних вище чинників, важливо окреслити базові фактори для розвитку фінансового господарства України в останнє десятиліття ХХ ст., тим більше, що їх вплив відчувається й на сучасному етапі.

Насамперед серед чинників розвитку інституційної фінансової інфраструктури в Україні слід виділити приватизацію. Вітчизняна приватизаційна модель не відрізнялася оригінальністю, а її базові принципи використовувалися й у низці інших країн колишнього соціалістичного табору. Сертифікатна приватизація мала масовий характер і торкнулася майже всіх без громадян, які проживали в нашій державі на період її проведення. Її логічним продовженням була грошова приватизація, яка передбачала точковий продаж великих пакетів акцій. На наш погляд, саме сертифікатна приватизація слугувала поштовхом і для формування державою особливих підходів до грошової приватизації. Такий висновок випливає з цілого ряду приватизаційних скандалів, основа яких — прагнення держави максимально обмежити конкуренцію під час конкурсів і продати пакет державних акцій заздалегідь визначеному покупцеві (покупцю).

Між приватизаційними процесами в Україні і розвитком інституційної фінансової інфраструктури легко встановити прямий зв'язок, незважаючи на те, що об'єктами приватизації були переважно промислові підприємства. Акцент на промисловість у приватизації був абсолютно прогнозованим, адже в Україні на початку 1990-х років функціонувало всього кілька державних фінансових установ і держава була зацікавлена у збереженні контролю над ними. Що найважливіше — якраз у промисловому секторі на кінець ХХ ст. існували найшвидші можливості і для отримання надприбутків (насамперед, для менеджменту підприємств і для можновладців). Крім того, приватизація суттєво вплинула на один із визначальних параметрів національної моделі корпоративного управління, — структуру акціонерної власності, а з ним — і на інвестиційну стратегію тогочасних фінансових інституцій. Практично вже у той момент були закладені підвалини для багаторічної слабкості фондового ринку та домінування мажоритарних акціонерів. У цьому контексті показовими є дані про участь фізичних осіб у сертифікатній приватизації (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

**ПАРАМЕТРИ УЧАСТІ ФІЗИЧНИХ ОСІБ
У СЕРТИФІКАТНІЙ ПРИВАТИЗАЦІЇ В УКРАЇНІ**

Показник	
Кількість фізичних осіб, які брали участь в аукціонах за приватизаційні майнові сертифікати, чол.	3 496 878
Частка приватизаційних майнових сертифікатів, які подані для участі фізичними особами, %	11,29
Частка компенсаційних сертифікатів, поданих фізичними особами, які виграли аукціони, %	44,6
Співвідношення акцій, проданих фізичним особам за приватизаційні майнові сертифікати, до статутного капіталу приватизованих підприємств, %	3,66
Співвідношення акцій, проданих фізичним особам за компенсаційні сертифікати, до статутного капіталу приватизованих підприємств, %	11,41
Співвідношення акцій, проданих фізичним особам, до статутного капіталу підприємств промисловості	6,78

Джерело:^[1].

Практично відразу після закінчення періоду сертифікатної приватизації почалися процеси концентрації пакетів акцій внаслідок їх активного продажу фізичними особами. Фактично постприватизаційний період став відправною точкою зародження в Україні небанківського фінансового посередництва. Трасти, інвестиційні компанії, інші фінансові інституції виникли багато в чому завдяки прагненню провідних фінансово-промислових груп сконцентрувати в своїх руках великі пакети акцій приватизованих підприємств через їх купівлю у фізичних осіб.

Явна неспроможність держави забезпечити рівність і соціальну справедливість сертифікатної приватизації визначила багаторічний скепсис з боку більшості громадян щодо навіть необхідних для України економічних реформ і в питаннях трансформації фінансового сектору. На наш погляд, розраховувати на інший результат в умовах тотальної бідності населення у кінці минулого століття було зайвим. Так, станом на кінець 1999 р. (фактичне закінчення активної сертифікатної приватизації) 42,7 млн осіб (або 87,4 % загальної кількості) отримували середньомісячні доходи нижче від прожит-

¹ Значення сертифікатної приватизації в процесі роздержавлення власності. Можливі напрямки використання позитивних результатів та мінімізації негативних аспектів приватизації. К.: ДАК «НМАЦ», 2000.

кового мінімуму [2]. Зрозуміло, що в таких умовах вибір між гіпотетичними доходами від володіння акціями та поточними доходами через продаж приватизаційного майнового сертифіката вирішувався на користь продажу.

Більше того, на наш погляд, уже тоді було закладено принципи ринкової поведінки фінансового посередництва, які повністю не вдалося змінити навіть зараз. В останні роки XX ст. у процесі діяльності фінансові інституції намагалися максимізувати власні вигоди через використання різноманітних прогалин в українському законодавстві, реалізацію «тіньових» схем та ін. Активне зрошування влади та бізнесу в поєднанні з посиленням фінансово-промислових груп робили такі корпоративні стратегії привабливішими і ефективнішими у порівнянні з іншими. Проведений аналіз в поєднанні з фактичними даними про розвиток фінансового посередництва станом на початок XX ст. дозволяє зробити такі висновки щодо діалектики розвитку інституційної фінансової інфраструктури в перше десятиліття незалежності та впливу зазначених процесів на діяльність фінансових інституцій у подальшому (рис. 3.1).

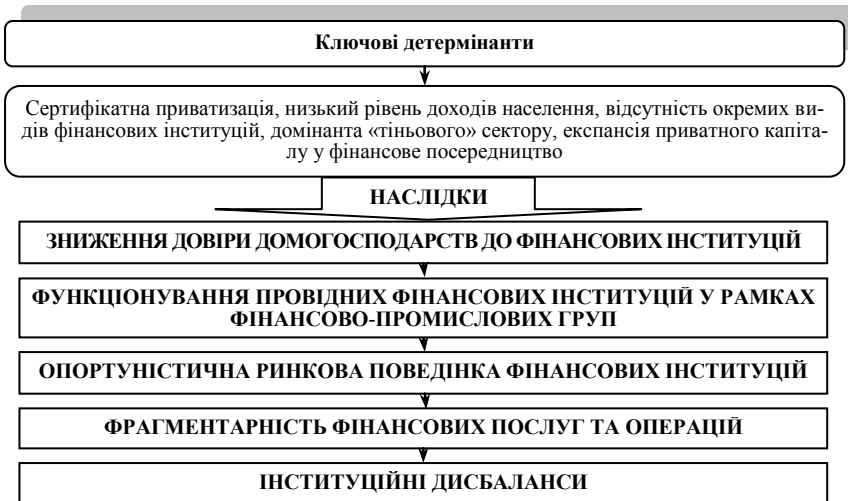


Рис. 3.1. Засади формування інституційної фінансової інфраструктури в 1990-ті роки

Джерело: розроблено автором.

² Диференціація життєвого рівня населення. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

Початок ХХІ ст. беззаперечно ознаменувався новим етапом у розбудові інституційної фінансової інфраструктури в Україні. Насамперед тут треба говорити про макроекономічну стабілізацію, яка позитивно вплинула і на діяльність фінансових інституцій, і на зміну в ринковій поведінці домогосподарств, і на посилення конкурентоспроможності окремих секторів вітчизняної економіки, що визначило додатковий попит на капітал, який залучався на фінансовому ринку.

Одним із довгострокових чинників, які деструктивно впливають на розвиток інституційної фінансової інфраструктури в Україні, безспірно є суттєва диференціація доходів домогосподарств і не вирішеність проблеми бідності. Одним із результатів економічних перетворень в Україні став фактичний провал їх соціальної складової. Мізерну частину населення можна віднести до середнього класу, тоді як основна маса домогосподарств перебуває за межею бідності або близько до неї. У роки економічного зростання вдавалося поліпшити рівень доходів населення, проте чергові для України кризи нівелювали позитивний ефект таких кроків (рис. 3.2).

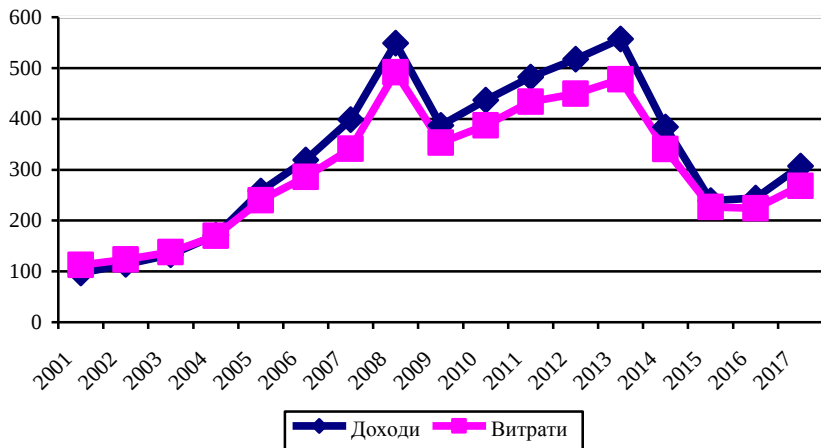


Рис. 3.2. Ресурси і витрати одного домогосподарства України, середнє значення, дол. США

Джерело: Державна служба статистики України [3].

³ Статистична інформація. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

Як видно з рис. 3.2, здатність вітчизняних домогосподарств до формування заощаджень протягом тривалого періоду залишається надзвичайно низькою, а суттєва диференціація доходів населення ще більше ускладнює зазначену проблему. Як наслідок, в Україні так і не вдалося створити потужного прошарку фізичних осіб-інвесторів, а вітчизняні фінансові інституції (за винятком банків) у таких умовах формують власні конкурентні стратегії без урахування потенційних можливостей у сфері залучення заощаджень домогосподарств. Таким чином, в Україні спостерігається доволі парадоксальна ситуація: з одного боку, домогосподарства не довіряють фінансовим інституціям; з другого — фінансові посередники переважно не зацікавлені у заощадженнях домогосподарств.

Вказаний аспект розвитку інституційної фінансової інфраструктури напряду визначений і домінантою «тіньового» сектору вітчизняної економіки (рис. 3.3).

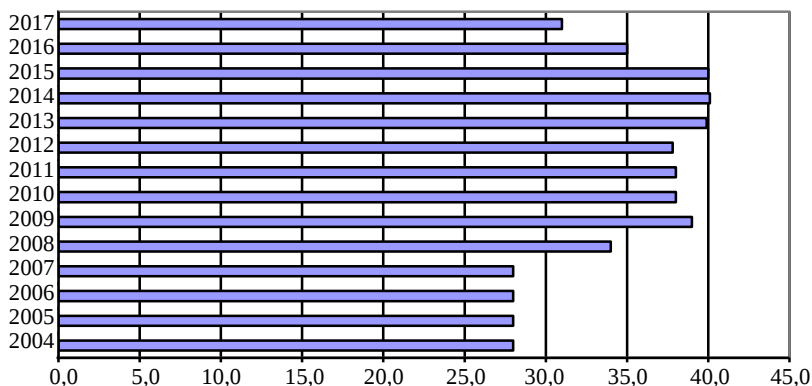


Рис. 3.3. Співвідношення «тіньової» економіки до ВВП в Україні у 2004–2017 рр., %

Джерело: Міністерство економічного розвитку і торгівлі України [4]

Функціонування доходів значної частини домогосподарств за межами офіційної економіки потенційно можна розглядати і як додатковий ресурс, на який можуть розраховувати фінансові по-

⁴ Тенденції тіньової економіки. Міністерство економічного розвитку і торгівлі України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.me.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

середники у разі: по-перше, реалізації грамотної державної політики в сфері амністії капіталів; по-друге, активних бізнес-стратегій фінансових інституцій, спрямованих саме на залучення заощаджень фізичних осіб. Варто визначити, що протягом багатьох років держава декларує необхідність і зниження ролі «тіньової» економіки й амністії капіталів. Але в абсолютній більшості випадків ці декларації залишаються нереалізованими у прагматичному полі.

Фактично зараз ми маємо справу з формуванням кількох груп домогосподарств з позиції їх потенційної участі в інвестиційному процесі. Найузагальненіше можна виділити такі групи.

1. Група «Тор-100», в якій представлені найзаможніші громадяни України. В нашій державі доволі популярним є рейтингування за рівнем багатства та політичного впливу [5]. Доволі примітно, що, як правило, рівень політичного впливу особи в нашій державі доволі часто іманентний рівню накопичених активів. Проте цілком можливою є й зворотна ситуація — політичне зростання дає можливість монетизувати такий вплив. Для представників цієї групи громадян характерні такі особливості: володіння найкрупнішим і найпривабливішим бізнесом у нашій країні (при цьому природно, що володіння опосередковане за допомогою офшорів); стратегія максимального контролю за об'єктами інвестування через постійні загрози ворожого поглинання, рейдерства та ін.; намагання поєднати розвиток власного бізнесу з поширенням політичного впливу; слабка здатність до реалізації інклюзивних сценаріїв розвитку України та її економіки.

2. Домогосподарства з середнім і вище середнього рівнем доходів. Насамперед зазначимо, що прошарок таких домогосподарств в Україні порівняно з розвиненими країнами є надзвичайно малим. Така ситуація деструктивно впливає на розвиток інституційної фінансової інфраструктури не тільки у контексті формування заощаджень — тут слід говорити й про суто нематеріальні чинники впливу. Сучасна ідентифікація поняття «середній клас», крім матеріальної складової, часто оперує й іншими критеріями, зокрема, говориться про «позитивне сприйняття ступеня власної адаптованості до ринкових реформ, орієнтація на

⁵ 100 самых богатых людей Украины. Фокус. Офіційний сайт. URL.: <https://focus.ua/ratings/396336>. (дата звернення 12.01.2019 р.).

цінності власних досягнень» [6]. Таким чином, мінімальна частка середнього класу в Україні має однозначно негативні наслідки для інституційної фінансової інфраструктури — скорочення потенційного обсягу заощаджень в економіці, які можуть бути залучені фінансовими інституціями; зростання частки населення, яке негативно сприймає модернізацію економіки, а з нею — і фінансових посередників; загальне зниження рівня економічної активності в країні.

3. Домогосподарства з нижче від середнього і низькими доходами. Це найчисельніша група домогосподарств України, проте з мінімальним впливом на розвиток фінансових інституцій. Для інвестиційної стратегії таких домогосподарств притаманні численні деформації, які часто обумовлені і недостатнім рівнем фінансової грамотності. Зокрема, протягом тривалого періоду одними із ключових параметрів залишаються: по-перше, безальтернативна домінанта банківських депозитів як об'єкта інвестування; по-друге, намагання мінімізувати терміни вкладень (з іншого боку, це пояснюється й ситуацією на фінансовому ринку); по-третє, орієнтація на рівень ставок як визначальний фактор здійснення інвестицій. Про це свідчить, зокрема, структура депозитів домогосподарств, у якій домінують короткострокові вкладення, а частка вкладень більше від двох років ледве перевищує 1 % (рис. 3.4).

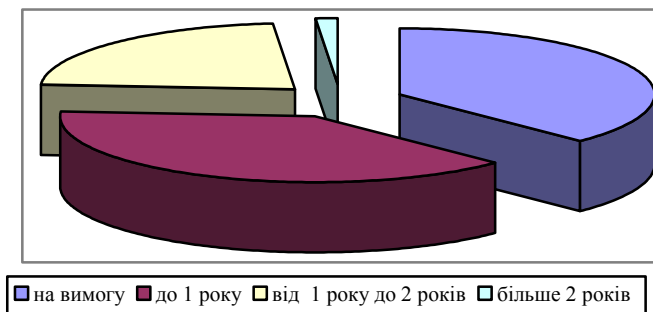


Рис. 3.4. Депозити домогосподарств, залучені банками в Україні, станом на кінець III кв. 2018 р., млн грн

Джерело: Складено автором за даними НБУ [7].

⁶ Татаревська М. Місце і роль заробітної плати у формуванні середнього класу. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2010. № 4. С. 88-97.

⁷ Грошово-кредитна та фінансова статистика. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 19.01.2019 р.).

В Україні ті небанківські фінансові посередники, які в розвинених економіках орієнтуються на залучення ресурсів фізичних осіб (насамперед тут йдеться про компанії страхування життя, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди), значно поступаються іншим фінансовим інституціям за своїм потенціалом.

Зокрема, своєрідний підхід держави до вирішення проблем, що накопичилися у пенсійному забезпеченні, відверте гальмування пенсійної реформи, майже повне ігнорування питань підвищення фінансової грамотності населення привели до створення особливої моделі недержавного пенсійного забезпечення в Україні. У ній практично не залишилося місця для фізичних осіб (внески цієї групи ледве перевищують 5,5 млн дол. США), а домінуюче становище займають роботодавці (у тому числі — і Національний банк України через власний корпоративний НПФ) (рис. 3.5).

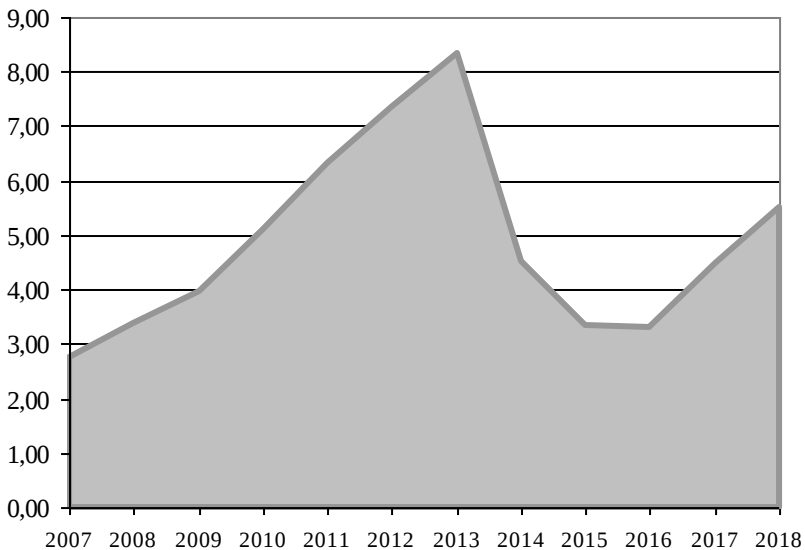


Рис. 3.5. Пенсійні внески фізичних осіб, залучені недержавними пенсійними фондами України у 2007–2018 рр., млн дол. США

Примітка: дані за 2018 р. за I–III кв.

Джерело: Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [8].

⁸ Огляд ринків. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL.: [http:// www.nfp.gov.ua](http://www.nfp.gov.ua). (дата звернення 12.01.2019 р.)

Частка страхових премій зі страхування життя становить 7–9,8 % їх загального обсягу, а в абсолютному вимірі — до 100 млн дол. США щорічно. Дещо краща ситуація на ринку послуг інвестиційних фондів — для закритих (невенчурних) фондів частка фізичних осіб в чистих активах коливається в межах 25–38 %. У той же час аналогічний показник для найпоширеніших в Україні венчурних інвестиційних фондів лише трохи перевищує 7 %.

Варто звернути увагу і на домінування фінансово-промислових груп в Україні. Питання про фінансово-промислові групи та їх вплив в Україні надзвичайно складне та неоднозначне. Тим більше, що ідеологія необхідності протекціонізму держави щодо великого бізнесу протягом багатьох років усіляко культивується можновладцями. На сучасному етапі серед науковців є як прихильники визнання їх позитивного впливу на економічні процеси, так і відверті критики [^{9 10 11}]. Очевидно, що оцінка діяльності фінансово-промислових груп в Україні є суперечливою з багатьох причин, проте чи не основною з них є ставлення держави до такої форми кооперації виробничого та фінансового капіталу. Слід об'єктивно визнати, що зростання впливу фінансово-промислових груп у нашій державі багато в чому було забезпечене за рахунок явної та прихованої державної підтримки. Як наслідок — колосальне зрошення бізнесу і політики, яке істотно вплинуло і на інституційну фінансову інфраструктуру в Україні. Ключова причина такого явища — намагання за рахунок політичного впливу забезпечити розвиток власного бізнесу. Проте, як зазначають провідні науковці, така стратегія несе і значні ризики, пов'язані насамперед зі змінами у владі та, відповідно, у зменшенні рівня політичного захисту [¹²].

На етапі створення звичайною практикою українських ФПГ була наявність промислового ядра (сформованого переважно під час приватизації і постприватизаційного перерозподілу власності). Поступово створювалися фінансові інституції, у тому числі

⁹ Костицький В.В. Закон перманентної концентрації капіталу: економічна історія і українські реалії. К.: Ін-т законодавчих передбачень і правової експертизи. 180 с.

¹⁰ Жихарцева О. Фінансово-промислові групи: поняття, структура та типи. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2016. Вип. 26.6. С. 235–242.

¹¹ Головкин В. Українські фінансово-промислові групи в модернізаційних процесах 1991–2009 рр. К.: Інститут історії України, 2012. 416 с.

¹² Пасхавер О., Верховодова Т., Суплін Т. Формування великого приватного капіталу в Україні. Центр економічного розвитку. К.: «Міленіум», 2004. 90 с.

банки, страхові компанії, інститути спільного інвестування, фінансові компанії, значно рідше — НПФ. У такій організаційній моделі (на етапі формування ФПГ) діяльність її фінансової складової була спрямована на вирішення пріоритетних завдань для промислового кластеру. Звідси й поява та очищення так званих «кептивних» *фінансових інституцій*, бізнес-стратегія яких підпорядкована стратегічним пріоритетам промислових підприємств. Проте в подальшому фінансові установи поступово виділялися як рівноправні елементи фінансово-промислової групи. У той же час ні про яку самостійність не йдеться навіть зараз. Для учасників вітчизняних фінансово-промислових груп бізнес-стратегія формується винятково у контексті пріоритетів їх кінцевих бенефіціарів.

Зауважимо, що оцінка впливу фінансово-промислових груп на економіку в цілому та зокрема — на фінансову інфраструктуру, можлива переважно на основі опосередкованих даних. Існуючі підходи до оприлюднення інформації про бенефіціарів нефінансових корпорацій у поєднанні зі значною «офшоризацією» вітчизняного бізнесу не дають можливості безпосередньо оцінити як зв'язки у межах ФПГ, так і чітко ідентифікувати власників крупних бізнес-структур. Зауважимо, що в питанні оцінки структури власності банків і частково небанківських фінансових установ вдалося досягти певного прогресу в цьому питанні [^{13 14}].

Утім навіть опосередковані дані дають можливість зробити однозначний висновок щодо різного за векторами впливу ФПГ на українську економіку. Якщо оцінка позитивних рис функціонування ФПГ спирається на загальновизнані переваги такої кооперації, то в контексті деструктивного тиску насамперед слід говорити про значні проблеми в інвестиційній сфері. Зокрема, тут має йтися про тенденції ввозу-вивозу капіталу з (або в) України. Діяльність вітчизняних ФПГ жодним чином не сприяла інвестиційному буму в Україні, більше того, тенденція до закритості акціонерного капіталу та монополізація окремих ринків буда значною перешкодою для залучення ресурсів нерезидентів в нашу державу.

¹³ Положення про порядок подання відомостей про структуру власності банку. Постанова Правління Національного банку України від 21.05.2015 № 328.

¹⁴ Порядок погодження набуття або збільшення істотної участі у фінансовій установі. Розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг № 2531 від 04.12.2012 р.

Якщо аналізувати структуру прямих іноземних інвестицій, ситуація буде зовсім невтішною — домінуючі позиції займають Кіпр, Британські Віргінські острови, інші офшорні юрисдикції. Фактично ми маємо справу з виведенням капіталу вітчизняними ФПГ і подальшим його поверненням до України. Така модель дає не тільки можливість «оптимізувати» фінансові потоки (з точки зору бенефіціарів ФПГ), вона служить додатковим захисним фактором для вітчизняних інвесторів, особливо в умовах слабкості інституційних механізмів захисту власності в Україні (рис. 3.6).

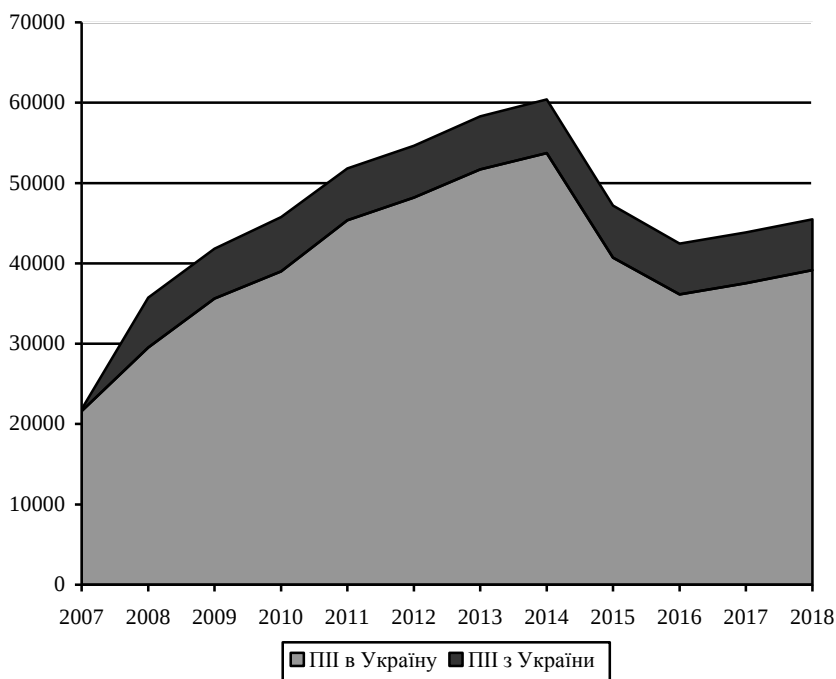


Рис. 3.6. Прямі іноземні інвестиції в Україну і з України у 2007–2018 рр., млн дол. США

Джерело: Державна служба статистики України [15].

Діяльність вітчизняних ФПГ, яка заснована на репатріації капіталів під виглядом іноземних інвесторів, стала одним з основопо-

¹⁵ Статистична інформація. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

ложних факторів відсутності протягом тривалого періоду цілісної державної стратегії щодо іноземного капіталу на рівні інституційної фінансової інфраструктури. Лише загрози, що були сформовані після 2013–2014 рр., змусили державу та представників регуляторів актуалізувати звернути увагу зазначене питання. Активізувалися дослідження впливу іноземного капіталу на окремі сектори фінансового ринку й у фаховій літературі [¹⁶ ¹⁷]. Однак треба визнати, що в переважній більшості фахівці акцентують на проблематиці функціонування іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі, частково — на страховому ринку, тоді як інші сегменти залишаються поза увагою. Очевидно, що такі акценти пояснюються серед іншого й роллю банківського сектору в інституційній фінансовій інфраструктурі України, й неоднозначними процесами, що притаманні українському банківництву на сучасному етапі (рис. 3.7).

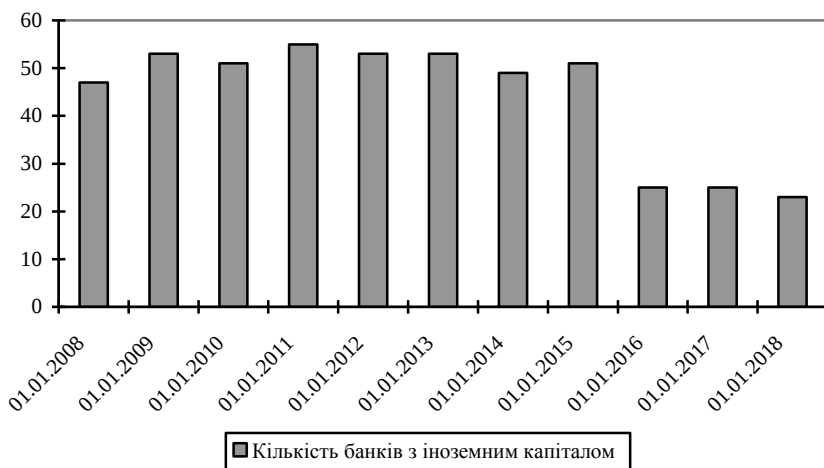


Рис. 3.7. Кількість іноземних банків в Україні у 2008–2018 рр. станом на початок року

Джерело: Національний банк України [¹⁸].

¹⁶ Гладких Д. М. Шляхи вирішення проблем, пов'язаних з високим рівнем присутності іноземного капіталу в банківській системі України. Аналітична записка. Національний інститут стратегічних досліджень. 2016. URL: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/inozemn_kapital-cbb0a.pdf (дата звернення 11.01.2019 р.).

¹⁷ Лапко О., Демченко А. Іноземні банки на ринку банківських послуг України та проблеми їх державного регулювання. *Бізнес Інформ*. 2016. № 12. С. 200-205.

¹⁸ Огляд банківського сектору. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.:<http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

У тій чи тій мірі практика обмеження іноземного капіталу у фінансовому секторі використовується в багатьох країнах, а її основне спрямування — підвищення рівня фінансової безпеки держави. Проте для України зазначене питання набуває особливого забарвлення і через політичну складову, і через надмірну вразливість вітчизняної економіки до зовнішніх шоків. Протягом тривалого періоду часу свою привабливість для іноземного капіталу демонстрував страховий ринок. Більше того, економічна криза 2014–2016 рр. значно посилила роль страхових компаній з іноземним капіталом в Україні, насамперед через те, що вони виявили значно вищу стійкість до роботи в несприятливих умовах. Утім ми не відкидаємо і того факту, що кілька великих іноземних страхових груп вирішили припинити власний бізнес в Україні саме через високу токсичність макросередовища.

Впродовж багатьох років для інституційної фінансової інфраструктури в Україні була притаманна суттєва територіальна фрагментарність та інституційні дисбаланси (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

ТЕРИТОРІАЛЬНЕ РОЗМІЩЕННЯ ОКРЕМИХ ВИДІВ ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУЦІЙ В УКРАЇНІ У 2018 РОЦІ, НА ПОЧАТОК ПЕРІОДУ

№ з/п	Фінансові інституції	Кількість, од.	Кількість регіонів України, в яких відсутні фінансові інституції ¹ , од.
1	Банки	82 (підрозділи — 9489)	—
2	Страхові компанії	294	—
3	ІСІ	1167	11
4	НПФ	64	16
5	Кредитні спілки	378 (підрозділи — 443)	—
6	Фінансові компанії	818	—

Примітка: без урахування тимчасово окупованої території та АР Крим.

Джерело: Складено автором за [¹⁹ ²⁰ ²¹ ²²].

¹⁹ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

²⁰ Ринок у цифрах. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Офіційний сайт. URL.: <http://www.uaib.com.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

²¹ Огляд ринків. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Офіційний сайт. URL.: <http://www.nfp.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

²² Фондовий ринок. НКЦПФР. Офіційний сайт. URL.: <http://www.nssmc.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

У цьому контексті насамперед слід звернути увагу на ускладнення доступу індивідуальних інвесторів до окремих видів фінансових послуг в Україні. Проте тут мова повинна йти також і про потенційну зміну формату взаємодії фінансових інституцій зі споживачами, зокрема і в частині використання сучасних засобів комунікації. Територіальне розміщення фінансових інституцій в Україні на сучасному етапі чинить дестимулюючий вплив насамперед на індивідуальні інвестиції:

- по-перше, серед небанківських фінансових інституцій найкраще територіальне покриття демонструють страхові компанії²³, фінансові компанії та кредитні спілки; у той же час у ряді регіонів повністю відсутні інститути спільного інвестування (11 областей) і недержавні пенсійні фонди (16 областей);
- по-друге, за рахунок розташування мережі підрозділів забезпечують доступ до своїх послуг банки та кредитні спілки, а поширення фінансових компаній у першу чергу обумовлене широким спектром послуг;
- по-третє, абсолютна більшість фінансових інституцій та їх підрозділів сконцентровані в кількох регіонах України (насамперед у м. Києві та області, Дніпропетровській, Харківській, Львівській областях), і поступово відбувається формування двох фінансових кластерів національного масштабу — у містах Києві та Дніпро.

Протягом усього періоду формування, який завше триває і донині, вітчизняна інституційна фінансова інфраструктура характеризується значними суперечностями, в основі яких — диспропорції в розвитку української економіки та її фінансового господарства. Фрагментарність і непослідовність у запровадженні реформ негативно позначаються на розвитку фінансового посередництва в Україні. В країнах, що пройшли успішний шлях політичних, економічних та соціальних трансформацій, розвиток фінансової інфраструктури багато в чому був визначений за ефективною державною політикою, що вкотре ставить перед Україною питання про роль держави у таких процесах.

²³ Територіальне розміщення страхового ринку скоріше характеризує сегмент ризикового страхування, а не страхування життя.

3.2. Держава у функціонуванні фінансової інфраструктури в Україні: загрози та переваги

Початок ХХІ ст. ознаменувався черговим загостренням наукової дискусії щодо місця та ролі держави у функціонуванні фінансового господарства загалом і фінансових інституцій зокрема. Активізація припала на 2008–2009 рр., коли глобальна економічна криза не тільки поставила під сумнів ефективність регуляторних моделей у найрозвиненіших економіках світу, а й визначила потребу у використанні абсолютно нових підходів до регулювання діяльності фінансових установ. Навіть через десять років після реалізації в багатьох країнах пакету антикризових реформ актуальними залишаються питання про результати трансформації державної політики щодо фінансових ринків і їх результативність.

У контексті виділеної проблеми антикризового регулювання інституційної фінансової інфраструктури не менше суперечок триває і щодо діяльності державних фінансових інституцій. Тут ключовими є такі три напрями: по-перше, розмір державного сектору економіки, у тому числі й на рівні інституційної фінансової інфраструктури; по-друге, здатність державних фінансових інституцій ефективно впливати на розвиток фінансового ринку в цілому та його окремих сегментів за допомогою відповідного інструментарію; по-третє, синхронізація стратегій державних фінансових інституцій з економічною політикою держави (серед іншого — і доцільність їх прямої підтримки за рахунок централізованих ресурсів). Кожна із згаданих проблем доволі часто вимагає суперечливих рішень навіть у країнах із розвиненими економіками, а в Україні й поготів.

Загалом питання про діяльність державних фінансових інституцій є у своїй першооснові неоднозначним. Фактично на глобальному ринку наявні як приклади їх ефективного функціонування, так і протилежні за результатами. Насамперед як успішний приклад створення і розвитку державних фінансових інституцій наводять діяльність державних банків у Китаї [²⁴ ²⁵] і різноманітні

²⁴ Величко В. Градуалізм як особливість політики перехідної економіки Китаю. *Економіка і прогнозування*. 2015. № 4. С. 133–147.

²⁵ Коваленко М. Держава та банківський сектор: реалістична організація взаємодії. Х.: Tim Publishing Group, 2015. 332 с.

програми розвитку, що реалізуються за їх фінансової підтримки. Проте не менше аргументів наводять і ті дослідники, які стверджують про існування численних суперечностей у функціонуванні державного сектору в економіці, у тому числі і на рівні фінансових інституцій [²⁶ ²⁷].

Загалом підкреслимо, що для кожної із країн характерний власний підхід до визначення оптимального рівня державного сектору. Очевидно, що його розмір залежить від значної кількості чинників, проте масштаби присутності держави-власника в інституційній фінансовій інфраструктурі не завжди корелюють з ефективністю її функціонування. Саме тому питання про роль державного сектору в інституційній фінансовій інфраструктурі України повинне аналізуватися насамперед не у контексті його розмірів, а з позиції очікуваних і фактично отриманих результатів.

Треба виходити з того, що всі зазначені проблеми набувають особливого забарвлення в нашій країні, адже ані модель державного регулювання фінансових інституцій, ані практичні засади їх діяльності не є усталеними та часто викликають негативну реакцію в наукових колах та у суспільстві. Крім того, треба зважати також і на той факт, що в нашій державі проблематика управління державною власністю і тим більше ймовірної приватизації містить суттєву політичну компоненту, яка заважає приймати оптимальні управлінські рішення на державному рівні.

У першу чергу акцентуємо на питанні діяльності державних фінансових інституцій в Україні на сучасному етапі. Тут насамперед спадає на думку доволі нетипова ситуація (для багатьох економічно розвинених країн), що склалася у вітчизняній банківській системі України на початок 2017 р., коли більше половини активів належали державним банкам (рис. 3.8).

Загальновідомо, що історія державних банківських інституцій є різною — одні з них з перших років незалежності перебували у власності держави, тоді як інші набули такого статусу внаслідок *відсутності інституційних механізмів забезпечення ефективної роботи та стійкості системно важливих банків в Україні* (виділено нами. — Б.С.). У будь-якому разі низка державних (на сьо-

²⁶ Magazzino C. and Forte F. 2010. Optimal Size of Government and Economic Growth in EU-27. URL.: Online at <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/26669/> (дата звернення 12.01.2019 р.)

²⁷ Шкільняк М. М. Управління державною власністю: міжнародний досвід, еволюція, принципи. Наука й економіка. 2011. № 2. С. 83-93.

годні) банків протягом тривалого часу перебували у приватній власності, але погіршення результатів діяльності змусило державу націоналізувати їх задля запобігання поширенню кризових явищ в економіці. Треба визнати, що реалізовані до цього часу в Україні сценарії щодо таких банківських установ залишили по собі більше питань ніж відповідей. Ці питання стосуються і необхідності витрачання бюджетних ресурсів для підтримки фінансових установ, і наявності корупційної складової і політизації суто економічних процесів.

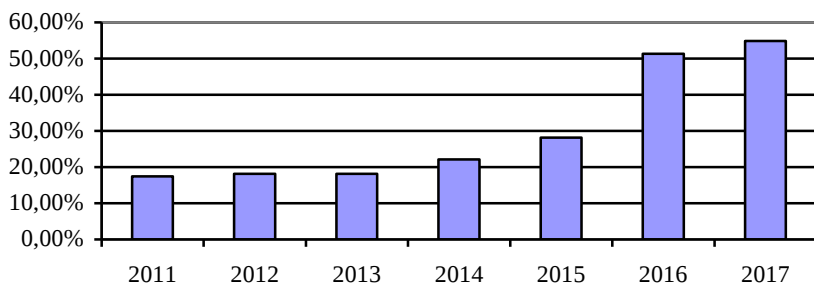


Рис. 3.8. Місце державних банків в банківській системі України (за показником чистих активів), %

Джерело: Складено автором за даними НБУ [28].

У першу чергу тут йдеться про механізми випуску облігацій внутрішньої державної позики для забезпечення капіталізації банків, що націоналізуються [29]. Зокрема, в процесі входження держави до статутного капіталу ПАТ «Приватбанк» було передбачено необхідність випуску ОВДП на суму 116,8 млрд грн. Зрозуміло, що такий підхід, зважаючи на помітну ангажованість, не дістав схвалення у наукових колах та експертному середовищі [30].

²⁸ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

²⁹ Деякі питання забезпечення стабільності фінансової системи / Рішення Кабінету Міністрів України №961 від 18 грудня 2016 року.

³⁰ Минфин выпустит облигации на 43 млрд гривен для ликвидации дефицита капитала "ПриватБанка. URL.: <https://www.rbc.ua/rus/news/minfin-vypustit-obligatsii-43-mlrd-griven1482132356.html>. (дата звернення 19.01.2019 р.).

Насамперед привертають увагу суттєві ризики для держави, що виникають внаслідок збільшення боргового навантаження. Особливо гостро це питання стоїть через значні виплати, які слід здійснити Україні за внутрішніми та зовнішніми боргами у 2019–2021 рр. Зрозуміло, що в таких умовах додаткові поточні виплати за ОВДП, що випущені для капіталізації ПАТ «Приватбанк», створюють проблеми для ефективного ризик-менеджменту держави у сфері управління боргом. Крім того, треба зважати на факт суттєвого зниження вартості боргових цінних паперів самого ПАТ «Приватбанк», які були конвертовані у капітал банку, проте це не виключило повністю можливість позовів з боку їх власників.

У той же час, зважаючи на спрямування нашого дослідження, більш важливим вбачається аналіз впливу сектору державних банків на трансформації на рівні інституційної фінансової інфраструктури в Україні. Ключове питання, що виникає у цьому зв'язку: настільки виправданим був підхід держави до саме такого формату збільшення своєї ролі у вітчизняному банківському секторі? З цих позицій насамперед слід порівняти ключові показники діяльності державних банків з показниками інших банківських установ. Такий підхід дає можливість оцінити ефективність держави як найбільшого власника вітчизняного банківського бізнесу. Зокрема, привертає увагу надзвичайно висока частка непрацюючих кредитів у вітчизняних державних банках в Україні (рис. 3.9).

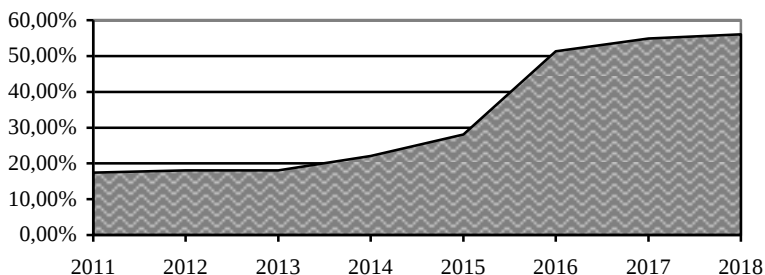


Рис. 3.9. Питова вага непрацюючих кредитів в державних банках у 2011–2018 рр., % до загального обсягу

Примітка: дані за 2018 р. станом на кінець II кв.

Джерело: Складено автором за даними НБУ [31].

³¹ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

Зрозуміло, що низька якість активів державних банків продукує суттєві загрози для банківської системи та інституційної фінансової інфраструктури загалом. Особливо явними зазначені загрози видаються на тлі вагомого місця державних банків на ринку банківських депозитів. Їх частка у депозитах фізичних осіб зросла з 16,2 % станом на кінець 2014 р. до 63,4 % у середині 2018 р. Сформована висока залежність між токсичністю активів державних банків і їх роллю на ринку депозитних послуг обумовлює надзвичайну складність питання про рівень банківського менеджменту.

Загалом оцінювати актуальні результати діяльності державних банків слід враховувати фінансовий стан ПАТ «Приватбанк» на момент націоналізації, внаслідок чого сектор державних банків демонструє збитковість (агрегований показник) за результатами 2016–2018 рр. (табл. 3.2):

Таблиця 3.2

ФІНАНСОВИЙ РЕЗУЛЬТАТ ДЕРЖАВНИХ БАНКІВ
у 2016–2018 рр., млн грн

Банк	Період		
	2016	2017	2018 ¹
ПАТ КБ «Приватбанк»	–135 309,1	–22 965,9	6930
ПАТ «Укресімбанк»	–1011,1	929,4	679,1
ПАТ «Державний ощадний банк України»	464,1	558,5	108,4
ПАТ «Укргазбанк»	293,7	623,8	215,9
ПАТ «Розрахунковий центр»	2,1	5,5	22,2
ПАТ «Український банк реконструкції та розвитку» ²	–3,1	—	—

Примітки: ¹ Дані за I півріччя 2018 р.

² ПАТ «Український банк реконструкції та розвитку» втратив статус державного банку.

Джерело: Складено автором за даними НБУ [³²] та фінансової звітності банків.

³² Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

В історії вітчизняного банківництва існують непоодинокі приклади, коли найменші фінансові ускладнення викликали паніку серед вкладників-фізичних осіб, а в підсумку — призводили до зникнення фінансової установи. Особливо чутливими до таких подій в Україні є саме державні фінансові інституції через інерційне позиціювання в очах споживачів депозитних послуг як особливих банків, з високим рівнем гарантій з боку держави. Крім того, держава намагається всіляко на законодавчому рівні сприяти формуванню іміджу державних банків як надійних фінансових установ через встановлення додаткових гарантій [33]. У цьому випадку ми маємо справу з цікавим психологічним ефектом, коли споживачі орієнтуються на певні історичні аналогії щодо державних банків, а не на інформацію про реальний стан цих банківських установ. Виходячи з цього якраз державні банки є групою найкрупніших власників депозитного портфеля в Україні на сьогодні (рис. 3.10).

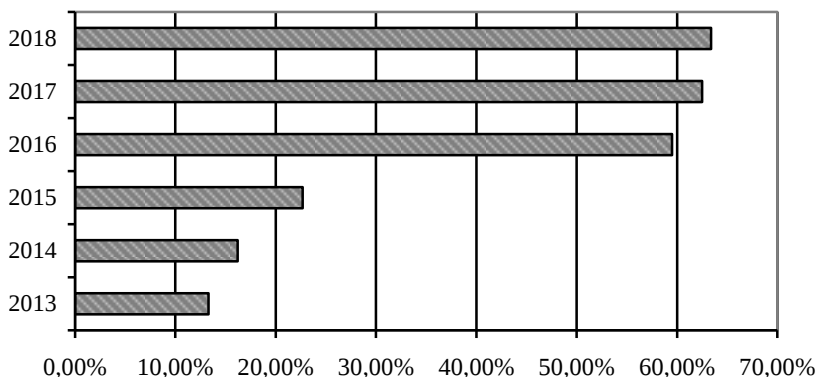


Рис. 3.10. Питома вага депозитного портфеля державних банків в депозитах фізичних осіб у 2013–2018 рр., %

Примітка: Дані за 2018 р. станом на кінець II кв.

Джерело: Складено автором за даними НБУ [34].

³³ Закон України «Про банки і банківську діяльність» №2121-III від 7 грудня 2000 р.

³⁴ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: [http:// www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua). (дата звернення 11.01.2019 р.).

Більше того, додатковим фактором ризику є й історія окремих таких банків, які були націоналізовані саме з метою запобігання виникненню та поширенню банківської кризи (за твердженнями ідеологів таких рішень). Тоді як колишні власники згаданих банків, як правило, мають протилежну думку і намагаються вирішити конфлікт за допомогою судових позовів до держави. Ця ситуація суттєво ускладнює реалізацію стратегії державних банків, адже посилюється невизначеність щодо перспектив їх функціонування.

Очевидно, що одним із ключових питань у функціонуванні державних банків в Україні є можливість їх подальшої приватизації. Насамперед цей аспект стосується тих фінансових установ, які були націоналізовані в рамках державної підтримки банківського сектору в кризові періоди. У переважній більшості випадків держава визнає тимчасовий характер перебування у статусі власників таких банків [35]. Зокрема, відповідні документи щодо ПАТ КБ «Приватбанк» передбачають можливість його приватизації у 2022 р. У цьому контексті виникає кілька складних і суперечливих питань щодо оцінки результатів діяльності держави та власника та критеріїв оцінки такої діяльності. Зрозуміло, що відправною точкою для такої оцінки мають бути ресурси, що витрачені державою для підтримки банківської установи, проте ми не виключаємо й застосування соціальних критеріїв.

На наш погляд, слід звернути увагу також і на політичну складову діяльності державних фінансових інституцій в Україні. Функціонування вітчизняних державних банків доволі часто стає предметом політичної конкуренції і торгів. Свідченням цього є реалізований на сьогодні принцип призначення менеджерів державних банків. Зокрема, протягом тривалого часу законодавством України визначено, що «до складу наглядової ради державного банку входять члени наглядової ради банку, призначені Верховною Радою України, Президентом України і Кабінетом Міністрів України» [36]. У підсумку призначення членів наглядової ради державних банків потенційно перетворювалося на боротьбу за контроль над їх діяльністю як з боку різних гілок влади

³⁵ Стратегія розвитку ПАТ КБ «Приватбанк» до 2022 року.

³⁶ Закон України «Про банки і банківську діяльність» № 2121-III від 7 грудня 2000 року

так і з боку (як це не парадоксально звучить) — провідних фінансово-промислових груп України. Лише в середині 2018 р. були внесені відповідні зміни до законодавства, якими встановлено, що наглядова рада державного банку складається з дев'яти членів, шість з яких є незалежними, а три — представниками держави [37]. Однак говорити про їх позитивний вплив на функціонування сектору державних банків ще надто рано, адже не можна виключати, що в існуючих в Україні умовах, буде надзвичайно складно реалізувати призначення незалежних менеджерів і дотримуватися вимог з їх незалежного статусу. Разом з тим, залишається відкритим питання і про ефект від функціонування державних банків для досягнення цілей державної фінансової політики.

У загальному вимушеність існуючої ситуації засвідчує, що в Україні відсутній цілісний підхід до антикризових заходів у банківському секторі, а роль держави визначається багатоманітною політичною вагою кінцевих бенефіціарів банківських установ і їх здатністю *домовитися* (виділено нами. — Б.С.) про входження держави в якості власника до капіталу банку і/або спроможності чинити спротив таким діям держави. Ключова вада такого підходу — його фрагментарний характер, порушення засад транспарентності на рівні управлінських рішень держави та самих банківських установ, ігнорування необхідності забезпечення дотримання принципу відповідальності менеджерів і бенефіціарів банку за управлінські рішення, деструктивний вплив на довіру споживачів банківських послуг.

Ще раз підкреслимо, що на сьогодні відсутня єдина позиція і серед науковців, і у середовищі фахівців практиків щодо функціонування державних банків, їх розміру, місця та ролі в сучасному банківництві. Аналіз різноманітних позицій щодо державних банків в Україні дає можливість виділити найявніші плюси та мінуси їх функціонування на сучасному етапі (табл. 3.3).

³⁷ Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функціонування фінансового сектору в Україні» № 2491-VIII від 5 липня 2018 року.

Таблиця 3.3

**ПОЗИТИВНІ ТА НЕГАТИВНІ РИСИ ДОМІНУВАННЯ ДЕРЖАВНИХ БАНКІВ
У ВІТЧИЗНЯНІЙ БАНКІВСЬКІЙ СИСТЕМІ УКРАЇНИ
НА СУЧАСНОМУ ЕТАПІ**

Позитивні риси	Негативні риси
• Зниження рівня ризиків банкрутства в банківській системі та уникнення «ефекту доміно»; • використання потенціалу банківських інституцій для фінансування проєктів, у реалізації яких зацікавлена держава; • розширення спектра інструментів впливу держави на тенденції ринку банківських послуг; • зростання потенційних можливостей для збільшення доходів державного бюджету за рахунок дивідендів державних банків	• Зниження рівня конкуренції у банківському секторі України; • політизація діяльності фінансових установ та непотизм; • використання централізованих ресурсів для підтримки державних банківських інституцій; • відсутність державницького підходу до стратегії управління державними банками та часткою держави у банківському секторі; • орієнтація на максимізацію прибутку державних банків [38], що обмежує здатність таких установ фінансувати соціально значимі проєкти з низьким рівнем прибутковості; • поширення інсайдерського фінансування в активних операціях; • накопичення токсичних активів у державних банках та в цілому по банківській системі

Джерело: Складено автором.

Неоднозначність питання про роль держави-акціонера в банківському секторі України формує складний порядок денний державної фінансової політики у середньостроковій перспективі. У цьому напрямку не може бути простих рішень, адже непослідовність дій у минулому призвела до формування багатьох критичних вузлів, які стримують розвиток банківської системи України та значно впливають на суспільні настрої в цьому питанні.

На жаль, можна констатувати, що в інших сегментах фінансового сектору роль держави як власника є мінімальною. Інколи стратегія держави в цьому питанні виглядає щонайменше див-

³⁸ Деякі питання публічного акціонерного товариства «Державний ощадний банк України» // Розпорядження Кабінету Міністрів України №112-р від 21 лютого 2018 р.

ною. Саме у такий спосіб можна оцінити поведінку держави-власника на страховому ринку. Спочатку в період 2004–2007 рр. було створені чи не всі передумови для розмивання державного пакета акцій з подальшим переходом контролю над НАСК «Оранта» до приватних структур [39], проте надалі час від часу на рівні державних органів влади виникають ідеї про *створення страхової компанії, в якій 100 % акцій належатиме державі* (виділено нами. — Б.С.).

Така черговість дій є зайвим свідченням догмату приватних інтересів над суто державними в процесі управління фінансовими інституціями, які знаходяться під контролем держави. Як наслідок, держава втратила потенційно потужний механізм впливу на страховий ринок в умовах, коли формувався пакет преференцій для наприклад запровадження аграрного страхування з державною підтримкою, відкривалися інші перспективні сегменти для державного страховика.

Послідовнішою є політика держави щодо функціонування НАК «Украгролізинг» [40]. Це можна пояснити, з одного боку, перспективами лізингових послуг в Україні, з другого — постійним зростанням аграрного сектору, а з ним і нарощуванням попиту з боку сільгоспвиробників на різноманітну техніку. В середньому НАК «Украгролізинг» щорічно передає лізингоотримувачам 150–200 од. сільськогосподарської техніки, вартість якої коливається у межах 100 млн грн. Зважаючи на історію розвитку цієї компанії, складно говорити про її домінуючий вплив на ринок лізингових послуг, тим більше, що вона не є фінансовою установою, проте має право надавати послуги з фінансового лізингу. Все ж на сьогодні НАК «Украгролізинг» можна вважати вдалим прикладом реалізації стратегії держави-акціонера на рівні інституційної фінансової інфраструктури.

Отже, на сучасному етапі існують підстави для неоднозначних оцінок діяльності державних фінансових інституцій, які в більшій мірі стосуються державних банків, проте можуть бути екstrapольовані і на рівень інших сегментів (рис. 3.11).

³⁹ Про затвердження Умов конкурсу з продажу пакета акцій ВАТ Національна акціонерна страхова компанія «Оранта». Розпорядження Кабінету Міністрів України №510-р від 11 липня 2007 р.

⁴⁰ Про утворення Національної акціонерної компанії «Украгролізинг». Постанова Кабінету Міністрів України №354 від 11 квітня 2001 р.



Рис. 3.11. Ключові характеристики діяльності державних фінансових інституцій в Україні

Джерело: Розроблено автором.

Усі зазначені фактори — фрагментарність, стратегічна невизначеність, порушення конкурентного підходу, політизація, десинхронізація — суттєво знижують ефективність діяльності і державних фінансових інституцій, і роль держави як їх власника. Більшість державних підприємств не тільки не забезпечують прийнятні результати господарювання, доволі часто саме вони стають об'єктом для різноманітних «тіньових» обороток. Така ситуація стає приводом для активізації прихильників «великої приватизації», спрямованої на максимально можливий продаж наявних у держави пакетів акцій. У повній мірі це стосується і державних банків. Зазначимо, що держава в таких умовах (зрозуміло, що за винятком банківського сектору) втрачає можливості свого впливу на економічні процеси за рахунок непрямих методів регулювання. У свою чергу, світова практика має багато прикладів функціонування широкого спектру державних фінансових інституцій. Найчастіше йдеться про банки, страхові компанії, суверенні фонди (інвестиційні фонди під контролем держави), державні фінансові компанії, фондові біржі та депозитарії з участю держави як власника. Можливості нарощування ролі держави-власника в інституційній фінансовій інфраструктурі сконцентровані в першу чергу в секторі небанківських фінансових посередників. Приклади діяльності небанківських фінансових інституцій у різних країнах засвідчують, що за певних умов такі бізнес-одиниці здатні виконувати масштабні завдання не тільки на національних, але й на міжнародних ринках. У пе-

ршу чергу тут слід говорити про суверенні фонди окремих країн (Норвегія, Катар, Китай та ін.), які здійснюють масштабні інвестиції по усьому світу. На наш погляд, діяльність таких інституцій в Україні — справа середньострокової перспективи, адже рівень дефіциту капіталу на внутрішньому ринку настільки значимий, що навіть за умови їх створення зараз головні акценти в інвестиційній політиці повинні бути спрямовані на внутрішнє інвестування.

Очевидно, що питання державного регулювання інституційної фінансової інфраструктури та діяльності державних фінансових інституцій є логічно взаємопов'язаними. Такий зв'язок витікає насамперед із наявності у держави широкого інструментарію впливу на економіку (прямих і непрямих методів). Ми зумисне не будемо детально зупинятися на теоретичних питаннях, які доволі широко досліджені у фаховій літературі [^{41 42 43}], а більше уваги приділимо прагматичній проблематиці діяльності держави у фінансовому секторі як регулятора.

У цій царині сконцентрована значна кількість проблем, які поряд з іншими і визначають сучасний стан інституційної фінансової інфраструктури. Актуальна регуляторна модель на рівні фінансових інституцій в Україні доволі детально описана в науковій літературі [^{44 45 46}], при цьому більшість авторів однозначно вказують на існування численних деформацій. Тому надзвичайно складно описати усі без винятку недоліки, що притаманні державному регулюванню вітчизняної інституційної фінансової інфраструктури.

На наш погляд, з позиції стратегічних перспектив економіки України найзначимішими є такі неповноцінні компоненти створеної регуляторної моделі.

1. Наявність кількох регуляторів і відсутність реальної функціональної координації між ними. На сьогодні діяльність фінан-

⁴¹ Еш С. Фінансовий ринок. К.: Центр учбової літератури., 2011. 528 с.

⁴² Науменкова С., Міщенко С. Ринок фінансових послуг. К.: Знання, 2010. 532 с.

⁴³ Смагін В. Проблеми регулювання фінансового ринку в контексті структурних трансформацій. *Ринок цінних паперів України*. 2008. № 7-8. С. 45–50.

⁴⁴ Степанова Г. Розвиток системи регулювання фінансового ринку в Україні. *Економіка та держава*. 2015. № 12. С. 126–131.

⁴⁵ Клименко К., Терещенко Г. Самофінансування регуляторів ринків цінних паперів: зарубіжна практика та українські реалії. *Фінанси України*. 2017. № 2. С. 27–42.

⁴⁶ Мельников І. Інституційне забезпечення трансформації державного регулювання фінансового ринку України. *Економіка та держава*. 2017. № 9. С. 96–101.

сових інституцій в Україні безпосередньо регулюється Національним банком України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Дискусія щодо доцільності саме такої моделі є тривалою і виходить за межі суто українських проблем і стосується вибору прагматичних підходів до регулювання економіки та фінансів. Інша справа, що створена в Україні регуляторна модель навряд чи може бути оцінена як ефективна і найяскравішим свідченням цього є стан фінансових інституцій. Треба визнати, що на рівні глобальної економіки це питання залишається відкритим — і в економічно розвинених країнах моделі регулювання суттєво відрізняються, і тим більше в країнах з «перехідними» економіками. Кожна країна пройшла власний шлях реформ у сфері державного регулювання фінансових інституцій. Виходячи з цього можна зробити висновок, що будь-яка модель має як переваги, так і недоліки, а ефективність таких моделей здебільшого визначається інституційними факторами, а не ключовими відмінностями одна від одної [^{47 48 49}].

2. Перманентна боротьба за розподіл регуляторних повноважень між різними гілками влади в Україні. Така боротьба відбувається і на рівні законодавчої та виконавчої гілок влади, і на рівні регуляторів. Найсимптоматичніше в цьому контексті виглядають намагання припинити діяльність Нацкомфінпослуг і передати її повноваження іншим органам [⁵⁰]. Чи варто говорити, що вказана законодавча ініціатива стала предметом чергового політичного торгу і саме тому тривалий час не була реалізована. Сам факт появи зазначеного законопроекту є свідченням не стільки спроби оптимізувати регуляторну модель, як вкотре трансформувати її під впливом різноманітних факторів. Крім того, історія цього нормативно-правового документа засвідчує залежність вітчизняної економічної політики від зов-

⁴⁷ Lumpkin, Stephen. Supervision of Financial Services in the OECD Area. Stephen Lumpkin. OECD. 2002. 52 p.

⁴⁸ G. Di Giorgio, C. Di Noia and Laura Piatti. Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area. Wharton School & University of Pennsylvania. 2000.

⁴⁹ Hanson S., Kashap A., Stein J. A Macprudencial Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*. №25(1). 2011. P. 328.

⁵⁰ Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг № 2413а від 20 липня 2015 р.

нішніх чинників, коли реформи відбуваються під тиском різноманітних угод між Україною з одного боку, міжнародними організаціями та ін. — з другого.

3. Обмежений антикризовий інструментарій у розпорядженні існуючих регуляторів. Кризи 2008–2009 рр. і 2014–2016 рр. засвідчили, що в розпорядженні НБУ, НКЦПФР і Нацкомфінпослуг невелика кількість недостатньо ефективних антикризових інструментів. Якщо у випадку з банківських сектором ще можна говорити про певні зрушення у цьому питанні, то для небанківських фінансових інституцій антикризова політика або відсутня загалом, або перебуває у зародковому стані. У той же час волатильність глобального фінансового середовища, нестабільність макроекономічних тенденцій в Україні свідчать, що кризи постійно супроводжують розвиток сучасного фінансового посередництва і така тенденція зберігатиметься у майбутньому. Кожна така криза суттєво відбивається на вітчизняній інституційній фінансовій інфраструктурі, тоді як держава не в змозі запропонувати швидкий і дієвий пакет антикризових заходів для фінансових установ.

4. Низька ефективність державного регулювання фінансових інституцій в Україні, що засвідчується таким:

- вітчизняні фінансові корпорації за своїм економічним потенціалом виглядають слабко не тільки на тлі економічно розвинених країн, але й відносно ринків інших країн з «перехідними» економіками (детальніше це висвітлено у розд. 4). Найбільші банки і небанківські посередники на сьогодні недостатньо конкурентоспроможні у глобальному фінансовому середовищі;

- в інституційній фінансовій інфраструктурі України функціонує велика кількість «кептивних» посередників [⁵¹ ⁵²], діяльність яких забезпечує використання різноманітних «сірих» і «тіньових» схем насамперед для мінімізації податкових платежів, а не реалізацію конкурентної стратегії в рамках офіційної економіки;

⁵¹ Луценко І., Хомутенко В. Сучасний механізм оподаткування інститутів спільного інвестування та їх учасників. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 835–840.

⁵² Квасовський О., Стецько М. Сучасні трансформації та проблемні аспекти оподаткування фінансових результатів діяльності страховиків України. *Світ фінансів*. 2017. № 3(52). С. 19–33.

- системний характер порушень прав учасників фінансового ринку. Численні скарги міноритарних акціонерів, неповернення депозитів банками та кредитними спілками, не виплата страхового відшкодування, махінації під час споживчого кредитування є звичним явищем для України. При цьому результат від такої ринкової стратегії фінансових посередників часто перевищує потенційні репутаційні та інші втрати менеджменту та самих фінансових установ. За більш ніж два десятиліття економічних реформ державі так і не вдалося запровадити на ринку ефективну модель захисту прав інвесторів в Україні;

- корупція та суб'єктивізм окремих посадовців у реалізації регуляторних функцій держави.

5. Непослідовність у реалізації глобального вектора розвитку інституційної фінансової структури та моделі регулювання фінансових інституцій. З одного боку, умови ряду міжнародних угод (зокрема і в частині Угоди про Асоціацію з Європейським Союзом) жорстко регламентують імплементацію міжнародних правових норм в Україні, з другого — інституційна слабкість економіки призводить до того, що практика ведення бізнесу та його регулювання за більшістю критеріїв не відповідають вимогам глобальної конкурентоспроможності. Також слід звернути увагу на той факт, що доволі часто процес імплементації стикається з відвертим спротивом з боку вітчизняного політикуму, який у такий спосіб намагається зберегти власний вплив на економічні процеси в країні.

Подальший поступ Української держави на шляху реформ об'єктивно визначає першочерговість змін у її фінансовому господарстві. Як свідчить досвід інших країн — і розвинених, і з «перехідними» економіками — без пертурбації принципів реалізації фінансових відносин не варто розраховувати на успіх у будь-яких економічних реформах. У цьому контексті важливим питанням для України є ідентифікація місця держави у сучасній інституційній фінансовій інфраструктурі. Йдеться насамперед про модель державного регулювання та діяльність тих фінансових інституцій, які перебувають під контролем держави. У цій площині сконцентровано значну кількість завдань, вирішення яких має стати одним із головних чинників розвитку інституційної фінансової інфраструктури в Україні на сучасному етапі.

3.3. Оцінка ефективності функціонування фінансового посередництва в Україні на сучасному етапі

Питання щодо оцінки результатів діяльності інституційної фінансової інфраструктури в Україні є вкрай неоднозначним. Очевидно, що слід визнати той значний прогрес, якого було досягнуто за часи незалежності у розвитку фінансових інституцій. З іншого боку, можна переконливо стверджувати — сучасний стан інституційної фінансової інфраструктури не може задовольняти ані державу, ані інших учасників фінансового ринку. Насамперед виникає проблема вибору референсного значення та пошук відповідей на складні питання: Чи в існуючому варіанті інституційна фінансова інфраструктура відповідає тим цілям і завданням, які зафіксовані у численних програмах та концепціях розвитку? Чи на такі результати розраховували ідеологи українських реформ у період їх започаткування і надалі? Зрозуміло, що відповіді будуть скоріше негативна, проте, з іншого боку, використовуючи такий підхід, ми маємо можливість ідентифікувати ключові точки біфуркації, які дозволять у подальшому обґрунтувати рекомендації щодо розбудови такої моделі фінансового посередництва, яка забезпечувала б його конкурентоспроможність і на національній арені, і на глобальному рівні.

Характеризуючи надалі ефективність фінансового посередництва в Україні, ми орієнтуватимемося і на класичні функції цих економічних агентів (див. розд. 1), і на ті потреби, що визначені трансформаційними процесами у вітчизняній економіці. У цьому контексті акцент буде зроблено на кількох складових: а) роль фінансових інституцій у забезпеченні сталого розвитку України; б) взаємодія фінансових інституцій з бізнес-середовищем (на рівні фінансових конгломератів, а також із сектором нефінансових корпорацій); в) здатність вітчизняних фінансових інституцій ефективно взаємодіяти з домогосподарствами, сприяти формуванню заощаджень і їх інвестуванню у вітчизняну економіку.

Оцінюючи значення інституційної фінансової інфраструктури в сталому розвитку вітчизняної економіки, слід визнати, що на

протязі багатьох років вона перебувала у «підлеглий ролі», щодо більшості процесів, які відбувалися в економічному житті нашої держави. Про це, зокрема, свідчить і невелика питома вага фінансової та страхової діяльності у валовій доданій вартості, яка коливається в межах 3–5 % з тенденцією до незначного зниження. Зазначимо, що сучасні наукові дослідження не завжди одностайні в питанні позитивного впливу фінансових інституцій на економічний розвиток. Більше того, в окремих роботах така теза взагалі ставиться під сумнів [^{53 54}]. Ми не будемо детально зупинятися на цій важливій теоретичній і прагматичній проблемі і виходитимемо з того, що дефіцит фінансових ресурсів в Україні однозначно вимагає рішучий дій щодо розвитку фінансових інституцій у нашій державі.

Найчастіше у наукових дослідженнях для оцінки місця та ролі фінансових інституцій в економічних процесах використовують аналіз співвідношень їх активів та валового внутрішнього продукту. На наш погляд, релевантність таких коефіцієнтів спірна, адже вони скоріше характеризують розміри фінансових інституцій на тлі всієї економіки, ніж конкретні показники їх діяльності. Крім того, ці індикатори слабко описують і поточну ефективність фінансових посередників. Проте все ж за їх допомогою можна дійти важливих висновків про кількісні параметри та тенденції розвитку інституційної фінансової інфраструктури.

Зважаючи на жакхливий стан розвитку окремих фінансових інституцій в Україні, зупинимосся на зіставленні ВВП та активів банків, ІСІ, страхових компаній (рис. 3.12).

Дані рис. 3.12 у повній мірі засвідчують проблеми, що накопичилися у вітчизняній фінансовій інфраструктурі. Зокрема, привертають увагу кілька важливих тенденцій.

По-перше, вже неодноразово згадувана проблема домінування банківського сектору, який за обсягом активів суттєво переважає інші фінансові інституції. Зокрема, станом на початок 2018 р. співвідношення активів банків до ВВП перевищувало 40 %, тоді як аналогічний показник для ІСІ коливався в межах 8–9 %, а для страхових компаній — близько 1–2 %.

⁵³ Lucas R. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, Vol. XXII, pp. 3-42.

⁵⁴ Zingales L. (2003). Commentary on "More on finance and growth: More finance, more growth?". *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 85, No. 4, pp. 47-52.

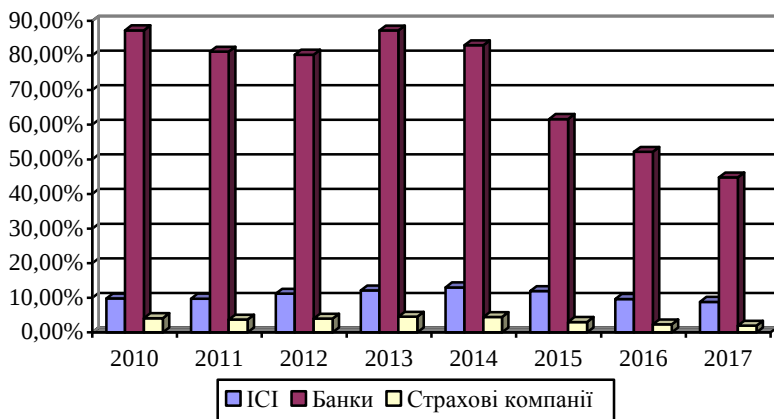


Рис. 3.12. Коефіцієнт «Активи/ВВП» для банків, страхових компаній та ІСІ в Україні у 2010–2017 рр., %

Джерело: Розраховано автором за даними НБУ, Нацкмфінпослуг та УАІБ [55 56 57].

По-друге, відбулося скорочення показника «активи / ВВП» для усіх без винятку фінансових установ. Найпоказовішим є тенденція у банківському секторі: якщо у 2010 р. цей коефіцієнт наближався до 90 %, то вже зараз він ледве перевищує 40 %. Причин такого явища можна навести кілька. У першу чергу треба зважати на той факт, що криза 2013–2016 рр. призвела до суттєвого скорочення кількості фінансових інституцій в Україні. Одні фінансові установи припинили свою діяльність через банкрутство, інші (насамперед з іноземним капіталом) — згорнули діяльність в Україні, але загалом на усіх основних сегментах (крім ломбардів і фінансових компаній) відбулося зменшення кількості учасників. Крім того, в період кризи та в посткризовий час більшість учасників інституційної фінансової інфраструктури реалізовували не конкурентну стратегію зростання, а стратегію спря-

⁵⁵ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

⁵⁶ Ринок у цифрах. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. Офіційний сайт. URL.: <http://www.uaib.com.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

⁵⁷ Огляд ринків. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Офіційний сайт. URL.: <http://www.nfp.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

мовану на виживання та збереження власної конкурентної позиції. У цьому контексті викликає зацікавленість і рівень кореляційного зв'язку між динамікою активів фінансових інституцій та ВВП (рис. 3.13).

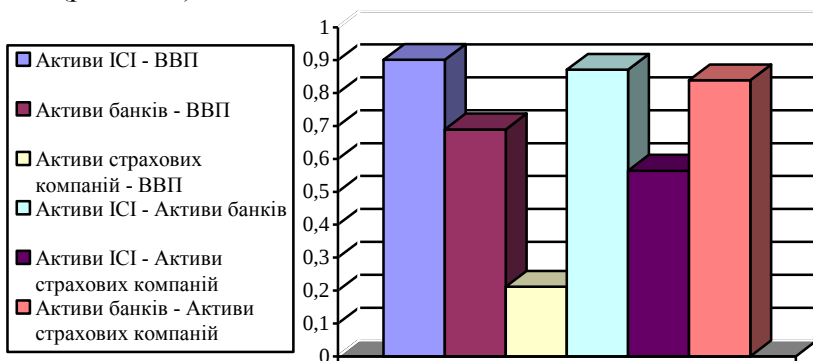


Рис. 3.13. Рівень кореляційного зв'язку між активами фінансових інституцій в Україні та ВВП (період оцінки 2010–2017 рр.)

Джерело: Розрахунки автора.

Як видно з даних рис. 3.13, вітчизняні фінансові інституції (за винятком страхового сегмента) демонструють надзвичайно високий рівень чутливості до макроекономічних тенденцій. Такий зв'язок є очевидним, оскільки зовнішнє макросередовище є одним із ключових факторів, що впливає на результативність управлінських рішень фінансових установ. Проте також слід зважати і на той факт, що описана ситуація характеризує і низьку здатність фінансових інституцій функціонувати в умовах періодичних криз, що постійно стрясають вітчизняну економіку. Не можна оминати увагою також і доволі високу тісноту зв'язку між показником активів банків, страхових компаній та ІСІ. Цей показник демонструє рівень взаємозалежностей, що сформовані в інституційній фінансовій інфраструктурі української економіки. Разом з тим на його основі можливо опосередковано засвідчити і функціонування вітчизняних фінансових інституцій в структурі провідних фінансово-промислових груп.

Одним із ключових питань сучасної економічної теорії є проблема виділення першопричин виникнення та поширення економічних криз. Адже саме такий підхід дає можливість обґрунтува-

ти ефективні антикризові заходи. Втім зауважимо, що на сьогодні це питання лишається відкритим, хоча у переважній більшості сучасні економічні кризи виникають у фінансовому середовищі, а вже потім інфікують інші сегменти економіки.

Яким чином зазначені механізми діють в Україні? На наш погляд, тут треба виділити певні особливості

1. Як уже говорилося, інституційна фінансова інфраструктура в Україні завжди розглядалася як підлегла відносно реального сектору економіки, який переважно представлений «промисловим ядром» вітчизняних фінансово-промислових груп. Зрозуміло, що у цих умовах корпоративна стратегія фінансових інституцій підпорядкована загальній корпоративній стратегії ФПГ. Акцент на обслуговуванні потреб ФПГ виявляється й у формуванні особливих умов кредитування для її членів, й у використанні страхових компаній для виводу капіталів за кордон, й у застосуванні ІСІ для мінімізації податкових платежів та ін. Тому таке позиціонування фінансових інституцій в Україні дає можливість стверджувати, що їх діяльність не може бути першопричиною виникнення економічних криз, проте є одним із факторів, що сприяють їх поширенню.

2. Аналогічні висновки можна зробити і щодо вітчизняного ринку цінних паперів. Його очевидна слабкість, мінімальна роль у фінансуванні реального сектору економіки, надзвичайно слабка цінова ефективність не можуть призвести до формування передумов для виникнення кризи. Проте численні випадки маніпулювання цінами, слабкий рівень забезпечення ринкового контролю за діяльністю корпорацій-емітентів сприяють макроекономічним і макрофінансовим деформаціям, а рівень розвитку ринку похідних цінних паперів суттєво зменшує можливості для реалізації результативних антикризових заходів.

3. Одним з факторів, що характеризує поширення економічних криз в Україні, є висока залежність фінансових інституцій від іноземного капіталу. При цьому така ситуація виявляється і на рівні фінансових установ, і на інструментарному рівні. Зокрема, поширеною реакцією на нестабільність макроекономічного середовища є вихід банків і страхових компаній з іноземним капіталом з вітчизняного ринку. Ще гострішою є реакція на зменшення попиту з боку іноземних інвесторів у секторі державних цінних паперів. В таких умовах часто виникають труднощі в обслуговуванні державного боргу, вартість ОВДП знижується. Насамкінець це призводить до скорочення попиту на державні обли-

гації, падіння їх вартості (і, відповідно, до зниження вартості портфеля ОВДП вітчизняних фінансових інституцій), подорожчання запозичень для держави та ін.

У питанні взаємодії фінансових інституцій з бізнес-середовищем насамперед слід акцентувати на кількох проблемах. Ключові з них можна сформулювати таким чином:

- невинправдане домінування банків у фінансуванні реального сектору економіки, з акцентом на традиційні кредитні послуги; як наслідок — знижується рівень фінансової інклюзії для більшості бізнес-одиниць;
- слабка зацікавленість корпоративного сектору у використанні ринкових механізмів залучення капіталу з застосуванням фінансових інструментів;
- існування неконкурентних пропозицій щодо фінансових послуг і фінансових інструментів з боку фінансових установ, які функціонують у рамках провідних фінансово-промислових груп України.

Розглянемо детальніше кожен із виділених проблем і визначимо її вплив на ефективність функціонування інституційної фінансової інфраструктури в Україні. Обсяги кредитування банками нефінансових корпорацій суттєво переважають інші механізми фінансування реального сектору економіки (рис. 3.14).

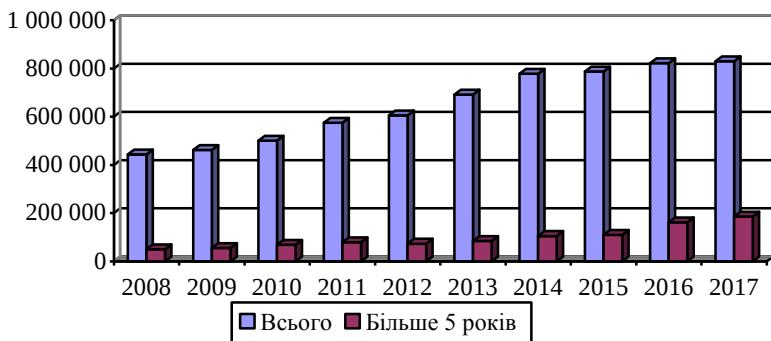


Рис. 3.14. Кредитування банками України сектору нефінансових корпорацій у 2008–2017 рр., млн грн

Джерело: Складено автором за даними НБУ [⁵⁸].

⁵⁸ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

З рис. 3.14 видно, що у 2008–2014 рр. обсяг кредитного портфеля банків для нефінансових корпорацій постійно зростав, тоді як у 2015–2017 рр. відбулася відносна стабілізація цього показника. Оцінюючи вказану та інші тенденції у сфері банківського кредитування, слід чітко розуміти, що протягом останнього десятиріччя банківське кредитування в Україні так і не спромоглося подолати численні деформації та стати надійним механізмом фінансування реального сектору економіки. Зокрема, найчастіше в цьому контексті виділяють такі деструктивні тенденції:

- домінування коротко- і середньострокових кредитів, що суттєво скорочує можливості банківського сектору у кредитуванні проектів з тривалим терміном окупності. Зокрема, частка кредитів понад п'ять років не перевищує $\frac{1}{4}$ від їх загального обсягу, що абсолютно не відповідає попиту на такі ресурси з боку бізнесу;

- високою залишається вартість кредитних ресурсів, що суттєво обмежує здатність вітчизняних підприємств їх використовувати для фінансування діяльності (рис. 3.15).

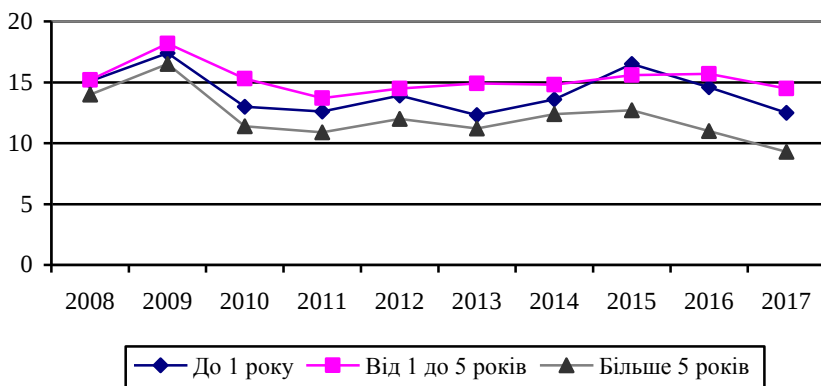


Рис. 3.15. Процентні ставки банків за новими кредитами нефінансовим корпораціям в Україні у 2008–2017 рр., %

Джерело: Складено автором за даними НБУ [59].

Очевидно, що вартість кредитів на рівні 15–20 % робить їх недоступними для більшості підприємств в Україні, адже на сього-

⁵⁹ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.bank.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

дні результати діяльності вітчизняного бізнесу не дають підстав для оптимізму. Багато підприємств залишаються хронічно збитковими, а рівень їх рентабельності протягом тривалого періоду коливається у межах 5–7 %;

- несприятливою як для банків, так і для позичальників залишається структура кредитів у розрізі валют. Зокрема, станом на початок 2018 р. питома вага гривневих кредитів становить близько 54,8 %, і майже половина кредитів — в інших валютах. Зауважимо, що за 2008–2017 рр. Україна пережила два девальваційні шоки, які суттєво вплинули і на можливості багатьох позичальників виконувати зобов'язання за кредитами, і на якості кредитного портфеля і, відповідно, стійкості банків.

Ще нижче можна оцінити роль небанківських фінансових інституцій з погляду фінансування реального сектору економіки. Як уже зазначалося, в цьому сегменті лідирують ІСІ, значно випереджаючи і страхові компанії, і недержавні пенсійні фонди, й інші фінансові інституції. Разом з тим структура активів інвестиційних фондів в Україні свідчить про їх низьку активність на ринку корпоративних цінних паперів (рис. 3.16).

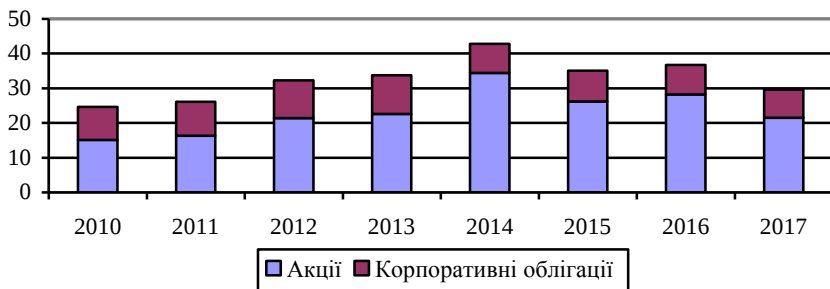


Рис. 3.16. Обсяг акцій та корпоративних облігацій у зведеному портфелі цінних паперів ІСІ в Україні у 2010–2017 рр.

Джерело: Складено автором за даними УАІБ [60].

Кількісні показники інвестицій вітчизняних ІСІ у корпоративні цінні папери не дають можливості зробити однозначних ви-

⁶⁰ Квартальні та річні огляди ринку управління активами. УАІБ. Офіційний сайт. URL.: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html. (дата звернення 19.01.2019 р.)

снотків. Ключові суперечності, на наш погляд, полягають у такому:

- висока волатильність інвестицій ІСІ у даний вид фінансових інструментів. Наприклад, у 2010 р. сукупний обсяг вкладень у акції та корпоративні облігації склав майже 25 млрд грн, аналогічний показник станом на початок 2018 р. — близько 30 млрд грн. Проте слід враховувати, що внаслідок девальваційних процесів обсяг інвестицій у корпоративні цінні папери в еквіваленті долара США суттєво знизився. Крім того, волатильність показників інвестиційних стратегій свідчить про відсутність на ринку привабливих корпоративних цінних паперів. Ще одна важлива проблема, яка суттєво викривлює наведені результати — поширення практики цінового маніпулювання на фондовому ринку України;

- абсолютна більшість вітчизняних ІСІ орієнтована на обслуговування різноманітних бізнес-проектів і бізнес-схем, а не на класичні принципи управління інвестиційним портфелем. Зокрема, про це свідчить і видова структура інвестиційних фондів в Україні (рис. 3.17).

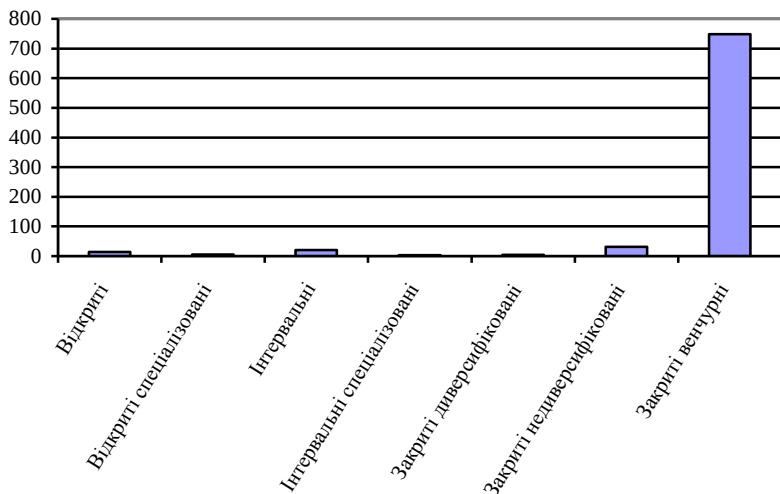


Рис. 3.17. Типи пайових ІСІ в Україні станом на початок 2018 р., од.

Джерело: Складено автором за даними УАІБ ^[61].

⁶¹ Квартальні та річні огляди ринку управління активами. УАІБ. Офіційний сайт. URL.: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html.

Наведена на рис. 3.17 структура пайових ІСІ за типами яскраво демонструє всі деформації, накопичені у сфері спільного інвестування. Зокрема, наявність усього 14-ти відкритих пайових фондів (2,3 % їх загальної кількості) у зіставленні з 748 венчурними ПФ (майже 90 % загальної кількості) свідчить якраз на користь гіпотези, що більшість вітчизняних інвестиційних фондів є схемними і проектними.

Аналогічна ситуація спостерігається в секторі корпоративних ІСІ, більшість яких становлять закриті фонди, насамперед венчурні. Разом з тим слід чітко розуміти, що вітчизняні венчурні ІСІ є такими скоріше де-юре (відповідають критеріям, що встановлені вітчизняним законодавством для таких ІСІ), ніж де-факто. Також абсолютна більшість із них жодним чином не стосуються венчурного бізнесу та венчурного інвестування. Тобто венчурні ІСІ у порівнянні з закордонним аналогами такими фактично не являються.

Звернемо увагу на такий факт: у загальному обсязі витрат промислових підприємств на інновації питома вага трьох найбільших джерел «Власні кошти», «Кошти державного бюджету», «Кошти інвесторів-нерезидентів» у 2008–2017 рр. коливалася в межах 85–95 %. Відповідна частка інших джерел, у тому числі сформованих за рахунок вкладень ІСІ близько 7–12 %. Крім того, в останні роки було закріплено тенденцію, відповідно до якої значну питому вагу в структурі портфелів ІСІ займають статті «Інші активи» та «Грошові кошти та банківські депозити». Зокрема, станом на початок 2018 р. для ІСІ відкритого типу цей показник становив 4,0 і 24,9 % відповідно, для ІСІ інтервального типу — 4,3 і 9,0 %, для ІСІ закритого типу — 80,6 і 7,1 %. В умовах домінування в Україні саме закритих інвестиційних фондів зрозуміло, що в цілому стаття «Інші активи» переважає будь-який альтернативний напрям вкладень.

Не менше проблем сконцентровано і на рівні вкладень в корпоративні цінні папери вітчизняними страховиками. В першу чергу привертає увагу той факт, що третій за рангом сегмент вітчизняної інституційної фінансової інфраструктури, який у розвинених країнах спрямовує колосальні ресурси у фінансові інструменти, що емітовані корпораціями, досить обережно ставиться до акцій як до об'єкта потенційного інвестування та поступово скорочує їх частку (рис. 3.18).

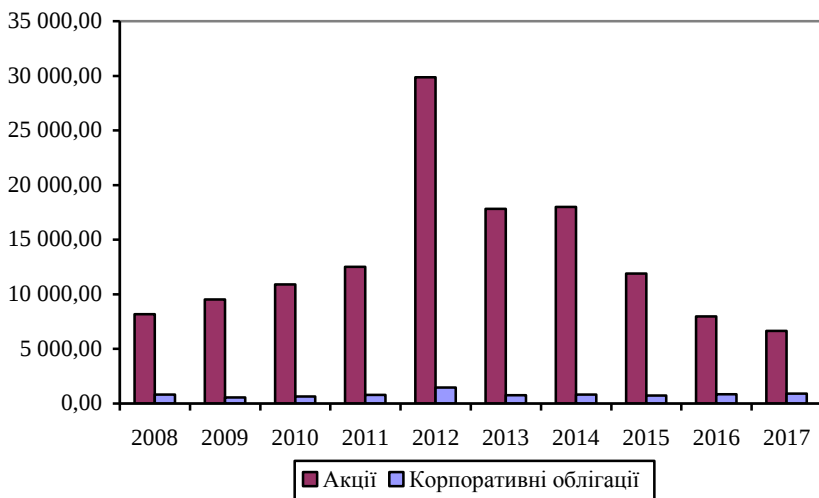


Рис. 3.18. Акції та корпоративні облігації в активах страховиків у 2008–2017 рр., млн грн

Джерело: Складено автором за даними Нацкомфінпослуг [62].

Як видно з рис. 3.18, обсяг акцій в активах страховиків постійно скорочується, починаючи з 2013–2014 рр. Так, якщо у 2012 р. вкладення в акції становили майже 30 млрд грн, то на початок 2018 р. відбулося скорочення до 6,6 млрд грн. Обсяг інвестицій страховиків у корпоративні облігації є відносно стабільним і коливається в межах 700–850 млн грн.

Загальна ситуація з інвестиціями фінансових інституцій у корпоративні фінансові інструменти пояснюється деструктивним впливом кількох тенденцій.

По-перше, мінімальною присутністю на ринку інструментів з високим рейтингом і високим рівнем надійності. Зокрема, для вітчизняних корпорацій цілком типовою є ситуація, коли навіть публічні акціонерні товариства уникають розміщення власних

⁶² Огляд ринків. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Офіційний сайт. URL.: <http://www.nfp.gov.ua>. (дата звернення 11.01.2019 р.).

цінних паперів на біржовому ринку. Це нівелює публічний статус таких компаній і робить їх фактично приватними.

По-друге, гостро виявляється ефект «заміщення», коли домінуючу роль на ринку цінних паперів відіграють державні облігації, а не цінні папери корпоративного сектору. В умовах періодичних загострень на рівні публічних фінансів держава змушена залучати ресурси з високою вартістю, що приваблює фінансові інституції, проте змушує їх відмовлятися від інвестицій у корпоративні фінансові інструменти. Для прикладу наведемо такі дані — станом на початок 2018 р. в активах страховиків частка акцій становила 18,4 %, частка корпоративних облігацій — 2,5 %, тоді як частка цінних паперів, що емітуються державою — 18,2 %.

По-третє, значна частина вітчизняних фінансових установ цілеспрямовано реалізує стратегію, яка враховує насамперед можливість мінімізації податкових платежів, виведення капіталу, на що зокрема вказують і роботи українських вчених [^{63 64 65}]. Зрозуміло, що в таких умовах вибір об'єктів інвестування є досить умовним процесом, який підпорядкований основній цілі у вигляді мінімізації податків і нормативним вимогам, що діють в Україні.

Усі інші фінансові інституції відіграють мінімальну роль у фінансовому забезпеченні реального сектору вітчизняної економіки. Наприклад, вартість договорів фінансового лізингу, що були укладені у 2017 р. становила лише 12,9 млрд грн, при цьому основне спрямування цього виду послуг — транспорт, у тому числі й для фізичних осіб.

Виділені вище проблеми у функціонуванні інституційної фінансової інфраструктури виглядають особливо небезпечно, якщо врахувати той факт, що вітчизняна економіка гостро потребує фінансових ресурсів, зокрема й задля виправлення ситуації з основними засобами (рис. 3.19).

⁶³ Глушенко С., Казакова С. Мінімізаційні податкові схеми: зарубіжна та українська практика. Магістеріум. *Економічні студії*. 2014. Вип. 56. С. 21-25.

⁶⁴ Тютюник І., Кобушко Я. Інструменти мінімізації податкового навантаження економічними суб'єктами в Україні: порівняльний аналіз та ефекти від застосування. *Економічний аналіз*. Тернопіль, 2018. Том 28. № 4. С. 122-130

⁶⁵ Дубровський В., Черкашин В. Порівняльний аналіз фінансового ефекту від застосування інструментів ухилення/уникнення оподаткування в Україні. Інститут соціально-економічної трансформації. Київ 2017. 36 с.

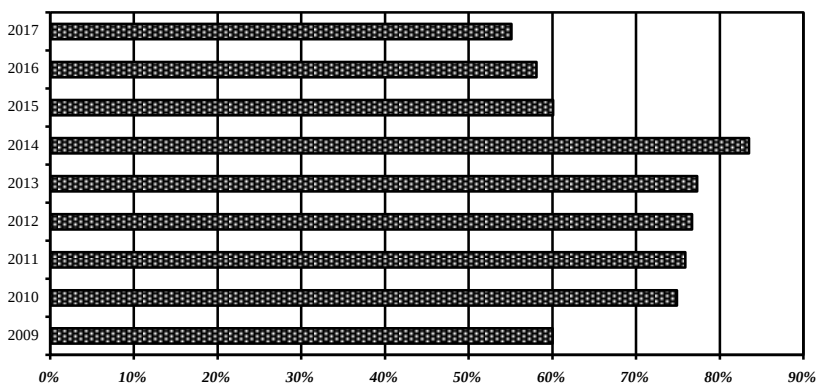


Рис. 3.19. Показник зносу основних засобів в економіці України у 2009–2017 рр., %

Джерело: Складено автором за даними Держслужби статистики України [66].

Зрозуміло, що рівень зносу основних фондів вище 50 % фіксує технологічне відставання України за більшістю можливих показників. В таких умовах і держава, і бізнес не здатні ефективно конкурувати на глобальному та внутрішніх ринках. Виправлення ситуації можливе насамперед за рахунок стрімких змін у технологіях і впровадженні інновацій. Реалізація такого сценарію потребує відповідного розвитку інституційної фінансової інфраструктури.

Як показав проведений аналіз, на сьогодні взаємодію фінансових інституцій та підприємств реального сектору можна описати як фінансову сегрегацію. Її (фінансову сегрегацію. — Б.С.) можна визначити як процес десинхронізації між інституційною фінансовою інфраструктурою та фінансовими стратегіями інших економічних агентів.

Для України з нашої точки зору зазначена фінансова сегрегація полягає у такому.

- функціонування цілого ряду кептивних фінансових установ та квазі «штучних дочірніх корпорацій» [67], при цьому така діяльність

⁶⁶ Статистична інформація. Державна служба статистики України. URL.: www.ukrstat.gov.ua. (дата звернення 12.01.2019 р.).

⁶⁷ Класифікація інституційних секторів економіки України. Наказ Державної служби статистики України від 03.12.2014 № 378.

у більшій мірі відображає їх фактичний, а не юридичний статус. Вітчизняні вчені цілком аргументовано вказують, що одним із базових мотивів створення та функціонування фінансово-промислових груп в Україні є забезпечення контролю над товарними і фінансовими потоками [68]. Доволі часто фінансові інституції в такій моделі «оптимізації» відіграють свою роль, що знижує ефективність їх корпоративних стратегій. Більше того, така ринкова поведінка є підґрунтям для численних дискусій щодо доцільності посилення державного нагляду та контролю за діяльністю фінансових установ в Україні;

- низький рівень фінансової інклюзії, який виявляється у обмеженому перелікові доступних фінансових інструментів, послуг та операцій, які можуть використовуватися для залучення фінансування. На сьогодні сформована модель пріоритетів, в якій домінуюче місце посідають внутрішні джерела, насамперед нерозподілений прибуток. Серед зовнішніх джерел переважає банківське кредитування, тоді як інші механізми фінансування використовуються за залишковим принципом;

- відсутність інституційних передумов для формування ефективної конкуренції як між реципієнтами капіталу, так і між фінансовими установами. Порушення конкурентних механізмів відбувається через неефективну державну політику, вплив політичних факторів на функціонування бізнесу, значну роль тіньової економіки, корупцію. Як наслідок, знижується ринковий контроль за діяльністю фінансових і нефінансових корпорацій.

3.4. Відповідність інституційної фінансової інфраструктури України вимогам глобальної конкурентоспроможності

Формування інституційної фінансової інфраструктури в Україні відбувалося в надзвичайно складних умовах, коли ключові політичні та економічні гравці основним її завданням вважали обслуговування інтересів провідних фінансово-промислових груп, великих бізнес-структур, насамкінець — можновладців. Разом з тим на цьому тлі функціонували і фінансові інституції з класичними стратегіями розвитку. Який з напрямів виявився ре-

⁶⁸ Уманців Ю. Інституціоналізація фінансово-промислових груп в Україні. Вісник Національного банку України. 2014. №7. С. 33-39.

зультивнішим в Україні? Питання для України лишається непростим, адже навіть фінансові посередники першої групи часто формували позитивні канали впливу на економічні процеси в Україні. На сьогодні після двох з половиною десятиліть реформ уже можна зробити проміжні висновки як щодо ролі інституційної фінансової інфраструктури, так і стосовно її відповідності глобальним тенденціям.

Ключове завдання такого дослідження — не тільки визначити стратегічні напрямки розвитку фінансових інституцій, але й охарактеризувати перспективи перетворення вітчизняної інституційної фінансової інфраструктури на дійсно ефективний механізм фінансування інноваційної моделі розвитку нашої держави.

З часу здобуття незалежності перед Україною постали складні завдання, пов'язані насамперед з ідентифікацією нашої держави у глобальному світі та вектором її подальшого розвитку. Вказані процеси об'єктивно є незавершеними навіть сьогодні, коли, здавалося б, чітко окреслені євроінтеграційні перспективи України. Проте мінливість суспільних настроїв, відвертий євроскепсис значної кількості громадян, вагома роль на політичному ландшафті популістських політичних партій і блоків, безвідповідальність політичної еліти в питаннях реформ — усе це свідчить про складні завдання, пов'язані з подальшим пошуком місця нашої держави у глобальному політичному та економічному середовищах.

Аналізуючи відповідність фінансових інституцій в Україні вимогам глобальної конкурентоспроможності, тобто фактично вимогам, що сформовані «новою» економікою, слід у першу чергу звернути увагу на готовність усієї вітчизняної економіки функціонувати відповідно до викликів часу. Зрозуміло, що фінансові установи можуть (і багато в чому повинні) за окремими кількісними та якісними параметрами переважати над іншими секторами щодо запровадження інноваційних продуктів, інструментів і послуг. Проте ситуація на рівні інституційної фінансової інфраструктури іманентна до ситуації в українській економіці загалом.

Зазначимо, що на сьогодні провідні фахівці виділяють надто багато чинників, які свідчать на користь позиції про слабку конкурентоспроможність України в питанні використання основних здобутків «нової» економіки — інформатизації, технологізації, цифровізації та ін. Зокрема, І. Кулага та Л. Дуброва зазначають, що «Україна не тільки залишається на індустріальній стадії —

важкою і тривалою кризою її економіку відкинуто на десятиліття назад. ... Тому щоб подолати самоізоляцію ... нашої країні поряд із продовженням ринкових реформ, удосконаленням і посиленням дії ринкового механізму необхідно здійснювати техніко-технологічне переозброєння економіки» [69]. Можливо, такі тези видаються занадто песимістичними, проте дійсність вкотре дає підстави для таких радикальних висновків про економічний розвиток України та подальші перспективи економічних реформ. Навіть з урахуванням прогресу, що був досягнутий за роки, які минули з часу написання цієї роботи, з її авторами можна загалом погодитися — основа вітчизняної економіки, традиційні галузі, які були успадковані ще з радянської економіки (рис. 3.20).

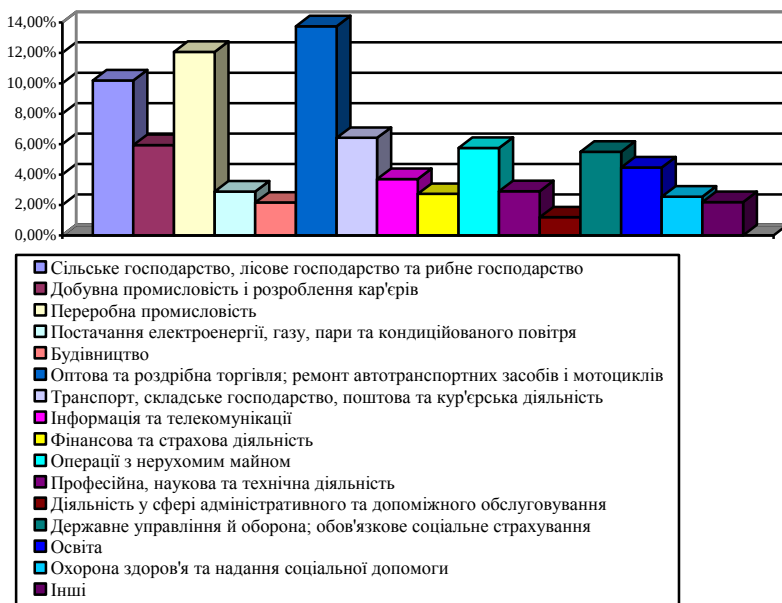


Рис. 3.20. Виробництво валового внутрішнього продукту за видами економічної діяльності в Україні (станом на початок 2018 р.)

Джерело: Складено автором за даними Держслужби статистики України [70].

⁶⁹ Кулага І., Дуброва Л. Україна на шляху до постіндустріального суспільства. Вчені записки: зб. наук. праць. Київ: КНЕУ, 2008. Вип. 10. С. 11–15.

⁷⁰ Статистична інформація. Державна служба статистики України. URL.: www.ukr-stat.gov.ua. (дата звернення 14.01.2019 р.)

Зокрема, про це свідчить виробництво валового внутрішнього продукту за видами економічної діяльності станом на початок 2018 р. Як видно з рис. 3.20, у вітчизняній економіці (і така тенденція зберігається протягом тривалого часу) домінують торгівля, сільське господарство, добувна та переробна промисловості, транспортна галузь. Питома вага цих видів економічної діяльності коливається у межах 50 % від усього ВВП України. Зазначена архітектура національної економіки тягне за собою ряд неоднозначних наслідків, які впливають на стратегічний розвиток нашої держави та визначають її слабку конкурентоспроможність. На наш погляд, ключовими з них є такі.

❖ Україна поступово і невпинно скочується до статусу сировинної держави, де виробляється переважно продукція з низьким рівнем доданої вартості. Ідеологія вітчизняного бізнесу переважно базується на пріоритетах швидкої прибутковості з ігноруванням довгострокових можливостей отримання економічних вигод. Саме на користь цієї тези свідчить, наприклад, невпинне нарощування у виробництві ВВП в Україні частки оптової та роздрібної торгівлі за рахунок скорочення питомої ваги інших видів економічної діяльності.

❖ Відбулося формування та закріплення суттєвих дисбалансів у зовнішньоекономічній діяльності. Протягом багатьох років держава напряду чи опосередковано підтримувала експортноорієнтовані галузі, пояснюючи це їх важливим місцем у розвитку України. Знову таки, ці експортноорієнтовані галузі належали до групи традиційних для нашої держави — сільське господарство, добувна та переробна промисловості. Невиправдана, багато в чому, турбота про такі сектори визначила надзвичайно високу чутливість вітчизняної економіки до зовнішніх шоків. Як наслідок, коливання на світових ринках продукції вітчизняного експорту суттєво впливають і на торговельний баланс, і на курс національної валюти, й на інші макроекономічні тенденції. Більше того, інноваційні галузі втрачають стимули для свого розвитку.

❖ Насамкінець, збереження чинної структури української економіки консервує її індустріальний статус. Наприклад, питома вага у виробництві ВВП за видом діяльності «Інформація та телекомунікація» становить 3,7 %; «Фінанси і страхування» — 2,7 %; «Професійна, наукова та технічна діяльність» — 2,9 %; «Освіта» — 4,5 %. Усе зазначене відбувається на тлі швидкого

відтоку кваліфікованої робочої сили, який ще більше ускладнює вирішення проблем в інноваційній сфері.

Про суттєве відставання України за кількісними показниками, що описують «нову» економіку, свідчить надзвичайно великий масив даних. Наприклад, Державна служба статистики України для характеристики розбудови інформаційного суспільства в державі наводить досить цікаві дані, які характеризують використання комп'ютерів працівниками вітчизняних підприємств (рис. 3.21).

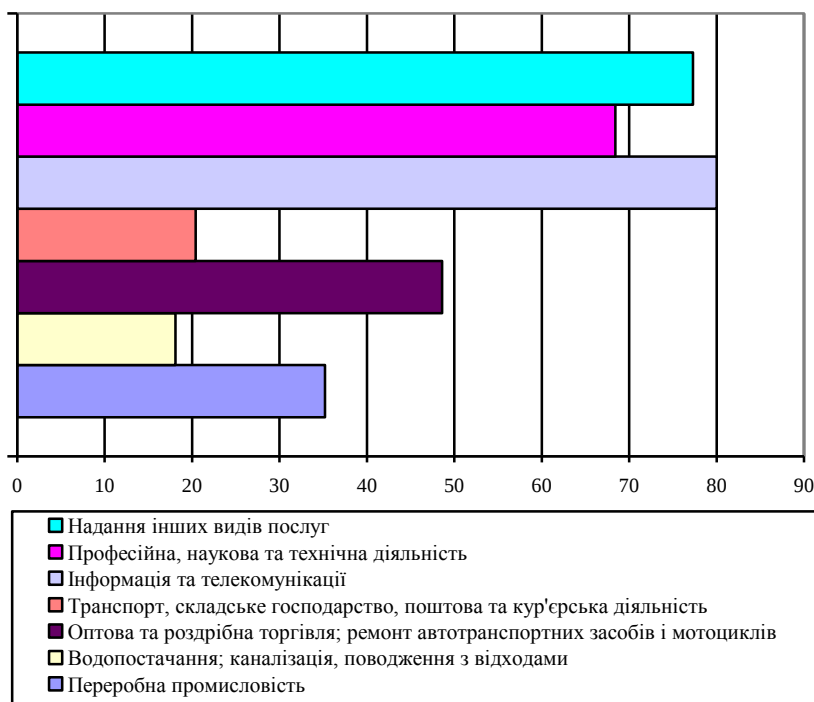


Рис. 3.21. Середня частка працівників, які використовують комп'ютери, % до загальної кількості, за даними 2017 р.

Джерело: Складено автором за даними Держслужби статистики України [⁷¹].

⁷¹ Статистична інформація. Державна служба статистики України. URL.: www.ukr-stat.gov.ua. (дата звернення 14.01.2019 р.)

Показники на рис. 3.21 свідчать про досить симптоматичну тенденцію — найменший рівень використання комп'ютерів у виробничій діяльності та в процесі надання послуг спостерігається саме у тих галузях, які лідирують за вкладом у виробництво ВВП. Це свідчить, що навіть найпростіші (якщо не сказати елементарні) риси технологічних змін мають фрагментарний характер у більшості провідних галузей вітчизняної економіки. В Україні надто довго культивувався стереотип щодо лідерства за кількісними показниками підготовки наукових кадрів. А рівень освіти апіорі сприймався як надзвичайно високий. Усе це начебто створювало передумови для успішної реалізації інноваційних моделей розвитку нашої держави. Проте фактичний стан речей заперечує в більшості випадків ці постулати.

Сучасний етап розвитку України характеризується існуванням багатьох значимих проблем, від подолання яких залежить подальший тренд розвитку нашої держави. Майже три десятиліття незалежності є скоріше свідченням імітації реформ, ніж їх результативності. Більшість економічних успіхів України стали результатом самоорганізації бізнес-одиниць, їх спроможності функціонувати в умовах надзвичайно складного макроекономічного середовища, але ніяк не виваженої державної економічної політики. Сформована на сьогодні в Україні економічна модель (у тому числі у частині інституційної фінансової інфраструктури) поступово втратила життєздатність і без рішучих кроків з її перереформування економічних відносин важко розраховувати на достойне місце нашої держави на політичній та економічній мапі світу.

Парадоксально, але зазначене вище відображає не тільки позицію наукового середовища щодо реального стану речей, але й є доконаним фактом, що фіксується в численних програмах і концепціях розвитку [72 73]. Проте держава, розуміючи всю складність проблем, їх загрози для майбутнього України, надто мляво реагує на них, так і не напрацювавши цілісної концепції економічних реформ, зокрема на рівні фінансового господарства. Не маючи достатньої кількості ресурсів для активізації інноваційної моделі розвитку України, держава також не створила стимулів і

⁷² Стратегія розвитку сфери інноваційної діяльності на період до 2030 року. Розпорядження Кабінету Міністрів України №526-р від 10 липня 2019 року.

⁷³ Стратегія розвитку інформаційного суспільства в Україні. Розпорядження Кабінету Міністрів України №386-р від 15 травня 2013 року.

для забезпечення інноваційності на макрорівні через самофінансування.

Для прикладу оцінимо один із найрелевантніших в цьому контексті кількісних критеріїв — витоку вагу інноваційної продукції промислових підприємств України (рис. 3.22).

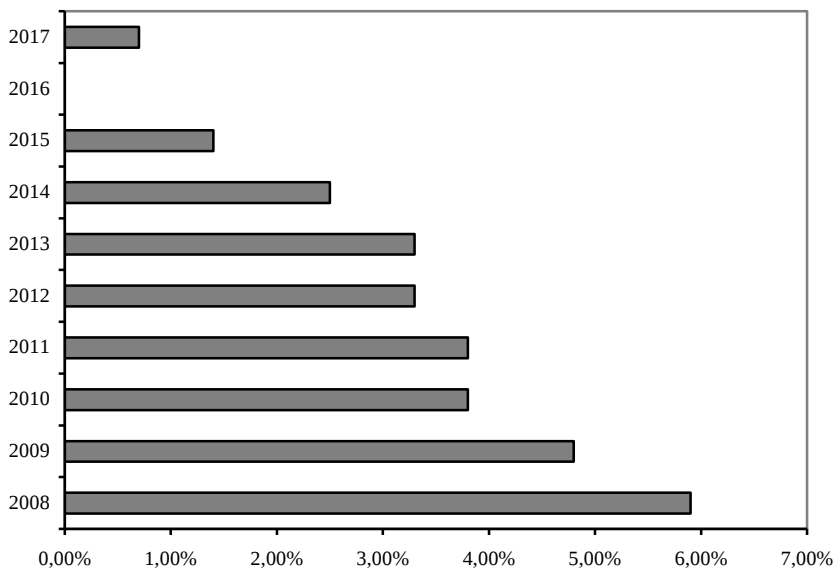


Рис. 3.22. Питома вага інноваційної продукції в продукції промислових підприємств України, %, станом на кінець року

Примітка. У 2016 р. розрахунок показника не здійснювався.

Джерело: [74].

Як бачимо з рис. 3.22, чітко відстежується тенденція до скорочення питомої ваги інноваційної продукції в її загальному обсязі для вітчизняних підприємств. Якщо у 2008 р. зазначений показник був у межах 6 %, то на початок 2018 р. — ледве сягнув 0,7 %. Така ситуація слугує яскравим свідченням

⁷⁴ Статистична інформація. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення 14.01.2019 р.).

кризи інноваційної моделі розвитку Української держави. Фактично бізнес-середовище орієнтоване на індустріальний тип виробництва, отримання різноманітних економічних вигод від розвитку традиційних галузей, ігноруючи базові принципи розвитку «нової» економіки. Не в останню чергу така ситуація є наслідком і системної кризи на рівні інституційної фінансової інфраструктури, що визначає гострий дефіцит капіталу, який потенційно може бути спрямований на інновації в промисловості.

Зокрема, розглянемо структуру джерел фінансування інноваційної діяльності станом на початок 2018 р. (рис. 3.23).

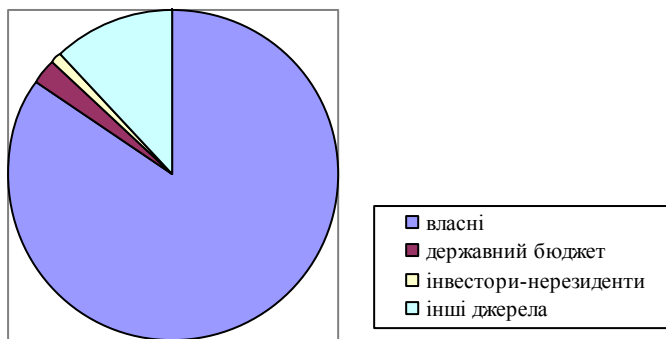


Рис. 3.23. Структура джерел фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств в Україні, млн грн, станом на початок 2018 року

Джерело: [75].

Дані рис. 3.23 — яскраве свідчення кризи у відносинах фінансових інституцій і промислових підприємств в Україні. Так, лівову частку фінансування інноваційної діяльності забезпечують власні кошти бізнесу, значно їм поступаються такі статті, як «Інші джерела» (саме сюди включені ресурси, які

⁷⁵ Статистична інформація. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення 14.01.2019 р.).

залучаються промисловими підприємствами з фінансового ринку), кошти державного бюджету та кошти інвесторів-нерезидентів.

Щодо потенціалу використання останніх двох джерел фінансування інноваційної діяльності зазначимо таке. Актуальний стан публічних фінансів фактично не залишає сумнівів, що частка фінансування інноваційної діяльності промислових підприємств за рахунок статті «Кошти державного бюджету» буде скорочуватися. На піку погашень зовнішніх і внутрішніх боргів у 2019–2021 рр. фінансування інновацій у промисловості не буде пріоритетом для держави. Більше того, треба зважати на можливість масштабної приватизації багатьох підприємств, що належать державі. Це в свою чергу теж знижуватиме роль бюджетного фінансування в інноваційному процесі на рівні промисловості. Незначний показник, що характеризує роль інвесторів-нерезидентів, підкреслює той факт, що держава за багато років в Україні виявилася неспроможною сформувати привабливий інвестиційний клімат. Як наслідок, іноземний капітал, що надзвичайно чутливий до тенденцій макрофінансового середовища, практично ігнорує нашу державу.

Як уже зазначалося, основою розвитку в економічно розвинених країнах на сьогодні є насамперед наука та інтелектуальний капітал. Саме ці два фактори найсуттєвіше впливають на економічний прогрес і визначають конкурентоспроможність національних держав і бізнес-одиниць. В українських реаліях ми маємо справу з вихолощеним, переважно декларативним підходом до використання наукового потенціалу. Публікація цифр, що характеризують фінансування наукової сфери в Україні, слабо корелює з реальною ефективністю наукової діяльності, а входження вітчизняних фахівців до світового наукового простору відбувається переважно через їх роботу в закордонних наукових центрах.

Середньомісячна заробітна плата у фінансовій сфері суттєво перевищує аналогічний показник у сфері «Наукові дослідження та розробки». Якщо у науковій галузі середньомісячна заробітна плата на початок 2018 р. становить 8212 грн, то в фінансовій – 12865 грн. (рис. 3.24).

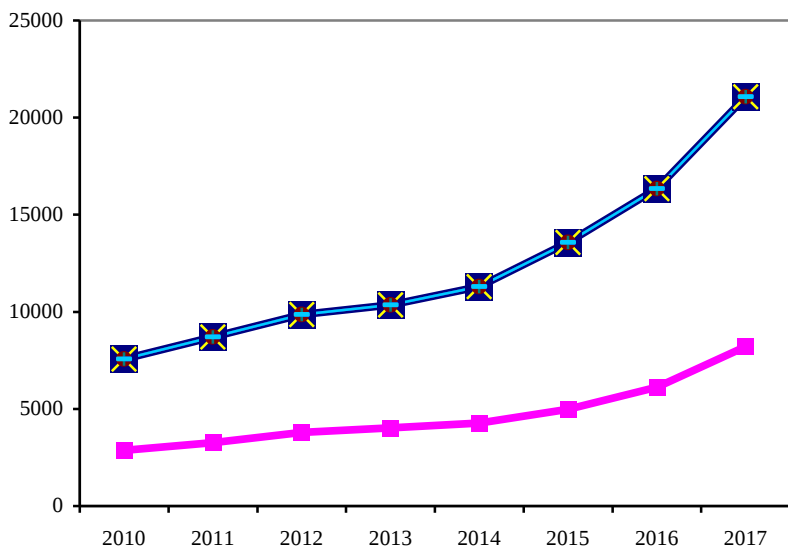


Рис. 3.24. Середньомісячна заробітна плата у сферах «Фінансова та страхова діяльність», «Наукові дослідження та розробки», грн., станом на кінець року

Джерело: [76].

Ставлення до розвитку освіти та науки в Україні багато в чому визначило і деструктивні тенденції у сфері трудової міграції. На сьогодні наша держава перетворилася на одного із головних в європейських масштабах донорів кадрів. При цьому кількість громадян, які працюють за кордоном, становить кілька мільйонів осіб, а їх грошові перекази — вагомий фактор економічної динаміки в Україні. Можна з упевненістю стверджувати, що рівень оплати праці в еквіваленті близько 250–300 дол. США на місяць буде і надалі спонукати відтік висококваліфікованих кадрів з України. Ще складнішими залишаються питання щодо ролі знань та освіти у формуванні глобальної конкурентоспроможності вітчизняної економіки загалом та її фінансової інфраструктури.

⁷⁶ Статистична інформація. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.ukrstat.gov.ua>. (дата звернення 14.01.2019 р.).

Неоднозначними є процеси у сфері доступу до інформаційних технологій (зокрема — мережі Інтернет). Зауважимо, що якраз цей показник у багатьох країнах став індикатором вибухоподібного розвитку технологій, які змінили і бізнес-середовище, і економічну поведінку пересічних громадян (рис. 3.25):

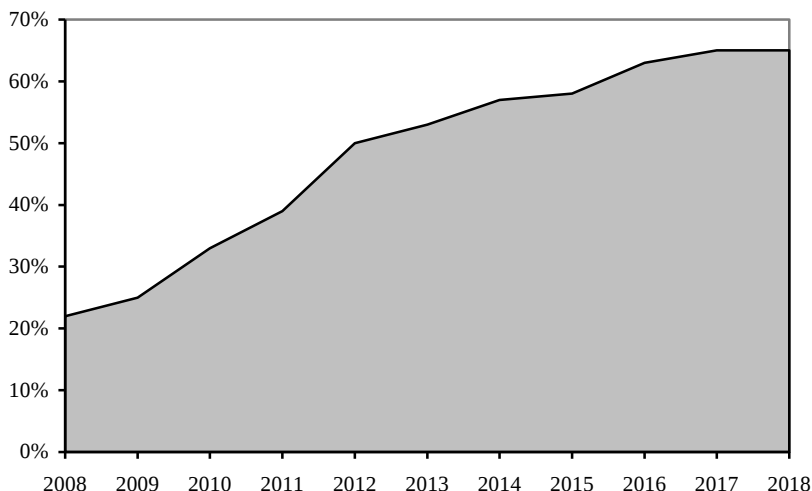


Рис. 3.25. Питома вага осіб, що регулярно користуються Internet, % від загальної кількості населення грн, станом на початок року

Примітка. Дані за 2018 р. станом на кінець II кв.

Джерело: [77].

З одного боку, усе більше громадян стають регулярними користувачами мережі, що дало можливість цьому показникові станом на середину 2018 р. досягти 65 %. Разом з тим частка вікової групи 15–29 років коливається в межах 35 % від усієї кількості користувачів; питома вага осіб з доходами вище від середнього рівня становить 68 %. За орієнтовними оцінками, обсяг сегмента eCommerce в Україні перебуває в межах 1,5 млрд дол. США, а купівлю через Інтернет вже здійснювали до 4 млн користувачів. Втім будь-які успіхи у сфері віртуалізації української економіки

⁷⁷ Проекти. Інтернет Асоціація України. Офіційний сайт. URL.: <http://www.inau.ua/proekty>. (дата звернення 12.01.2019 р.)

слід скоріше пов'язувати з розвитком підприємницьких ініціатив, а не з результатами цілеспрямованої політики держави, яка вперто дотримується стратегії підтримки традиційних галузей.

Оцінка місця та ролі фінансових інституцій у зазначених процесах має враховувати кілька важливих аспектів. По-перше, наявність передумов для зміни формату функціонування інституційної фінансової інфраструктури в Україні; по-друге, готовність вітчизняних фінансових інституцій використовувати у своїй діяльності надбання «нової» економіки; по-третє, готовність і наявність компетенцій у споживачів фінансових послуг, клієнтів застосовувати нові технології у взаємодії з інституційною фінансовою інфраструктурою. Проведений вище аналіз інституційних передумов засвідчує неоднозначний характер розвитку, який у першу чергу відображає непослідовність державної політики у цій царині. В той час не менш суперечливими є й процеси на рівні фінансових посередників, їх споживачів та клієнтів.

В той час, коли в економічно розвинених країнах постійно генеруються новітні інструментарні та інституційні інновації, в Україні спостерігається деградація навіть класичних підходів до використання фінансових інструментів і послуг. Зрозуміло, що якщо основна торгівля фінансовими інструментами сконцентрована в секторі державних облігацій, не варто говорити про інновації у контексті розвитку фінансових інструментів. Вказані проблеми акумулюються ще на первинному сегменті українського ринку цінних паперів. Зокрема, яскраво на користь такої думки свідчить актуальний стан вітчизняного первинного ринку корпоративних цінних паперів.

Одним із важливих постулатів сучасної фінансової науки є думка про те, що якраз ринок акцій є базисом для розвинутої ринкової економіки. Таке його позиціонування визначене насамперед домінуванням корпоративної форми бізнесу у світі та економічною і фінансовою гегемонією ТНК. У той же час в Україні ми маємо протилежну ситуацію. За даними НКЦПФР, обсяг зареєстрованих випусків акцій в Україні у 2017 р. становив 324,8 млрд грн. Надзвичайно показовим у цьому плані є перелік тор-5 найбільших емітентів у цьому періоді (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

ТОР-10 ЕМІТЕНТІВ АКЦІЙ В УКРАЇНІ У 2017 р.

№ з/п	Емітент	Обсяг випуску, млрд грн	Частка від загального обсягу, %
1	ПАТ «Українська залізниця»	229,9	70,8
2	ПАТ КБ «Приватбанк»	38,6	11,9
3	ПАТ «Державний ощадний банк України»	14,6	4,5
4	ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк»	10,3	3,2
5	ПАТ «Державний експортно-імпортний банк України»	7,7	2,4

Джерело: Складено автором за даними НКЦПФР [78].

Ситуація 2017 року в цілому типова для останніх років — тривав процес насичення вітчизняного ринку корпоративних цінних паперів акціями банківських установ. Ще один канал нарощування первинного ринку акцій — випуски пайових фінансових інструментів суб'єктами господарювання державного сектору економіки. В цьому випадку держава також використовувала досить своєрідний механізм додаткових випусків за рахунок ОВДП.

Іншою ключовою особливістю вітчизняного ринку акцій залишається мінімальна ліквідність більшості цінних паперів. В країні, де функціонує тисячі ПАТ, реальний обіг на біржовому сегменті мають одиниці акцій. Крім того, абсолютно відсутній сегмент привілейованих акцій, а ситуація з правами міноритарних акціонерів не сприяє залученню додаткових капіталів за рахунок публічного розміщення акцій взагалі.

Не менш складною з позицій інструментарної структури залишається ситуація на ринку боргових фінансових інструментів. Активна політика державних запозичень стала одним із визнача-

⁷⁸ Звіти про діяльність. НКЦПФР. Офіційний сайт. URL.: <https://www.nssmc.gov.ua>. (дата звернення 12.01.2019 р.)

льних факторів стагнації в сегменті сек'юритизованого приватного боргу. Наприклад, у 2013 р. обсяг випусків корпоративних облігацій становив 42,8 млрд грн, тоді як за результатами 2017 р. — лише 6,3 млрд грн.

Абсолютно нерозвиненим протягом багатьох років залишається ринок похідних фінансових інструментів, що значно звужує для вітчизняного бізнесу можливості використання сучасних стратегій ризик-менеджменту. Таким чином, характеристики інституційної фінансової інфраструктури України в розрізі інструментів не сприяють розвитку фінансової інклюзії ані з погляду реципієнтів капіталу, ані з позиції інвесторів.

Аналогічний висновок можна зробити в контексті фінансових послуг, що представлені в Україні. Для прикладу наведемо дані про залучення заощаджень домогосподарств окремими видами фінансових інституцій станом на початок 2018 р.:

- депозити банків — 495,3 млрд грн;
- депозити кредитних спілок — 0,94 млрд грн;
- валові страхові премії зі страхування життя — 2,9 млрд грн;
- пенсійні внески фізичних осіб до НПФ — 0,12 млрд грн;
- вартість чистих активів ІСІ, що належать фізичним особам, — 23,85 млрд грн.

Як бачимо, жодні фінансові посередники в Україні не можуть скласти гідної конкуренції банківським установам в питанні залучення заощаджень, що сформовані домогосподарствами. Досить вагома (у зіставленні з НПФ, страхуванням життя, депозитами кредитних спілок) частка вартості чистих активів ІСІ, що належить фізичним особам, пояснюється переважно не популярністю спільного інвестування серед пересічних громадян, а скоріше використанням цих фінансових посередників у різноманітних схемах, орієнтованих на мінімізацію податкових платежів.

Надзвичайно низькою вбачається готовність вітчизняних фінансових інституцій працювати відповідно до вимог «нової» економіки. Фактично тільки провідні банківські установи досить активно реагують на зміну формату взаємовідносин зі споживачами і пропонують принципово нові підходи у цьому питанні. Зважаючи на рівень розвитку інформаційних технологій в Україні, найбільш показовим у цьому контексті є аналіз web-сайтів фінансових установ. Сучасна економічна наука поступово запозичила з комп'ютерних наук різноманітні підходи

до оцінки якості web-сайтів. За всього їх розмаїття [^{79 80 81}] у цілому можна говорити, що базовими критеріями, які застосовуються для оцінки інтернет-сторінки, є такі (рис. 3.26).



Рис. 3.26. Ключові критерії оцінки web-сторінки в мережі Інтернет

Джерело: Систематизовано автором.

Погоджуючись у цілому з таким підходом до оцінки web-сторінок, зауважимо, що з метою визначення їх впливу на взаємодію на рівні «споживач фінансових послуг — фінансові інституції» він потребує певної модифікації. З урахуванням особливостей споживчих характеристик фінансових послуг оцінку слід проводити за такими критеріями:

- розкриття інформації про основні види діяльності та фінансові послуги фінансової інституції;
- оприлюднення звітної інформації фінансової інституції відповідно до законодавства (з урахуванням різного обсягу вимог до різних фінансових установ);
- оприлюднення інформації понад обсяги, які передбачені законодавством України, у тому числі щодо конкурентної позиції фінансової інституції на ринку;
- існування в структурі web-сторінки спеціального підрозділу для споживачів фінансових послуг;
- можливість самостійного розрахунку споживачем основних кількісних параметрів фінансових послуг;

⁷⁹ Пасічник В.В. та ін. Глобальні інформаційні системи та технології. Львів: Видавництво НУ «Львівська політехніка». 2006. 348 с.

⁸⁰ Оцінювання ресурсів Інтернету Херсонська обласна універсальна наукова бібліотека ім. Олеса Гончара. Офіційний сайт. URL.: www.bank.gov.ua. (дата звернення 12.01.2019 р.)

⁸¹ Горовий В. Національні інформаційні ресурси в контексті посилення глобальних інформаційних впливів. Наук. пр. Нац. б-ки України ім. В. І. Вернадського. К., 2013. Вип. 36. С. 7–21.

- гіперпосилання на web-сторінки регуляторів, матеріали, що містять інформацію про фінансові послуги та ін.;
- наявність on-line і/або інших каналів комунікації між фінансовою установою та споживачем.

Детерміновані критерії можна використати для оцінки web-сайтів вітчизняних фінансових інституцій, діяльність яких передбачає залучення заощаджень домогосподарств. Зокрема, оцінка проводилася для web-сайтів топ-15 банків за розміром активів, топ-15 компаній страхування життя за обсягом страхових премій, топ-15 кредитних спілок за обсягом активів, топ-15 відкритих НПФ (які орієнтуються на відкриття пенсійних рахунків необмеженому колу осіб); топ-15 венчурних ІСІ за вартістю чистих активів (оцінка проводилася на основі web-сайтів компаній з управління активами).

Результати аналізу досить виразно характеризують готовність українських фінансових інституцій функціонувати на тлі процесів, що притаманні сучасній економіці (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

РОЛЬ WEB-САЙТІВ У КОМУНІКАЦІЇ ОКРЕМИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТИТУЦІЙ ЗІ СПОЖИВАЧАМИ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ В УКРАЇНІ

Критерій	Частка фінансових інституцій, web-сайти яких містять відповідну інформацію				
	Банки, %	Компанії страхування життя, %	Кредитні спілки, %	Відкриті НПФ, %	Венчурні ІСІ, (КУА) %
Інформація про основні види діяльності	100	100	100	100	100
Інформація, передбачена законодавством	100	100	100	100	100
Інформація понад нормативно встановлену	100	100	100	100	100
Підрозділ для споживачів	100	93,3	80,0	46,7	26,7
Фінансовий калькулятор	93,3	46,7	13,3	33,3	6,7
Гіперпосилання	86,7	60,0	40,0	26,7	20,0
Канали комунікації	100	73,3	66,7	40,0	6,7

Джерело: Розрахунки автора.

Дані табл. 3.5 дають можливість виділити чітку ієрархію у використанні можливостей віртуального середовища фінансовими інституціями в Україні для комунікації зі споживачами. З цілком об'єктивних причин найефективніше web-сайти використовуються банками. Не можна оминати увагою той факт, що досить слабкою вбачається комунікація у віртуальному середовищі між споживачами та відкритими НПФ. Частково це можна пояснити ставленням фізичних осіб до фінансових послуг у сфері недержавного пенсійного забезпечення. Очевидним є низький рівень комунікації за допомогою web-сайту для венчурних ІСІ, які, як правило, використовуються для фінансування конкретних проєктів, не орієнтованих на залучення широкого кола осіб.

Зазначимо, що сформоване на сьогодні на рівні інституційної фінансової інфраструктури України ставлення до комунікації зі споживачами у віртуальному середовищі в багатьох компонентах іманентне до рівня фінансової грамотності та стереотипів у фінансовій поведінці індивідуальних учасників. Отже подолання існуючих проблем можливе не тільки за рахунок змін у корпоративних стратегіях фінансових інституцій, але й через розвиток фінансового світогляду та стимулювання раціональної фінансової поведінки.

Висновки до Розділу 3

Аналіз детермінант розвитку інституційної фінансової інфраструктури в Україні дав можливість зробити такі висновки

- Формування фінансового посередництва в Україні відбувалося в умовах переважно деструктивного впливу зовнішнього середовища. Одним із ключових факторів, яких визначив стратегічні координати розвитку фінансових інституцій в нашій державі, стала приватизація, яка, по-перше, окреслила специфіку їх корпоративних стратегій; по-друге, багато в чому розмила довіру до фінансового сектору з боку індивідуальних учасників; по-третє, обумовила суб'єктну та інструментарну структури фінансового господарства України на значний період. За кілька десятиліть фінансовим інституціям не вдалося подолати підлеглої ролі в економічних процесах, а їх діяльність ключовими гравцями української економіки розглядається переважно саме через призму

необхідності обслуговування різноманітних проектів, а не як самостійна сфера бізнесу.

- На сьогодні в Україні сформовано дві функціональні позиції держави щодо інституційної фінансової інфраструктури — як регулятора та як великого власника. Майже три десятиліття економічних реформ характеризуються непослідовністю державної регуляторної політики щодо фінансових інституцій. В Україні відсутній цілісний погляд на модель державного регулювання, а її розвиток фактично перетворився на боротьбу за повноваження у сфері контролю за фінансовими потоками між різними гілками влади, політичними силами та провідними фінансово-промисловими групами. Функціонуючі державні фінансові інституції представлені насамперед у банківському секторі (в інших сегментах позиції держави як власника фінансових установ слабкі). Така ситуація відображає надзвичайно низьку ефективність банківського регулювання та нагляд у Україні, що змушує державу періодично націоналізувати банківські установи для запобігання банківським кризам; а також свідчить про відсутність цілісної стратегії розвитку державного сектору економіки, її високу фрагментарність.

- Функціональна роль фінансових інституцій в Україні сформована під впливом слабкості інституційних факторів та вагомій ролі фінансово-промислових груп. Як наслідок, надзвичайно високою є питома вага кептивних фінансових установ, корпоративна стратегія яких може характеризуватися значними особливостями порівняно з класичними завданнями фінансового посередництва. Механізми взаємодії між власниками заощаджень, фінансовими інституціями та реципієнтами капіталу в Україні є слабкими і не сприяють переміщенню капіталу в інвестиційно-привабливі сфери та інноваційні галузі.

- Формат діяльності фінансових інституцій в Україні не відповідає тим принципам, що сформовані на сьогодні «новою» економікою. Така ситуація серед іншого є результатом деформацій економічного розвитку на рівні держави, орієнтацією на пряму чи опосередковану підтримку традиційних галузей. Фактично тільки банки та обмежено страхові компанії орієнтуються на використання переваг технологізації, цифровізації тощо у своїй діяльності, тоді як інші фінансові установи ігнорують їх. Ця ситуація сприяє зниженню конкурентоспроможності як усієї економіки України, так й її інституційної фінансової інфраструктури.

Розділ 4

МОДЕРНІЗАЦІЯ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА В УКРАЇНІ

4.1. Ключові фактори посилення ролі фінансових інституцій в економіці України

Кожна економічна криза надзвичайно гостро окреслює всі існуючі деформації в суспільному розвитку будь-якої держави. Не є винятком і події 2014–2016 рр., адже саме у цей період стало зрозуміло — економічна модель, що реалізувалася в Україні протягом останніх двох із половиною десятиліть фактично вичерпала себе і не має стратегічних перспектив. Відповідно, на сьогодні постало питання про пошук адекватних та ефективних напрямів подальших економічних реформ, у тому числі у контексті трансформації фінансового господарства.

Усі проблеми економічного розвитку об'єктивно пов'язані і з подальшою модернізацією фінансового посередництва в Україні. Зазначимо, що на шляху реформ у цій царині немає єдиних рецептів. Заходи, що були ефективними в одних країнах, можуть дати зовсім неочікувані результати в іншій. Просте копіювання зарубіжних підходів щодо розвитку фінансового посередництва може мати протилежний ефект, що неодноразово відбувалося в Україні. В той же час проведений аналіз (див. розд. 3) свідчить, що без швидких і дієвих реформ на рівні інституційної фінансової інфраструктури розраховувати на сталий економічний розвиток не варто. Обсяг накопичених проблем настільки великий, що вимагає консолідованих зусиль як держави, так і суб'єктів інституційної фінансової інфраструктури. Більше того, незважаючи на численні обіцянки політиків, розраховувати на позитивний ефект від реформ можна хіба що в середньостроковій перспективі. На наш погляд, до найскладніших і найсуперечливіших проблем, що притаманні розвитку інституційної фінансової інфраструктури на сучасному етапі, можна віднести такі.

Реформування управлінської фінансової інфраструктури (тут йдеться про органи державного регулювання), у тому числі з по-

гляду її взаємозв'язку з інституційною фінансовою інфраструктурою. Вище (див. пп. 3.2) були виділені ключові перешкоди у цій сфері. Зазначимо, що вітчизняні фахівці, вказуючи на необхідність змін у регуляторних підходах, аналізують кілька альтернатив, основні з яких — створення мегарегулятора та припинення діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (значно рідше — Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку) [^{1 2 3}]. Підкреслимо, що реформування моделі регулювання інституційної фінансової інфраструктури в Україні має бути іманентним до стратегічних завдань економічного розвитку нашої держави, а не тактичним цілям політичних кіл і провідних фінансово-промислових груп. На сьогодні найочікуванішим кроком стає припинення діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг України, яке передбачене відповідним законопроектом [⁴]. Таким чином, у перспективі в нашій державі залишаться два регулятори — Національний банк України та Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. У цьому зв'язку постає питання про відповідність створеної в перспективі моделі державного регулювання зарубіжному досвіду.

Загалом сучасна фінансова наука аналізує цю проблему в контексті класифікації державного регулювання фінансового ринку (або фінансового сектору). Саме такий підхід зустрічається і в багатьох наукових працях [^{5 6 7 8}]. Найчастіше говорять про існування трьох ключових моделей — моделі мегарегулятора, секто-

¹ Поправка О. Регулювання й нагляд за фінансовим сектором в країнах ЄС, перспективи для України. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. 2010. № 10. С. 263–271.

² Дзюнь О. Світовий досвід створення мегарегулятора на ринку фінансових послуг. Державне управління: удосконалення та розвиток. 2014. № 3. URL.: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Duug_2014_3_14. (дата 14.01.2019 р.)

³ Кривенко Л., Ісаєва О. Доцільність запровадження моделі мегарегулятора фінансового ринку в Україні. Економічний часопис-XXI. 2015. № 3-4(2). С. 33-36.

⁴ Проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг». URL.: www.rada.gov.ua.

⁵ Абрамов А.Е., Радугин А.Д., Чернова М.И. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность. URL: <https://goo.gl/5A4Tq2>. (дата звернення 19.01.2019 р.)

⁶ Буклемишев О., Данилов Ю., Кокорев Р. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования. Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2015. № 4. С. 52–74.

⁷ Cihak M., Podpiera R. Is One Watchdog Better Than Three: International Experience with Integrated Financial Sector Supervision. IMF Working paper. 2006. № 57. 32 p.

⁸ Lumpkin S. Supervision of Financial Services in the OECD Area. OECD. 2002. 52 p.

ральної (інституційної) моделі та моделі перехресного регулювання. Очевидно, що реалізований в Україні підхід до регулювання діяльності фінансових інституцій можна охарактеризувати як секторальний (інституційний). Проте, ймовірніше, він є змішаним з домінуванням секторального підходу, оскільки наявні характеристики інших моделей державного регулювання фінансових інституцій. Такий висновок можна зробити на основі такого:

- одночасне функціонування трьох регуляторів Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг;
- у той же час, нагляд за спорідненими секторами (або за секторами, на яких надаються послуги-замінники) здійснюється в Україні різними регуляторами. Наприклад, ринок споживчого кредитування банків перебуває під наглядом Національного банку України, тоді як ринок послуг кредитних спілок належить до компетенції Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг;
- в Україні досить гостро постало питання про синхронізацію діяльності різних регуляторів, рівень якої сьогодні можна оцінити загалом як незадовільний.

Зауважимо, що запропонований варіант змін у функціонуванні управлінської фінансової інфраструктури стосовно регулювання фактично збереже риси секторального підходу в Україні. За таких умов нас цікавитиме питання отримання в перспективі реальних переваг чи недоліків від припинення діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Ці переваги та недоліки викладено у табл. 4.1.

Як бачимо з табл. 4.1, наслідки припинення діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, є достатньо суперечливими. В першу чергу привертає увагу той факт, що після запровадження реформ у регуляторній сфері зберуться практично усі недоліки, характерні створеній сьогодні моделі в Україні. Визнаємо, що за рахунок функціонування двох регуляторів — Національного банку України та Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку — вдасться частково знизити рівень десинхронізації у регуляторній політиці щодо фінансових інституцій, а також посилити її зв'язок з економічним регулюванням. Найявнішою перевагою припинення діяльності Нацкомфінпослуг можна вва-

жати скорочення обсягу державних витрат на виконання регуляторних функцій.

Таблиця 4.1

**ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ПРИПИНЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ
НАЦІОНАЛЬНОЇ КОМІСІЇ, ЩО ЗДІЙСНЮЄ ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ
У СФЕРІ РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ**

Переваги	Недоліки
1. Скорочення обсягів державних витрат на забезпечення регулювання інституційної фінансової інфраструктури. 2. Локалізація регуляторних повноважень на рівні двох, а не трьох органів. 3. Підвищення рівня синхронізації регулювання щодо окремих складових інституційної фінансової інфраструктури	1. Збереження рис секторальної моделі регулювання. 2. Продовження конфлікту інтересів у діяльності регуляторів. 3. Продовження практики деструктивного впливу політичної складової на функціонування регуляторів. 4. Відсутність стратегічних пріоритетів щодо регуляторної моделі інституційної фінансової інфраструктури в Україні. 5. Консервація чинних підходів до оцінки ролі держави як регулятора для фінансових інституцій

Джерело: Розроблено автором.

Стосовно формування регуляторної моделі діяльності фінансових інституцій в Україні держава насамперед має брати до уваги поточний стан фінансового господарства, тенденції у функціонуванні інституційної фінансової інфраструктури та невпинну інтеграцію України у глобальний фінансовий простір. Загально-визнаним вбачається той факт, що, як правило, існує пряма залежність між рівнем розвитку фінансових інституцій у державі та моделлю їх державного регулювання. Секторальний підхід до регулювання зазвичай властивий країнам із «перехідними» економіками, в яких фінансові інституції не володіють потужним потенціалом, а інституційна фінансова інфраструктура активно трансформується. У свою чергу, в економічно розвинених країнах поступово відбувається перехід до моделі мегарегулятора. Разом з тим такий перехід можливий лише за умови досягнення фінансовими інституціями певних показників розвитку. Насамкінець модель перехресного регулювання діяльності фінансових інституцій у чистому вигляді майже не зустрічається, а її

окремі елементи використовуються у тих країнах, в яких фінансові інституції характеризуються надзвичайно високим рівнем розвитку.

Отже, у середньостроковій перспективі за умови *поступального розвитку інституційної фінансової інфраструктури* (виділено нами. — Б.С.) перед Україною вкотре постане питання про реформування моделі її державного регулювання. На наш погляд, ключова вимога — це забезпечення позитивних тенденцій у діяльності вітчизняних фінансових інституцій.

Досвід нашої держави неодноразово доводить, що саме волатильність зовнішнього середовища є однією з ключових проблем у функціонуванні фінансових установ. У підсумку можна запропонувати таку структурно-логічну схему, яка визначала б розвиток державного регулювання інституційної фінансової інфраструктури в Україні (рис. 4.1).

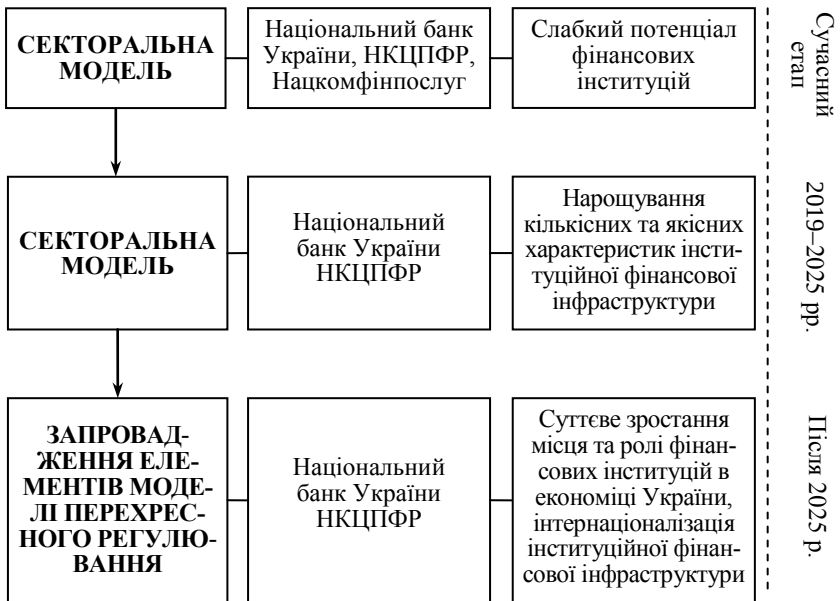


Рис. 4.1. Структурно-логічна схема реформування моделі державного регулювання інституційної фінансової інфраструктури в Україні

Джерело: Розроблено автором.

Запропонований вище підхід до державного регулювання діяльності фінансових інституцій базується на урахуванні кількох моментів:

1) формування такої моделі державного регулювання, яка орієнтувалася б на актуальний стан інституційної фінансової інфраструктури, її місце та роль у фінансовому господарстві та на рівні всієї економіки;

2) збереження в Україні секторального підходу до діяльності фінансових установ (Національний банк України та Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку) із поступовим переходом до елементів перехресного регулювання;

3) при запровадженні перехресного регулювання на один із органів державного регулювання буде покладено функції забезпечення стійкості фінансових установ, на інший регулятор — дотримання стандартів ведення бізнесу на рівні інституційної фінансової інфраструктури.

Зміна базових принципів взаємодії фінансових інституцій зі споживачами фінансових послуг в Україні. У межах пп. 3.1 було акцентовано на ключових проблемах, які притаманні ощадній та інвестиційній діяльності вітчизняних домогосподарств. Фактично склалася парадоксальна ситуація, коли ані індивідуальні учасники, ані безпосередньо фінансові інституції не зацікавлені у розширенні формату фінансових відносин. Так, треба визнати, що у значній мірі ця ситуація обумовлена глибокими диспропорціями у доходах населення України, проте зводити вирішення існуючих проблем винятково до їх підвищення не варто. Тут необхідно реалізувати комплексний підхід, який враховуватиме як фінансову поведінку індивідумів, так і корпоративну стратегію фінансових інституцій. Водночас потребує уваги і проблематика створення державою передумов для активізації ощадно-інвестиційної взаємодії фінансових установ та фізичних осіб.

Першочергово треба визнати, що якщо в економічно розвинених країнах відбувається швидке та феноменальне формування і поширення ефектів економіки знань, то в Україні спостерігається інша ситуація — використання в корпоративних стратегіях багатьма фінансовими установами інституційних провалів, що характерні для української економіки. Описані процеси ґрунтуються на впливові таких особливостей:

- на надзвичайно високому рівні інформаційної асиметрії, що притаманна діяльності фінансових інституцій у нашої державі;

- на стереотипах та особливостях у фінансовому світогляді й фінансовій поведінці вітчизняних домогосподарств;
- на нівелюванні ролі інформації та знань як базису взаємодії між фінансовими інституціями та споживачами фінансових послуг.

Наприклад, наведемо показник звернень громадян до Нацкомфінпослуг, у яких переважно містяться скарги на діяльність тих чи тих фінансових установ (рис. 4.2).

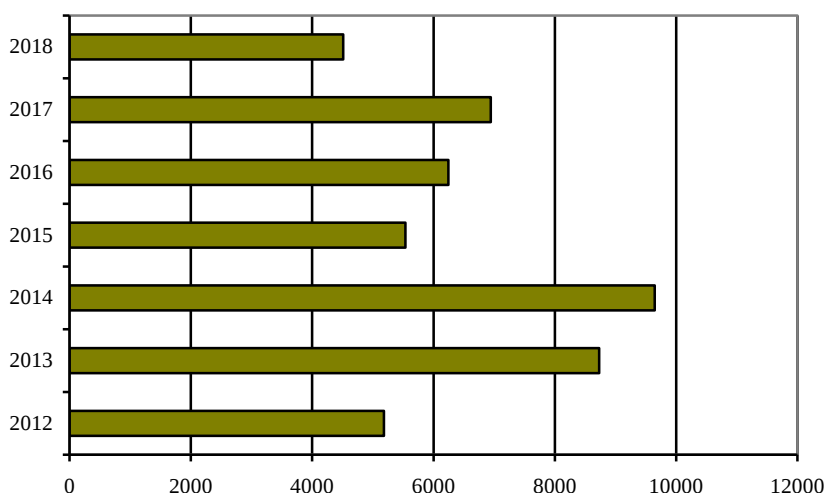


Рис. 4.2. Кількість звернень громадян до Нацкомфінпослуг у 2012–2018 рр., од.

Примітка. Дані за 2018 р. станом на кінець II кв.

Джерело: Складено автором за даними Нацкомфінпослуг.

Аналіз структури звернень свідчить, що головні проблеми сконцентровані на ринку страхових послуг, споживчої кооперації, окремих послуг фінансових компаній. У цьому контексті постає слушне питання: зазначені проблеми визначені здебільшого фінансовим світоглядом і фінансовою поведінкою індивідуальних учасників чи все ж особливостями корпоративних стратегій фінансових інституцій? Проблема надзвичайно складна й неоднозначна,

однак все ж, з нашої точки зору, первинними ми вважаємо саме деформації у фінансовій поведінці вітчизняних домогосподарств, які посилюються через своєрідну стратегію фінансових установ. Відповідно, для виправлення ситуації потрібно насамперед сформувати передумови для змін на рівні фінансового світогляду.

У цьому контексті очевидно вбачається потреба у забезпеченні відновлення довіри індивідуумів до діяльності фінансових інституцій. Це непросто завдання вимагає консолідації зусиль держави та безпосередньо фінансових установ. За теперішніх умов вітчизняна наука містить багато рекомендацій щодо вирішення цих проблем [⁹_{10 11}], абсолютна більшість із них стосується такого:

- чинники довіри до фінансових інституцій формуються на макро- і мікрорівнях;
- ключовими чинниками макрорівня є економічна стабільність, ефективна система захисту прав споживачів фінансових послуг; існування механізмів різноманітних гарантій за рахунок цільових фондів (на кшталт фондів гарантування вкладів фізичних осіб у банках); формування сприятливого інформаційного поля щодо діяльності фінансових інституцій;
- основні чинники на мікрорівні — репутація інституційної фінансової інфраструктури в цілому та конкретного фінансового посередника; комунікаційна політика фінансової інституції, маркетинг фінансових послуг і фінансових операцій; компетенції персоналу; участь у роботі різноманітних гарантійних установ; інформаційна політика.

Не заперечуючи в загальному ролі згаданих чинників у механізмах формування довіри з боку індивідуумів до фінансових інституцій, зазначимо, що в переважній більшості випадків і роботи вчених, і різноманітні програми та концепції містять узагальнені підходи до реалізації комплексу заходів у цій площині [¹²]. Як наслідок, протягом багатьох років не вдається досягти прогресу-

⁹ Кузьмін О., Бонещкий О. Довіра як економічна категорія. Вісник НЛТУ України : зб. наук-техн. праць. Вип. 202. Львів : РВВ НЛТУ України, 2010. С. 100–104.

¹⁰ Ковтун О. Обґрунтування механізму впливу на рівень довіри домогосподарств до інституцій фінансового ринку. Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство. — 2016. Вип. 10(1). С. 133–138.

¹¹ Дудинець Л. Напрями забезпечення довіри споживачів фінансових послуг. Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. 2017. Вип. 2. С. 104–107.

¹² Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Постанова Правління Національного банку України від 18 червня 2015 року № 391 (у редакції рішення Правління Національного банку України від 16 січня 2017 року № 28).

су, а більшість індивідуальних учасників з пересторогою ставляться до діяльності більшості фінансових інституцій, навіть якщо суть їх фінансових послуг для них зрозуміла. Деталізованіше заходи, спрямовані на відновлення довіри населення до фінансових інституцій будуть розглянуті в розрізі банків (пп. 4.2) і небанківських фінансових установ (пп. 4.3), однак разом з тим не треба забувати і про інший аспект проблеми — взаємовідносини між учасниками інституційної фінансової інфраструктури, а також між фінансовими інституціями та їх клієнтами — юридичними особами.

Щодо першої складової зазначимо, що в історії нашої держави досить часто виникали випадки, коли держава умисно провокувала конфлікти у різних формах між різними фінансовими установами. Зокрема, надалі слід відмовитися від популістських кроків (наприклад, підтримка вкладників ПАТ «Банк Михайлівський» [13]), за допомогою яких держава намагалася хоча б частково локалізувати недоліки системи банківського нагляду в Україні. Яскравим прикладом непослідовності дій держави є й ситуація щодо вкладів українських ІСІ та НПФ у вітчизняних банках, яка склалася у 2009 р., коли держава в умовах реалізації антикризових заходів обрала шлях відкритої підтримки банківського сектору, а не ІСІ, НПФ і споживачів їх послуг [14].

Проблема взаємовідносин між клієнтами (юридичними особами) та фінансовими установами напряду визначена слабкістю контрактних відносин в Україні. В нашій державі сформована ексклюзивна ситуація, в якій репутаційні ризики мають надзвичайно малий вплив на методи ведення бізнесу у фінансовому секторі. Фактично йдеться про те, що в умовах інституційних деформацій, наявності значної кількості відсутніх і неповноцінних компонентів у законодавстві, фінансові інституції *усвідомлено* (виділено нами. — Б.С.) використовують вказану ситуацію для отримання тих чи тих ринкових переваг. Підкреслимо ще один момент — генеза фінансового сектору в Україні фактично не містить значної кількості вдалих прикладів, коли власники великих фінансових установ понесли адекватну своїм діям відповідальність за банкрутство, шахрайство та ін.

¹³ Закон України «Про внесення змін до деяких законів України щодо відшкодування фізичним особам через систему гарантування вкладів фізичних осіб шкоди, завданої зловживаннями у сфері банківських та інших фінансових послуг» № 1736-VIII від 15.11.2016 р.

¹⁴ Шановні члени УАІБ! (Щодо проблем з поверненням банківських депозитів). Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL.: www.uaib.com.ua.

Зазначене вище встановлює ще один ключовий фактор розвитку інституційної фінансової інфраструктури в Україні — *удосконалення конкурентних механізмів*. Очевидно, що сучасний стан фінансового посередництва в Україні характеризується численними диспропорціями, у тому числі й з погляду бізнес-стратегій різних його учасників. Як наслідок, державі разом з інституціям фінансової інфраструктури так і не вдалося забезпечити функціонування ефективного конкурентного механізму. Сучасний вітчизняний ринок фінансових послуг практично перетворився на сегмент, що обслуговує інтереси найпотужніших фінансово-промислових груп і незначної кількості населення України з середніми та високими доходами. Фактично існуючу ситуацію щодо конкуренції у фінансовому секторі умовно можна позначити як «раціональний економічний опортунізм». У чому він полягає і які критерії визначають його раціональність для фінансових інституцій в Україні?

Аналіз показує, що відповіді на озвучені вище питання виглядають таким чином.

- Інституційна незрілість українського фінансового сектору досить часто робить саме опортуністичну поведінку найвигоднішою для фінансових посередників. Більш того, в окремих випадках опортунізм вважається головною можливістю для підвищення конкурентоспроможності фінансової установи. Як приклад можна навести український банківський сектор. Українським законодавством передбачено виділення так званих *системно важливих банків*, функціонування яких впливає на стабільність банківської системи України. Виходячи із значення таких банків і їх ролі у фінансовому секторі, банківський нагляд повинен максимально усунути причини опортуністичної поведінки для їх менеджменту. Проте за останні десять років Україна пережила дві масштабні економічні кризи, і саме низка системно важливих банків були каталізаторами кризових явищ у фінансовому секторі і в цілому по економіці. Наприклад, якщо у 2015 р. Національний банк України виділив 8 таких банків, то в 2016–2017 рр. — лише 3 установи.

- Існуюча в Україні модель регулювання фінансового сектору не лише не перешкоджає опортуністичній поведінці фінансових посередників, а й у певній мірі стимулює її. Можна навести приклад ринку депозитних послуг, який у сегменті банків регулюється Національним банком України, у сегменті кредитних спілок —

Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Відмінності в регулюванні вкрай суттєві і породжують принципову різницю між рівнем захисту прав споживачів. Більш того, вони безпосередньо роблять ринок депозитів кредитних спілок надзвичайно «токсичним» середовищем як для вкладників, так і для тих фінансових установ, які орієнтуються на впровадження класичних підходів до кредитної кооперації.

- Зрощення бізнесу і політики є одним із ключових факторів, який стимулює опортунізм фінансових посередників. Неприкритий лобізм великих гравців досить часто обумовлював виникнення настільки значимих огріхів у законодавчому полі. Тому саме опортуністична модель поведінки була найвигіднішою для фінансових посередників. Більш того, відсутність значущого прогресу в сфері судової реформи, часто не дозволяє захистити інтереси споживачів фінансових послуг і держави, навіть якщо опортунізм набуває явних форм.

- Очевидно, що рішення проблем опортуністичної поведінки фінансових посередників передбачає використання комплексного підходу, спрямованого в першу чергу на усунення передумов, які роблять опортуністичну стратегію розвитку фінансових посередників більш вигідною порівняно з іншими формами економічної поведінки. В іншому разі жодні зусилля щодо розвитку інституційної фінансової інфраструктури виявляться малорезультативними, а фінансові інституції залишатимуться на другорядних ролях в економічному житті України.

4.2. Напрями забезпечення сталого розвитку вітчизняного банківського сектору

Банківські інституції протягом багатьох років були беззаперечними лідерами серед вітчизняних фінансових установ. Не в останню чергу це можна пояснити тим фактом, що з початком розбудови ринкових відносин в Україні саме банки та їх послуги найбільш адекватно сприймалися як більшістю вітчизняного населення, так і бізнес-середовищем. На початку 90-х років ХХ ст. фактично лише банки (як правонаступники радянських, так і новостворені) могли хоча б частково задовольнити попит на фінансові послуги, який виник з боку промислового сектору. Завдяки

відсутності реальної конкуренції з боку інших видів фінансових інституцій та через неприховану державну підтримку, банки на тривалий час стали лідером вітчизняного фінансового сектору та багато в чому сприяли економічному піднесенню нашої держави у період 2001–2007 рр. У той же час треба зазначити, що лідерство банків в українській економіці ХХІ ст. було хоча й беззаперечним, проте не безальтернативним, особливо з погляду його наслідків для розвитку всієї інституційної фінансової інфраструктури.

Втім події останніх років зайвий раз підкреслили надзвичайно високу вразливість вітчизняної банківської системи до зовнішніх шоків та існування багатьох диспропорцій на рівні їх внутрішнього середовища. Не перебільшуючи, можна стверджувати, що вітчизняне банківництво пережило найгострішу кризу доби незалежності. Відповідно, починаючи з 2016 р. розпочалося поступове формування посткризової моделі банківської системи України. В наукових та експертних колах, особливо на сучасному етапі, тривають гострі дискусії щодо суперечливої ролі банків в економічному розвитку України. Якраз у банківській системі було сформовано суттєві точки біфуркації, які вплинули і на девальвацію національної валюти (у 2008–2009 рр. та 2013–2014 рр.), і на інфляційну динаміку, і на процеси в реальному секторі української економіки. Невизначеним залишається питання і щодо формату участі держави як власника в банківському секторі, й щодо прагматичних засад банківського регулювання та нагляду. На фоні цих дискусій дещо в тіні знаходиться питання про здатність українських банків функціонувати в принципово нових умовах, які визначені процесами глобального характеру.

Треба визнати, що банки з погляду впровадження різноманітних за формою інноваційних продуктів, беззаперечно випереджають інші фінансові інституції в Україні. Як буде показано далі, водночас низька спроможність вітчизняного банківського сектору функціонувати в умовах волатильності макроекономічних тенденцій, а також слабкість їх систем ризик-менеджменту поступово нівелювала лідерство банків в окремих секторах. Є всі підстави стверджувати, що надалі зазначені процеси тільки посилюватимуться, а конкурентні переваги матимуть насамперед ті банківські установи, які максимально адаптують власну діяльність до вимог «нової» економіки. У цьому сенсі доволі симптоматично виглядає різке скорочення кількості банків в Україні, яке відбулося 2015–2017 рр. (рис. 4.3).

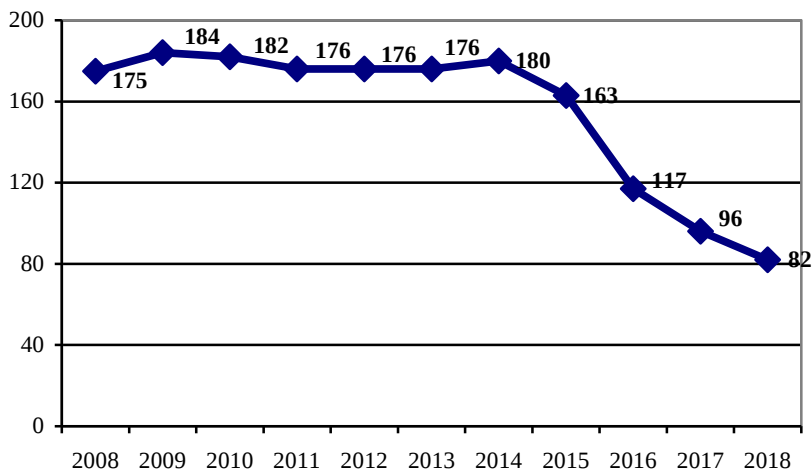


Рис. 4.3. Кількість банків в Україні у 2008–2018 рр., од.

Джерело: Складено автором за даними НБУ [¹⁵].

Такі процеси неоднозначно оцінюються фахівцями. Як правило, представники влади і Національного банку України схвалюють їх, аргументуючи свою позицію недосконалістю банківської системи в Україні до 2013 р. Однак має право й інша полярно протилежна позиція: «Системна банківська криза, що розпочалася 2014 року, ... стала проявом неефективної політики НБУ за останні роки та втрачених десятиріч для структурної перебудови і високотехнологічного промислового розвитку вітчизняної економіки» [¹⁶]. Оцінюючи розвиток банківської системи України до 2013 р., імовірно, слід говорити про надзвичайно слабкий фінансовий потенціал більшості банків, що функціонували на той момент, а не про їхню надмірну кількість. Більше того, навіть великі за вітчизняними мірками фінансові установи часто припиняли діяльність під тиском негативних факторів (рис. 4.4).

¹⁵ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: <http://www.bank.gov.ua> (дата звернення 19.01.2019 р.).

¹⁶ Стратегія розвитку банківської системи 2016–2020 рр.: синергія розвитку банків та індустріалізації економіки. Комітет Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності. Київ: 2016. 93 с.

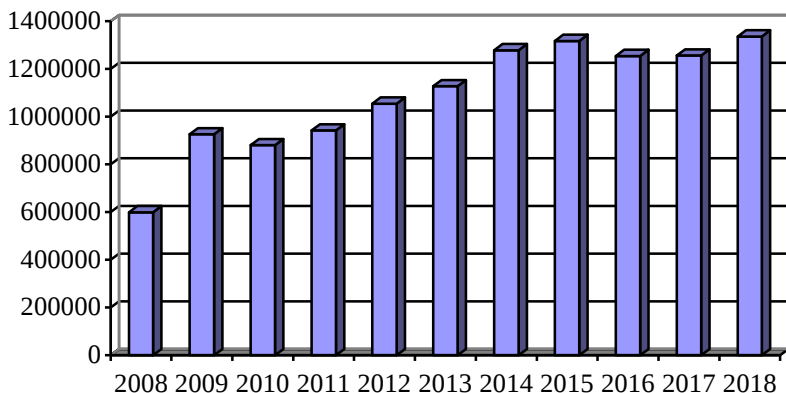


Рис. 4.4. Активи банків України у 2008-2018 рр., станом на початок року, млн. грн

Джерело: Складено автором за даними НБУ [17].

На наш погляд, враховуючи позицію щодо численних докризових деформацій у вітчизняному банківництві, подальший його розвиток слід сприймати у двох ракурсах: по-перше, через призму посилення конкуренції серед банків на інноваційній основі; по-друге, у контексті появи альтернативних механізмів надання фінансових послуг і здійснення фінансових операцій з боку небанківських інституцій.

Оцінюючи існуючі тенденції в банківському секторі, можна дійти парадоксального висновку. З одного боку, серед усіх фінансових інституцій в Україні якраз банки виявили найвищу здатність до впровадження різноманітних інновацій; з другого — формування «нової» економіки сформувало й численні загрози для вітчизняного банківського сектору, без відповіді на які фактично неможливо розраховувати на поступальний рух. На сьогодні саме банки конкурентно домінують у сфері залучення заощаджень домогосподарств, проте в середньостроковій перспективі для збереження цієї позиції слід реалізувати значну кількість заходів.

Щодо діяльності банків як фінансових установ-лідерів виникали численні питання і в період кризи, і в посткризовий час. Значна

¹⁷ Основні показники діяльності банків України. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: [http:// www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua)

частина з них пов'язана з функціонуванням та можливостями Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Загалом реалізація ідеї створення централізованих страхових фондів гарантування набула настільки значної популярності в Україні, що досить часто її намагаються імплементувати і на рівень небанківських фінансових установ [18 19]. У цьому контексті наводяться приклади з зарубіжної практики, які стосуються компенсаційних схем на фондовому ринку (цей аспект буде розглянуто в пп. 4.3). Щодо банківського сегмента, то наведемо таку думку: «...нездатність фондів гарантування вкладів виконати свої зобов'язання у разі масового банкрутства банків. Міжнародний досвід страхування банківських депозитів засвідчує, що всі рекомендації мають сенс лише стосовно проблемних банків за стабільного та ефективного функціонування системи в цілому» [20]. Проілюструємо сказане прикладом ситуації, що склалась в Україні (рис. 4.5).

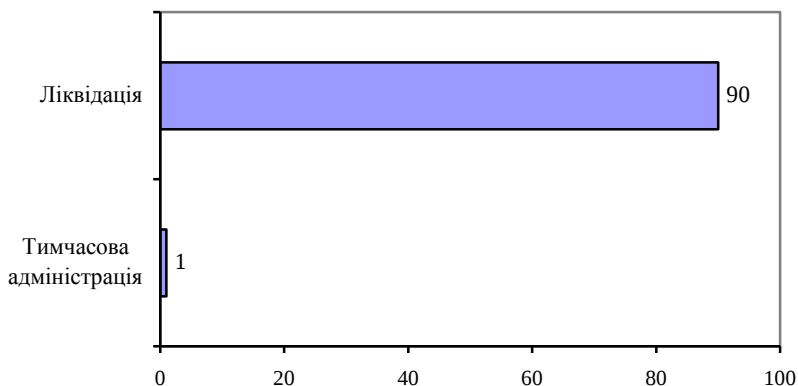


Рис. 4.5. Банки в управлінні Фонду гарантування вкладів фізичних осіб України станом на 1.01.2018, од.

Джерело: Складено автором за [21].

¹⁸ Калюга О. Гарантування інвестицій на фондовому ринку України. *Державне будівництво*. 2012. № 1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/DeBu_2012_1_18

¹⁹ Зачосова Н.В. Механізм створення фонду гарантування інвестицій як суб'єкта захисту економічної безпеки компаній з управління активами та торговців цінними паперами в Україні. *Економічний часопис XXI*. 2010. № 5–6. С. 18–23.

²⁰ Чеховський Д. Особливості функціонування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб в Україні. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. 2014. Вип. 6. Ч. 5. С. 99–102. (Серія «Економічні науки»).

²¹ Річний звіт ФГВФО за 2018 рік. ФГВФО. Офіційний сайт. URL: <http://www.fg.gov.ua/about/report> (дата звернення 22.01.2019 р.).

На етапі створення ФГВФО складно було уявити, що на певному етапі він здійснюватиме управління 91 банківською установою. Загальна сума відшкодування вкладникам з боку ФГВФО становила у 2018 р. 979,6 млн грн, а балансова вартість активів банків, які ліквідовуються, — 482,2 млрд грн. Фактично в Україні стикнулись з унікальною ситуацією, коли значна частина банківської системи перебуває під впливом і центрального банку, й іншої установи, діяльність якої насамперед має бути спрямована на формування певних гарантій вкладникам банків. Отже, можна зробити висновок, що умовах банківської кризи 2013–2016 рр. перебування значної кількості вітчизняних банків в управлінні ФГВФО свідчить про слабку ефективність як банківського нагляду, так і бізнес-стратегій самих банків. Слід погодитися з тим фактом, що функціонування ФГВФО має позитивний вплив на ощадну активність домогосподарств і їх бажання співпрацювати з банками на депозитному ринку. Разом з тим треба відмітити, що цей вплив є надзвичайно обмеженим, що визнається спеціалістами цієї установи. Так, за результатами опитування респондентів, по усій Україні одержані дані, графічно показані на рис. 4.6.

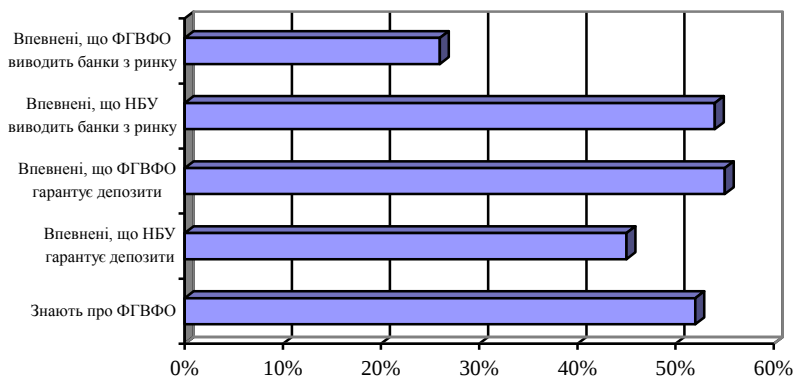


Рис. 4.6. Рівень обізнаності громадян України щодо існування ФГВФО та його основних функцій, %

Джерело: Складено автором за даними [22].

²² Обізнаність споживачів фінансових послуг України про систему гарантування вкладів. 2017. Червень 2018. ФГВФО. URL: http://www.fg.gov.ua/images/docs/fin-osv/03-06-DGF-Report_print.pdf (дата звернення 15.01.2019 р.)

Як бачимо з рис. 4.6, трохи більше 50 % респондентів знають про існування ФГВФО, проте при цьому 45 % опитаних впевнені, що гарантування вкладів фізичних осіб покладене на НБУ, ще більш питома вага тих, хто впевнений, що НБУ виводить банки з ринку (54 %). Доволі показовими є й інші дані цього опитування — 51 % бажає одержувати інформацію про систему гарантування вкладів в Україні винятково від банківської установи, до якої вони звертаються. Які ключові ризики втрати домінуючих позицій вітчизняними банками на ринку заощаджень домогосподарств? На наш погляд, їх можна подати ілюстративно (рис. 4.7).



Рис. 4.7. Ключові ризики втрати банками домінуючого статусу в залученні заощаджень домогосподарств

Джерело: Розроблено автором.

Зважаючи на напрям нашого дослідження, акцентуємо на заходах, які стосуються насамперед таких процесів, як дезінтермедіація, посилення конкуренції з боку небанківських фінансових інституцій, трансформація фінансової поведінки домогосподарств. Вище (у розд. 1 і 2) зазначалося, що координати «нової» економіки визначають радикальну зміну принципів роботи фінансових установ і найрадикальнішими ці зміни є в банківському секторі. У кінцевому варіанті подальші технологічні інновації, поява принципово нових фінансових інституцій та інструментів кардинально трансформують конкурентний ландшафт інституційної фінансової інфраструктури. Прямий результат таких змін — надзвичайне розширення потенційних можливостей для інвестування як для юридичних, так і для фізичних осіб. Усе це створює

додатковий конкурентний тиск на банки, які змушені змінювати власну стратегію щодо взаємодії з іншими економічними агентами. В Україні, хоча і в значно меншій мірі, також відбуваються ці процеси. Слід констатувати, що на сьогодні одним із ключових факторів обґрунтування рішень на ринку депозитних послуг залишається рівень процентної ставки. Саме з цих причин часто відбувається перетік ресурсів з сегмента депозитного ринку, на якому функціонують банківські установи, до сегмента кредитних спілок. Це відбувається в умовах, коли рівень захищеності вкладників кредитних спілок набагато менший порівняно з банками, зокрема і за рахунок функціонування ФГВФО.

Зазначимо, що якщо НБУ оприлюднює інформацію про процентні ставки за депозитами банків, то Нацкомфінпослуг такої інформації не надає. Все ж на основі аналізу конкурентних позицій кредитних спілок-лідерів ринку певні середньоринкові дані можна розрахувати (рис. 4.8).

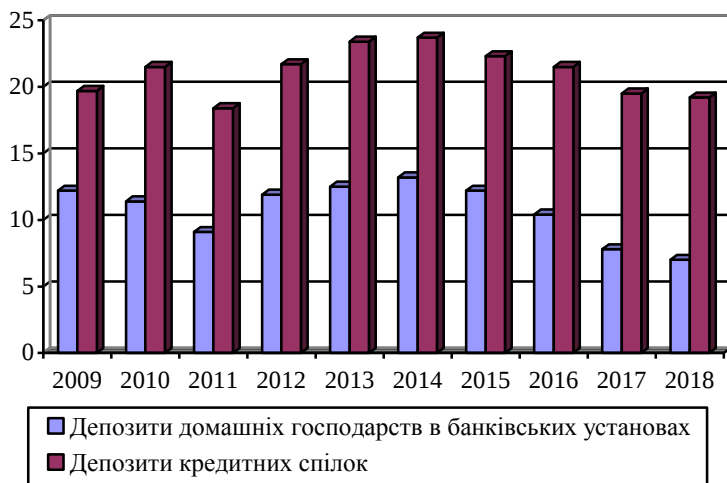


Рис. 4.8. Процентні ставки за депозитами домогосподарств в банківських установах та в кредитних спілках, %

Джерело: Складено автором за даними НБУ [23] і кредитних спілок.

²³ Процентні ставки за кредитами та депозитами. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms> (дата звернення 12.01.2019 р.)

Дані рис. 4.8 яскраво свідчать, що протягом усього періоду спостережень процентні ставки за депозитами банків значно поступалися аналогічному показникові для депозитних вкладів кредитних спілок. Загалом розмір спреда між процентними ставками становив близько 7–9 %. Очевидно, що саме завищення рівня очікуваних доходів стало ключовим елементом стратегії для багатьох кредитних спілок в Україні. Зауважимо, що наведені на рис. 4.8 дані характеризують процентні ставки найбільших кредитних спілок в Україні, тоді як інші такі фінансові інституції обіцяли вкладникам і 30–40 % річних за депозитними вкладками. Ці процентні ставки привертали увагу в першу чергу фізичних осіб з невисоким рівнем доходів.

Не менше проблем накопичено й у сфері кредитних взаємовідносин банків із позичальниками в Україні. У розрізі нашого дослідження першочергово привертають увагу такі з них: по-перше, значна недовіра з боку фізичних осіб до інструментів кредитного ринку та відповідна фінансова поведінка; по-друге, поширення квазікредитних установ, які пропонують позичальникам різноманітні «тіньові» та «сірі» схеми для одержання коштів; по-третє, слабкість інституційних механізмів забезпечення виконання вимог і зобов'язань у кредитних відносинах і поява установ, які перебирають ці функції (часто за межами правового поля); по-четверте, особливості кредитної політики вітчизняних банків.

В Україні постійно проводяться різноманітні соціологічні дослідження, які визначають довіру з боку населення до різноманітних гілок влади, органів державного управління, політичних партій та ін. Як правило, ініціатори таких досліджень визначають і рівень суспільної довіри до Національного банку України. У цьому зв'язку зазначимо, що починаючи з 2006 р. рівень довіри / недовіри населення до діяльності НБУ був винятково від'ємним. Якщо у 2005 р. цей показник було зафіксовано на рівні $-3,5\%$, то станом на початок 2019 р. він був на рівні майже у $-62,3\%$ [24]. Очевидно, що в таких умовах низьким залишається і рівень довіри до сектору, який регулюється Національним банком України, та до відповідних фінансових послуг. За даними інших опитувань, рівень довіри українців до фінансових установ коливається у межах 20% , а показник неприйняття кредитів — 73% [25].

²⁴ Соціологія. Разумков Центр. URL: <http://razumkov.org.ua/sotsiologija/pres-relizy> (дата звернення 15.01.2019 р.).

²⁵ Вітка Ю. Рецепти довіри до фінансових установ. *Економічна правда*. URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/columns/2018/11/6/642331> (дата звернення 15.01.2019 р.).

Усе зазначене не лише деформує, а й ускладнює взаємовідносини між банками та позичальниками на кредитному ринку України. Наслідки є глибшими і складнішими за змістом — виникають різноманітні квазікредитні організації, які пропонують позики не тільки в рамках офіційної економіки, але й за «сірими», а подекуди й відверто «тіньовими» схемами. На сьогодні конкуренцію банкам у сегменті споживчого кредитування (а інколи й у сегменті кредитування юридичних осіб) слід розглядати в двох площинах:

- діяльність кредитних спілок, ломбардів, мікрофінансових організацій та ін., яка підпадає під регуляторні вимоги з боку НБУ і/або Нацкомфінпослуг;
- «сірий» і «тіньовий» ринок кредитування, який перебуває поза за межами нормативно-правового поля.

Зауважимо, що і на першому, і на другому рівнях існують численні неповноцінні компоненти, які ще більше стискають спіраль недовіри до фінансових установ та кредитних відносин. Цілком очевидно, що стрімке зростання кредитних установ небанківського типу в Україні у 2015–2018 рр. визначене зростанням попиту на кредити з боку населення в умовах різкого скорочення доходів і неможливістю задоволення цього попиту банками, виходячи з тенденцій, що склалися в банківській системі.

Проте звернемо увагу на той факт, що перетік споживачів фінансових послуг відбувся у сегменти, на яких функціонували фінансові інституції з найменшими на ринку вимогами до позичальників — насамперед до ломбардів і численних мікрофінансових організацій. Однак якщо стосовно ломбардів ще можна говорити про сформоване регуляторне поле, то стосовно мікрофінансових організацій таких підстав немає. Як наслідок, станом на початок 2019 р. в Україні функціонує, за різними оцінками, до 700 мікрофінансових організацій, які, як правило, пропонують швидкий доступ до кредитних послуг, *але* (виділено нами. — *Б.С.*) з досить високими процентними ставками і на жорстких умовах щодо повернення. Слабкість банківських інституцій, невизначеність держави стосовно розвитку небанківських кредитних інституцій призвели до поширення різноманітних сірих і «тіньових» схем на кредитному ринку. В їх реалізації зазвичай беруть участь і банківські працівники середньої ланки управління, які у такий спосіб намагаються здобути додаткові доходи.

Усі описані процеси відбуваються на тлі недостатньої ефективності інституційних механізмів задоволення вимог і виконання

зобов'язань за кредитними договорами. Не в останню чергу цьому сприяла і держава, надто повільно реагуючи на проблеми, що склалися на кредитному ринку. В результаті було створено підґрунтя для поширення різноманітних колекторських компаній. На цей час щодо функціонування згаданих учасників вітчизняного кредитного ринку можна зробити такі висновки:

- практично повна відсутність нормативно-правової бази для їх діяльності; окремі чинні законодавчі акти фактично не дають можливість державі ефективно впливати на діяльність колекторських фірм [26], оскільки переважна більшість з них не має відповідного офіційного статусу;

- застосування методів психологічного тиску на боржників, намагання за будь-яку ціну домогтися повернення заборгованості; більше того, вже зараз в Україні існує ряд тренінгів, на яких представників колекторських компаній навчають діяльності в межах «кордонів законних погроз та шантажу»;

- досить часто колекторські компанії розглядають існуючі офіційні механізми захисту прав кредиторів виключно як останній можливий варіант своїх дій щодо боржника.

Загалом, оцінюючи вплив основних характеристик «нової» економіки на діяльність банківського сектору в Україні, варто акцентувати на таких першочергових кроках.

1. Поступова зміна стереотипів у фінансовій поведінці індивідумів щодо діяльності банківських інституцій і їх послуг. Ключовий інструмент таких змін — трансформація корпоративних фінансових стратегій банків у взаємовідносинах зі споживачами фінансових послуг і клієнтами. Зокрема, вітчизняні банківські установи мають перенести в цілому високі власні стандарти транспарентності на взаємодію з індивідуумами-споживачами. Так, варто відмовитися від практики встановлення прихованих комісій і платежів, максимально спростити доступ (з урахуванням вимог до системи управління ризиками) до банківських фінансових послуг та ін.

2. Посилити роль конкурентних механізмів на кредитному ринку України через формування нормативно-правової бази для функціонування мікрофінансових організацій, чітке визначення механізмів дотримання та захисту прав споживачів фінансових

²⁶ Про органи та осіб, які здійснюють примусове виконання судових рішень і рішень інших органів: Закон України №1403-VIII від 02.06.2016.

послуг небанківських кредитних організацій. Врахувати підвищення потенціалу для дезінтермедіації у кредитних відносинах.

3. Доцільно створити умови для поширення легальних механізмів забезпечення дотримання прав кредиторів і позичальників з унормуванням діяльності колекторських компаній. У середньостроковій перспективі банки мають повністю відмовитися від використання послуг колекторських компаній, які діють за межами правового поля.

У той же час повноцінний розвиток банківського сектору України має поєднуватися з позитивними тенденціями у сегменті небанківських фінансових інституцій.

4.3. Засади підвищення ефективності функціонування небанківської складової фінансової інфраструктури

Суспільно-політичні та економічні катаклізми останніх років в Україні вкотре засвідчують, що з часів здобуття незалежності, реформи в усіх сферах були недостатньо ефективними. Відсутність політичної волі для радикальних рішень, постійні намагання українських можновладців враховувати насамперед власні інтереси на шкоду державним, надмірна залежність від електоральної кон'юнктури — усі ці фактори робили результати реформ у нашій державі вкрай неоднозначними, знижуючи суспільну довіру до них. Яскравим прикладом такої непослідовності є стратегія держави щодо розвитку фінансового господарства в цілому та фінансової інфраструктури зокрема. З перших років незалежності в Україні послідовно проводилася політика прямої чи опосередкованої підтримки банківського сектору, при цьому інтереси небанківських фінансових інституцій враховувалися за залишковим принципом. Часто саме притік ресурсів домогосподарств на депозитні рахунки в банківських установах подавався як основоположний показник успішності економічних реформ.

Аналізуючи сучасний стан інституційної фінансової інфраструктури, складно не помітити суттєвих деформацій, що притаманні її небанківській складовій. До 2014 р. були реальні підстави для тверджень щодо переважającego розвитку банківських інституцій порівняно з небанківськими фінансовими посередниками. Економічна

криза вкотре змушує змінити акценти, адже проблеми небанківського сегменту досі сприймаються як *constanta*, проте явно каталізувалися численні деформації у розвитку банківського сектору.

Проблематика розвитку небанківських фінансових інституцій — надзвичайно складна, і насамперед — з позицій неоднорідності цього сегмента. На ньому функціонує значна кількість видів фінансових посередників, які надають різноманітні за природою фінансові послуги та здійснюють не менш різноманітні фінансові операції.

Разом з тим можна окреслити магістральні напрями розвитку небанківських фінансових інституцій в Україні, виходячи насамперед з існуючого їх стану, перспектив і найзначиміших світових тенденцій. Як приклад наведемо проблематику розвитку недержавного пенсійного забезпечення, адже це болюча для України тема, вирішити яку не вдалося за багато років. Не менше проблем сконцентровані в сегменті страхування життя, в діяльності кредитних спілок та ін.

У подальшому аналізі ми не будемо орієнтуватися на найпоширеніші підходи до класифікації небанківських фінансових інституцій, а використаємо інший підхід, заснований на ключових проблемах, які сконцентровані на рівні небанківських посередників. З урахуванням викладених вище результатів дослідження, основними з них є такі (рис. 4.9).

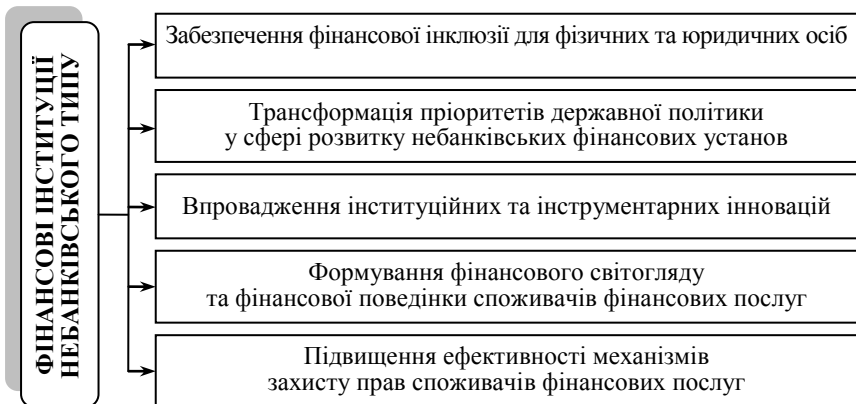


Рис. 4.9. Ключові напрями підвищення функціонування фінансових інституцій небанківського типу в Україні

Джерело: Розроблено автором.

Протягом усього періоду існування небанківська компонента інституційної фінансової інфраструктури в Україні зазнавала суттєвих змін, чи то під впливом суто ринкових факторів, чи то у результаті чергових спроб реформування з боку держави. Як результат, станом на середину 2018 р. (у зіставленні з докризовим 2013 р.) склалася ситуація, яка навряд чи може стати приводом для позитивних оцінок навіть з урахуванням деструктивного впливу економічної кризи (рис. 4.10).

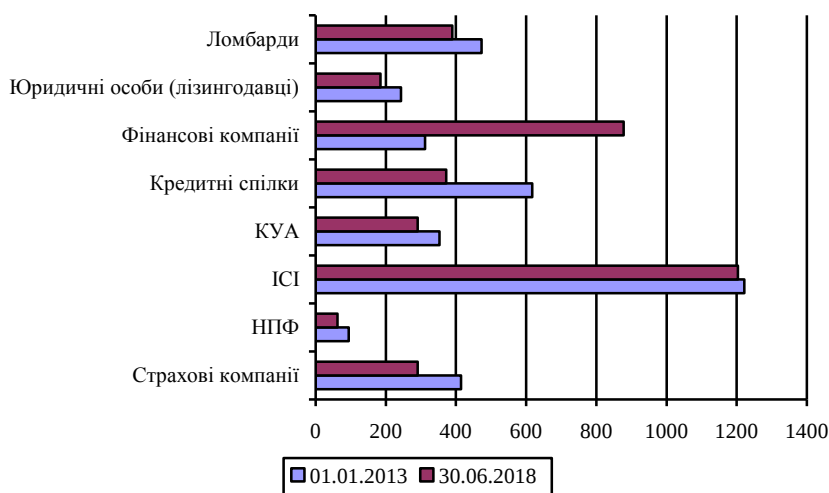


Рис. 4.10. Динаміка кількості небанківських фінансових інституцій в Україні у 2013–2018 рр., од.

Примітка. Дані за 2018 р. станом на кінець I півріччя.

Джерело: Складено автором за [27 28].

Дані рис. 4.10 яскраво свідчать, що у 2013–2018 рр. були сформовані суттєві виклики для інституційної фінансової інфраструктури України, до яких значна кількість фінансових установ так і

²⁷ Квартальні та річні огляди ринків спільного інвестування. УАІБ. URL: www.uaib.com.ua. (дата звернення 12.01.2019 р.).

²⁸ Огляд ринків фінансових послуг. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: www.nfp.gov.ua. (дата звернення 12.01.2019 р.).

не змогла адаптувати свою діяльність. З нашої точки зору, найпоказовішими є не стільки скорочення загальної кількості окремих видів фінансових інституцій в нашій державі, а скоріше глибинні зміни в структурі окремих сегментів. Зокрема, в першу чергу акцентуємо на проблемах, що притаманні ринку кредитування. Тут слід говорити про суттєву різницю в поведінці позичальників фізичних і юридичних осіб. Вище вже неодноразово підкреслювалося, що на сучасному етапі ринок банківського кредитування є найпотужнішим механізмом зовнішнього фінансування бізнесу в Україні. В той же час на рівні взаємовідносин між банками і позичальниками — юридичними особами накопичено суттєві диспропорції, які не в останню чергу стали наслідком відсутності конкуренції в секторі для банків з боку небанківських фінансових інституцій. Яскравим прикладом таких диспропорцій вбачається нам неодноразова ситуація на ринку лізингових послуг і у сегменті сек'юритизованого боргу (на ринку корпоративних облігацій). Так, порівняно з банківським кредитуванням обсяги ринку фінансового лізингу в Україні виглядають досить скромно і демонструють надзвичайну волатильність (рис. 4.11).

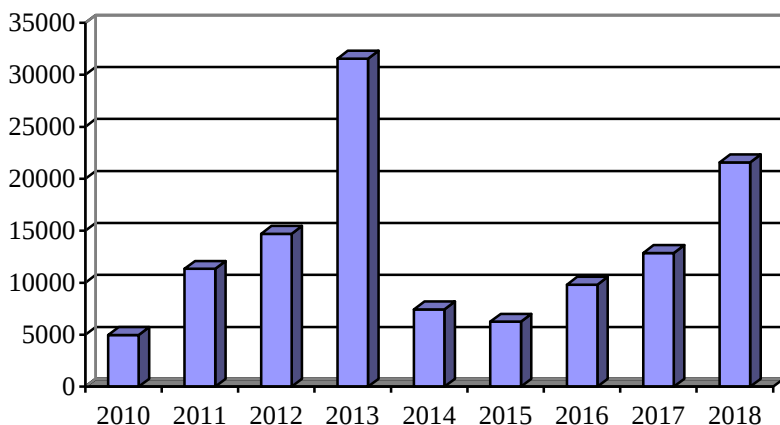


Рис. 4.11. Вартість укладених договорів фінансового лізингу у 2010–2018 рр., млн грн

Джерело: Складено автором за [29].

²⁹ Огляд ринків фінансових послуг. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL.: www.nfp.gov.ua.

На сьогодні існує надзвичайно велика кількість факторів, що стримують розвиток фінансового лізингу в Україні. Проте якраз на прикладі цього сегмента можна продемонструвати всю фрагментарність державної політики щодо небанківських фінансових інституцій, яка в підсумку і призводить до дисбалансів розвитку інституційної фінансової інфраструктури. Так, уже багато років наукове та експертне середовище наголошує на необхідності законодавчих змін. Чинний базовий закон [30] фактично уповільнює розвиток лізингових відносин, однак держава за останні 15 років не відреагувала на необхідність його удосконалення (лише двічі — у 2004 та 2005 рр. вносилися зміни). Одним із ключових питань у розвитку фінансового лізингу навіть після змін у законодавстві залишатиметься правозастосування (діяльність судової гілки влади, виконавців та ін.), адже саме в цій площині виникають численні можливості для махінацій.

Важливим напрямком забезпечення фінансової інклюзії для індивідуумів є розвиток механізмів трансформації заощаджень домогосподарств в інвестиційні ресурси за допомогою небанківських фінансових інституцій. Вже неодноразово наголошувалося, що на сьогодні одним із визначальних факторів стагнації ощадно-інвестиційної активності домогосподарств є рівень їх доходів, разом із тим не варто виключати деструктивного впливу і чинників, що пов'язані зі станом інституційної фінансової інфраструктури. На наш погляд, аналізуючи зазначені проблеми, насамперед варто чітко детермінувати такі базові принципи, на основі яких має розвиватися небанківський сегмент інституційної фінансової інфраструктури:

- Акцент на ефективному функціонуванні депозитних та контрактних небанківських фінансових інституцій. Тут можна говорити про певний логічний ланцюг, в якому посередники ринку депозитних послуг (банки та кредитні спілки) та контрактні інституції (насамперед, недержавні пенсійні фонди, компанії страхування життя) активізуватимуть ощадно-інвестиційний потенціал домогосподарств. Крім того, саме цей тип фінансових інституцій: по-перше, сприятиме частковому вирішенню проблем забезпечення людей в старості; по-друге, формуватиме довгострокові пріоритети інвестування у фінансовій поведінці індивідуумів. Як приклад непослідовності державної політики у цій сфері варто згадати неодноразові спроби реалізувати пенсійну реформу, які щоразу зводили нанівець.

³⁰ Закон України «Про фінансовий лізинг» № 723/97-ВР від 16.12.1997.

- Слід чітко окреслити реальні та дієві напрями підвищення фінансової грамотності громадян України, враховуючи при цьому роль освітніх факторів. Усе зазначене має бути спрямоване на формування відповідного фінансового світогляду. Аналізуючи освітню складову розвитку фінансового світогляду в Україні не можна оминати увагою питання про самоосвіту. Розвиток інформаційних технологій надзвичайно спростив та здешевив доступ до бази фінансових знань. Фактично будь-яка особа, що має доступ до мережі Інтернет, за лічені секунди не тільки може отримати необхідну фінансову інформацію, а й використати її для проведення обраних фінансових операцій. Така швидкість і простота, з одного боку, суттєво розширили можливості домогосподарств у царині набуття фінансових знань, з другого — сформували цілий комплекс проблем, які вимагають вирішення на регуляторному рівні. Зазначений дисбаланс є особливо деструктивним у країнах, у яких відсутні жорсткі інституційні механізми, які убезпечили б від різноманітних схем шахрайства та маніпулювання на основі фінансової інформації. Для прикладу можна навести принципи роботи компаній в Україні, які працюють на ринку індивідуальних інвестицій. Вибір об'єкта інвестування залежить від поточних тенденцій на глобальному фінансовому ринку. В умовах волатильності валютного сегмента такі компанії пропонували валютний трейдинг, на піку популярності — торгівлю Bitcoin та іншими криптовалютами, доволі часто пропонують торгівлю на глобальному фондовому ринку. При цьому рівень фінансових знань потенційного учасника торгів (читай — споживача таких послуг) для цих компаній не має абсолютного значення. Усіх обіцяють навчити, відкрити деморахунок, забезпечити максимальну дохідність за мінімального ризику та обсягу вкладених ресурсів. Ми не стверджуємо, усі без винятку компанії, що пропонують такі послуги, діють за описаною схемою. Втім у пересічних громадян поступово формується уявлення, про відносну простоту фінансових операцій, мета яких — отримання прибутку — є у значній мірі гарантованою. І тільки після того, як такий інвестор внесе реальні кошти на рахунок і втратить їх, приходить розуміння дуальності фінансових інвестицій, ризиків та високої ймовірності програшу.

- Наступна складова фінансової самоосвіти — діяльність засобів масової інформації в Україні. На сьогодні фах економічного аналітика чи оглядача поступається популярністю (у поданні засобів масової інформації) лише політологам та політичним огля-

дачам. На численних телевізійних ток-шоу жваво обговорюється економічна, а з нею і фінансова тематика. Діючі особи таких шоу дозволяють собі робити гучні заяви та прогнози щодо широкого спектра фінансових індикаторів — від курсу гривні до обсягів залучення коштів через випуск ОВДП до державного бюджету. При цьому горизонт таких прогнозів простягається від одного дня до кількох років, а якість нікого із присутніх не цікавить. Більше того, зазначені «фахівці» доволі часто заангажовані, і формують власні прогнози та рекомендації виходячи з пріоритетів великих політичних сил. З наведеного можна зробити висновок, що фінансова самоосвіта в Україні формує численні деформації на рівні фінансового світогляду, які надалі деструктивно відображаються і на фінансовій поведінці домогосподарств.

Нагальних змін потребує державна політика щодо небанківських фінансових інституцій. Історія вітчизняної економіки рясніє прикладами, коли розроблялися численні програми та концепції, спрямовані на розвиток небанківського сегмента інституційної фінансової інфраструктури [31]. Основна проблема таких документів полягає в їхньому узагальнюючому характері, який в абсолютній більшості випадків відображається у досить розмитих нормах, що не впроваджуються у реальну практику регулювання. Зокрема, у Комплексній програмі 2015 р. блок заходів стосувався захисту прав споживачів фінансових послуг та інвесторів:

- підвищення рівня фінансової обізнаності, культури заощаджень населення та застосування інноваційних платіжних інструментів;
- підвищення стандартів розкриття інформації;
- підвищення ефективності реалізації прав інвесторів у фінансові інструменти;
- підвищення ефективності захисту прав споживачів фінансових послуг та інвесторів, у тому числі через створення нових інструментів.

Очевидно, що для оцінки реалізації заходів в Україні в рамках виділеного блоку слід провести окреме дослідження, проте навіть за окремими пунктами можна говорити про недостатню результативність дій держави. Так, суттєві надії розробники програмних документів зараз покладають на повноправне членство в International

³¹ Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Постанова Правління Національного банку України №391 від 18.06.2015 р. URL.: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15> (дата звернення 11.01.2019).

Network for Financial Education (далі — INFE), що забезпечує ефективну взаємодію представників різних країн, що опікуються фінансовою грамотністю населення [32]. У цілому підтримуючи таку позицію, все ж зазначимо, що держава має розуміти характер функціонування цієї платформи, який призначений у першу чергу для фахівців, тоді як проблема пересічних громадян залишається відкритою.

Ефективним кроком є створення єдиної (спільної для усіх регуляторів) комунікаційної платформи, яка забезпечуватиме взаємодію зі споживачами фінансових послуг / клієнтами на основі сучасних технологій. Для прикладу можна взяти досвід таких платформ, як Money Wise, Money Sense та ін. У той же час треба об'єктивно визнати, що для діяльності таких платформ характерні і певні дисбаланси. Насамперед вони пов'язані з обмеженою цільовою аудиторією — як правило, це молоді люди віком 25–40 років, які активно користуються Інтернетом. Так, можна погодитися, що саме ця найбільш економічно активна частина населення може сприяти подальшому поширенню фінансових знань серед осіб старшого віку, але такий ефект надзвичайно обмежений.

У той же час будь-які позитивні зрушення в контексті фінансової грамотності можуть бути нівельовані, якщо зберігатиметься існуючий підхід до порушення прав споживачів фінансових послуг. Слід об'єктивно визнати, що в цій площині залишається значний резерв для розвитку. І мова має йти не тільки про корпоративні стратегії фінансових інституцій, адже в Україні набули значного поширення різноманітні шахрайські та злочинні схеми, які суттєво підривають довіру населення до фінансових інституцій. Для прикладу, протягом 2018 р. кількість випадків шахрайства з банківськими картками становила 105,5 тис., у 2017 р. аналогічний показник становив 77,6 тис. випадків. При цьому новітні шахрайські схеми почали активно використовувати різноманітні соціальні мережі, соціальну комунікацію. В той же час про рівень довіри до держави в цьому разі свідчить той факт, що кількість випадків, коли постраждалі особи звертаються до правоохоронних органів, в десяти разів є меншою від наведених величин.

Надзвичайно складним вбачається питання про відповідальність посадових осіб небанківських фінансових інституцій та репутаційні ризики в інституційній фінансовій інфраструктурі. Існуючі на сьо-

³² International Network for Financial Education. OECD. URL.: www.oecd.org. (дата звернення 20.01.2019).

годні в Україні дослідження акцентують насамперед на репутаційних ризиках у банківському секторі [³³ ³⁴], тоді як аналогічна проблематика для небанківських фінансових інституцій майже не розглядається. Не в останню чергу це пояснюється тим фактом, що в Україні існує достатньо ефективна модель оприлюднення даних про структуру власників банків [³⁵], тоді як на рівні небанківських фінансових інституцій нормативно-правова база з цих питань обмежена за характером впливу. Існує висока ймовірність того, що після запланованої реформи регуляторної моделі інституційної фінансової інфраструктури підхід до оприлюднення повної інформації про структуру власників буде перенесено і на небанківські фінансові інституції.

Наведені вище аргументи свідчать, що активізація функціонування небанківського сегмента інституційної фінансової інфраструктури вимагає від держави і від фінансових установ комплексного підходу. Очевидно, що фрагментарний підхід, з акцентом на один вид фінансового посередництва, приречений на невдачу. Про це свідчить як досвід і країн з «перехідними» економіками, так і досвід, набутий в Україні.

«Нова» економіка суттєво трансформує корпоративні стратегії фінансових інституцій. Зрозуміло, що в українських реаліях ще немає підстав для твердження про інформаційно-знаннєвий вектор розвитку небанківських фінансових інституцій. Проте тільки підхід, заснований на використанні інформації та знань, суттєво видозмінить як фінансових посередників, так і фінансовий світогляд і фінансову поведінку їх клієнтів і споживачів. Насамкінець треба говорити про необхідність складних трансформацій на рівні державної фінансової політики. Не в останню чергу саме завдячуючи відвертим провалам держави-регулятора в Україні сформовано низький рівень фінансової грамотності, високу недовіру до фінансових інституцій. У той же час, усе зазначене має враховувати євроінтеграційні перспективи нашої держави та невідповідність процесів фінансової глобалізації.

³³ Буряк А., Римар О. Репутаційні ризики банківського сектору: інституційні прояви суспільної довіри до фінансового сектору країни. *Економіка. Фінанси. Право*. 2017. № 12(3). С. 10-14.

³⁴ Бевз О. Структури власності банків. Ділова репутація. Реформа корпоративного управління. Матеріали семінару НБУ для викладачів вищих навчальних закладів «Реформи у нагляді та запровадження макрорегуляторного регулювання в банківському секторі України», 19–20 квітня 2017 р., м. Київ.

³⁵ Положення про порядок подання відомостей про структуру власності банку. Постанова Правління Національного банку України №328 від 21.05.2015.

4.4. Розвиток державної політики щодо фінансових інституцій в Україні: євроінтеграційний контекст

Досвід багатьох країн з перехідною економікою засвідчує, що успіх реформ, у тому числі у фінансовій сфері, багато в чому залежить від ефективності державної політики. Фактично існують усі підстави для твердження, що тільки ті країни, в яких вдалося створити ефективну модель державного регулювання фінансового сектору, значно просунулися у своєму економічному розвитку. Проведений вище аналіз засвідчив, що Україну навряд чи можна віднести до їх числа. І з погляду державної регуляторної політики, і в контексті діяльності державних фінансових інституцій для нашої держави характерні глибокі проблеми. Для їх подолання потрібен насамперед консенсус між владою, суспільством і представниками бізнесу у ключових питаннях подальшого розвитку України.

Саме укладення угоди про Асоціацію між Україною та Європейським Союзом, що у повному обсязі набула чинності 1 вересня 2017 р.³⁶, мало стати підґрунтям для швидкого економічного прогресу. Втім, як уже неодноразово траплялось в Україні, найудаліші та найпродуманіші реформи, які використані в інших державах, можуть бути «заполітизовані» в Україні настільки, що втрачають власний первинний сенс і зміст.

Не стала винятком й інституційна фінансова інфраструктура: зазначеною Угодою передбачено численні заходи, які повинні бути реалізовані в Україні задля зближення з фінансовим сектором ЄС. Вказаний шлях пройшло більшість європейських країн колишнього «соціалістичного табору» і здебільшого цей досвід слід визнати вдалим. Наприклад, за одним із базових економічних критеріїв — рівень життя населення — ці держави реалізували швидкі економічні реформи та вже зараз набагато випередили Україну. Те саме можна стверджувати й щодо рівня розвитку фінансових інституцій. Проте досвід таких країн також свідчить, що на цьому шляху існують значні перешкоди, а процес

³⁶ Угода про Асоціацію між Україною, з одного боку, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії та їхніми державами-членами, з другого боку.

інтеграції може мати і негативні наслідки у короткостроковій і навіть у середньостроковій перспективах. Не випадково, з'являються численні політичні течії та партії, які зараховують себе до так званих «евроскептиків». Їх представники наголошують на численних проблемах, що виникли внаслідок швидкої інтеграції. Аналіз їх аргументів свідчить, що в першу чергу тут йдеться про соціальні проблеми, пов'язані з нерівністю всередині Європейського Союзу, значним і недостатньо контрольованим припливом мігрантів та ін. Фінансові аспекти євроінтеграції стоять на перший погляд осторонь, проте вони є не менш важливими з погляду подальшого існування єдиної Європи. Найперше, на що звертають увагу фахівці та уряди багатьох країн в аналізові проблем, пов'язаних із функціонуванням інституційної фінансової інфраструктури в Європейському Союзі, це здатність фінансових установ окремих країн бути конкурентоспроможними і на національному ринку, і в єдиному фінансовому просторі ЄС. Очевидно, що тут слід говорити про фінансові інституції з країн, які не належать до «Старої Європи». Суперечливий характер глобалізації визначає не лише спільні можливості для розвитку (як для держав, так і для бізнесу), а й суттєві розбіжності у поглибленні диспропорцій на всіх рівнях. Більше того, чимало досліджень вказують, що існування навіть приблизно однакових вихідних умов на початку реформ не завжди дає однакові їх результати в різних країнах [³⁷ ³⁸].

Особливо гострими вказані проблеми є для України. Інституційна недосконалість фінансового господарства, домінування приватних інтересів над державними, у тому числі через засилля фінансово-промислових груп, корупція суттєво гальмують євроінтеграційний поступ нашої держави. Не потрібно нехтувати і впливом значного прошарку «евроскептиків» як серед пересічних громадян, так і доволі популярних вітчизняних парламентських політичних сил. Це створює додаткові перешкоди на шляху реформування економіки. Для характеристики рівня сприйняття європейської інтеграції в Україні наведемо дані соціологічних опитувань (рис. 4.12).

³⁷ Balcerowicz L. Post-Communist Transition: Some Lessons IEA Occasional Paper. 2005, P. 127.

³⁸ Fisher S., Sahay R. Transition Economies: The role of institutions and initial conditions, Calvo Conference. 2004.

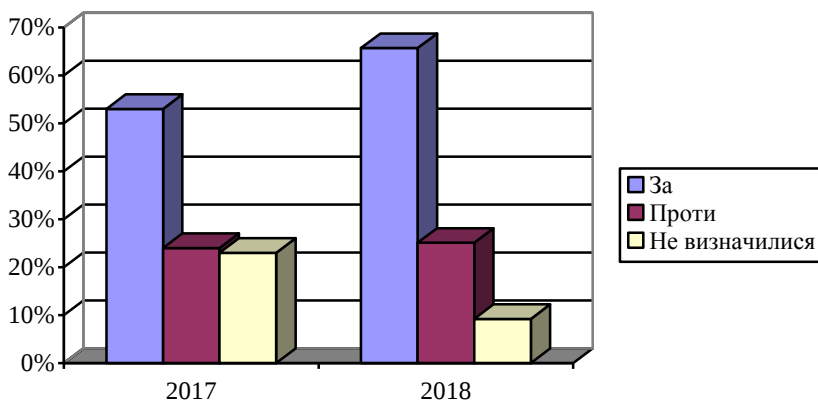


Рис. 4.12. Результати соціологічних опитувань населення щодо перспектив вступу України до Європейського Союзу

Джерело: складено автором за даними Київського міжнародного інституту соціології [39].

Суттєво всі зазначені світоглядні проблеми впливають і на функціонування інституцій фінансової інфраструктури, більше того, вони накладаються і на диспропорції, що притаманні сучасній фінансовій інфраструктурі в Україні. Тому постає питання про шляхи подальшого стратегічного розвитку українських фінансових інституцій в умовах, по-перше, практичної імплементації положень Угоди про асоціацію між Україною та ЄС; по-друге, інтеграції вітчизняної інституційної фінансової інфраструктури у глобальний фінансовий простір.

Визнаючи існування певних здобутків у розвитку фінансових інституцій в Україні на сьогодні, зауважимо, що підписання Угоди про асоціацію між Україною та ЄС [40] сформувало абсолютно новий порядок денний у цьому питанні. Якщо на етапі розробки та підписання цього визначального з погляду перспектив розвитку нашої держави документа серед громадян переважала переважно позитивна емоційна складова, то лише через кілька років

³⁹ Прес-релізи та звіти. КМІС. Офіційний сайт. URL.: [http:// www.kiis.com.ua](http://www.kiis.com.ua). (дата звернення 12.01.2019).

⁴⁰ Угода про Асоціацію між Україною, з одного боку, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з другого боку.

сформоване чітке розуміння складності тих завдань, що постали перед Україною і в політичній, і в соціальній, і в економічній площині. Залишається відкритим питання стосовно загроз для діяльності вітчизняного бізнесу, у тому числі фінансових інституцій через значне посилення конкуренції як на національному ринку, так і на глобальному рівнях.

Масштабність необхідних перетворень, їх всеосяжність і складність цілком природно обумовлюють ряд питань про можливості їх реалізації. За більш ніж два з половиною десятиліття Україні дала достатньо приводів для скепсису у питанні реалізації реформаторських стратегій, здатності політикуму відірватися від своєрідного «якоря» електоральних симпатій і реалізувати швидкі реформи. Більше того, цілком у дусі «реформ по-українськи» виглядає і кулуарна політична боротьба з вибору регуляторної моделі для вітчизняного фінансового сектору — існування окремих органів, розподілу повноважень між ними, призначення керівництва під впливом різних гілок влади тощо.

Головні пріоритети та принципи євроінтеграційного напрямку було акумульовано у Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 р. [⁴¹]. Цим документом передбачено імплементацію 45 актів законодавства ЄС у вітчизняне правове поле, серед них з питань бухгалтерського обліку, фінансової звітності, прозорості фінансових установ — 14 документів, діяльності кредитних установ — 9, страхового ринку і пенсійного забезпечення — 7, нагляду за фінансовим сектором — 5, діяльності інститутів спільного інвестування — 4, депозитарної системи — 2, інших сфер фінансового сектору — 4.

Хоча цей поділ є певною мірою умовним, він дає можливість ідентифікувати ключові точки реформ, на які доцільно спрямувати регуляторні можливості держави. Кожен із регуляторів, що на сьогодні функціонують в Україні, постійно звітує про хід реалізації відповідно до сформованих планів заходів. У цьому контексті постає щонайменше три важливих питання. По-перше, яким чином імплементація актів законодавства ЄС в Україні впливає на розвиток вітчизняної фінансової інфраструктури? По-друге, чи є кроки у цьому напрямі достатніми для забезпечення суттєвого прогресу в розвитку фінансового посередництва в

⁴¹ Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Постанова Правління Національного банку України від 18 червня 2015 року № 391 (у ред. рішення Правління Національного банку України від 16 січня 2017 р. № 28).

Україні? По-третє, які кінцеві завдання стоять перед Україною в контексті євроінтеграції в стратегічній перспективі.

Пошук відповідей на кожне із наведених питань першочергово вимагає ідентифікації місця нашої держави на світовій фінансовій мапі загалом і на європейському рівні зокрема. Цілком очевидним вбачається той факт, що за абсолютною більшістю показників вітчизняна інституційна фінансова інфраструктура значно поступається іншим державам. І роль аутсайдера внаслідок швидкої та непродуманої інтеграції може не лише не зникнути, а скоріше навпаки — закріпитися за нашою державою, що створить додаткові загрози і для фінансового господарства, і для економіки в цілому.

Зокрема, з погляду міжкраїнових порівнянь найчастіше застосовують показник капіталізації ринку акцій. Станом на середину 2018 р. спостерігалася ситуація, що проілюстрована на рис. 4.13.

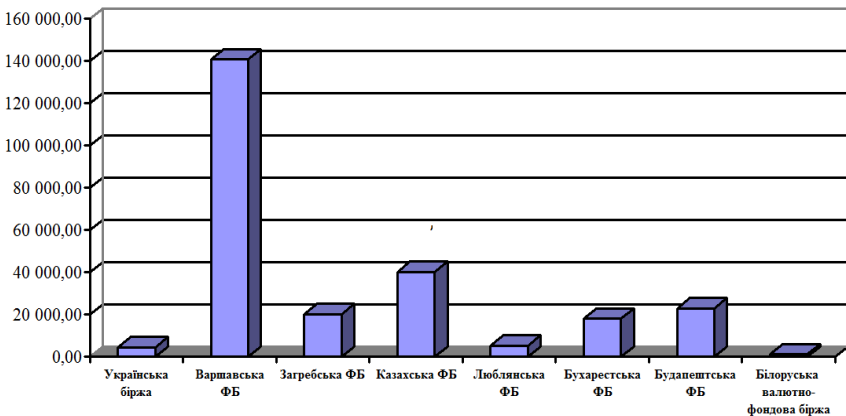


Рис. 4.13. Капіталізація ринку акцій окремих європейських країн, млн дол. США станом на 30 червня 2018 р.

Джерело: складено автором за [42].

Можна зауважити, що за обсягами торгів акціями АТ «Українська біржа» не завжди посідає лідируючі позиції у нашій державі. Проте саме показники цієї фондової біржі використовуються фахівцями World Federation of Exchanges для ідентифікації об-

⁴² Monthly reports. World Federation of Exchanges. Official site. URL.: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>. (дата звернення 14.01.2019).

сягів українського ринку цінних паперів. Як бачимо з наведених на рис. 4.13 даних, однозначного висновку щодо місця українського ринку акцій серед аналогічних ринків зробити важко. Разом з тим, оцінюючи на основі наведених відомостей окремі тенденції, все ж зауважимо таке.

1. Показник капіталізації хоча і вважається найуніверсальнішим з позицій представлення тенденцій як на ринку акцій, так і в цілому по економіці, все ж має певні застереження, пов'язані зі своєю волатильністю, розривом між тенденціями у корпоративному секторі і та ін. В українських реаліях ці перестороги набувають особливого забарвлення насамперед через фрагментарність біржового ринку, численні випадки цінового маніпулювання, присутність на біржовому ринку акцій мінімальної кількості інвестиційно привабливих цінних паперів. Однак це зовсім не заважає НКЦПФР звітувати ^[43] про рівень капіталізації вітчизняного ринку акцій в обсягах, які досить часто викликають сумніви навіть у найоптимістичніше налаштованих експертів. У той же час у періоди, коли капіталізація вітчизняного ринку акцій зменшується, регулятор наводить протилежну за змістом аргументацію: «Зменшення кількості фіктивних інструментів, зупинення торгівлі ними на фондових біржах дало змогу отримати об'єктивну оцінку стану та розміру фондового ринку» ^[44].

2. Виділення двох основних моделей побудови фінансової системи країни — англосаксонської та континентальної, дає можливість розраховувати, що основним механізмом фінансування промислового сектору може бути предметний сегмент. Проте ці сподівання є досить примарними як за кількісними, так і за якісними параметрами.

Таким чином, оцінюючи перспективи інтеграції вітчизняної інституційної фінансової інфраструктури у глобальне фінансове господарство, слід визнати, що в цьому процесі Україна розпочала євроінтеграційний етап із позиції аутсайдера та перебуває на ній і нині.

Зокрема, це виявляється й у відсутності стійкого взаємозв'язку між корпоративним сектором і фондовим ринком. В існую-

⁴³ Фондовий ринок Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. URL.: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual/> (дата звернення 14.01.2019).

⁴⁴ Річний звіт НКЦПФР за 2016 р. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. URL.: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual/> (дата звернення 14.01.2019).

чий ієрархії джерел фінансування вітчизняного корпоративного сектору інструменти фондового ринку використовуються за залишковим принципом. Основними емітентами акцій і корпоративних облігацій є фінансові установи, й досягти суттєвого прогресу в рівні корпоративного управління (особливо в частині транспарентності діяльності) не вдалося.

Зазначимо, що всі без винятку сегменти вітчизняного фінансового ринку в меншій чи більшій мірі інтегруються у глобальне фінансове середовище — іноземний капітал присутній у банківській системі, на страховому ринку. Чинна система звітності регуляторів дає можливість оцінити достовірно роль іноземного капіталу лише в банківському секторі, хоча існує нагальна потреба в перегляді такої позиції насамперед з позицій національної безпеки. У підсумку можна виділити кілька ключових моментів, які формують ризики євроінтеграційного шляху розвитку інституційної фінансової інфраструктури в Україні (рис. 4.14).

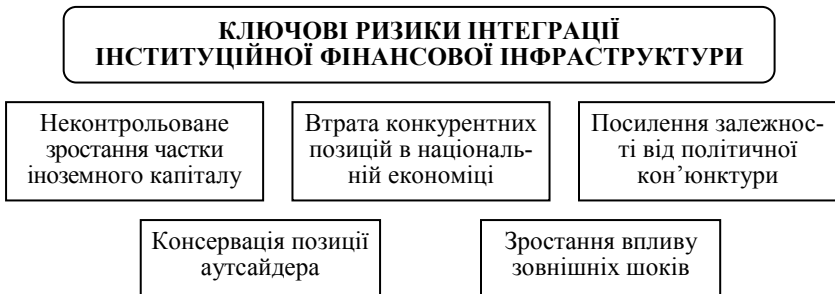


Рис. 4.14. Ризики, пов'язані з інтеграцією інституційної фінансової інфраструктури України у глобальний фінансовий простір

Джерело: розроблено автором.

Як бачимо, перелік загроз, пов'язаних з інтеграційними процесами, є досить значимим. Як свідчить набутий досвід, вітчизняний бізнес та економіки в цілому виявляють надзвичайно низьку спроможність до функціонування в умовах зовнішніх шоків. Історія української економіки рясніє прикладами, коли коливання на певних світових сировинних ринках викликали суттєві дисбаланси. Не в останню чергу це є наслідком особливої структури вітчизняної економіки, в якій головну роль відіграють традиційні

експортноорієнтовані галузі — металургія, хімічна промисловість, агропромисловий сектор. Не стала винятком і фінансова сфера. Загальновідомою залишається висока залежність в окремі періоди вітчизняного ринку ОВДП від стратегій іноземних інвесторів. Відповідно, у періоди масового виведення капіталу це негативно впливає на кон'юнктуру ринку.

Неоднозначним є й питання про масовий прихід іноземного капіталу до вітчизняних фінансових інституцій. Очевидно, що позитивний вплив таких тенденцій пов'язаний не стільки з суто кількісними параметрами трансграничного руху капіталу, скільки з трансфертом технологій фінансового посередництва і запровадженням найкращої практики корпоративного управління.

Активні інтеграційні процеси посилюватимуть вплив політичних факторів на діяльність інституційної фінансової інфраструктури в Україні. Ряд потужних політичних партій активно використовуватимуть риторичу про «зовнішнє управління» Україною, дестабілізуючи економічну та соціальну ситуацію.

Разом з тим жодні ризики у функціонуванні інституційної фінансової інфраструктури не можуть перекреслити того факту, тільки рух до Європейського Союзу та набуття його цінностей є цивілізаційним вибором українців.

Висновки до Розділу 4

Дослідження напрямів модернізації інституційної фінансової інфраструктури в Україні засвідчує про таке.

- Стратегічні пріоритети розвитку фінансового посередництва в Україні мають бути сконцентровані на кількох напрямках: по-перше, це докорінна зміна принципів функціонування управлінської фінансової інфраструктури. Запропонована на сьогодні модель реформ, яка передбачає припинення діяльності Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, не має стратегічних перспектив і у перспективі має бути змінена. По-друге, мають бути докорінно трансформовані принципи взаємодії фінансових інституцій і споживачів фінансових послуг і клієнтів. Насамкінець держава має забезпечити максимальну конкуренцію на рівні інституційної фінансової інфраструктури, що суттєво вплине на її кількісні та якісні параметри.

- Сталий розвиток вітчизняного банківського сектору можливий за рахунок реалізації комплексного підходу, в якому базовими є кілька напрямів. Необхідно забезпечити поступову зміну пріоритетів у фінансовій поведінці індивідуумів та їх ставленні до банківських інституцій і банківських послуг. Важливим аспектом є створення умов для функціонування ефективних конкурентних механізмів на вітчизняному кредитному ринку, у тому числі за рахунок унормування діяльності численних мікрофінансових організацій. Також варто сконцентрувати регуляторні зусилля держави на створенні нормативно-правової бази з питань дотримання прав кредиторів і позичальників, зокрема щодо діяльності колекторських компаній.

- З позицій модернізації небанківських фінансових посередників в Україні варто створити передумови для максимальної фінансової інклюзії споживачів і клієнтів фінансових установ; зміни регуляторних підходів з боку держави до фінансових інституцій небанківського типу; формування ефективних і дієвих механізмів захисту споживачів фінансових послуг; широкого запровадження інституційних та інструментарних інновацій; зміни фінансового світогляду та фінансової поведінки індивідуумів.

- Подальший розвиток інституційної фінансової інфраструктури України має однозначно базуватися на безальтернативному характерові євроінтеграційних процесів для нашої держави. Посилення інтеграції вітчизняних фінансових інституцій у глобальне фінансове середовище пов'язане як з численними можливостями, так і з не менш численними загрозами. З позиції світоглядних пріоритетів також слід зважати на існування значного прошарку «євроскептиків» як серед пересічних громадян, так і у частині політичних партій і блоків.

ВИСНОВКИ

Вивчення теоретико-методологічних та практичних основ функціонування інституційної фінансової інфраструктури дає можливість зробити такі висновки.

1. Логічна взаємопов'язаність понять «фінансова система», «фінансовий сектор» та «фінансова інфраструктура» визначає здатність характеризувати за їх допомогою процеси та явища, що притаманні сучасному фінансовому господарству, проте не свідчить про повну тотожність. Інституційний зріз фінансової інфраструктури представлений фінансовими інституціями, однак її змістовні характеристики значно ширші порівняно з поняттям «фінансовий сектор». Найбільш універсальним за внутрішньою будовою є поняття «фінансова система». У контексті аналізу механізмів вирішення економічних проблем суспільного розвитку слід враховувати, що фінансова інфраструктура — невід'ємна складова економічної інфраструктури, і тому за рахунок відповідного інструментарію існує можливість суттєвого впливу на економічні, а з ними — і на політичні та соціальні процеси.

2. Інституційна фінансова інфраструктура представляє собою множину фінансових інституцій, які за допомогою різноманітного інструментарію (фінансові інструменти, фінансові послуги, операції) забезпечують обіг капіталу між різними економічними агентами у рамках сформованих у суспільстві економічних інститутів. Базисом для сучасної фінансової інфраструктури слугує управлінська та інституційна фінансова інфраструктура. Складність та взаємопов'язаність процесів руху капіталу, який опосередковується через випуск й обіг фінансових інструментів та надання / споживання фінансових послуг, визначають необхідність виділення управлінсько-інституційної фінансової інфраструктури, до якої входять державні фінансові інституції, саморегулювні організації та об'єднання професійних учасників.

3. Під впливом тенденцій, що притаманні сучасній економіці, відбувається трансформація класичних функцій фінансового посередництва як на макро-, так і мікрорівнях. Зокрема, на макрорі-

вні перед фінансовими установами постають завдання, пов'язані з уникненням дій, які можуть призвести до виникнення і/або посилення макрофінансових дисбалансів; сприянням подоланню міжкраїнових та міжрегіональних розривів у розвитку, соціалізацією фінансових відносин. На мікрорівні відбулося окреслення таких завдань: дефрагментація індивідуальних заощаджень та інвестицій, максимальне включення фактора знань до фінансових відносин, підвищення рівня безпеки для споживачів і клієнтів, у тому числі — операцій у віртуальному середовищі.

4. Глобалізація та формування «нової» економіки визначають виникнення функціональних дисбалансів у діяльності фінансових інституцій. До них насамперед слід віднести такі: невідповідність потенціалу фінансових установ потребам реального сектору економіки, послаблення ефективності механізму регулювання та нагляду з боку держави, формування інформаційного паритету, зниження гарантійної ролі професійного статусу фінансового посередника; антагонізм між зростанням невизначеності і ризиковості діяльності та збільшенням інструментарію ризик-менеджменту; формування розбіжностей між економією на масштабах фінансових операцій і результативністю/ефективністю фінансових інституцій.

5. Сучасному фінансовому ринку як середовищу діяльності фінансових інституцій властиві численні суперечності та дисбаланси. З погляду впливу на фінансові відносини найбільш значимими є такі: парадоксальне поєднання технологічної єдності та національної фрагментарності; локалізація глобальних фінансових потоків на рівні світових фінансових центрів та провідних регіонів; впровадження штучного інтелекту у фінансові відносини; слабка контрольованість процесів фінансового інжинірингу та розповсюдження фінансових інновацій. Виділені конфігурації фінансового ринку формують численні переваги, а з ними — і не менш численні загрози для його учасників.

6. За вектором та силою впливу на діяльність фінансових інституцій основоположним процесом сучасної економіки вбачається перетворення інформації та знань на економічний ресурс. Формування інформаційно-знаннєвої парадигми глобального економічного розвитку визначає: а) детермінацію принципово нових вимог до взаємодії фінансових інституцій зі споживачами, клієнтами, учасниками фінансових операцій; б) трансформацію у функціонуванні управлінської та управлінсько-інституційної

складових фінансової інфраструктури в бік створення сприятливого інституційного середовища; в) подолання просторового та часового розривів між фінансовими інституціями та іншими економічними агентами; г) перетворення фінансових інституцій в «емітентів» інформації та знань, до яких держава та інші учасники висувають особливі вимоги щодо транспарентності; д) зростання уразливості корпоративних стратегій фінансових інституцій та їх залежності від ефективності використання інформації та знань.

7. Глобалізація та фінансова глобалізація поєднуються з невпинною транснаціоналізацією, що в кінцевому випадку веде до виникнення «економіки корпоративної», в якій провідну роль відіграють найбільші транснаціональні корпорації. Неконтрольоване зростання фінансового капіталу та його мобільність визначили домінування якраз фінансових ТНК над їх промисловими аналогами. З початку XXI ст. відбулося поступове формування глобальної інституційної фінансової інфраструктури, репрезентованої фінансовими транснаціональними корпораціями. Транснаціоналізація інституційної фінансової інфраструктури є закономірним результатом глобалізації світової економіки, і у стратегічному вимірі матиме як позитивні, так і негативні наслідки як для неї так і для національних економік окремих держав.

8. Формування рис «нової» економіки безпосередньо визначає зміну формату фінансових відносин і в кінцевому підсумку — фінансиалізацію економіки. Суперечливий характер впливу фінансової економіки на діяльність фінансових інституцій полягає в тому, що в умовах масштабного та, багато в чому, неконтрольованого зростання фінансових операцій, виникають певні обмеження, які стримують розвиток інституційної фінансової інфраструктури. Зазначені обмеження виявляються у такий спосіб: відбувається зміна ролі людини в економічних та фінансових процесах; виникає залежність результативності корпоративних стратегій фінансових інституцій від фінансового світогляду та фінансової поведінки домогосподарств; поширюється алгоритмізація фінансових операцій та використання роботів, що актуалізує питання про соціальну складову розвитку фінансових установ; формуються суб'єктивні та об'єктивні ресурсні обмеження щодо використання інформації, й особливо — знань; поширюється практика використання можливостей інституційної фінансової інфраструктури в геополітичних і міждержавних конфліктах.

9. Інституційна фінансова інфраструктура України створювалася в надзвичайно складних умовах, коли непослідовність державної економічної політики синхронізувалася зі специфічною фінансовою поведінкою індивідуумів та корпоративними стратегіями бізнес-одиниць. Внаслідок застосування моделі сертифікаційної та грошової приватизації наприкінці XX ст. було закладено кілька точок біфуркації, які деструктивно впливають на фінансове господарство навіть зараз. У першу чергу тут йдеться про особливу структуру акціонерної власності з провідною роллю мажоритарних власників, домінування в вітчизняній економічній моделі фінансово-промислових груп, суттєву питому вагу тіньової економіки, виникнення колосального рівня недовіри з боку домогосподарств до фінансових установ, низький рівень доходів та оцядної активності домогосподарств, опортуністичну конкурентну стратегію фінансових інституцій.

10. Неоднозначною протягом багатьох років залишається роль держави у процесах, що відбуваються на рівні інституційної фінансової інфраструктури в Україні. Слабкість та неефективність вітчизняної моделі банківського нагляду призвела до багато в чому невиправданого зростання присутності держави у банківському секторі, тоді як у сегменті небанківських фінансових інституцій держава-власник майже не представлена. Вимушений характер націоналізації кількох великих банківських установ поєднується з відсутністю у держави чіткої стратегії щодо функціонування державних банків, впливом політичних факторів на їх діяльність, нездатністю синхронізувати корпоративні стратегії державних фінансових інституцій з цілями та завданнями державної економічної політики. Не менше коло проблем сконцентровано у діяльності держави як регулятора діяльності фінансових інституцій. Насамперед надзвичайно низькою залишається результативність функціонування існуючих регуляторів у питанні захисту прав споживачів фінансових послуг, забезпечення високого рівня фінансової інклюзії, транспарентності діяльності фінансових інституцій.

11. Взаємодія фінансових інституцій з підприємствами реального сектору економіки України відбувається в межах процесу фінансової сегрегації, який полягає у переважаючій десинхронізації їх корпоративних стратегій. Фактично за фінансовими інституціями протягом тривалого часу зберігається підлегла роль щодо промислового ядра провідних фінансово-промислових груп.

Відбулося формування прошарку «кептивних» фінансових інституцій, які забезпечують контроль над фінансовими потоками та серед іншого — мінімізацію податкових платежів. Сформовано надзвичайно низький рівень фінансової інклюдії для потенційних клієнтів фінансових інституцій — і з позицій фінансових інструментів, і з позиції доступних фінансових послуг. Насамкінець деформованими залишаються інституційні механізми конкуренції між реципієнтами капіталу та безпосередньо між фінансовими інституціями.

12. Швидкість та невідворотність змін, що притаманні сучасній глобальній економіці, визначили множинний та складний порядок денний для вітчизняних фінансових інституцій. Забезпечення конкурентоспроможності інституційної фінансової інфраструктури України у глобальному вимірі вимагає насамперед імплементації на рівень корпоративних стратегій різноманітних інновацій, якими характеризується «нова» економіка. В свою чергу, відповідність фінансових установ таким вимогам іманентна до процесів, що властиві вітчизняній економіці загалом. І з позиції зовнішнього, і з погляду внутрішнього середовищ вітчизняні фінансові інституції виявляють низьку спроможність трансформувати свою діяльність до принципів «нової» економіки. Найвищий рівень синхронізації демонструють банківські установи, тоді як небанківській фінансові інституції неспроможні забезпечити достатній рівень інструментарних, технологічних інновацій.

13. Вирішення проблем, що сконцентровані в діяльності вітчизняних фінансових інституцій, потребує комплексного підходу, акумуляції зусиль як держави, так і самих фінансових установ. Першочерговими завданнями є такі:

- удосконалення функціонування управлінської фінансової інфраструктури. Йдеться не стільки про кількість органів державного регулювання фінансових інституцій, скільки про радикальну зміну регуляторних підходів до їх діяльності з боку держави;

- зміна базових принципів взаємодії фінансових інституцій зі споживачами фінансових послуг та клієнтами, у тому числі за рахунок подолання численних стереотипів у їх фінансовій поведінці;

- удосконалення конкурентних механізмів на рівні фінансових інституцій, у тому числі з використанням інформаційно-знансєвих ефектів.

14. Виправлення деформацій розвитку вітчизняного банківського сектору на сучасному етапі можливе за рахунок забезпечення максимальної транспарентності банків у відносинах з клієнтами та споживачами; формування нормативно-правової бази для функціонування мікрофінансових організацій; запровадження ефективних механізмів дотримання та захисту прав споживачів кредитних фінансових послуг; створення умов для поширення легальних механізмів забезпечення дотримання прав кредиторів та позичальників з унормуванням діяльності колекторських компаній.

У контексті розвитку небанківських фінансових інституцій необхідно реалізувати такі першочергові кроки: забезпечити фінансову інклюзію для фізичних та юридичних осіб; трансформувати державну регуляторну політику щодо фінансових установ небанківського типу; запровадити різноманітні інновації; суттєво підвищити ефективність механізмів захисту прав споживачів фінансових послуг; сформувати підстави для раціональної фінансової поведінки індивідуумів.

Усі без винятку сценарії розвитку інституційної фінансової інфраструктури України в сучасних умовах мають враховувати як нові можливості, так і певні загрози євроінтеграційного шляху розвитку нашої держави.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. 100 самых богатых людей Украины. *Фокус: офіційний сайт*. URL: <https://focus.ua/ratings/396336> (дата звернення 12.01.2019 р.).
2. Абакуменко О., Лук'яшко П., Шатирко Д. Передумови та наслідки формування розриву між віртуальним та реальним секторами економіки. *Інвестиції: практика та досвід*. 2013. № 8. С. 34–37.
3. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. *Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность*. URL: <https://goo.gl/5A4Tq2> (дата звернення 19.01.2019 р.).
4. Андрієнко О. Економічний вимір освіти: знання як товар. *Гілея: науковий вісник*. 2015. Вип. 102. С. 325–330.
5. Аюпов А., Иванов М. и др. *Рынок ценных бумаг*. Казань: Отечество, 2013. 274 с.
6. Бабіченко В. В. *Корпоративні фінанси: сучасна парадигма розвитку*. Київ: ВД «Винниченко», 2014. 552 с.
7. Базилевич В., Базилевич К. *Ринкова економіка: основні поняття і категорії*. Київ: Знання, 2006. 263 с.
8. Бакан Дж. *Патологическая погоня за прибылью*. Москва, 2007.
9. Батра Р. *Мошенничество Гриспена*. Минск: Попурри, 2006.
10. Бевз О. Структури власності банків. Ділова репутація. Реформа корпоративного управління. *Матеріали семінару НБУ для викладачів вищих навчальних закладів «Реформи у нагляді та запровадження макропруденційного регулювання в банківському секторі України», 19–20 квітня 2017 р., м. Київ*.
11. Бейли М., Фаррелл Д. *Устранение барьеров на пути экономического роста*. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2006/03/pdf/baily.pdf> (дата звернення 12.01.2019 р.).
12. Бек У. *Что такое глобализация? Ошибки глобализма — ответы на глобализацию*. Москва: Прогресс-традиция, 2001. 304 с.
13. Белл Д. *Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования*. Москва: Academia, 2004. 788 с.
14. *Биржевой робот за 45 минут привел к убыткам в 440 миллионов долларов*. URL: <https://habr.com> (дата звернення 12.01.2019 р.).
15. Боди Э., Роберт К. Мертон. *Финансы*. Москва; Санкт-Петербург; Киев: Вильямс, 2000. 584 с.
16. Буквич Р., Ощич Ч. Финансиализация и современные экономические кризисы. *Вестник НГИЭИ*. 2013. №3 (22). URL: <http://cyberleninka.ru/article/n/finansializatsiya-i-sovremennye-ekonomicheskie-krizisy> (дата звернення 12.01.2019 р.).
17. Буклемишев О., Данилов Ю., Кокорев Р. Мегарегулятор как результат эволюции финансового регулирования. *Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика*. 2015. № 4. С. 52–74.

18. Буряк А., Римар О. Репутаційні ризики банківського сектору: інституційні прояви суспільної довіри до фінансового сектору країни. *Економіка. Фінанси. Право*. 2017. № 12(3). С. 10–14.

19. Варналій З. *Мале підприємництво: основи теорії і практики*. Київ: Знання, 2001. С. 177–186.

20. Васенко В. *Фінансове посередництво*. Черкаси: Вид-во ПП Чабаненко Ю. А., 2009. 450 с.

21. Ватаманюк З., Дорош О. Небанківські фінансові інститути в економічній системі США. *Фінанси України*. 2003. № 3. С. 119–127.

22. Веблен Т. *Теория праздного класса*. Москва: Прогресс, 1984. 367 с.

23. Величко В. Градуалізм як особливість політики перехідної економіки Китаю. *Економіка і прогнозування*. 2015. № 4. С. 133–147.

24. Вернон Р. *Буря над многонациональными*. Москва: Прогресс, 1982.

25. Вільямсон О. *Економічні інституції капіталізму: Фірми, маркетинг, укладання контрактів*. Київ: Артєк, 2001. 472 с.

26. Вітка Ю. Рецепти довіри до фінансових установ. *Економічна правда*. URL: <https://www.epravda.com.ua/rus/columns/2018/11/6/642331> (дата звернення 15.01.2019 р.).

27. Габбард Глен Р. *Гроші, фінансова система та економіка*. Київ: КНЕУ, 2004. 889 с.

28. Гарбар Ж. *Фінансовий ринок*. Київ: КНТЕУ, 2015. 455 с.

29. Гіптерс З. *Культурологія: словник-довідник*. Київ: УБС НБУ, 2008. 407 с.

30. Гладких Д. М. Шляхи вирішення проблем, пов'язаних з високим рівнем присутності іноземного капіталу в банківській системі України. Аналітична записка. *Національний інститут стратегічних досліджень*. 2016. URL: http://www.niss.gov.ua/content/articles/files/inozemn_kapital-cbb0a.pdf (дата звернення 11.01.2019 р.).

31. Глушенко С., Казакова С. Мінімізаційні податкові схеми: зарубіжна та українська практика. Магістеріум. *Економічні студії*. 2014. Вип. 56. С. 21–25.

32. Голиков А., Олійник Я., Степаненко А. *Вступ до економічної і соціальної географії*. Київ: Либідь, 1997. 320 с.

33. Головки В. *Українські фінансово-промислові групи в модернізаційних процесах 1991–2009 рр.* Київ: Інститут історії України, 2012. 416 с.

34. Гончаренко С. *Український педагогічний словник*. Київ: Либідь, 1997. 376 с.

35. Гончаренко О. Постіндустріальний розвиток національної економіки. *Економічний аналіз*. 2010. Вип. 5. С. 68–70.

36. Горовий В. Національні інформаційні ресурси в контексті посилення глобальних інформаційних впливів. *Наукові праці Національної бібліотеки України ім. В. І. Вернадського*. Київ, 2013. Вип. 36. С. 7–21.

37. Гридасова Г. Транснаціональні корпорації в неокорпоративній парадигмі. *Проблеми міжнародних відносин*. 2014. Вип. 9. С. 33–44.

38. Грідчина М., Захожай В., Осіпчук Л. *Фінанси (теоретичні основи)*. Київ: Міжрегіональна академія управління персоналом, 2004. 312 с.

39. Грошово-кредитна та фінансова статистика. *Національний банк України: офіційний сайт*. URL: <http://www.bank.gov.ua> (дата звернення 19.01.2019 р.).

40. Данилович-Кропивницька М. Інформаційна економіка як платформа мережизації. *Економіка і суспільство*. 2016. № 7. С. 273–278.

41. Деякі питання забезпечення стабільності фінансової системи: Постанова Кабінету Міністрів України № 961 від 18 грудня 2016 року. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/961-2016-%D0%BF> (дата звернення 12.01.2019 р.).

42. Деякі питання публічного акціонерного товариства «Державний ощадний банк України»: Розпорядження Кабінету Міністрів України № 112-р від 21 лютого 2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/112-2018-%D1%80> (дата звернення 12.01.2019 р.).

43. Дзюнь О. Світовий досвід створення мегарегулятора на ринку фінансових послуг. *Державне управління: удосконалення та розвиток*. 2014. № 3. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Duug_2014_3_14 (дата 14.01.2019 р.).

44. Диференціація життєвого рівня населення. *Державна служба статистики України: офіційний сайт*. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення 11.01.2019 р.).

45. Доклад о мировых инвестициях 2017. *ЮНКТАД*. URL: www.unctad.org (дата звернення 12.01.2019 р.).

46. Долгов С. *Глобализация экономики: новое слово или новое явление?* Москва: Экономика, 1998. 215 с.

47. Дроздовская Л., Рожков Ю. *Банковская сфера: механизм информационно-финансовой интермедиации*. Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 2013. 320 с.

48. Дубровський В., Черкашин В. *Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення/унікнення оподаткування в Україні*. Київ: Інститут соціально-економічної трансформації, 2017. 36 с.

49. Дудинець Л. Напрями забезпечення довіри споживачів фінансових послуг. *Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України*. 2017. Вип. 2. С. 104–107.

50. Дюркгейм Э. *Социология. Ее предмет, метод, предназначение*. Москва: Канон, 1995. 352 с.

51. Еш С. М. *Фінансовий ринок*. Київ: Центр учбової літератури, 2011. 528 с.

52. Єщенко П., Палкін Ю. *Сучасна економіка*. Київ: Вища школа, 2005. 325 с.

53. Жихарцева О. Фінансово-промислові групи: поняття, структура та типи. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2016. Вип. 26.6. С. 235–242.

54. Закревська Л. Наслідки глобалізації для економіки України та країн світу. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2014. Вип. 8. С. 37–39.

55. Зачосова Н. В. Механізм створення фонду гарантування інвестицій як суб'єкта захисту економічної безпеки компаній з управління активами та торговців цінними паперами в Україні. *Економічний часопис XXI*. 2010. № 5–6. С. 18–23.

56. Зачосова Н., Куценко Д. Інформаційна транспарентність як фактор впливу на процес управління економічною безпекою фінансових посередників. *Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції*, м. Ялта, 1–5 жовтня 2013 р. URL: <http://eprints.kname.edu.ua/38595/1/60-62.pdf> (дата звернення 19.01.2019 р.).

57. Звіти про діяльність. *НКЦПФР: офіційний сайт*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua> (дата звернення 12.01.2019 р.).

58. Зимовець В. *Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток*. Київ: Інститут економіки НАНУ, 2003. 314 с.

59. Зимовець В., Зубик С. *Фінансове посередництво*. Київ: КНЕУ, 2004. 288 с.

60. *Значення сертифікатної приватизації в процесі роздержавлення власності. Можливі напрямки використання позитивних результатів та мінімізації негативних аспектів приватизації*. Київ: ДАК «НМАЦ», 2000.

61. Иншаков О., Фролов Д. *Эволюция институционализма в российской экономической мысли (IX–XXI вв. Т. 1*. Москва: Экономистъ, 2007. 511 с.

62. Исследовательская группа МВФ о финансовой глобализации. *БИКИ*. 2007. № 129. С. 4–6.

63. Іваницька О. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні. *Державне управління: теорія та практика*. 2006. № 1. С. 51–60.

64. Каленюк І. Освіта в ринковому середовищі та неекономічні цінності. *Економіка України*. 2003. № 7. С. 67–73.

65. Калюга О. Гарантування інвестицій на фондовому ринку України. *Державне будівництво*. 2012. № 1. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/-DeBu_2012_1_18

66. Карлін М. *Фінансова система України*. Київ: Знання, 2007.

67. Кармазіна М., Шурбована О. «Інститут» та «інституція»: проблема розрізнення понять. *Політичний менеджмент*. 2006. № 4. С. 10–19.

68. Катрич С. Через трансформацію к новой экономике. *Глобальные рынки и финансовый инжиниринг*. 2017. Т. 4. № 1. С. 65–72.

69. Квартальні та річні огляди ринків спільного інвестування. *УАІБ: офіційний сайт*. URL: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html (дата звернення 19.01.2019 р.).

70. Квасовський О., Стецько М. Сучасні трансформації та проблемні аспекти оподаткування фінансових результатів діяльності страховиків України. *Світ фінансів*. 2017. № 3(52). С. 19–33.

71. Класифікація інституційних секторів економіки України. Наказ Державної служби статистики України № 378 від 03.12.2014 р.
72. Клименко К., Терещенко Г. Самофінансування регуляторів ринків цінних паперів: зарубіжна практика та українські реалії. *Фінанси України*. 2017. № 2. С. 27–42.
73. Кобушко І. *Фінансове посередництво*. Суми: Вид-во СумДУ, 2010. 194 с.
74. Коваленко М. *Держава та банківський сектор: реалістична організація взаємодії*. Харків: Tim Publishing Group, 2015. 332 с.
75. Ковтун О. Обґрунтування механізму впливу на рівень довіри домогосподарств до інституцій фінансового ринку. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2016. Вип. 10(1). С. 133–138.
76. Коган В. *Теория информационного взаимодействия: Философско-социологические очерки*. Новосибирск: Изд-во Новосибирского университета, 1991. 200 с.
77. Колин К. Философские проблемы информатики. Москва: БИНОМ; Лаборатория знаний, 2010. 264 с.
78. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Постанова Правління Національного банку України № 391 від 18 червня 2015 р. (у редакції рішення Правління Національного банку України № 28 від 16 січня 2017 р.). URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15> (дата звернення 11.01.2019 р.).
79. Корнейчук Б. Я. *Информационная экономика*. Санкт-Петербург: Питер, 2006. 400 с.
80. Корнєєв В. *Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках*. Київ: НДФІ, 2003.
81. Корнєєв В. В. *Фінансові посередники як інститути розвитку*. Київ: Основа, 2007. 192 с.
82. Косолапов Н. Государство как корпорация и корпорация как государство: продукт глобализации или новая феноменология? *ComparativePolitics*. 2001. № 2. С. 19–37.
83. Костицький В. В. *Закон перманентної концентрації капіталу: економічна історія і українські реалії*. Київ: Інститут законодавчих передбачень і правової експертизи. 180 с.
84. Кошелев А. *Национальная экономика*. Москва, 2008. 160 с.
85. Кравчук П. Сутність та наслідки глобалізації світової економіки. *Науковий вісник Волинського національного університету імені Лесі Українки*. 2008. № 7. С. 298.
86. Кривенко Л., Ісаєва О. Доцільність запровадження моделі мега-регулятора фінансового ринку в Україні. *Економічний часопис-XXI*. 2015. № 3–4(2). С. 33–36.
87. Кубраков К. *Теоретические проблемы информатики. Т. 1: Актуальные философские проблемы информатики*. Москва: КОС-ИНФ, 2009. 222 с.

88. Кудряшов В. *Курс фінансів*. Київ: Знання, 2008. С. 22–26.
89. Кузьменко Л. *Управление функционированием и развитием экономики региона*. Донецк: Институт экономики промышленности, 2004. 284 с.
90. Кузьмін О., Бонецький О. Довіра як економічна категорія. *Вісник НЛТУ України: збірник науково-технічних праць*. 2010. Вип. 202. С. 100–104.
91. Кулага І., Дуброва Л. Україна на шляху до постіндустріального суспільства. *Вчені записки: збірник наукових праць*. 2008. Вип. 10. С. 11–15.
92. *Культурологія: енциклопедичний словник*. Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2013. 508 с.
93. Лапко О., Демченко А. Іноземні банки на ринку банківських послуг України та проблеми їх державного регулювання. *Бізнес Інформ*. 2016. № 12. С. 200–205.
94. Леоненко П., Федосов В., Юхименко П. Фінансова наука: генеза, еволюція та розвиток. *Ринок цінних паперів України*. 2017. № 1–2. С. 4.
95. Лепейко Т., Мазоренко О. *Основи інформаційної економіки*. Харків: Вид-во ХНЕУ, 2012. 136 с.
96. Лимонова Е., Архіпова К. Транснаціональні корпорації: основні етапи розвитку та регулювання їхньої діяльності в умовах глобалізації. *Європейський вектор економічного розвитку*. 2014. № 1 (16). С. 93–101.
97. Литвиненко Н. І. *Інституціональні складові соціально-економічного розвитку країни*. Дніпропетровськ: НДУ, 2015. 308 с.
98. Лук'яненко Д., Поручник А., Столярчук Я. Глобальні фінансові дисбаланси та їх макроекономічні наслідки. *Журнал європейської економіки*. 2010. Т. 9 (1). С. 73–92.
99. Луценко І., Хомутенко В. Сучасний механізм оподаткування інститутів спільного інвестування та їх учасників. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2016. Вип. 10. С. 835–840.
100. Львовчкін С., Опарін В., Федосов В. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи. *Економіка України*. 2008. № 11. С. 57–71.
101. Малик І. Тенденції розвитку інформаційної економіки в Україні. *Вісник Східно-європейського університету економіки і менеджменту. Серія: Економіка*. 2013. Вип. 1 (14). С. 25–34.
102. Маршалл А. *Принципы политической экономии: в 3-х т.* Москва: Прогресс. 1983–1984. 1080 с.
103. Махлуп Ф. *Производство и распространение знаний в США*. Москва: Прогресс, 1966. С. 44.
104. Мельников І. Інституційне забезпечення трансформації державного регулювання фінансового ринку України. *Економіка та держава*. 2017. № 9. С. 96–101.
105. Минфин выпустит облигации на 43 млрд гривен для ликвидации дефицита капитала «ПриватБанка». URL: <https://www.rbc.ua/rus/>

news/minfin-vypustit-obligatsii-43-mlrd-griven1482132356.html (дата звернення 19.01.2019 р.).

106. Міжнародна фінансова корпорація: офіційний сайт. URL: <http://www.ifc.org> (дата звернення 10.01. 2019 р.).

107. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 «Фінансові інструменти: подання». URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_029 (дата звернення 19.01.2019 р.).

108. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 39 «Фінансові інструменти: визнання та оцінка». URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_015 (дата звернення 19.01.2019 р.).

109. Мовсесян А., Огнивцев С. *Мировая экономика*. Москва: Финансы и статистика, 2001. 656 с.

110. Мозговий О., Субочев О., Юркевич О. Сутність та розвиток доктрини ісламських фінансів. *Економіка України*. 2018. № 1. С. 71–81.

111. Молохова Я. Фінансові посередники як індикатори соціально-економічного розвитку країни. *Економічні науки. Серія: Облік і фінанси*. 2012. Вип. 9 (2). С. 431–437.

112. Науменкова С., Міщенко С. *Ринок фінансових послуг*. Київ: Знання, 2010. 532 с.

113. Немировська О. Механізм регулювання взаємодії національної економіки з транснаціональними корпораціями. *Економіка та держава*. 2015. № 12. С. 121–125.

114. Ніколаєв Є. Про предмет теорії інформаційної економіки. Проблеми формування нової економіки XXI століття. *Матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції. Т. 1: Національні стратегії розвитку в умовах глобалізації*. Дніпропетровськ, 2010. С. 59.

115. Новікова Л. Формування економічних знань учнів профільних класів в умовах довузівської підготовки. Автореф. дис. ... на здобуття наук. ступеня канд. пед. наук: спец. 13.00.09 «Теорія навчання». Харків, 2003. 18 с.

116. Норт Д. *Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки*. Київ: Основи, 2000. 198 с.

117. Обізнаність споживачів фінансових послуг України про систему гарантування вкладів. 2017. *Фонд гарантування вкладів фізичних осіб*. Червень 2018. URL: http://www.fg.gov.ua/images/docs/fin-osv/03-06-DGF-Report_print.pdf (дата звернення 15.01.2019 р.).

118. Огляд банківського сектору. *Національний банк України: офіційний сайт*. URL: www.bank.gov.ua. (дата звернення 12.01.2019 р.).

119. Огляд ринків фінансових послуг. *Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг: офіційний сайт*. URL: www.nfp.gov.ua (дата звернення 12.01.2019 р.).

120. Опарін В. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): автореф. дис. на здобуття наук. ступеня доктора екон. наук: спец. 08.04.01 «Фінанси, грошовий обіг і кредит». Київ, 2006. 33 с.

121. Основні показники діяльності банків України. *Національний банк України: офіційний сайт*. URL: www.bank.gov.ua (дата звернення 15.01.2019 р.).

122. Оцінювання правових ресурсів Інтернету. *Херсонська обласна універсальна наукова бібліотека ім. Олесь Гончара: офіційний сайт*. URL: https://lib.kherson.ua/pravovi_resursu_internetu.htm (дата звернення 12.01.2019 р.).

123. Пайк Р., Нил Б. *Корпоративные финансы и инвестирование*. Санкт-Петербург: Питер, 2006. 784 с.

124. Пантелеєва Н. Нові форми грошей в умовах формування інформаційного суспільства. *Вісник Національного банку України*. 2015. № 5. С. 25–31.

125. Панчишин С. *Макроекономіка*. Київ, 2001. 548 с.

126. Пасічник В. В. та ін. *Глобальні інформаційні системи та технології*. Львів: Видавництво НУ «Львівська політехніка», 2006. 348 с.

127. Пасхавер О., Верховодова Т., Суплін Т. *Формування великого приватного капіталу в Україні*. Центр економічного розвитку. Київ: Міленіум, 2004. 90 с.

128. Петрушенко В. *Філософія*. Львів: Магнолія-2006, 2011. 506 с.

129. Пилипів В. Методологічні аспекти визначення фінансового простору. *Продуктивні сили України*. 2009. № 1. С. 44–55.

130. Погорський Э. *Роль информации и коммуникаций в информационном обществе*. URL: http://www.zpu-journal.ru/e-zpu/2013/5/pogorskiy_role-of-information (дата звернення 19.01.2019 р.).

131. Положення про порядок подання відомостей про структуру власності банку: Постанова Правління Національного банку України № 328 від 21.05.2015 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0328500-15> (дата звернення 12.01.2019 р.).

132. Поправка О. Регулювання й нагляд за фінансовим сектором в країнах ЄС, перспективи для України. *Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України*. 2010. № 10. С. 263–271.

133. Поручник А., Поручник С. Технологічний компонент глобальних асиметрій. *Стратегія розвитку України*. 2013. № 1. С. 163–167.

134. Порядок погодження набуття або збільшення істотної участі у фінансовій установі: Розпорядження Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг № 2531 від 04.12.2012 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2190-12#Text> (дата звернення 12.01.2019 р.).

135. Прес-релізи та звіти. *КМІС: офіційний сайт*. URL: <http://www.kis.com.ua> (дата звернення 12.01.2019 р.).

136. Примостка Л., Чуб О. Фінансова глобалізація: сутність, форми прояву, наслідки. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. № 18. С. 172–183.

137. Причепій Є., Черній А., Чекаль Л. *Філософія*. Київ: Академвидав, 2006. 592 с.

138. Про банки і банківську діяльність: Закон України № 2121-III від 07.12.2000 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2121-14> (дата звернення 11.01.2019 р.).

139. Про внесення змін до деяких законів України щодо відшкодування фізичним особам через систему гарантування вкладів фізичних осіб шкоди, завданої зловживаннями у сфері банківських та інших фінансових послуг: Закон України № 1736-VIII від 15.11.2016 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1736-19> (дата звернення 11.01.2019 р.).

140. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг: Закон України (Проект) № 2413а від 20.07.2015 р. URL: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JH1V168V.html (дата звернення 12.01.2019 р.).

141. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функціонування фінансового сектору в Україні: Закон України № 2491-VIII від 05.07.2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2491-19> (дата звернення 11.01.2019 р.).

142. Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1925 від 27.12.2012 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13> (дата звернення 12.01.2019 р.).

143. Про затвердження Умов конкурсу з продажу пакета акцій ВАТ Національна акціонерна страхова компанія «Оранта»: Розпорядження Кабінету Міністрів України № 510-р від 11.07.2007 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/510-2007-%D1%80> (дата звернення 12.01.2019 р.).

144. Про органи та осіб, які здійснюють примусове виконання судових рішень і рішень інших органів: Закон України № 1403-VIII від 02.06.2016. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/1403-19> (дата звернення 12.01.2019 р.).

145. Про утворення Національної акціонерної компанії «Укراгролізинг»: Постанова Кабінету Міністрів України № 354 від 11.04.2001 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/354-2001-%D0%BF> (дата звернення 12.01.2019 р.).

146. Про фінансовий лізинг: Закон України № 723/97-ВР від 16.12.1997 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/723/97-%D0%B2%D1%80> (дата звернення 11.01.2019 р.).

147. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України № 2664-III від 12.07.2001 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14> (дата звернення 11.01.2019 р.).

148. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України № 3480-IV від 23.02.2006 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення 11.01.2019 р.).

149. Проекти. Інтернет Асоціація України: офіційний сайт. URL: <http://www.inau.ua/proekty> (дата звернення 12.01.2019 р.).

150. Процентні ставки за кредитами та депозитами. *Національний банк України: офіційний сайт*. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#1ms> (дата звернення 12.01.2019 р.).
151. Прушківська Е., Шевченко Ю. Сутність глобалізації та її особливості в посткризовий період. *Вісник Запорізького національного університету*. 2012. № 3. С. 131–140.
152. Райзберг Б., Лозовский Л., Стародубцева Е. *Современный экономический словарь*. Москва: ИНФРА-М, 2007. 495 с.
153. Ринок у цифрах. *Українська асоціація інвестиційного бізнесу: офіційний сайт*. URL: <http://www.uaib.com.ua> (дата звернення 11.01.2019 р.).
154. Річний звіт НКЦПФР за 2016 р. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку: офіційний сайт*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual/> (дата звернення 14.01.2019 р.).
155. Річний звіт ФГВФО за 2018 рік. *Фонд гарантування вкладів фізичних осіб: офіційний сайт*. URL: <http://www.fg.gov.ua/about/report> (дата звернення 22.01.2019 р.).
156. Рогач О. *Міжнародні інвестиції: теорія та практика бізнесу транснаціональних корпорацій*. Київ: Либідь, 2005. 720 с.
157. Рогач О. І. *Теорії міжнародного бізнесу*. Київ: ВПЦ «Київський університет», 2018. 687 с.
158. Романенко О. *Фінанси*. Київ: Центр навчальної літератури, 2004.
159. Романовский М. Финансы, денежное обращение и кредит. Москва: Юрайт Издат, 2006.
160. Рыкова И., Уварова Е., Шпортова Т. Институциональная инфраструктура финансового рынка: теоретико-практический аспект. *Фундаментальные исследования*. 2015. № 2–11. С. 2428–2431.
161. Савченко А. Г. *Макроекономіка*. Київ: КНЕУ, 2007. 448 с.
162. Самородов Б., Гойман М. Аналіз та оцінка фінансових показників банків в контексті забезпечення функціонування банківського сектору. *Бізнес-інформ*. 2013. № 12. С. 284–291.
163. Семенов В., Басюк О. *Використання потенціалу нової економіки при формуванні регіональних інноваційних структур організації і управління туризмом*. Одеса: Атлант, 2013.
164. Сич Є., Ільчук В., Гавриленко Н. *Ринок фінансових послуг*. Київ: Центр учбової літератури, 2012.
165. *Словник української мови: в 11 т.* Т. 4: І–М. Київ: Наукова думка, 1973.
166. Смагін В. Проблеми регулювання фінансового ринку в контексті структурних трансформацій. *Ринок цінних паперів України*. 2008. № 7–8. С. 45–50.
167. Смагін В. *Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформації економіки*. Київ: КНЕУ, 2008.
168. Сокульський А. Л. *Культурологія: словник-довідник*. Запоріжжя: ГУ «ЗІДМУ», 2006. 292 с.

169. Сорока І. Транснаціональні корпорації та їхня роль у процесі активізації міжнародної інтеграції. *Актуальні проблеми економіки*. 2009. № 9. С. 35–41.

170. Соціологія. *Разумков Центр*. URL: <http://razumkov.org.ua/sotsiologija/pres-relizu> (дата звернення 15.01.2019 р.).

171. Статистична інформація. *Державна служба статистики України: офіційний сайт*. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення 11.01.2019 р.).

172. Степанова Г. Розвиток системи регулювання фінансового ринку в Україні. *Економіка та держава*. 2015. № 12. С. 126–131.

173. Стеценко Б. Банки в сучасній моделі фінансової інфраструктури в Україні. *Інтелект XXI*. 2017. № 6. С. 48–52.

174. Стеценко Б. Генеза інституціоналізації фінансової інфраструктури в Україні. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2016. Вип. 5, ч. 2. С. 90–93.

175. Стеценко Б. Екзогенні чинники розвитку фінансової інфраструктури на глобальному рівні. *Причорноморські економічні студії*. 2017. № 13-1. С. 156–159.

176. Стеценко Б. Євроінтеграційні засади розвитку фінансової інфраструктури в Україні. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. Вип. 14, ч. 2. С. 142–146.

177. Стеценко Б. Питання ідентифікації дефініції «фінансова інфраструктура» в сучасній науці. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2017. Вип. 25-2. С. 151–153.

178. Стеценко Б. Становлення постіндустріальної економіки в Україні: міфи та реальність. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія «Економіка і менеджмент»*. 2017. Вип. 27, ч. 2. С. 115–118.

179. Стеценко Б. Суб'єктна диверсифікація та уніфікація фінансової інфраструктури: глобальний формат. *Інтелект XXI*. 2017. № 2. С. 48–52.

180. Стеценко Б. Транснаціоналізація як визначальна тенденція розвитку глобальної фінансової інфраструктури. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. Вип. 13, ч. 2. С. 121–124.

181. Стеценко Б. Фундаментальні основи становлення постіндустріальної економіки: теоретичні засади. *Причорноморські економічні студії*. 2017. № 16. С. 151–154.

182. Стеценко Б. С. Інституційна компонента фінансової інфраструктури: визначення на макро- та макрорівні. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2018. Вип. 30-2. С. 113–116.

183. Стеценко Б., Бобров Є. Дивідендна політика в контексті корпоративної соціальної відповідальності. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 9. С. 59–67.

184. Стиглиц Дж. Ю. Глобализация: тревожные тенденции. Москва: Национальный общественно-научный фонд, 2003. 304 с.
185. Стоуньер Т. Информационное богатство: профиль постиндустриальной экономики. Новая технократическая волна на Западе. Москва: Прогресс, 1986. С. 392–394.
186. *Стратегія розвитку банківської системи 2016–2020 рр.: синергія розвитку банків та індустріалізації економіки. Комітет Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності.* Київ, 2016. 93 с.
187. Стратегія розвитку інформаційного суспільства в Україні: Розпорядження Кабінету Міністрів України № 386-р від 15.05.2013 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/386-2013-%D1%80> (дата звернення 11.01.2019 р.).
188. Стратегія розвитку ПАТ КБ «Приватбанк» до 2022 року. URL: <https://static.privatbank.ua/files/20180117.pdf> (дата звернення 11.01.2019 р.).
189. Стратегія розвитку сфери інноваційної діяльності на період до 2030 року: Розпорядження Кабінету Міністрів України № 526-р від 10.07.2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/526-2019-%D1%80> (дата звернення 11.01.2019 р.).
190. Стукач В., Флейкер И. *Финансово-кредитная инфраструктура регионального АПК.* Омск: Изд-во ФГОУ ВПО ОмГАСУ, 2007. 200 с.
191. Таранюк Л., Шаповал А. Особливості визначення ефективності використання ресурсів на підприємстві в умовах перехідної економіки. *Механізм регулювання економіки.* 2008. № 3. Т. 2. С. 123–131.
192. Татаревська М. Місце і роль заробітної плати у формуванні середнього класу. *Вісник Тернопільського національного економічного університету.* 2010. № 4. С. 88–97.
193. Тенденції тіньової економіки. *Міністерство економічного розвитку і торгівлі України: офіційний сайт.* URL: <http://www.me.gov.ua> (дата звернення 11.01.2019 р.).
194. *Теорія фінансів;* під заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. Київ: Центр учбової літератури, 2010. 574 с.
195. Тимофієва С., Островський І. До питання про фінансову інфраструктуру та вплив на її розвиток інститутів конкуренції й управління. *Науково-технічний збірник.* 2009. № 89. С. 308–312.
196. Титенко О. Інформація та знання як ключові поняття сучасної політичної економії. *Науковий часопис Національного педагогічного університету імені М. П. Драгоманова. Серія «Економіка і право».* 2015. Вип. 28. С. 43–50.
197. Тютюник І., Кобушко Я. Інструменти мінімізації податкового навантаження економічними суб'єктами в Україні: порівняльний аналіз та ефекти від застосування. *Економічний аналіз.* 2018. Т. 28. № 4. С. 122–130.
198. Уильямсон О. *Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция.* Санкт-Петербург: Лениздат, 1996.

199. Уманців Ю. Інституціоналізація фінансово-промислових груп в Україні. *Вісник Національного банку України*. 2014. № 7. С. 33–39.
200. Ускеленова А. *Инфраструктурное обеспечение как фактор устойчивого развития*. URL: www.rusnauka.com/4_SWMN_2010/Politologia/59065.doc.htm (дата звернення 14.01.2019 р.).
201. Федосов В., Дробязко А., Стеценко Б. Криптовалюти: шанс для подолання екстерналій чи фінансова бульбашка. *Интеллект XXI*. 2018. № 1. С. 239–242.
202. Федулова Л. І. *Економіка знань*. НАН України; Інститут економіки та прогнозування НАН України. Київ, 2009. 600 с.
203. Филоник А. Исламские банки: задачи на ближайшее будущее. *Мировая экономика и международные отношения*. 2017. Т. 61, № 2. С. 85–93.
204. Філіпенко А. *Міжнародні економічні відносини: теорія*. Київ: Либідь, 2008. 408 с.
205. Фондовий ринок. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку: офіційний сайт*. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual/> (дата звернення 14.01.2019 р.).
206. Хаустова М. Феномен глобалізації: різноаспектність визначення. *Європейська інтеграція в контексті сучасної геополітики: збірник наукових статей за матеріалами наукової конференції*. Харків, 2016. С. 110–119.
207. Хлівний В., Стеценко Б. Вітчизняні підприємства на глобальному ринку акцій: діалектика внутрішньокорпоративних процесів. *Ринок цінних паперів України*. 2012. № 7. С. 60–68.
208. Ходжсон Дж. *Экономическая теория и институты*. Москва, 2003.
209. Чеховський Д. Особливості функціонування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб в Україні. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія: Економічні науки*. 2014. Вип. 6. Ч. 5. С. 99–102.
210. Чухно А. Модернізація економіки та економічна теорія. *Економіка України*. 2012. № 9. С. 4–12.
211. Чухно А. Сучасна фінансово-економічна криза: природа, шляхи і методи її подолання. *Економіка України*. 2010. № 1. С. 4–18.
212. Чухно А. А. *Інституційно-інформаційна економіка*. Київ: Знання, 2010. 687 с.
213. Шавкун В., Сухачька І. Транснаціоналізація виробництва і капіталу в умовах світової глобалізації. *Вісник Хмельницького національного університету*. 2011. № 6. Т. 1. С. 248–251.
214. Шановні члени УАІБ! (Щодо проблем з поверненням банківських депозитів). *Українська асоціація інвестиційного бізнесу*. URL: www.uaib.com.ua.
215. Шкільняк М. М. Управління державною власністю: міжнародний досвід, еволюція, принципи. *Наука й економіка*. 2011. № 2. С. 83–93.

216. Школьник І., Семенов А. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки. *Фінанси України*. 2011. № 1. С. 83–93.
217. Шпак Л. Особливості розвитку світових фінансових центрів. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту*. 2013. № 1 (14). С. 51–62.
218. Шуба М. Світові фінансові центри — «серце» глобального фінансового ринку. *Вісник Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна*. 2014. № 1144. С. 85–88.
219. *Економика знаній*. Москва: Инфра-М, 2008.
220. Эффекты развития финтеха. *Высшая школа экономики*. 2016. 19 декабря. URL: https://www.hse.ru/expertise/news/19_8943539.html (дата звернення 11.10.2018 р.).
221. Яковів І. Сутність інформації та її теоретико-множинне уявлення. *Спеціальні телекомунікаційні системи та захист інформації: збірник наукових праць*. 2011. Вип. 1(19). С. 55–58.
222. Balcerowicz L. *Post-Communist Transition*. Some Lessons IEA Occasional Paper, 2005. P. 127.
223. Barney J. Firm resources and sustainable competitive advantage. *Journal of Management*. 1991. No. 17. P. 99–120.
224. Becker G. Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis. *Journal of Political Economy*. 1962. Vol. 70, No. 5. Part 2.P. 9–49.
225. Borio C. *Global Imbalances and the Financial Crises: Link or no Link*. Basel: BIS, 2011.
226. Buckle M., Thompson J. *The UK Financial System, Theory and Practice*. 3rd edit. Manchester: Manchester University Press, 1998.
227. Bushman R., Piotroski J., Smith A. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*. No. 32(2). P. 207–252.
228. Central government debt securities markets. *BIS: Official site*. URL: <https://www.bis.org/statistics> (дата звернення 18.01.2019 р.).
229. Cihak M., Podpiera R. Is One Watchdog Better Than Three: International Experience with Integrated Financial Sector Supervision. *IMF Working paper*, 2006. № 57. 32 p.
230. Coomaraswamy A. (ed.). *Essays in Post-Industrialism: A Symposium of Prophecy Concerning the Future of Society*. London, 1914.
231. Cooper R. *Living with Global Imbalances: A Contrarian View. Policy Briefs in International Economics*. Institute for International Economics, 2005.
232. Cryptocurrency Market Capitalizations. *Coin Market Cap: official site*. URL: <https://coinmarketcap.com/currencies/bitcoin/#charts> (дата звернення 12.01.2019 р.).
233. Donaldson G. *Corporate debt capacity: a study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.

234. Duwendag D. Vorwort Finanzmarkte im Spannungsfeld von Globalisierung: Regulierung und Geldpolitik. *Schriftendes Vereins für Sozialpolitik*. N. F. 1998. No. 261. S. 5.

235. EY FinTech Adoption Index 2017. URL: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-adoption-index-2017/\\$FILE/ey-fintech-adoption-index-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-adoption-index-2017/$FILE/ey-fintech-adoption-index-2017.pdf) (дата звернення 12.01.2019 р.).

236. FDI inflows, by region and economy. *Unctad: official site*. URL: <https://unctad.org> (дата звернення 11.01.2019 р.).

237. Feldstein M., Horioka C. Domestic Savings and International Capital Flows. *Economic Journal*. 1980. Vol. 90. P. 314–329.

238. *Financial Sector Assessment Program (FSAPURL)*. URL: <https://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.aspx> (дата звернення 10.01.2019 р.).

239. Fisher S., Sahay R. Transition Economies: The role of institutions and initial conditions. *Calvo Conference*. 2004.

240. Floridi L. What is the philosophy of information? *Metaphilosophy*. 2002. № 33(1–2). P. 123–145.

241. Giorgio G. Di, Noia C. Di, Piatti L. *Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area*. Wharton School & University of Pensilvania, 2000.

242. *Glossary of Key Terms*. URL: www.oecd.org (дата звернення 10.01.2019 р.).

243. Gurkaynak R. Econometric Tests of Asset Price Bubbles: Taking Stock. *FEDS Working Paper*. 2005.

244. Gurley H. G., Shaw E. S. *Money in a Theory of Finance*. Washington D. P.: Brooking Institution, 1960.

245. Hanson S., Kashap A., Stein J. A Macprudencial Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives*. 2011. № 25 (1). P. 328.

246. *International Monetary Fond*. URL: www.imf.org (дата звернення 10.01.2019 р.).

247. International Network for Financial Education. *OECD*. URL: www.oecd.org (дата звернення 20.01.2019 р.).

248. Investment Policy Monitor No. 19. *UNCTAD*. URL: <https://unctad.org/en/pages/publications> (дата звернення 12.01.2019 р.).

249. Joseph E. Stiglitz. The Contribution of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 115, Issue 4, 1 November 2000. P. 1441–1478.

250. Kennedy P., Nuscheler F., Messner D. *Global Governance, Development, and Peace. Global Trends and Global Governance*. London, 2002. P. 156–183.

251. Kogut B., Zander U. Knowledge of the Firm, Combinative Capabilities, and the Replication of Technology. *Organization Science*. 1992. Vol. 3, No. 3. P. 383–397.

252. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. 1997. June, № 35. P. 688–726.

253. Lucas R. On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*. 1988. Vol. XXII. P. 3–42.
254. Lumpkin S. *Supervision of Financial Services in the OECD Area*. OECD, 2002. 52 p.
255. Machlup F. *The Production and Distribution of Knowledge in the United States*. N.J.: Princeton, 1962. 283 p.
256. Magazzino C. and Forte F. *Optimal Size of Government and Economic Growth in EU-27*. 2010. URL: Online at <http://mpira.ub.uni-muenchen.de/26669/> (дата звернення 12.01.2019 p.).
257. Mansilla Fernández J. *European Economy-Banks, Regulation, and the Real Sector*. 2017. № 2. P. 31–39.
258. Mesenbourg T. Measuring the Digital Economy. *US Bureau of the Census*. 2001. URL: <https://www.census.gov/content/dam/Census/library> (дата звернення 19.01.2019 p.).
259. Mishkin F., White E. U.S. Stock Market Crashes And Their Aftermath: Implications For Monetary Policy. *NBER Working Paper*. 2002. № 8992.
260. Monthly reports. *World Federation of Exchanges: official site*. URL: <https://www.worldexchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата звернення 12.01.2019 p.).
261. Obstfeld M., Rogoff. K. *Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes*. URL: <http://elsa.berkeley.edu/~obstfeld/globalimbalances2010.pdf> (дата звернення 10.01.2019 p.).
262. OTC derivatives outstanding. *BIS: official site*. URL: <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71> (дата звернення 12.01.2019 p.).
263. Penty A. *Old Worlds for New: A Study of Post-Industrial State*. London, 1917.
264. Penty A. *Post-Industrialism*. London, 1922.
265. Porat M. *The Information Economy. Nine volumes*. US Department of Commerce. Washington, 1977.
266. Robert J., Rachel M. Religion and Economic Growth across Countries. *McCleary American Sociological Review*. 2003. October. P. 760–781.
267. Robertson R. *Globalization: Social Theory and Global Culture*. London: Sage Publications Ltd., 1992. 188 p.
268. Ross S. The determinants of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*. 1977. Vol. 8. P. 23–40.
269. Schmidt R. H., Tyrell M. What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? *Working Paper Series: Finance & Accounting*. 2003. № 111. P. 5–12.
270. Schmukler S. Financial Globalization: Gain and Pain for Developing countries. *Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta*. 2004. 83 p.
271. Scholte J. A. *Globalization. A critical introduction*. London: Palgrave, 2000. 361 p.

272. Schultz Theodore W. *Human Capital: Policy Issues And Research Opportunities. Human Resources. Colloquium VI*. New York, 1975.
273. Shannon C., Weaver W. *Mathematical Theory of Communication*. University of Illinois Press, 1963. P. 34.
274. Shiller R.J. *Finance and the good society*. Princeton: Princeton University Press, 2012.
275. Stewart T. *Intellectual capital: the new wealth of organizations*. New York: Doubleday Currency, 1997. P. 278.
276. *The Concept of a "Digital Economy"*. URL: <http://odec.org.uk/the-concept-of-a-digital-economy> (дата звернення 19.01.2019).
277. The Encyclopedia Americana: international edition. *Glolier incorporated*. 1998. Vol. 15. P. 227.
278. The future of financial services. How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed. *World Economic Forum. Final report*. June 2015. 176 p.
279. *The Global Financial Crisis: Analysis and Policy Implications*. Washington: Congressional Research Service, 2009. 151 p.
280. The World's Biggest Public Companies 2017 Ranking. *Forbes: official site*. URL: <https://www.forbes.com/global2000> (дата звернення 19.01.2019 p.).
281. Tietmeyer H. *Internationale Finanzmarkte — Erfahrungen, Risiken und Konsequenzen. Globalisierung der Finanzindustrie: Beitrage zum Duisburger Banken-Symposium*. Wiesbaden: Gabler, 2001. P. 1–12.
282. Tobin J. Financial Globalisation. *World Development*. 2000. Vol. 28. No 6. P. 1101–1104.
283. Total damage caused by reported cyber crime. *The Statista: official site*. URL: <https://www.statista.com/statistics/267132/total-damage-caused-by-by-cyber-crime-in-the-us> (дата звернення 11.01.2019 p.).
284. UK Fin Tech. On the cutting edge. An evaluation of the international Fin Tech sector. *EY*. 2016.
285. Vernon R. *Les entreprises multinationales: la souveraineté nationale en peril*. Paris: Calmann Lévy, 1973. 347 p.
286. Virtual Currency Schemes. *European Central Bank*. 2012. URL: www.npc.ru/media/filelist/12.12.28_ECB_virtyalnaya_valuta.pdf. (дата звернення 12.01.2019 p.).
287. Wells Fargo. *Financial Education*. URL: <https://www.wells-fargo.com/financial-education> (дата звернення 12.01.2019 p.).
288. World Intellectual Property Indicators 2017. *WIPO Economics & Statistics Series*. 2018.
289. World Investment Report 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development. *UNCTAD, United Nations*. New York and Geneva, 2007.
290. Zingales L. Commentary on "More on finance and growth: More finance, more growth?". *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. 2003. Vol. 850, No. 4. P. 47–52.

Наукове видання

СТЕЦЕНКО Богдан Станіславович

**ІНСТИТУЦІЙНА
ФІНАНСОВА ІНФРАСТРУКТУРА:
ГЛОБАЛЬНІ ІМПЕРАТИВИ
ТА УКРАЇНСЬКІ РЕАЛІЇ**

Монографія

Редактор *В. Македон*

Коректор *І. Савлук*

Художник обкладинки *Т. Зябліцева*

Верстка *М. Криворученко*

Підп. до друку 05.09.2019. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.

Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 14,41.

Обл.-вид. арк. 16,40. Наклад 300 пр. Зам. 19-5585.

Державний вищий навчальний заклад

«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44

E-mail: publish@kneu.kiev.ua