

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЧЕРНІГІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ТЕХНОЛОГІЧНИЙ  
УНІВЕРСИТЕТ**

**І. А. ЛОМАЧИНСЬКА**

**ФІНАНСОВА СИСТЕМА: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ  
ДОМІНАНТИ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ  
В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ**

**Монографія**

**Чернігів – 2020**

УДК 336.76(043.3)

Л74

Затверджено до друку Вченою радою Чернігівського національного технологічного університету (протокол № 1 від 27.01.2020 р.).

**Рецензенти:**

О. В. Горняк, доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри економіки та підприємництва Одеського національного університету імені І. І. Мечникова;

О. В. Шибаніна, доктор економічних наук, професор, декан факультету менеджменту Миколаївського національного аграрного університету.

Р. Р. Щур, доктор економічних наук, доцент, професор кафедри фінансів Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника

**Ломачинська І. А.**

Л74 Фінансова система: теоретико-методологічні доміанти інституційної трансформації в умовах економічних перетворень : монографія / І. А. Ломачинська. – Чернігів : ЧНТУ, 2020. – 372 с.

ISBN 978-617-7932-14-6

У монографії висвітлено сучасні проблеми інституційного розвитку фінансової системи України. Сформовано концептуально значущі положення, що формують теоретико-методологічні засади дослідження інституційної трансформації фінансової системи в умовах економічних перетворень. Запропоновано методологічний конструкт дослідження інституційної трансформації фінансової системи, який ґрунтується на узагальненні фундаментальних положень сукупності теорій розвитку та концепцій формування фінансової системи, а також методичний підхід та аналітичний інструментарій до оцінювання сформованості та якості інституційної структури фінансової системи, її впливу на розвиток фінансової системи. Значна увага приділена теоретико-прикладним положенням інституційної трансформації фінансової системи під впливом технологічних змін та в контексті сталого розвитку. Розроблено концептуальну модель механізму інституційного регулювання фінансової системи, яка доповнена методичним підходом оцінювання ефективності інституційних змін. Представлено концептуальний підхід до інституційної модернізації фінансової системи щодо забезпечення її конкурентоспроможності та ефективності. Запропоновано науково-прикладні рекомендації щодо прискорення інституційної трансформації фінансової системи України в контексті її модернізації.

Монографія розрахована на науковців, спеціалістів, які приймають рішення у сфері формування стратегії розвитку національної фінансової системи та забезпечення її конкурентоспроможності в умовах невизначеності та нестабільності, викладачів, аспірантів, магістрів і студентів.

УДК 336.76(043.3)

ISBN 978-617-7932-14-6

© І. А. Ломачинська, 2020

© Чернігівський національний технологічний університет, 2020

## ЗМІСТ

<b>ВСТУП</b> .....	5
<b>РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ</b> .....	8
1.1. Фінансова система: сутність та функції в сучасній науці.....	8
1.2. Інституційні зміни та інституційний розвиток фінансової системи.....	31
1.3. Фінансова архітектура як концепт організаційно-інституційної структури та розвитку фінансової системи.....	50
Список використаної літератури до розділу 1.....	71
<b>РОЗДІЛ 2. МЕТОДОЛОГІЧНИЙ КОНЦЕПТ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ</b> .....	79
2.1. Науково-методологічний підхід до аналізу інституційного розвитку фінансової системи та її трансформації в контексті забезпечення соціально- економічного добробуту.....	79
2.2. Методики оцінки сформованості інституційного середовища, якості інституційної структури фінансової системи та розробка механізму її інституційного регулювання.....	109
2.3. Фінансіалізація та фінансова економіка як базис сучасної парадигми економічного розвитку.....	133
Список використаної літератури до розділу 2.....	154
<b>РОЗДІЛ 3. АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ТА ЇЇ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА</b> .....	164
3.1. Еволюція фінансової системи України та її організаційно-інституційна трансформація.....	164
3.2. Оцінка ефективності розвитку фінансової системи та її інституційних деструкцій.....	206
3.3. Оцінка сформованості інституційного середовища та якості інституційної структури національної фінансової системи.....	220
Список використаної літератури до розділу 3.....	240
<b>РОЗДІЛ 4. ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В НОВІЙ ЕКОНОМІЦІ</b> .....	242
4.1. Інституційний розвиток фінансової системи в умовах технологічних змін.....	242
4.2. Концепти розвитку новітніх бізнес-моделей та моделей поведінки у фінансовій системі.....	259

4.3. Фінансування та інвестування в контексті сталого розвитку .....	275
Список використаної літератури до розділу 4.....	329
<b>РОЗДІЛ 5. СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ ІНСТИТУЦІЙНОЇ МОДЕРНІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ.....</b>	<b>293</b>
5.1. Науково-прикладні підходи до прискорення інституційної трансформації фінансової системи .....	293
5.2. Методичний підхід до оцінювання ефективності інституційних змін фінансової системи в процесі її модернізації.....	310
5.3. Стратегічні домінанти підвищення конкурентоспроможності фінансової системи України.....	318
Список використаної літератури до розділу 5.....	329
<b>ВИСНОВКИ .....</b>	<b>330</b>
<b>ДОДАТКИ .....</b>	<b>339</b>

## ВСТУП

Сучасна фінансова система поряд із технологіями, продуктивністю праці й капіталу, інноваціями, накопиченням людського капіталу виступає чинником економічного зростання та соціального прогресу. Її ефективність та стабільність, здатність протистояти внутрішнім і зовнішнім загрозам відіграє важливу роль у формуванні та використанні фінансового потенціалу, що сприяє структурній перебудові та формуванню конкурентних переваг національної економіки, зростанню підприємницької, інвестиційної та інноваційної активності, створює умови для зростання доходів, рівня та якості життя.

Тривалий час фінансова система України характеризується нестабільністю розвитку, неоптимальною організаційно-інституційною структурою в результаті неефективних трансформаційних процесів, накопичення макроекономічних і макрофінансових дисбалансів, ускладнення фінансових процесів, посилення залежності від зовнішніх фінансових потоків, що за відсутності належної координації призводить до зниження ефективності реалізації її базових функцій. У результаті цього посилюється спекулятивна складова та відрив фінансового сектору економіки від реального, горизонтальне та вертикальне розбалансування фінансових потоків, зростають фінансові ризики та витрати на підтримання стабільності фінансової системи України.

У цьому контексті вагомості набуває завдання інституційної трансформації вітчизняної фінансової системи, спрямованої на забезпечення її конкурентоспроможності та ефективності. Це можливо лише за умови створення сприятливого інституційного середовища, оптимальної інституційної структури фінансової системи, забезпечення її інституційної рівноваги та ефективності на основі раціонального інституційного регулювання, що вимагає відповідних інституційних змін, спрямованих на економію транзакційних, організаційних, трансформаційних витрат, зменшення асиметрії інформації та опортуністичної поведінки, недопущення несприятливого відбору.

У монографії зроблено спробу висвітлити теоретико-методологічні засади інституційних аспектів функціонування та удосконалення фінансової системи України в умовах економічних перетворень, що й обумовило структуру роботи.

У першому розділі монографії розглянуто головні виміри категорій «інституційні зміни фінансової системи», «інституційна трансформація

фінансової системи», «інституційна модернізація фінансової системи», досліджено еволюцію теоретичних концепцій сутності й забезпечення інституційного розвитку фінансової системи та її інституційної трансформації, удосконалено наявні дефініції та запропоновано авторські. Огляд цих питань дозволив сформулювати концептуально значущі положення, що формують специфічний підхід до інституційної трансформації фінансової системи на основі сукупності теорій сучасної економічної та фінансової теорії та концепцій формування та функціонування фінансової системи.

У другому розділі представлено методологічний конструкт дослідження інституційної трансформації фінансової системи, який ґрунтується на узагальненні фундаментальних положень сукупності теорій розвитку та концепцій формування фінансової системи, що дозволило обґрунтувати модель інституційної трансформації фінансової системи через кардинальні якісні зміни її інституційної структури в результаті конфлікту інтересів і цінностей суб'єктів фінансових відносин, впливу внутрішнього та зовнішнього середовища, встановити взаємозв'язок між розвитком фінансової системи, економічним зростанням та інституційними змінами, розробити алгоритм оцінювання сформованості та якості інституційної структури, її впливу на розвиток фінансової системи. Запропоновано механізм інституційного регулювання фінансової системи в контексті забезпечення інституційної рівноваги й ефективності фінансової системи. Визначено, що в умовах глобалізації та інформаційно-мережевого суспільства відбувається ускладнення та поглиблення фінансових процесів, що проявляється через фінансіалізацію, та безпосереднього впливає на процес інституційної трансформації фінансової системи.

У третьому розділі методологія системного підходу дозволила представити комплексний аналіз функціонування та розвитку фінансової системи України та її організаційно-інституційної структури в процесі своєї еволюції. Представлено аналіз сформованості та якості інституційного середовища фінансової системи України, визначено її інституційні зміни та їх вплив на ефективність та конкурентоспроможності фінансової системи, що дозволило виявити деструктивні елементи та диспропорції в інституційному середовищі фінансової системи, обґрунтувати стратегічні напрями її інституційної модернізації.

У четвертому розділі розкрито особливості інституційної трансформації фінансової системи на основі концептів сталого розвитку, технологічних та інституційних змін, суспільного вибору, соціалізації, результатом яких є формування принципів, цінностей поведінки, орієнтованих на гармонійний розвиток економіки, суспільства і навколишнього середовища, соціальні інновації та людину. Розроблено нову модель адаптивної поведінки суб'єктів фінансової системи. Сформовано парадигму збалансованості інтересів стейкхолдерів, що визначає передумови для свідомого фінансування та інвестування, що разом з фінансовою вигодою забезпечує позитивний ефект управлінських практик, соціальний та екологічний вплив.

У п'ятому розділі представлено науково-прикладні рекомендації щодо прискорення інституційної трансформації фінансової системи України в контексті її модернізації. Аргументовано стратегічні напрями вдосконалення інституційної структури національної фінансової системи, які визначені на основі композиційної системи показників, індикаторів, параметрів, критеріїв комплексної оцінки інституційної структури фінансової системи, прогнозування факторів фінансового форсажу, ґрунтуються на світовому досвіді, та дозволяють визначити інституційний потенціал підвищення ефективності реалізацій функцій фінансової системи, визначити стратегічні напрями її модернізації, обґрунтувати вектори удосконалення інституційного регулювання фінансової системи в контексті її конкурентоспроможності та стійкого економічного зростання.

# РОЗДІЛ 1

## ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

### 1.1. Фінансова система: сутність та функції в сучасній науці

Незважаючи на достатню кількість досліджень щодо сутності, функцій та структури «фінансової системи», питання розвитку теоретичних, методичних та прикладних підходів до їх формування потребує подальшого розвитку. Це пов'язано, по-перше, із тим, що фінансовий розвиток, як здатність фінансової системи реалізовувати власні функції, є одним із головних чинників зростання соціально-економічного добробуту у сучасних умовах. І, по-друге, фінансова система є сферою, яка динамічно розвивається і кардинально трансформується під впливом глобалізації та технологічних змін.

У розвинених економіках фінансова система, перш за все, розглядається як надбудова над системою фінансів суб'єктів економічної системи, створена для задоволення їх потреб у фінансових ресурсах для забезпечення їх діяльності за допомогою різноманіття фінансових інструментів [1]. Суб'єкти виступають як мета функціонування фінансової системи і не визначають її структуру. Фінансова система розглядається поза пріоритетності суб'єктного підходу, в її концепції система існує для того, щоб реалізувати інтереси суб'єктів ринку з позицій безпосереднього прийняття рішень щодо перерозподілу фінансових ресурсів, і пов'язана із забезпеченням руху фінансових потоків між ними. Суб'єкти ринку агреговані (суб'єкти з дефіцитом і суб'єкти з профіцитом грошових коштів) з одного боку, а з іншого – динамічні, оскільки передбачається вільне переміщення суб'єктів з однієї групи в іншу, тобто суб'єкти з профіцитом можуть в певний період трансформуватися в суб'єкти з дефіцитом грошових коштів, і навпаки, що відповідає відображенню ринкового механізму.

Ф. Мишкін [2] визначає фінансову систему як сукупність фінансових інструментів, ринків та інститутів. Він розуміє під фінансовою системою сукупність фінансових установ (банків, фінансових компаній, страхових компаній і т. п.). Так само визначає фінансову систему Ж. Матук [3], а також



авторитетний дослідник фінансової системи та її впливу на розвиток економіки Р. Голдсміт [4]. М. В. Романовський, узагальнюючи зарубіжні фінансові системи, засвідчує, що фінансова система – це сукупність ринків та інших інститутів, які використовуються для укладання фінансових угод, обміну активами і ризиками. Ця система «включає в себе ринки акцій, облігацій та інших фінансових інструментів, фінансових посередників (таких, як банки і страхові компанії), фірми, що пропонують фінансові послуги (наприклад, фінансово-консультаційні компанії), і органи, які регулюють діяльність всіх цих установ [5, с. 36], ... за допомогою яких (фінансових посередників – ред.) домашні господарства, приватні компанії і урядові організації реалізують прийняті ними фінансові рішення» [5, с. 62.].

М. М. Артус розглядає фінансову систему як «сукупність відокремлених, але взаємопов'язаних сфер і ланок фінансових відносин, які здійснюють процес формування фінансових ресурсів, їх розміщення і використання та керовані певними органами» [6, с. 34].

Відомий дослідник фінансової системи та її впливу на економічне зростання Р. Левін [7] визначив, що в загальному розумінні фінансова система – це сукупність органів та установ, форм і методів, сфер фінансових відносин, пов'язаних з утворенням і використанням централізованих і децентралізованих фондів грошових коштів, де найбільшими складовими є державні та муніципальні фінанси, страхування, фінанси суб'єктів господарювання, фінанси домогосподарств.

На думку вітчизняних науковців П. Ю. Буряка, С. Д. Смолінської, Н. Б. Татарина фінансова система – це сукупність фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у розпорядженні держави, нефінансового сектора, окремих фінансових інститутів і населення (домогосподарств) для виконання покладених на них функцій, а також для задоволення економічних та соціальних потреб. Фінансова система – це сукупність окремих елементів фінансових відносин, яка розглядається за внутрішньою будовою та організаційною структурою [8, с. 381].

С. В. Ковальчук і І. В. Форкун визначають фінансову систему за внутрішньою будовою як сукупність відносно відокремлених, взаємопов'язаних фінансових відносин, які відображають специфічні форми та методи розподілу та перерозподілу ВВП, а за організаційною структурою це

сукупність фінансових органів та інститутів, які здійснюють управління грошовими потоками [9, с. 38]

В. Кудряшов вважає, що фінансова система – це сукупність фінансових операцій, які проводяться суб'єктами фінансової діяльності з використанням певного фінансово-кредитного механізму [10, с. 15]

П. М. Леоненко, П. І. Юхименко, А. А. Ільєнко та ін. вважають, що фінансова система – це сукупність різноманітних видів фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у розпорядженні держави, нефінансового сектора економіки, окремих фінансових інститутів і населення для виконання покладених на них функцій, а також для задоволення економічних та соціальних потреб [11, с. 127].

Фінансова система за визначенням групи вітчизняних науковців П. Юхименка, В. Федосова, Л. Лазєбника та ін. [12] являє собою сукупність урегульованих фінансово-правовими нормами окремих ланок фінансових відносин і фінансових установ (інституцій), за допомогою яких формуються, розподіляються і використовуються централізовані та децентралізовані фонди фінансових ресурсів і грошових засобів.

С. І. Юрій, В. М. Федосов звертають увагу на те, що фінансова система – це сукупність відокремлених, але взаємопов'язаних сфер і ланок фінансових відносин, які мають певні особливості мобілізації та використання фінансових ресурсів [13, с. 30]

Отже, враховуючи у тому числі результати дослідження Р. Г. Шмідта і М. Тірелі [14], слід узагальнити, що існують наступні основні підходи до визначення сутності фінансової системи: інституційний, посередницький, ресурсний, монетарний, функціональний, системний підходи (табл. 1.1)

Інституційному відповідає модель Ф. Мішкіна [2], яка розкриває фінансову систему як сукупність фінансових інструментів, ринків, інститутів. Тобто, фінансова система – це, перш за все, сукупність фінансових установ (банки, фінансові компанії, страхові компанії і т. п.), які через фінансові продукти, послуги реалізують функції фінансової системи. Таку думку поділяють Дж. Ван Хорн, Р. Г. Хаббард, Ж. Матук, М. В. Романовський, Г. Н. Белоглазова й ін.

Ресурсний підхід домінує на пострадянському просторі і базується на тому, що фінанси – це економічний інструмент розподілу і перерозподілу національного доходу або суспільного продукту, засіб контролю за

формуванням, розподілом, використанням централізованих і децентралізованих фондів фінансових (грошових) ресурсів [18, с. 27; 19, с. 13] (П. Леоненко, П. Юхименко, А. Ільєнко, В. Сенгачов і А. Архипов, А. Грязнова і К. Маркіна).

Таблиця 1.1

**Підходи до дослідження сутності фінансової системи**

<b>Під-хід</b>	<b>Характеристика</b>	<b>Поняття «фінансова система»</b>	<b>Представники</b>
<b>Інституціональний</b>	Визначає фінансову систему з точки зору фінансових інститутів, призводить їх опис та класифікацію; додатковим предметом аналізу часто є одна з характеристик фінансових інститутів (наприклад, ступінь конкурентоспроможності, забезпечення прав інвесторів, якість фінансового регулювання)	Фінансова система – це сукупність класифікованих певним чином окремих фінансових інститутів	Дж. Ван Хорн, Р. Г. Хаббард, В. Опарін [11]
<b>Ресурсний</b>	Аналізує фінансову систему як інструмент розподілу та перерозподілу НД, суспільного багатства, контролю за формуванням, розподілом та використанням централізованих та децентралізованих фондів фінансових ресурсів	Фінансова система – це система фінансових відносин щодо формування, розподілу та використання фондів фінансових ресурсів, сконцентрованих у держави, суб'єктів господарювання, домогосподарств задля задоволення економічних та соціальних потреб	П. М. Леоненко, П. І. Юхименко [11], А. А. Ільєнко, Р. Левайн [7]

	<b>Характеристика</b>	<b>Поняття «фінансова система»</b>	<b>Представники</b>
<b>Монетарний</b>	Аналізує фінансову систему, перш за все в контексті забезпечення реальної економіки грошовими коштами за допомогою як центрального банку, так і комерційних банків	Фінансова система – це механізм забезпечення коштами реальну економіку	В. Александр , М. Бохл, Центральні банки
<b>Розподільчий</b>	Аналізує фінансову систему з точки зору двох найважливіших функцій – розподільчої і трансформаційної	Фінансова система – це механізм посередництва між суб'єктами з дефіцитом і надлишком грошових коштів в сфері реальної економіки	Х. Г. Гарлі, Е. С. Шоу; А. Янк
<b>Функціональний</b>	Основою проведеного аналізу фінансової системи є функції системи. Прихильники цього підходу вважають, що функції фінансових систем окремих країн можна порівняти між собою і відносно стабільні	Поняття «фінансова система» охоплює мережу фінансових ринків, фінансових посередників, а також інших фінансових інститутів, завдяки яким реалізуються фінансові плани домашніх господарств, підприємств і органів державної влади	Д. Б. Крані, Р. Мертон [17]
<b>Системний</b>	Фінансова система аналізується з точки зору зв'язків між окремими елементами системи і впливу цих зв'язків на функціонування всієї фінансової системи (компліментарність і взаємопов'язаність)	Фінансова система – це впорядкована сукупність комплементарних і взаємопов'язаних елементів або підсистем	Р. Х. Шмідт, М. Тіррел [14], А. Хакеталь і ін.

Джерело: складено на основі [7; 11; 14; 16; 17]

Посередницький підхід базується на розподільному і монетарному підходах. Згідно розподільного, фінансова система розглядається як надбудова над системою фінансів суб'єктів ринку, що створена для задоволення їх потреб у фінансових ресурсах для забезпечення діяльності за допомогою різноманіття фінансових інструментів [1]; це механізм посередництва щодо перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами, які мають дефіцит та надлишок грошових коштів (Х. Г. Гарлі, Е. С. Шау, А. Янк).

Відповідно до монетарного підходу фінансова система – це механізм забезпечення коштами реального сектора економіки через центральний та комерційний банки (В. Александр, М. Бохл, Центральні банки) шляхом впливу на грошовий обіг інструментами монетарної політики.

Функціональний підхід заснований на тому, що фінансова система – це сукупність суб'єктів, які мають відмінні цілі і, як результат, функції (держава – максимізація добробуту країни, громадян, сталий та інклюзивний економічний розвиток; суб'єкти господарювання – максимізація ринкової вартості та добробуту власників; домогосподарства – максимізація індивідуального добробуту, покращення умов та якості життя). Отже, фінансова система – це сукупність фінансових ринків, фінансових посередників, фінансових інститутів, завдяки яким реалізуються фінансові інтереси домогосподарств, суб'єктів господарювання, державних і місцевих органів влади (Д. Б. Кране, Р. Мертон).

Системний підхід розглядає фінансову систему як сукупність взаємопов'язаних і взаємообумовлених елементів або підсистем (Р. Х. Шмідт, Р. Хекетал, М. Тіррел).

С. В. Рябцев [16, с. 56-62] визначає посередницький, а також монетарний підхід як розподільний і стверджує, що вони є вузькоспрямованими функціональними підходами.

Можна погодитися з тими авторами, які вважають, що ці підходи є взаємодоповнюючими, один спирається на інший, а комплексний підхід дозволяє їх узагальнити. Це, вкрай важливо, коли в результаті еволюції та трансформації фінансова система ускладнюється та набуває нових характеристик, властивостей, елементів. Більш того, ці підходи відображають пріоритетні напрямки того чи іншого етапу еволюції фінансової системи, інтереси тих чи інших суб'єктів взаємодії.

На нашу думку, інституційний підхід є особливо актуальним при розгляді ринкоорієнтованих систем, лібералізації руху фінансових потоків, що

відповідає розвитку фінансової системи в умовах глобальних перетворень, технологічних змін та забезпеченню її стійкості в умовах лібералізації та цифровізації. Функціональний підхід заслуговує особливої уваги в період трансформацій, які змінюють роль і функції економічних суб'єктів, економічних інститутів, їх інтереси та цінності, а також з точки зору розробки економічної та фінансової політики щодо впливу на процес формування, розподілу, використання фінансових ресурсів у відповідності до конкретних цілей, як з боку держави, так і окремих індивідів або їх груп. Ресурсний підхід заслуговує уваги в економіках, де держава має достатньо високий рівень повноважень щодо контролю та регулювання фінансових потоків. І хоча в умовах розвитку демократії, лібералізації та глобалізації зростає роль індивідів, суб'єктів господарювання в економічній діяльності, цей підхід актуалізується в умовах нестабільності, коли зростає роль держави в антикризовому регулюванні та протидії зовнішніх загроз та потрясінь. Монетарний підхід, зокрема, активно використовується в посткризовий період після 2008 р., коли розвинені країни через інструменти монетарної політики стимулюють економічне зростання та соціальний прогрес (нетрадиційні методи монетарної політики), а також для підтримки національних економік в умовах низької ділової активності, зокрема і пандемії COVID-19. Розподільний підхід дозволяє через аналіз та трансформацію розподільчих відносин в економічній системі впливати на обсяги та напрями руху фінансових ресурсів. Цей підхід потребує ефективного регулювання та моніторингу і нагляду з боку відповідних органів, як на мікро-, так і макро- та мега- рівнях.

Важливо відзначити, що домінування тих чи інших підходів до розуміння фінансової системи, у тому числі у зарубіжній та вітчизняній спеціалізованій літературі, можна також пояснити різними підходами до дослідження фінансів взагалі – суб'єктний та/чи об'єктний [20, с. 8], різними підходами до вибору предмету та мети дослідження [20, с. 12] й ін. Так В. Федосов, П. Юхименко, Л. Лазебник [21] узагальнили п'ять підходів до трактування категорії «фінансова система», в залежності від вибору предмету дослідження:

1) сукупність відносин (Л. Дробоздіна, І. Петровська, С. Юрій, Ю. Вавилов, Ю. Ковбасюк, Я. Ларіна, О. Усенко, Л. Шевченко та ін.);

2) сукупність фондів фінансових ресурсів (О. Василик, В. Опарін, П. Леоненко, П. Юхименко, А. Ілленко, Б. Поляк, В. Сенгачов і А. Архипов, А. Грязнова і К. Маркіна й ін.);

3) сукупність ринків та інституцій (З. Боді і Р. Мертон, Г. Шиназі, Р. Глен, С. Юрій, В. Федосов, А. Архіпова та ін.);

4) комплекс управління фінансовим відносинами (А. Бистряков, Т. Вікуліна, В. Воля, Н. Гаврилова, Н. Стукало та ін.);

5) процес об'єктивного розподілу вартості (Н. Деева, С. Мочерний, Я. Ларіна, О. Усенко, С. Юрій та ін.).

Огляд представлених підходів дозволяє визначити, що в умовах посилення ролі фінансової системи в економічному розвитку, її ускладнення, посилення волатильності і невизначеності, технологічних змін і глобалізації, особливої уваги потребують наступні концепції щодо дослідження фінансової системи, які дозволяють сформулювати методичні підходи до її розвитку, та реалізація яких сприятиме максимізації задоволення потреб і інтересів усіх суб'єктів фінансової системи, позитивному впливу на соціально-економічний добробут:

- Змістова концепція (аналітичний, методологічний підхід) – спрямована на якісні характеристики фінансової системи, зокрема сутність, властивості, природу, специфіку.

- Структурна концепція – спрямована на склад і структуру фінансової системи, структурні елементи та принципи її побудови, поведінки і розвиток.

- Інституційна концепція – спрямована на норми, цінності, правила, ідеологію, стимули та обмеження розвитку фінансової системи, що визначає моделі поведінки і прийняття рішень.

При цьому інституційний підхід дозволяє в більшій мірі обґрунтувати розвиток фінансової системи в умовах глобальних перетворень (подальша лібералізація, посилення волатильності, невизначеності, зростання фінансової ренти) і викликів (посилення екологічної та кліматичної проблем, зростання глобального боргу, посилення нерівності і соціальної диференціації, НТР та нерівномірний розподіл досягнень та результатів й ін.), технологічних змін в результаті Industry 4.0, інтернетизації та цифрової трансформації, змін суспільних цінностей й ін., що призводить до трансформації внутрішніх та зовнішніх умов функціонування. Як результат, відбувається зміна норм, правил, стимулів та обмежень у фінансовій системі, що обумовлює модернізацію поведінки суб'єктів в системі.

Отже, логічно розширити інституційний підхід до визначення сутності фінансової системи: фінансова система – це не лише сукупність інституцій,

інститутів, ринків, інструментів, а і з точки зору системного підходу це система прямих і непрямих відносин між попитом і пропозицією фінансових ресурсів, фінансових продуктів і послуг, капіталу, які постійно модернізуються під впливом різноманітних чинників, умов інституційного середовища, що обумовлює якісну та кількісну зміну фінансової системи, її організаційну, структурну, інституційну трансформацію. Більш того, це дозволить поєднати змістовну та структурну концепції дослідження національних фінансових систем.

Таким чином, під розвитком фінансової системи в загальному сенсі розуміють якісні та кількісні, структурні, інституційні зміни у фінансовій системі в цілому, та в її компонентах: фінансових інститутах, фінансових інструментах, фінансовій інфраструктурі, фінансовій поведінці й ін. Р. Левін [7] визначає, що він має місце, коли фінансові інструменти, ринки і посередники зменшують, хоча і не обов'язково усувають асиметрію інформації, операційні та транзакційні витрати і, відповідно, забезпечують поліпшення реалізації функцій фінансової системи. Саме транзакційні витрати (рис. 1.1.), виникнення й існування яких пов'язане з такою іманентною властивістю ринкової системи як невизначеність (Д. Даймонд, Дж. Бойд та Е. Прескотт), а також асиметричність інформації (А. Акерлоф, М. Спенс, Дж. Стігліц [22; 23; 24], Дж. Тобін [25]) та проблема несприятливого відбору (А. Акерлоф [22], Р. Майєрс [26], К. Ерроу [27]) пояснюють, чому більшість зовнішнього фінансування спрямовуються через посередників у передачі фінансових ресурсів між інститутами з профіцитом та інститутами з дефіцитом, що і обумовлює розвиток фінансової системи.

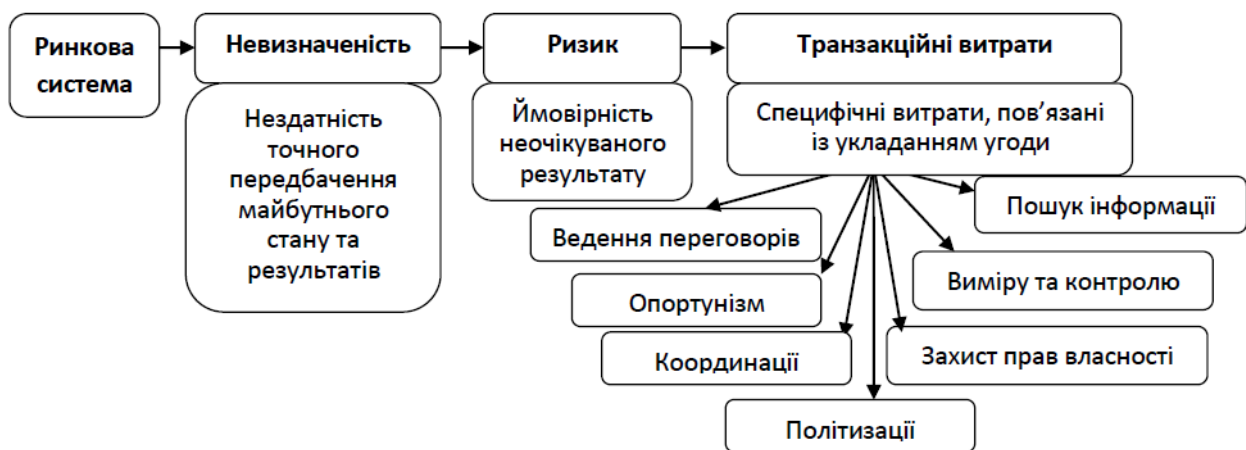


Рис. 1.1. Взаємозв'язок невизначеності, ризику та транзакційних витрат

Джерело: складено авторкою



Мінімально ефективний масштаб фінансів значно більший, ніж може інвестувати більшість індивідів, тобто більшість людей з самого початку не контролюють достатній обсяг коштів для вигідних інвестицій.

Це пов'язано, по-перше, з тим, що значна частка доходів буде направлена на покриття транзакційних витрат як витрат, що пов'язані із угодою, які не обмежуються банківськими і брокерськими відсотками або комісійними, дилерськими спредами, а й включають альтернативні витрати власного часу, втрати ліквідності та диверсифікації. Більш того, постійні операційні витрати фінансових операцій є високими, а зміни – достатньо низькими. В результаті, придбання 10 акцій можуть коштувати стільки ж скільки і 10 тис. акцій. Крім того, часто ціна фінансових активів, особливо цінних паперів, має великий крок вартості щодо кількості.

По-друге, більшість людей не беруть участь у достатній кількості операцій, щоб бути достатньо досвідченими, розуміти потенційні фінансові ризики, не вміють їх об'єктивно оцінювати та управляти ними. На відміну, фінансові посередники здійснюють фінансові операції на професійній основі, що дозволяє їм залучати мінімально ефективний масштаб фінансових ресурсів, розуміти процеси, що відбуваються у фінансовому середовищі, вміти їх оцінювати та прогнозувати, у т.ч., на основі власного досвіду. Отже, транзакційні та операційні витрати зменшують доходність індивідуального інвестування, що і обумовлює розвиток фінансового посередництва.

Втім, оскільки для посередників характерна фінансова домінанта у поведінці, що посилює пріоритет вартісного мислення, а цілі та мотиви рішень відмінні від кінцевого інвестора та споживача капіталу, їх дії можуть бути далеко не ідеальні, хоча і направлені на гнучкість та масштабність управління фінансовими потоками, їх ефективність. З часом, це посилює асиметричність інформації, тобто повноту та якість інформації, що призводить до посилення невизначеності та зниження ефективності сучасних фінансових ринків, у той час, як зростають вимоги до доходності і фінансової ренти з боку саме посередників. Посилює асиметричність інформації та невизначеність складність і багатоваріантність та багатовимірність рішень та дій суб'єктів економічної системи, непередбачуваність напрямів і результатів НТП, дефіцит та недостатня якість інформації щодо економічних, соціальних, фінансових явищ, особливо у майбутніх періодах.

Спричиняє появу транзакційних витрат і недосконалість законодавства і правової системи, інтрапренерство (отримання вигоди державними службовцями за оперативне вирішення проблем між державними інституціями та бізнес-структурами на користь останніх), опортуністична поведінка (відсутність або низький рівень економічної та/ або етичної довіри), що особливо характерно для країн з трансформаційною економікою та ринками, що розвиваються.

Недосконала інформація обумовлює несприятливий відбір, оскільки учасники ринку мають різну інформацію. Вперше це описав Дж. Акерлоф [22] на прикладі ринку вживаних автомобілів («риннок лимонів»). Це дозволило йому узагальнити, що потенційні споживачі не могли знайти суттєву різницю між високоякісними («персиками») і низькоякісними («лимони») автомобілями, а, отже, вони були не готові купувати високоякісні авто по справедливій ціні (моральний ризик – в результаті більшої інформованості один учасник угоди несе менші витрати, ніж інший – той, хто менш інформований).

Для вирішення цієї проблеми мікроекономічна теорія запропонувала сигналізування як дії, що здатні донести інформацію до інвестора той факт, що проєкт, який розглядається, є високодохідним (гарантія, стандартизація, публічне розкриття інформації, рекомендації, підтвердження інформації аудиторамі); страхування; скринінг; моніторинг і самовідбір; оптимальний контракт; стимулюючий контракт [27; 28] тощо.

Отже, транзакційні витрати, асиметричність інформації та проблема несприятливого відбору обумовлюють розвиток фінансового посередництва, що формує і визначає розвиток національної фінансової системи. З іншого боку, якщо дії посередників призводять до зростання цих витрат та зниження інформаційної ефективності фінансових ринків, це призводить до зниження їх ділової активності. В результаті можемо спостерігати, що на різних етапах еволюції економічної та фінансової систем домінують ті чи інші фінансові інститути-посередники. Більш того, посилення невизначеності в результаті фінансіалізації, що буде розглянуто в наступних розділах, призвело до того, що фінансові послуги та продукти стали надавати нефінансові організації – FinTech- та BigTech-компанії.

Таким чином, фінансова система – це сукупність взаємовідносин і взаємодій між економічними суб'єктами, що створюють органічну цілісну систему щодо формування і розподілу множини фінансових ресурсів,

фінансових активів, фінансових послуг, у просторі й у часі та раціонального їх використання з метою максимального задоволення економічних та соціальних потреб. У якості економічних суб'єктів виступають суб'єкти інституційних секторів національної економіки, зокрема, фінансовий сектор, сектор нефінансових компаній, сектор домогосподарств, сектор загального державного управління, тобто фінансові інститути, суб'єкти господарювання, домогосподарства, держава.

Отже, фінансові інститути – це інститути ринкового посередництва, які забезпечують взаємодію між власниками фінансових ресурсів та їх користувачами, покупцями і продавцями фінансових активів, фінансових послуг та формують механізми щодо укладання угод щодо фінансування, інвестування, заощаджень тощо. Відповідно, якісно розвиток фінансової системи можна визначити як покращення її здатності пов'язати вкладників із споживачами коштів або інвесторів з підприємцями двома способами, через ринки (прямий спосіб) та через фінансових посередників (непрямий спосіб), забезпечивши при цьому усунення асиметричності інформації, мінімізацію тразакційних та організаційних витрат (контроль і розподіл ресурсів в організації, витрати мінімізації опортуністичної поведінки), вирішення проблеми несприятливого відбору.

Оскільки фінансова система – це складна система, що включає різноманітні елементи (суб'єкти, об'єкти, процеси, відносини, потоки), які об'єднані у динамічну мережу (рис. 1.2.), то застосувавши теорію складних систем [29], визначимо наступні характерні властивості фінансової системи:

- Цілісність – зміна кожного елемента, зв'язку між ними, поведінки окремого суб'єкту фінансових відносин викликає зміну всієї системи, і, навпаки, зміна всієї системи впливає на кожний окремий елемент, його зв'язки, поведінку окремих суб'єктів.

- Різноманіття – включає різноманітні елементи та підсистеми, що забезпечує гнучкість системи та здатність змінювати свою поведінку в залежності від зовнішнього впливу.

- Структурність – окремі елементи системи характеризуються особливостями поведінки, втім їх цілісне функціонування забезпечується взаємодією всіх елементів, рівнів, підсистем, що відображає не лише структуру фінансової системи, а і її поведінку.

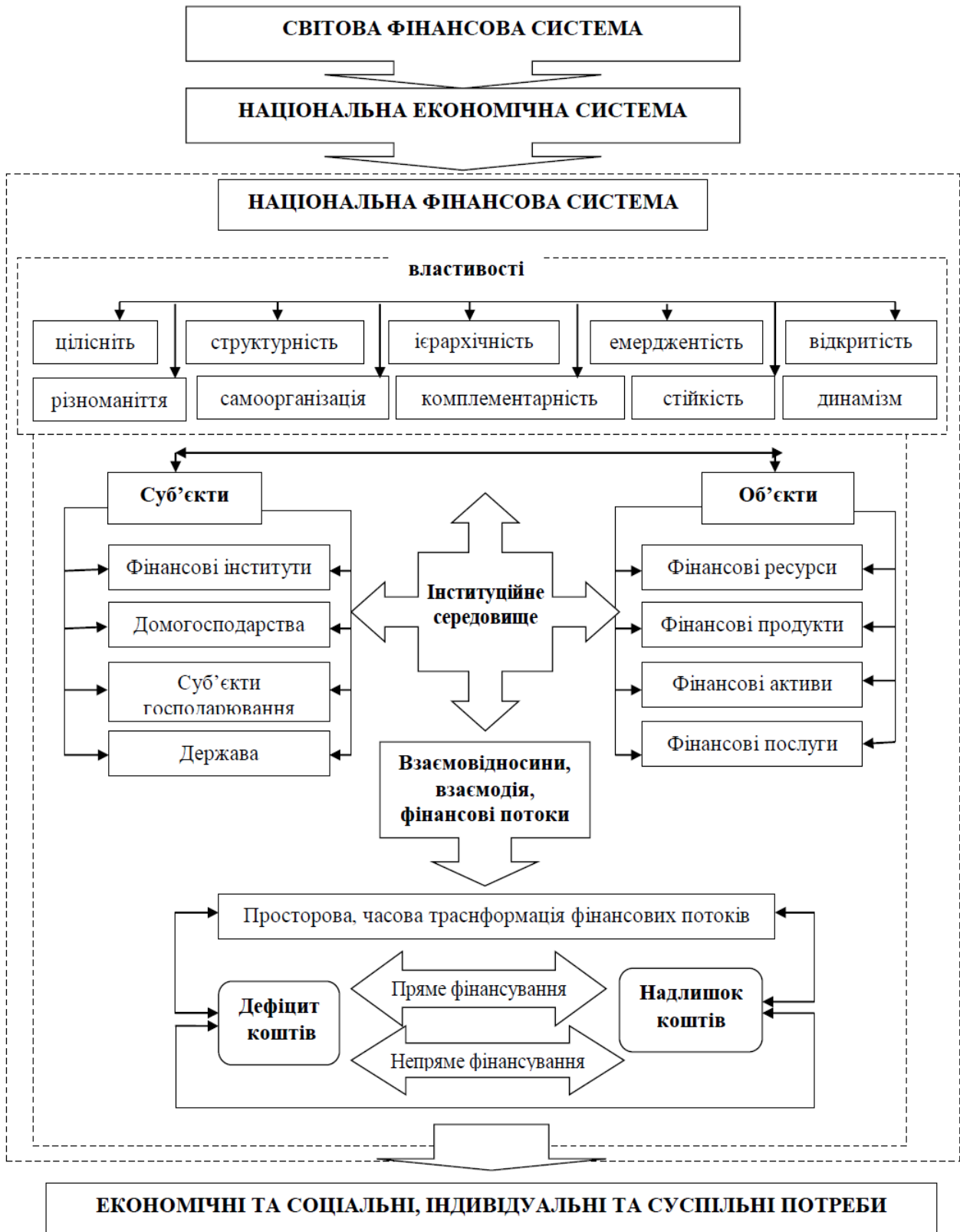


Рис. 1.2. Національна фінансова система як складна система

Джерело: складено авторкою

- Ієрархічність (багаторівневість) – складні системи – це не просто сукупність окремих елементів, а їх різноманіття, відповідно, їх треба

аналізувати у відповідності до ієрархії взаємодії. Фінансова система – це складова вищого порядку – економічної системи. В свою чергу, фінансова система включає такі елементи, як банківську систему, ринок цінних паперів, кредитний ринок, ринок страхування, ринок недержавного пенсійного страхування й ін. (рис. 1.3.), які є складовими нижчого порядку.

- Емерджентність (інтегративність) – цілісна система має особливості, які не зводяться до властивостей окремих елементів, при цьому властивості окремих елементів є автономними. Втім окремих елементів, який став часткою цілого, може трансформувати та демонструвати емерджентні властивості, які виникають в динамічній фінансовій системі.

- Відкритість (дисипативність) – демонструє здатність фінансової системи, як складної системи, обмінюватися інформацією та ресурсами із зовнішнім оточенням, що викликає прояв нерівноваги та циклічності.

- Самоорганізація – фінансова система у процесі функціонування видозмінюється у результаті розподілу праці, конкуренції, кооперації, спільної координації тощо.

- Комплементарність – фінансова система характеризується взаємодоповненістю компонентів, а функціонування системи забезпечується консистенцією, тобто узгодженням дій компонентів між собою, що посилює позитивні ефекти взаємодії компонентів, компенсує негативні або нерівномірні ефекти, визначає вартість експлуатації системи.

- Динамізм і нелінійність – фінансова система є детермінованою, стохастичною в результаті того, що рішення приймаються в умовах асиметричності інформації, а, отже, виникають флуктуації, умови функціонування характеризуються невизначеністю, випадковістю.

- Стійкість – чим складніша система, тим більше схильна до порушення рівноваги. Отже, регулювання складної системи забезпечується на основі петлі взаємного зв'язку: позитивного – зростання, ускладнення системи, негативного – відновлення рівноваги, повернення до попереднього стану. Механізми гомеостазиса у випадку відхилення системи повертають її до рівноваги, забезпечуючи її регенерацію, самопідлаштовування.

Втім ефективність функціонування національної фінансової системи безпосередньо залежить від застосування фінансових інструментів, за допомогою яких здійснюється фінансова політика на всіх рівнях економічної системи, яка, в свою чергу, через сукупність фінансових відносин, ринків,

інституцій, важелів, інструментів впливає на рух фінансових ресурсів, капіталу (формування, розподіл, використання) та їх вплив на соціально-економічний розвиток (рис. 1.3.). Тому у сучасних умовах ці підходи слід розглядати як взаємодоповнюючі.

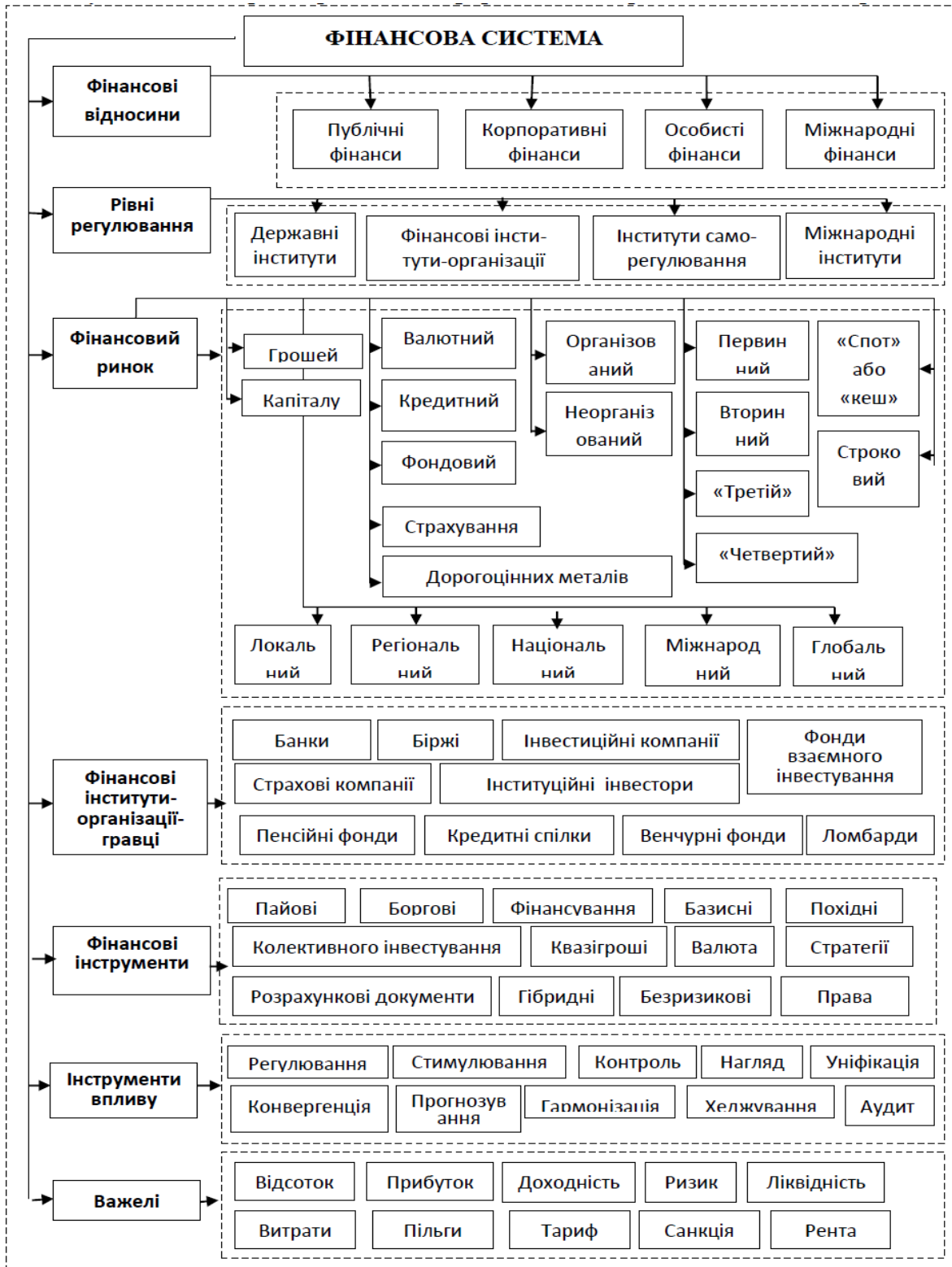


Рис. 1.3. Загальна модель національної фінансової системи

Джерело: складено авторкою

Серед чинників, що визначають предмет і методи дослідження фінансових систем, також слід визначити модель економічного розвитку країни та її еволюцію, роль держави в економіці та моделі регулювання національної економіки, рівень залежності від траєкторії попереднього розвитку та швидкість інституційних змін, рівень та напрями інтегрованості у світове господарство тощо. Так, наприклад, у різних умовах або на різних етапах еволюції домінуючими є різні сфери фінансів. Зокрема, розвиток національної економіки може забезпечуватися директивним або індикативним плануванням; державними фінансами або фінансами суб'єктів господарювання, або фінансами домогосподарств, або міжнародними фінансами; інструментами монетарної та/ або фіскальної політики й ін.

Більш того, розвитку різних підходів до аналізу фінансової системи сприяє її ускладнення у результаті стрімких процесів інтернаціоналізації, інтеграції, транснаціоналізації, лібералізації, глобалізації, цифровізації, технологічних змін тощо, що стрімко відбуваються, починаючи з другої половини ХХ ст., а також випереджаючий розвиток фінансового сектору у порівнянні з реальним на початку ХХІ ст. У результаті можна спостерігати посилення невизначеності та нестабільності, що і обумовлює науковий пошук у сфері фінансів. У результаті формується нова модель економіки – фінансова економіка як галузь теоретико-прикладних знань щодо функціонування фінансових потоків і фінансових відносин в контексті впливу фінансової системи на соціально-економічний розвиток, що буде досліджуватися в наступних розділах.

Зростає і роль інститутів та інституцій у забезпеченні соціально-економічного добробуту та динаміка їх змін, як стимул трансформації поведінки суб'єктів економічної системи, саме у відповідь на зміни, що відбуваються, зокрема розвиток інформаційно-мережевої економіки, розпад пострадянського простору і трансформація господарських систем цих країн, розвиток нових індустриальних країн та випереджаюче економічне зростання країн, що розвиваються, зниження впливу держави на економіку, посилення впливу неекономічних чинників на процес виробництва, розподілу, обміну та споживання, формування нового технологічного укладу, посилення глобальних проблем сучасності (екологія та зміна клімату, глобальний борг, бідність та нерівність, продовольча безпека й ін.) тощо.

В цілому, це змінює поведінку суб'єктів, цілі та мотиви прийняття ними економічних і фінансових рішень, оскільки ефективність інституційних змін залежить від базових поведінкових передумов. У результаті спостерігаємо еволюцію розуміння «економічної людини» в економічній та фінансовій теорії та практиці – від економічного егоїста до квазіраціонального та відповідального суб'єкта.

Більш того, у відповідь на нестабільність і кризи, відхід від раціоналізації поведінки суб'єктів економічної системи, зростає соціалізація економіки як процес підпорядкування економічних процесів інтересам розвитку людини, перерозподіл результатів господарської діяльності в цілях суспільства, покращення умов виробництва і життєдіяльності, що означає становлення нового типу економіки. Соціалізація «упорядковує і структурує економічні відносини за допомогою правил і норм, сприяє підвищенню стійкості економічної системи та формує довгострокові чинники її стабільного розвитку» [30, с. 18], що важливо у сучасних умовах невизначеності та нестабільності.

Отже, виокремимо принципові теоретико-методологічні положення, що дозволяють поглибити розуміння сутності фінансової системи:

- Фінансова система – це економічний інститут, тобто сукупність «правил гри», механізмів їх реалізації та організаційних структур, функціонування яких упорядковує, самоорганізує фінансовий простір, забезпечує сталі взаємовідносини та взаємозв'язки у фінансовому середовищі, який створений і функціонує для задоволення індивідуальних і суспільних потреб;

- Фінансова система – це продукт суспільного розвитку в межах економічної системи, а, отже, це інструмент, механізм координації процесів формування, розподілу, використання фінансових ресурсів у відповідності до оптимізації відносин, процесів, ресурсів і, як результат, максимального задоволення потреб та інтересів в економічній системі.

Відповідно, існують й різні підходи до визначення функцій фінансової системи та їх реалізації. Розглянемо найбільш емні і комплексні з точки зору авторитетних економістів.

Так, відомий американський професор економіки Університету Брауна Р. Левайн [7] в своєму дослідженні виділяє п'ять функцій фінансової системи:

1) акумуляція (акумуляція і мобілізація заощаджень економічних суб'єктів і перетворення їх в інвестиції);



- 2) управління ризиками (зниження, диверсифікація та управління ризиками – ліквідності, валютним, прибутковості (процентним));
- 3) інформаційна (подання інформації про можливі інвестиції та розподілі капіталу);
- 4) моніторинг (здійснення контролю над інвестиціями і менеджерами після надання фінансування);
- 5) зниження витрат обігу (полегшує обмін товарами і послугами, сприяє поділу праці (більшої спеціалізації), технічним інноваціям і зростання).

На думку Ц. Боді і Р. Мертона, фінансова система виконує шість функцій, при цьому базовою функцією є тимчасове, міжгалузеве і міждержавне перенаправлення економічних ресурсів [17, с. 3-31]:

- 1) переміщення ресурсів у часі та у просторі – перерозподіл фінансових ресурсів (інтегрованість в глобальній фінансовій системі);
- 2) управління (перерозподіл) ризиком – хеджування, сек'юритизація, страхування і диверсифікації;
- 3) кастодіальних – розрахунково-платіжна система (кліринг, депозитарні послуги);
- 4) об'єднання ресурсів (агрегування) і розподіл паїв участі в капіталі (функціонування механізму акумуляції та розподілу ресурсів);
- 5) інформаційна підтримка – надання цінової інформації (підтримка прийняття управлінських рішень);
- 6) вирішення психологічних проблем стимулювання (подолання або пом'якшення проблем, пов'язаних з інформаційною асиметрією).

При цьому Р. Мертон і З. Боді [17] вважають, що головною функцією є тимчасовий міжгалузевий, міжкраїновий перерозподіл економічних ресурсів. З цим не можна не погодитися, особливо, враховуючи те, що її ефективна реалізація неможлива без всіх інших функцій.

Зазначені функції знаходять відображення в роботах інших дослідників, що займаються проблематикою взаємозв'язку фінансової системи з економічними процесами, зокрема у В. Фіцджеральда і провідного економіста Світового банку А. Деміргуч-Кунта [31; 32]. На думку А. Деміргуч-Кунта, фінансова система сприяє зростанню ВВП через мобілізацію та акумуляцію заощаджень; забезпечує здійснення платежів і, таким чином, полегшує процеси обміну товарами, роботами і послугами; виробляє і надає інформацію про

інвесторів та інвестиційні проєкти, що підвищує ефективність алокації ресурсів, здійснює післяінвестиційний моніторинг і управляє ризиками.

Нобелівський лауреат Дж. Стігліц виділяє сім функцій в спеціальній роботі по перехідним економікам на початку 1990-х років [33]:

- 1) передача ресурсів (капіталу) від заощаджуючих агентів до позичальників і інвесторів;
- 2) агломерація капіталу, оскільки проєкти вимагають більше капіталу, ніж може бути у одного або групи заощаджуючих агентів;
- 3) відбір проєктів;
- 4) моніторинг використання коштів за проєктом;
- 5) забезпечення виконання контрактів (повернення);
- 6) передача, розподіл, агрегування ризиків;
- 7) диверсифікація ризиків.

Дж. Стігліц [17] наголошує, що дуже рідко зустрічається ситуація, при якій у підприємців достатньо капіталу для інвестування, в той час, як особи, які мають заощадження, часто стикаються з проблемами високого ризику інвестування, низьку ліквідність і т. ін. І в цій ситуації саме фінансова система покликана вирішити проблеми через акумуляцію капіталу у великої кількості малих вкладників, ефективну його алокації і забезпечення моніторингу використання. При цьому фінансова система трансформує, об'єднує і знижує ризики, сприяє зростанню ліквідності і забезпечує інформаційну підтримку.

Вітчизняний науковець С. Л. Лондар до функцій фінансової системи відносить [34]:

1. Забезпечення переміщення економічних ресурсів у часі і просторі.
2. Забезпечення управління ризиками економічної діяльності.
3. Забезпечення оптимальних способів здійснення розрахунків, які стимулюють обмін товарами, послугами, активами.
4. Забезпечення можливості об'єднання фінансових ресурсів для створення великомасштабних підприємств та забезпечення подрібнення капіталу будь-якого підприємства серед значної кількості власників.
5. Забезпечення широкого фінансового інформування для можливості прийняття оптимальних рішень суб'єктами економіки.
6. Забезпечення можливості кредитування економічно ефективних проєктів.
7. Забезпечення ліквідності фінансових активів.

8. Забезпечення можливості накопичення багатства та формування заощаджень.

9. Забезпечення можливості здійснення фінансового макрорегулювання національної економіки.

Отже, розглядаючи функції фінансової системи, варто відзначити, що при визначенні кількості функцій і змістовного наповнення кожної з них має місце їх укрупнення або ж подача в різних інтерпретаціях. При цьому існуючі розбіжності не можна вважати принциповими, оскільки дослідники єдині в своїх поглядах з приводу того, що функціонування фінансової системи в загальному розумінні слід розглядати в рамках забезпечення трансформації заощаджень в інвестиції. При цьому фінансова система, як сукупність інституцій та інститутів, виступає в якості посередника в цьому процесі, забезпечуючи мінімізацію ризиків, витрат, максимізацію доходів / вигід тощо.

На думку Ц. Боді і Р. Мертонна [17, с. 24], функції фінансової системи мають більш стабільний характер, ніж її інститути, тобто функції в меншому ступені змінюються з часом і не так сильно відрізняються в різних країнах. При цьому форма фінансових інститутів логічно впливає з їх функцій. Інновації у фінансовій сфері і конкуренція серед інститутів у кінцевому підсумку призводять до підвищення ефективності функціонування фінансової системи. Отже, функції фінансової системи є відносно стабільними у часі та просторі, в той час, як фінансові інститути трансформуються, і їх функції змінюються. При цьому незмінною залишається сфера їх діяльності – фінансова система. Тому визначення функцій фінансової системи є основоположним, оскільки у процесі дослідження змістовної сутності фінансової системи визначається й її роль в соціально-економічному розвитку держави.

Це обумовлено тим, що під впливом глобалізації, технологічних змін та інновацій фінансова система набуває нових характеристик, властивостей, елементів, оскільки з'являються нові фінансові інструменти та інновації у фінансовому середовищі, відбуваються зрушення у попиту на них та їх пропозиції. У результаті конкуренція між фінансовими інструментами, фінансовими послугами та фінансовими інноваціями обумовлює розширення функціональних можливостей фінансової системи, підвищує її ефективність, посилює вплив, як сприятливий, так і несприятливий у формі невизначеності та нестабільності, не лише на фінансові, а й на товарні та сировинні ринки, модифікує роль фінансової системи в економіці в цілому.

Особливості реалізації функцій фінансової системи визначає характер її функціонування, який залежить від структурно-організаційних характеристик (окремі підходи до структуризації та визначення складових фінансової системи представлені у табл. 1.2.).

Таблиця 1.2

**Підходи до структуризації національної фінансової системи**

<b>Ознака</b>	<b>Складові</b>
Концепції сутності фінансів	Розподільчі (формування, розподіл і використання фінансових ресурсів) та відтворювальні (процес відтворення – виробництво, розподіл, обмін і споживання)
Наукові підходи	Системний, функціональний, інституціональний
Фондова концепція	Бюджет, позабюджетні фонди, кредитний фонд, фонд страхування, фонди суб'єктів господарювання (розвитку, оплати праці, амортизаційний, резервний, матеріального стимулювання), фонди домогосподарств (накопичення, інвестування, страхування, кредитний)
Методики дослідження	Методики системи національних рахунків, Методики МВФ
Власність	Державні (публічні), недержавні (приватні), національні, іноземні
Цілі фінансової діяльності	Комерційні, некомерційні, суспільні, соціально відповідальні, «зелені»
Суб'єкт фінансових відносин	Фінанси держави, фінанси суб'єктів господарювання, фінанси домогосподарств
Сфери фінансових відносин	Публічні фінанси, фінанси суб'єктів господарювання, фінанси домогосподарств, фінансовий ринок
Рівні економічної системи	Мікро-, Мезо-, Макро-, Мета-, Мега
Процедурний підхід	Формування централізованих і децентралізованих фондів фінансових ресурсів, їх розподіл та використання
Посередництво	Пряме фінансування та непряме фінансування
Територія	Локальна, регіональна, національна, міжнародна, глобальна

*Джерело:* складено авторкою

Структура характеризує склад фінансової системи, характер зв'язків її сегментів і елементів, які забезпечують її цілісність, збереження властивостей при внутрішніх і зовнішніх змінах. Організація фінансової системи відображає диференційованість її складових, їх функціонування і поведінку. Це внутрішня будова фінансової системи, форма організації фінансових відносин через фінансові інститути, як професійні установи, що забезпечують рух (формування, розподіл та використання) фінансових ресурсів завдяки функціям: посередництво, заощадження фінансових ресурсів, фінансова трансформація, передача ризику, організація валютних операцій, забезпечення ліквідності й ін.

Фінансові інститути неоднорідні і динамічно змінюються під впливом технологічних, економічних, політичних, суспільних, соціально-культурних, екологічних чинників. Класифікація фінансових інститутів узагальнена на рис. 1.4.

Сьогодні значний вплив на розвиток фінансових інститутів має цифрова трансформація, технологічні зміни, трансформація цінностей у контексті сталого та інклюзивного розвитку. Фінансові операції все більше виконують нефінансові компанії – BigTech-компанії, що ще більше стимулює фінансові інститути до змін і модернізації. Трансформація фінансових інститутів змінює функції, які вони виконують. А це, в свою чергу, трансформує фінансову систему в цілому.

Отже, фінансова система – це складова соціально-економічної системи держави, її розвиток визначає роль, місце фінансового сектору в цій системі, умови взаємодії з реальним сектором. В загальному розумінні, фінансова система призначена пов'язати вкладників із споживачами коштів або інвесторів з підприємцями двома способами, через ринки (прямий спосіб фінансування) та через фінансових посередників (непрямий спосіб фінансування) на основі часової, просторової, територіальної, кількісної, якісної (ризик-ліквідність) трансформації фінансових потоків, мінімізації організаційних, інформаційних, транзакційних витрат, моніторингу та управління ризиком. Якісне та кількісне удосконалення фінансової системи, структурні зміни в цілому та її компонентах, що усуває асиметрію інформації, знижує організаційні та транзакційні витрати, вирішує проблему несприятливого відбору, і таким чином забезпечує поліпшення реалізації функцій фінансової системи, визначається як розвиток фінансової системи.

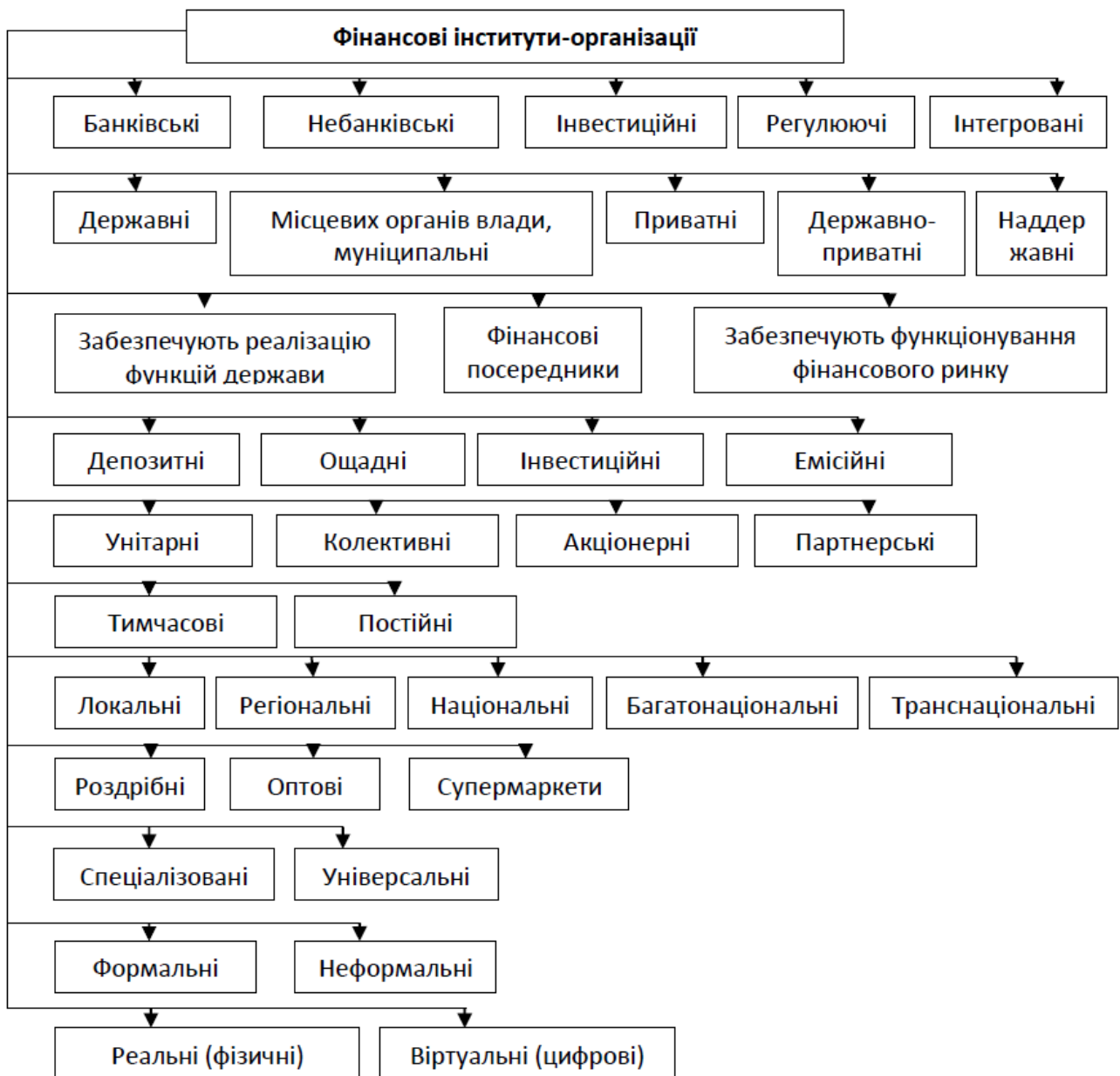


Рис. 1.4. Класифікація фінансових інститутів-організацій

Джерело: складено авторкою

При цьому ефективність функціонування національної фінансової системи безпосередньо залежить від застосування інструментів, за допомогою яких здійснюється фінансова політика на всіх рівнях економічної системи, яка, в свою чергу, через сукупність фінансових відносин, ринків, інституцій, важелів, інструментів впливає на рух фінансових ресурсів, що й забезпечує вплив на економічний розвиток, економічне зростання, економічний добробут. Підвищення ефективності функціонування фінансової системи у сучасних умовах забезпечується інноваціями у фінансовій сфері та конкуренцією фінансових інститутів.

## 1.2. Інституційні зміни та інституційний розвиток фінансової системи

Оскільки важливою складовою фінансової системи є її інститути та інституції, то актуальним є розгляд питання інституційного розвитку та інституційних змін фінансової системи. Нобелівський лауреат Д. Норт [35] називає інституційні зміни, поряд з технологічними, головними детермінантами соціального і економічного розвитку [35, с. 133]. Вони являють собою складний безперервний процес, пов'язаний зі зміною базових або інших (правила, механізми, що забезпечують їх виконання, норми поведінки) інституцій під впливом різноманітних чинників.

Д. Норт визначає інституції як будь-які правила гри в суспільстві або, створені людьми обмежувальні рамки, що організують взаємовідносини між людьми, спрямовують людську взаємодію у певне русло і, як наслідок, структурують стимули у процесі людського обміну – політичного, соціального чи економічного. Інституції містять формальні правила, такі як закони і конституції (закріплені законом і за їх виконанням стежить держава), і неформальні правила, такі як звичаї та норми (відтворюються без втручання третьої сили) [35, с. 18.]. Основним призначенням інституцій Д. Норт вважає зменшення невизначеності завдяки структуруванню повсякденного життя (стимулів). Крім того, він чітко відділяє від інституцій організації (політичні органи й установи, економічні структури, громадські й освітні організації) і визначає їх як гравців. Інституції можна розглядати як механізми взаємодії (відносин), що і визначає те, яким чином функціонують організації-гравці, а взаємодія правил гри та організацій-гравців і приймає форму інституційних змін. При цьому, в результаті конкуренції, залишаються ті інституції, що виявилися ефективними (максимальна вигода при мінімальних витратах).

Думку Д. Нортона, що інституції – це обмеження, правила, норми, рамки і механізми примусу в економіці поділяють Е. Остром, Е. Фуруботн і Р. Ріхтер, Дж. Кемпбелл та ін. Л. Гурвіц розглядає їх більше як правила, ніж як формати поведінки [36]. Цікавою є думка П. Л. Бергера та Б. Бергер, які визначають інституцію «як регулятивні зразки, тобто, по суті, програми, якими суспільство обмежує поведінку індивідів» і вважають її базовими характеристиками екстернальність, об'єктивність, спонукальну силу, моральний авторитет, історичність [37]. На думку В. В. Гриценка, «інституції є основою діяльності

певних індивідуумів та їх груп у суспільстві» [38]. В. Тамбовцев вказує, що інституція як категорія повинна включати такі обов'язкові елементи: «а) правила поведінки економічних агентів в певних ситуаціях; б) правила поведінки гарантів виконання правил (а) у випадках виявлення відхилень від них» [39, с. 25]. С. Кірдіна пов'язує інституції з формалізацією необхідних правил, що забезпечують виживання і розвиток економіки [40]. Інші під «інституціями» розуміють певні звички та звичаї, ментальний порядок у суспільстві, тобто неписані правила, що формуються «знизу» від мікрорівня, а поняття «інститут» розглядають як процес закріплення звичаїв і звичок на макрорівні у формі права й організації [41].

О. Іншаков і Д. Фролов зауважують, що інституції – це закріплений образ дії, похідним від якого є образ мислення агентів. На їх думку, інституцію слід розуміти онтологічно як форму соціалізації функції індивідуального або асоційованого агента, а гносеологічно як зведення, систему знань для здійснення цієї функції, як її опис для передачі інформації про неї, для навчання і формування відповідних компетенцій. [42; 43]. Більш того, О. Іншаков включив інституції як ендогенну зміну в метавиробничу функцію [44], яка визначає, що у створенні будь-якого продукту людської діяльності (Q) нарівні з предметними, трансформаційними (Tf) чинниками (людським (A), технічним (T), матеріальним (M) включаються соціально-рольові творчі сили, транзакційні чинники виробництва (Ta), до складу яких входить інституція (Ins), організація (O) та інформація (Inf):

$$Q = f(Tf, Ta) = f(A, T, M, Ins, O, Inf) \quad (1.1)$$

Отже, інституція виступає об'єктивно необхідною рушійною силою будь-якої конкретної діяльності людини, та відображає соціальні форми функцій суб'єктів, об'єктів, процесів і результатів економічної діяльності, оскільки є результатом суспільного поділу праці та суспільної кооперації, відображає відносини між суспільством та індивідом, має всезагальний характер як соціальної форми дій всіх індивідів суспільства, а, отже, індивіди соціалізовані, усупільнені, що надає їх потребам статус суспільних та об'єднує функції індивіда та соціума. О. Іншаков і Д. Фролов [43] визначають, що принципово не може бути не інституційних дій індивідів у суспільстві, оскільки будь-яка функція суспільної істоти реалізується за допомогою визначення її місця в кооперації та розподілі праці, оцінці її необхідності та корисності. При цьому вони зауважують, що соціальне, імпліцитне або експліцитне закріплення



конкретних форм діяльності за індивідом здійснюється за допомогою добровільної або примусової, вільної або вимушеної інституції.

Втім у вітчизняній та російській спеціалізованій літературі можна зустріти заміну поняття «інституції» «інститутами», що можна пояснити неточністю перекладу і білінгвізмом [45]. Так назва книги Д. Норта „Institutions, institutional change and economic performance” була перекладена на російську мову як «Институты, институциональные изменения и функционирование экономики» [35], хоча точніше було б використати «институции». Це ж стосується першого перекладу Т. Веблена «Теорія дозвільного класу» [46], де у підзаголовку „An Economic Study of Institution”, говорилося саме про інституції як спосіб думати і діяти в тому, що стосується окремих відносин між суспільством і особою та окремих виконуваних ними функцій [46, с. 56-57], а не про інститути, як було перекладено. Це можна пояснити й міждисциплінарністю (економіка, соціологія, право, політологія й ін.) та мікшуванням концепцій різних напрямів та течій інституціоналізму. На плутанину вплинуло і те, що у вітчизняній практиці слово «інститут» тривалий час стало використовуватися у розумінні «установа», «заклад», а також «сукупність норм права» [47].

У результаті одні автори розглядають «інституції та «інститути» як тотожні поняття, а інші розділяють і використовують одночасно. Деякі «інститут» та «інституція» розглядають як частку і ціле, оскільки, на їх думку, інституції не завжди можуть бути трансформовані в інститути, але при цьому будуть існувати в суспільстві.

Але слід підтримати тих авторів, які все ж таки розділять інституції та інститути. Відповідно, доцільно інституцію узагальнити як пристрій, спосіб дії чи настанови, вчення, вказівка, а інститут як установу, заклад, організацію («специфічні функціональні й організаційні форми колективної діяльності, які є сталими структурними утвореннями» [48, с. 53]), через які безпосередньо інституції й реалізуються [43].

Таким чином визначимо, що інституції фінансової системи – це формальні і неформальна правила і норми, які забезпечують перерозподіл фінансових ресурсів, фінансових потоків, формують ефективну систему мотивації, стимулів, обмежень щодо формування, розподілу та використання фінансових ресурсів. Інститути фінансової системи закріплюють ці правила у нормативно-правовому забезпеченні фінансових відносин, а також включають

сукупність установ та організацій, які регламентують ці норми. І це стосуються формальних інституцій. Неформальні інституції регламентуються такими інститутами, як бізнес-етика, внутрішні стандарти поведінки у суспільстві.

Відповідно, «інституційний» характеризує будь-яку фінансову поведінку суб'єкта та визначає взаємозв'язок інституцій, інфраструктурних складових, що регулюють його діяльність, впливають на стимули щодо прийняття рішень і фінансової поведінки, «інституціональний» відображає процес формування інституцій та інститутів у процесі еволюційного розвитку ринкового механізму. Такий підхід відповідає розробкам В. Зотова, В. Преснякова і В. Розенталя, які під інституціями визначають «звичаї, традиції, правила і норми соціальної поведінки, згідно з якими люди діють у різних сферах життя суспільства (у тому числі в економічній) саме через свою причетність до інститутів» [48], а під інститутами – «специфічні функціональні й організаційні форми колективної діяльності, які є сталими структурними утвореннями і забезпечують реалізацію системних функцій економіки» [48]. При цьому С. Кірдіна та С. Малков акцентують увагу на тому, що інститути – це соціальні структури, характерні суспільствам і призначені забезпечити організацію економіки та соціальної системи, та інститутам властива організаційна, соціально-структурна природа, а інституціям – соціально-функціональна. [40]

Отже, досліджуючи розвиток фінансової системи в контексті інституційного підходу, на нашу думку, точніше буде використати методичний підхід «організаційно-інституційного розвитку», який слід пов'язувати, по-перше, із розвитком фінансових організацій-гравців, які наділяються відповідними функціями, повноваженнями, та їх взаємозв'язком, що визначає конструкцію та модель національної фінансової системи, а по-друге, із формуванням інституційного середовища як сукупності правил, традицій, обмежень, стимулів, що формують базис (механізми) функціонування організацій-гравців з метою максимізації вигід економічних агентів, і забезпечують взаємодію організацій-гравців щодо реалізації ними функцій. Основним призначенням інституцій при цьому є зниження невизначеності, трансакційних витрат, асиметрії інформації, недобросовісності поведінки (moral hazard), що сприятиме ефективному та результативному формуванню, розподілу та використанню ресурсів у відповідності з інтересами, мотивами, цілями економічних агентів. Організації при цьому можна представити як функціонуючі комплекси комплементарних інституцій, здійснюваних їх

агентами в інтегрованій системі правил і норм, як комбінації окремих видів діяльності, що виступають джерелом отримання конкурентної переваги, тобто як відособлені системи відтворення ефективних і/ або монопольних інституцій [43, с. 59]. Отже, інституції відображають функціональні форми економічних відносин, організації – структурні, інститути – генетичні.

Відповідно, інституційна структура (інституційний порядок) фінансової системи – це певний упорядкований набір інституцій (політичних, соціальних, правових – управління, влада, власність, конкуренція, ціна, ризик, ефективність, результативність й ін.), що створюють матриці фінансової поведінки, які визначають стимули та обмеження для суб'єктів господарювання, що формуються в рамках системи координації відносин, диктують види знань та навичок і компетентностей з приводу формування, розподілу, використання фінансових ресурсів. При цьому матриця фінансової поведінки – це модель, що дозволяє розглядати багатоваріантність розвитку системи, отримати достатню аналітичну інформацію у коротко- та довгостроковому періоді щодо досягнення тактичних і стратегічних цілей і, як результат, своєчасно вносити корективи у фінансові процеси, здійснювати комплексне управління складною фінансовою системою.

Д. Норт [35] трактує інституційну матрицю як комплекс взаємозалежних правил і неформальних обмежень, сукупність яких визначає економічну діяльність, а також специфіку економічних і політичних інституцій кожного конкретного суспільства і визначає траєкторії подальшого їх розвитку. Отже, кожне суспільство має властиву лише йому історично сформовану інституціональну матрицю як взаємопов'язану систему підсистем: економіка (виробничий базис відтворення суспільства), політика (державний устрій, форми правління, фундаментальна система прийняття та виконання рішень в суспільстві), ідеологія (базові суспільні цінності, що виражається пануючою ідеєю). Відповідно, процес інституційних перетворень фінансової системи визначається, перш за все, інституційною матрицею держави, а також конфігурацією економічних суб'єктів та обраними стратегіями. Як правило, економічні суб'єкти рентаорієнтовані і вибір стратегії залежить від тих інституцій і практик, які вони застосовують в боротьбі за ресурси.

В основі взаємодії суб'єктів господарювання індивідуальні та суспільні цінності та інтереси, які визначають норми як настанови для дій, завдяки яким формуються відносини. Це, в свою чергу, визначає «правила гри», як

сукупність настанов, які або дозволяють (стимулюють), або забороняють (обмежують) певні дії при взаємодії суб'єктів, що і визначає інструменти і формує механізми функціонування організацій-гравців у фінансовій системі.

Таблиця 1.3

**Підходи до визначення сутності інституційного середовища**

<b>Автор</b>	<b>Визначення</b>
А. Ткач [50, с. 287]	Сукупність основоположних соціальних, політичних та економічних правил, що обмежують людську поведінку
О. Уільмсон [51].	Правила гри, що визначають контекст, в якому здійснюється економічна діяльність. Базові політичні, соціальні та правові норми утворюють основу виробництва, обміну, розподілу
Л. Корнійчук, Н. Татаренко, А. Поручник [52, с. 9]	Рівень підприємницького й управлінського потенціалу, а також соціологічної та правової системи
О. Олійник [53]	Зовнішнє середовище, яке вкрай важливо для економічної діяльності, це сукупність цінностей, формальних і неформальних норм, що впливають на співвідношення стимулів в діяльності і обумовлюють досягнення мінімальної згоди між людьми
О. Сілова [54]	Складна впорядкована система базисних і інфраструктурних економічних інститутів, що створюють умови для суспільного відтворення через формування загальнообов'язкових правил і механізмів їх підтримки, з іншого боку, система відносин між економічними суб'єктами та інститутами з приводу задоволення потреб економічних суб'єктів в інституціях та інституційних механізмах
Г. Перепелиця [55]	Сукупність різнорівневих інститутів, що розглядається як інституційна матриця формальних правил і неформальних обмежень
А. Шастітко. [56, с. 46-48]	Сукупність основоположних політичних, соціальних і юридичних правил, які утворюють базис для виробництва, обміну і розподілу.

Автор	Визначення
Г. Перепелиця [55]	Певна форма організації відносин, сукупність формальних і неформальних рамок поведінки учасників економічних процесів, а також способів закріплення даних взаємодій і контролю за їх виконанням
І. Манцуров [57]	Сукупність різнорівневих інститутів, що розглядається як інституційна матриця формальних правил і неформальних обмежень. Русійні процеси, що відбуваються в інституційній матриці, змінюють її стан завдяки змінам правил гри і параметрів

*Джерело:* складено авторкою

Відповідно, інституційне середовище фінансової системи визначимо як складний взаємоузгоджений комплекс інституцій, які створюють правила гри, стимули, обмеження та механізми їх реалізації щодо фінансової поведінки, прийняття фінансових рішень, і, таким чином, визначають вектори функціонування і розвитку фінансової системи на основі найкращого розподілу ресурсів і максимального задоволення економічних і соціальних потреб індивідів і суспільства в цілому.

Ґрунтуючись на ряді досліджень [35; 53; 58; 59; 60] визначимо, що якісне інституційне середовище фінансової системи призначене забезпечувати реалізацію наступних функцій:

- рамкове регулювання – вплив на структуру стимулів, мотивів фінансової поведінки, фінансових рішень, формування переваг, обмеження вибору суб'єктів фінансової системи;

- передбачуваність і стабільність фінансової системи – організація стійкого сприятливого фінансового середовища для суб'єктів фінансових відносин, зниження рівня невизначеності у фінансовому просторі завдяки «правилам гри», стимулам, обмеженням;

- скорочення операційних і транзакційних витрат, що і лежить в основі розвитку фінансового посередництва як базису формування і розвитку фінансової системи;

- забезпечення свободи і безпеки в межах визначених рамок на основі інституційних угод і конституційних правил;

- передача знань, інформації.

При цьому якість інституційного середовища фінансової системи – це рівень відповідності інституційного середовища потребам, інтересам, цінностям суб'єктів фінансових відносин на основі оптимізації їх інституційних угод (контрактних відносин) щодо мінімізації витрат і зростання ефективності та результативності їх діяльності [61].

На основі концептуальних підходів інституційної теорії до складових інституційного середовища фінансової системи слід віднести:

- інститути та інституції, що забезпечують розвиток людського капіталу (професійна підготовка фінансових фахівців, фінансова обізнаність і грамотність, що гарантує стійкість та ефективність фінансової системи і забезпечує зростання соціально-економічного добробуту),

- інститути та інституції нормативно-правового регулювання, що забезпечують стійкість та ефективність фінансової системи, безпеки національної економіки,

- інститути та інституції, що забезпечують виконання законодавства, гарантують права суб'єктів фінансових відносин та їх захист,

- система управління стратегіями, що забезпечує збалансований розвиток фінансової системи та її інституцій,

- інституції розвитку, які направлені на окремих суб'єктів фінансової системи, з метою забезпечення зростання соціально-економічного добробуту в цілому.

Отже, узагальнюючи інституційні аспекти розвитку складної системи, представимо на рис. 1.5. інституційне середовище фінансової системи.

Відповідно, інституційний розвиток фінансової системи – це якісні та кількісні інституційні зміни у фінансовій системі у цілому та її компонентах (фінансові організації-гравці (фінансові інститути), фінансові інструменти, фінансова інфраструктура, фінансова поведінка й ін.), направлені на ефективність реалізації функцій фінансової системи. Завданням інституційного розвитку фінансової системи при цьому є генерування інституційних інновацій, відбір (селекція) ефективних інституцій та їх поширення з метою зниження транзакційних витрат, асиметрії інформації тощо. При цьому, інституційні зміни (розвиток) визначають те, як суспільство розвивається у часі, й, таким чином, є ключем до розуміння історичних змін» [35].

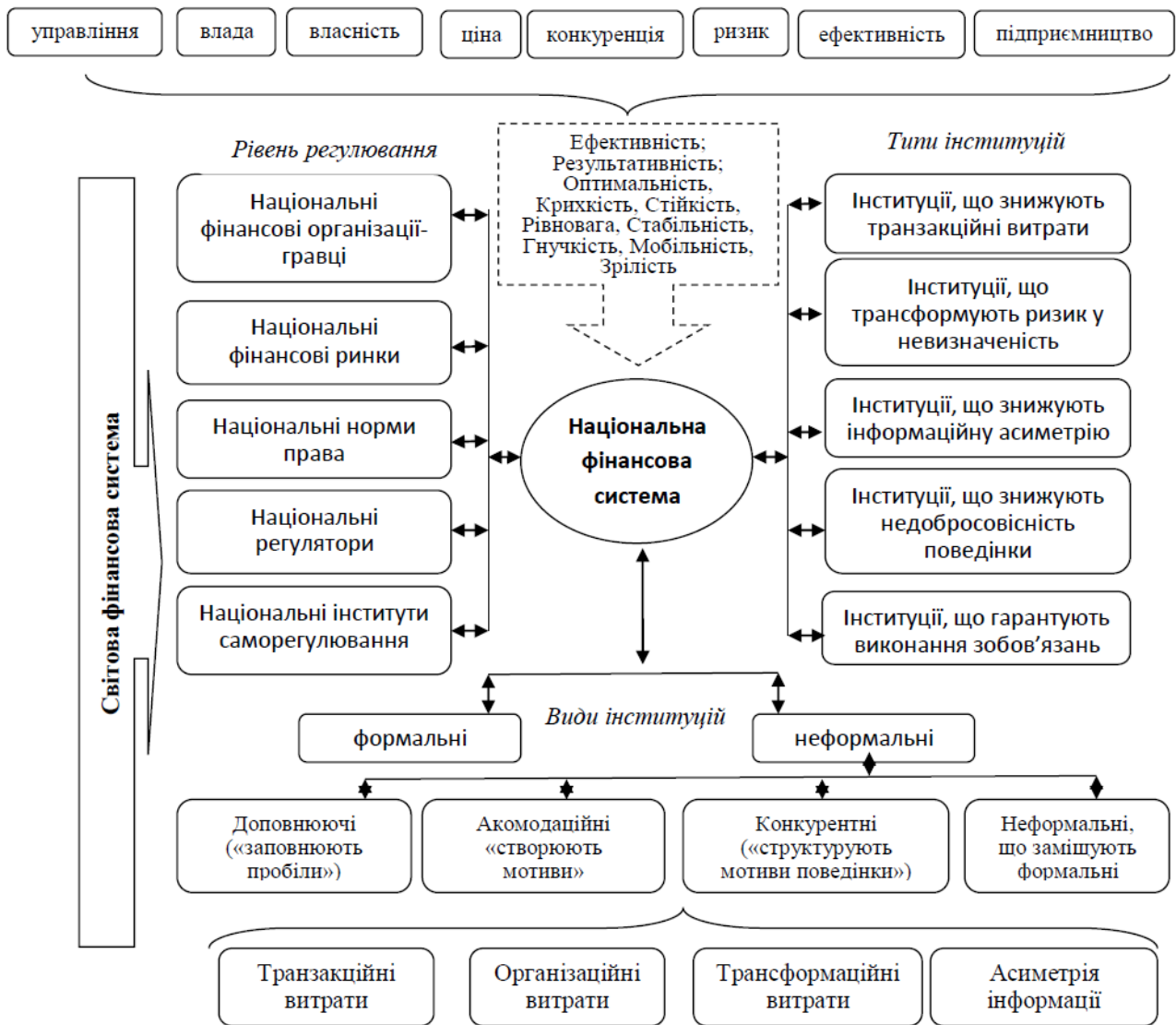


Рис. 1.5. Інституційне середовище національної фінансової системи  
Джерело: складено авторкою

В основі інституційного розвитку можуть відбуватися наступні основні зміни [35; 58; 59; 60; 61]:

- інкрементні – за рахунок закріплення неформальних правил, норм, інститутів у відносно малих групах з сімейно-родинними зв'язками;
- еволюція інститутів – неформальні практики, які виникають поступово та закріплюються як загальновизнані в формальних інститутах;
- революційні інституціональні зміни – виявляються при запозиченні (трансплантації) інститутів, або їх «імпорт».

Інкрементні та еволюційні зміни, як правило, відносять до ендогенних та таких, що залежать від попереднього розвитку, а імпорт інститутів – до екзогенних.

В економічній літературі не склалося єдиного підходу щодо основних факторів інституціональних змін. Утім до основних концептуальних підходів слід віднести:

– соціально-технологічний інституціоналізм (Дж. К. Гелбрейт, Я. Тінберген) – вважають, що основою суспільного, у тому числі економічного, розвитку є впровадження результатів науково-технічного прогресу у процес виробництва, розподілу, обміну та споживання;

– соціально-правовий інституціоналізм (Р. Коуз, Р. Познер, Дж. Коммонс) – включає теорію прав власності, а отже, в основі змін перетворення у структурі власності, що обумовлює проблему специфікації (закріплення) прав власності та її розмивання, механізмах її закріплення та реалізації з метою пошуку рівноваги прав власності (проблема: здійснювати специфікацію прав власності чи ні?) Якщо чиста поточна вартість інвестицій у створенні виключних прав власності на ресурс негативна, то доцільно забезпечити вільний доступ до ресурсу, у протилежному випадку – доцільна специфікація прав власності);

– концепція транзакційних витрат (Р. Коуз) – економія транзакційних витрат, основними видами яких є: витрати пошуку інформації, витрати ведення переговорів, витрати вимірювання кількості та якості продуктів, що включаються в обмін, витрати на специфікацію і захист прав власності, витрати опортуністичної поведінки, яка проявляється або як ухилення, або як вимагання) на процес прийняття рішень і на ефективність економіки в цілому;

– концепція оптимального контракту (Дж. Стігліц, Я. Макніл, О. Уільямсон) – контракт розглядається як канал, за яким відбувається обмін правами власності («пучок прав власності»), що фіксує умови їх передачі та визначає зміни у правомочності, а його оптимізація базується на економії транзакційних витрат шляхом зниження асиметричності інформації, оптимальною координацією, довірою;

– концепція нової економічної історії (Д. Норт, Р. Томас) – основа економічного розвитку в постіндустріальному суспільстві людини, мета економічної системи – всебічний розвиток людини [62, с. 283], основні фактори змін – зрушення у структурі відносних цін в результаті НТП, відкриття нових ринків, зростання доходів населення, ідеологія (суб'єктивні моделі сприйняття індивідами оточуючого світу [35];



– концепція суспільного вибору (Дж. Бюкенен, Г. Талок) – поведінка індивідів орієнтована на отримання суспільного блага і перекладання витрат на інших, зокрема, завдяки політичній владі (лобізм, гонорари за лекції і публікації, інтрапренерство, логролінг, політична благодійність), пошуку ренти;

– концепція неповної раціональності (Г. Саймон) – передбачає альтернативний вибір в умовах неповної інформації на основі не оптимізації, а максимізації рівня задоволення.

Отже, узагальнюючи, відзначимо, що в основі інституційних змін фінансової системи технічні та технологічні, суспільні та політичні зміни, трансформація відносин власності, якість та повнота ринкової інформації, розмір та структура транзакційних витрат, пошук оптимального контракту, зрушення у структурі цін та ідеології, рентоорієнтована поведінка суб'єктів фінансових відносин, пошук альтернативних варіантів поведінки в умовах неповної інформації тощо.

Фундаментальною причиною різного рівня ефективності функціонування національних економік, на думку Д. Аджемоглу, С. Джонсон, Дж. Робінсона [63], є якість функціонуючих в них інституцій. Це стосується і фінансових систем. Отже, інституційні зміни фінансової системи, як цілісної системи, повинні бути безперервними відповідно умовам зовнішнього середовища. Втім інституційні зміни можуть призводити, як до зниження транзакційних витрат, так і їх зростання. Це буде залежати від того, як і наскільки будуть змінюватися транзакційні витрати, характерні для базового рівня стійкості цілісної системи, в результаті економії від обмежень («ефект охоплення»), взаємодоповнюваності, мережових зовнішніх ефектів, а також відповідності існуючої інституційної структури «новим» вигодам і витратам. Поряд із цим, інституційні перетворення мають високу вартість, що в умовах обмеження та дефіциту фінансових ресурсів, високої мобільності фінансових потоків є головним стримуючим чинником. У зв'язку з цим, поряд із транзакційними та організаційними витратами особливого контролю потребують трансформаційні витрати, що включають витрати трансформації елементів фінансової системи в результаті інституційних змін. Особливо це актуально у контексті фінансової лібералізації і глобалізації, цифровізації та Industry 4.0, які посилюють невизначеність і нестабільність, обумовлюють необхідність забезпечення

оптимальності як здатності фінансової системи розвиватися (еволюція, трансформація, модернізація) з мінімальними витратами.

Отже, визначимо наступні форми інституційного розвитку фінансової системи в залежності від характеристик змін та їх результативністю:

– інституційні зміни – незначні кількісні зміни у фінансовій системі (наприклад, зміна структури оподаткування суб'єкту господарювання або індивіду);

– інституційні перетворення – значні кількісні зміни (зокрема, кредити міжнародних фінансових організацій, експансія іноземного капіталу);

– інституційні деформації – якісні зміни, що призводять до зростання транзакційних витрат та неефективних інституцій (як правило, призводить до зростання неформальної економіки, накопичення боргових зобов'язань, проявляється, як тіньовий банкінг, рейдерство);

– інституційні трансформації – якісні зміни, що призводять до зростання ефективних інституцій та зменшення транзакційних витрат (впровадження стандартів соціальної та корпоративної відповідальності, зростання інвестиційної привабливості, податкова відповідальність, лібералізація фінансових ринків, електронний документообіг).

Базуючись на теоретико-методологічних підходах інституційної теорії [35; 58; 59; 60], визначимо наступні механізми інституційного розвитку фінансової системи:

1) зміна існуючих інституцій фінансової системи;

2) проектування, закріплення і поширення нових інституцій фінансової системи;

3) трансформація правил, норм фінансової системи (перетворення неформальних інститутів в формальні і навпаки);

4) імпорт, франчайзинг, аутсорсинг інституцій фінансової системи.

Отже, інституційні зміни фінансової системи можуть відбуватися або еволюційним шляхом, тобто поступовими змінами формальних і неформальних правил, перетворення неформальних у формальні, та революційним (імпорт, франчайзинг інституцій). Також формування і заміна інституцій можуть відбуватися або сценарієм конвергенції, або дивергенції, локально і повсюдно, неперервно або дискретно. Індивідуальний набір інституцій та інституційних обмежень визначає модель національної фінансової системи, її розвитку та її впливу на національну економіку.

У свою чергу, інституційна трансформація фінансової системи – це масштабна, якісна, кардинальна зміна порядку її композиції інституцій, яка змінює стереотипи і моделі фінансової поведінки. Сутнісними характеристиками інституційної трансформації є: 1) стабільність інституційних характеристик; 2) джерела трансформацій; 3) діюча сила трансформацій; 4) напрям трансформацій [64].

Якщо визначити базовими характеристики інституційної структури, як системи, розвиток, керованість, ефективність, то основними пріоритетами інституційної трансформації можна виокремити якісну зміну: структури фінансової системи; аорт способів фінансової діяльності, її цільового спрямування; мотивів, стимулів, обмежень, факторів прийняття фінансових рішень, фінансової поведінки; механізмів реалізації інституцій.

Важливою характеристикою інституційного розвитку є інституційна рівновага як стабільність та відсутність протиріччя інституцій, стабільність економічних інтересів суб'єктів фінансових відносин, контрактних відносин і рівня транзакційних витрат [58; 60]. Найбільш значущими факторами інституційної рівноваги є: ресурсно-технологічні можливості суспільства, історичні, демографічні, макроекономічні, соціальні, релігійні, ідеологічні, випадкові, зовнішні чинники.

Прояв інституційної нерівноваги фінансової системи формує інституційний вакуум, проявами якого є:

- Інституційна аномія (від франц. *anomie* – відсутність закону, норм), тобто відсутність законів, норм у суспільстві (об'єктний аспект), або їх заперечення (суб'єктний аспект). Наприклад, в Україні є нормативно-правове забезпечення захисту прав власності, як приватної, так і суспільної. Але ринковий образ мислення та ринкова поведінка демонструє, що суспільство його не сприймає. В результаті часто можна спостерігати рейдерство та активну діяльність колекторських організацій. Аномією також є низький рівень податкової відповідальності.

- Інституційні пастки – неефективні норми, які набули стійкого характеру, в результаті неузгодженості інтересів суб'єктів. Прикладами є: неефективна приватизація не забезпечила первісного накопичення капіталу, формування і закріплення прав власності, раціонального використання ресурсів, конкурентного середовища й ін.; високий рівень готівки поза банківською системою, доларизації, що є результатом тінізації господарського обороту.

- Інституційні пустоти – це відсутність належного інституційного забезпечення (норм, правил, законів, установ) в результаті інституційної недобудови системи. Зокрема, результатом цього є високий рівень пасивних заощаджень населення в Україні, готівки поза банківською системою та доларизації.

Наслідком інституційного вакууму є поширення неформальних норм і правил, подвійні стандарти, конкуренція між інституціями, поява локальних інституцій, в результаті чого невизначеними є інституційні рамки відносин між суб'єктами, розмиваються інституційні межі системи, яка характеризується неоднорідністю. Основними причинами цих проявів інституційної нерівноваги є невідповідність інституцій сучасним умовам, відсутність інституційної угоди (контракт) як формальних і неформальних механізмів координації взаємодії між суб'єктами фінансових відносин.

Незважаючи на інституційну нерівновагу система може бути стабільною при умові:

- Система забезпечує високі вигоди для держави;
- Зацікавленість і високі вигоди для великих економічних угруповань (олігархічна структура);
- Транзакційні витрати змін вище, ніж за умови нерівноваги.

Серед основних інструментів забезпечення стабільності інституційної рівноваги слід відзначити координацію, компенсацію, механізм виплат, контроль угоди, довіру, освіченість, навчання й ін., що вписується у концепцію перемовин, тобто формального та неформального контракту на основі правил і механізмів примусу їх виконання, оскільки, на думку Т. Єгертсона, наявність ефективної політичної системи і структури інституцій (ефективних стимулів) автоматично призводить до економічного зростання [59, с. 5].

Отже, узагальнимо, що інституційна рівновага фінансової системи – це стан, при якому залишаються відносно незмінними системоутворюючі інституції, а динаміка інших інституційних елементів сприяє її стабільності, безпеці, ефективності, що забезпечується економією транзакційних, організаційних, трансформаційних витрат, зниженням невизначеності за рахунок стабільності базових інститутів, адаптивністю й ефективністю в умовах динамічного зовнішнього середовища на основі «м'яких» елементів інституційної структури фінансової системи.

Поряд із інституційною рівновагою важливою характеристикою фінансової системи та її інституційного порядку є інституційна ефективність, що відображає результативність функціонування фінансової системи за умови: 1) мінімізації транзакційних витрат фінансових рішень та фінансової поведінки; 2) її стан визначається усталеним набором контрактів, що обслуговує фінансові відносини, коли жоден із суб'єктів не вважає для себе вигідним нести витрати на зміну угод щодо кооперації та конкуренції, що забезпечується ефективністю інституцій фінансової системи. При цьому, будь-які зміни є оптимально ефективними, якщо величина витрат на будь-яку діяльність не лише прийнятна для учасників взаємодії і суспільства, достатня для повної та якісної її реалізації, а й не викликає негативних наслідків, зокрема, тінізацію та доларизацію економіки, відтік капіталу, корупцію тощо.

Забезпечення інституційної рівноваги та інституційної ефективності фінансової системи у сучасних умовах технологічних та глобалізаційних змін безпосередньо пов'язано із її інституційною модернізацією, як процесом осучаснення та удосконалення фінансової системи з метою максимізації сукупних вигід.

У загальному розумінні модернізація – це системний, комплексний, цілеспрямований, багатогранний, динамічний процес якісних, синхронних інноваційних перетворень певних інституційних сфер суспільства, спрямований на досягнення компромісу між цінностями суспільства, політичною та економічною системою країни через адаптацію старих і формування нових інституцій та інститутів, інтеграції суспільного простору, що забезпечує перехід від одного стану розвитку в інший у напрямі його осучаснення та постійного якісного удосконалення для досягнення максимально можливого рівня розвиненості [67, с. 37; 68, с. 77; 69, с. 25; 70, с. 75]. Модернізація сприяє формуванню нових переваг та можливостей суб'єктам економічної системи за рахунок нових методів, форм, принципів господарювання, базуючись на інтелектуалізації економіки [71]. Відповідно, інституційна модернізація – це зміна існуючих інституцій, розробка і реалізація нових інституцій, які створюють інституційну структуру (порядок), що сприяє відновленню рівноваги та ефективності економічної системи для забезпечення максимальних індивідуальних і колективних, економічних і соціальних вигід.

У контексті того, що сучасна парадигма модернізації базується на концепціях економічного розвитку та конкурентоспроможності, визначимо

інституційну модернізацію фінансової системи як системний процес інституційних змін на основі удосконалення старих інституцій та розбудови нових, оптимізації інституційної структури (порядку), створення нової ідеології і культури, позитивних ефектів взаємодії елементів системи, зокрема, синергії мережевої діяльності, з метою формування конкурентних переваг фінансової системи на основі ендогенно-екзогенного, просторово-часового, глобального характеру змін, відходу від мислення виключно категоріями раціональності, урахування соціокультурних традицій як фактору розвитку у національній моделі, внутрішніх змін соціальних інститутів і цінностей, акценту на соціальних акторах, які здатні забезпечити зміни шляхом вольового втручання, відмови від модернізації як єдиного системного процесу, що допускає різну поведінку компонентів системи, відмови від модернізації як безповоротного, завершеного процесу з чітко визначеним вектором розвитку.

При цьому конкурентоспроможність фінансової системи, як відображення цінності, корисності, ефективності, результативності, можна визначити як її здатність забезпечувати власну стабільність, безпеку, стійкість, ефективність у відповідності до інтересів суб'єктів фінансової системи, що забезпечується реалізацією функцій фінансової системи на основі економії транзакційних витрат, зниження асиметричності інформації, вирішення проблеми опортуністичної поведінки, розширення майбутніх можливостей тощо.

В контексті конкурентоспроможності фінансової системи визначимо властивості-критерії, які її характеризують, і, по суті, відображають пріоритети побудови та розвитку якісної організаційно-інституційної структури фінансової системи та сформованості і якості інституційного середовища фінансової системи, зокрема:

- оптимальність – експлуатація інституційної структури фінансової системи та її еволюція, трансформація, модернізація з мінімальними витратами;
- крихкість – відсутність «запасу міцності» – потенціалу спротиву (протидії) зовнішнім шокам;
- стійкість – здатність відновлювати рівновагу, тобто протидіяти зовнішнім шокам;
- стабільність – здатність безперебійно та ефективно виконувати власні функції, абсорбувати шоки (стійкість);

– рівновага – здатність забезпечувати збалансованість фінансових потоків, тобто сукупний потенціал дестабілізації фінансових потоків на нульовому рівні;

– сила – здатність забезпечувати рівні можливості розвитку секторів, в яких власні джерела фінансування недостатні;

– зрілість – здатність забезпечувати довгострокові інвестиції;

– гнучкість – здатність ефективно адаптуватися до викликів економічного середовища;

– мобільність – здатність швидко діяти, змінювати та змінюватися відповідно змінам зовнішнього оточення, вимогам і потребам сучасності;

– ефективність – здатність забезпечувати раціональні процеси формування, розподілу, використання обмежених фінансових ресурсів;

– результативність – здатність забезпечувати очікуваний стан та/або результат, виконання поставлених завдань, досягнення мети, націленість на те, щоб рішення та критерії відповідали зовнішнім умовам (прикладом результативності системи є її сталість та інклюзивність);

– сталість – здатність забезпечувати не лише фінансову вигоду, а й позитивні соціальні та екологічні ефекти (impacts);

– інклюзивність – здатність забезпечувати соціальну справедливість та захист прав людини, екологічність.

На основі методології системного, коеволюційного, синергетичного, неінституційного, мережевого аналізу узагальнимо базові принципи інституційної модернізації фінансової системи:

– Розвиток – це зміна цілей та пріоритетів інституційного розвитку фінансової системи у відповідності до зростання вигід суб'єктів фінансової системи на основі забезпечення інституційної рівноваги та її стійкості, що визначає стан, структуру, динаміку інституційної структури фінансової системи, поведінку її елементів та їх взаємозв'язку. Відновлення інституційної нерівноваги відбувається або на основі саморозвитку, самоорганізації, самокоординації, або за участю держави в межах фінансової політики, як системи цілеспрямованих заходів, методів, інструментів впливу на фінансові процеси, явища, потоки. Важливою характеристикою принципу розвитку є життєвий цикл інституції, як період від виникнення інституції до її ліквідації або заміни, що супроводжується зміною співвідношення позитивних ефектів від інституції та витрат на її реалізацію.

– Цілеспрямованість – визначення спільних чітких цілей і задач інституційної модернізації фінансової системи загального призначення, що відповідає зміні середовища, обґрунтованому наявному чи майбутньому потенціалу та визначає просторово-часову узгодженість, вибір найкращих інституцій та механізмів їх реалізації.

– Відкритість, прозорість, доступність інформації – відкритість і доступність інформації щодо інституційної модернізації фінансової системи для всіх суб'єктів фінансової системи.

– Динамічність – постійна зміна ролі та структури інституційної модернізації у відповідність до зміни цілей, завдань, зовнішнього середовища, стимулів і обмежень, що передбачає постійне удосконалення інституційної структури фінансової системи та покращення реалізації її функцій.

– Системність – інституційна структура фінансової системи – це цілісна множина елементів в сукупності відношень і зв'язків між ними, а, отже, її треба розглядати як цілісну, упорядковану, структуровану, що має множинну складових, але, разом із цим, й всі властивості як окремої системи.

– Субсидіарність – по-перше, розподіл повноважень між елементами інституційної структури фінансової системи у відповідності до їх ієрархії (упорядкування), по-друге, допускає втручання влади тоді, коли у цьому є потреба, тобто тоді, коли механізми самоорганізації, саморозвитку, самокоординації не здатні забезпечити інституційну рівновагу та її стійкість.

– Компліментарність – взаємодоповнюючий характер зв'язків між окремими складовими інституційної модернізації щодо забезпечення синергетичних і мережевих ефектів.

– Комплексність – комплексний розвиток інституційної структури фінансової системи на основі відповідності інституційної модернізації комплексу індивідуальних і колективних, економічних і соціальних інтересів всіх суб'єктів фінансової системи.

– Збалансованість – на кожному етапі перетворень порушується рівновага пропорцій та співвідношень у фінансових потоках, які вже склалися у системі, а, отже, існує потреба в їх відновленні або пошуку нових, що забезпечує основу для подальшого функціонування інституційної структури фінансової системи. Це потребує пошуку проблем, їх ранжування у відповідності до цільових пріоритетів, пріоритетів у часі, просторі тощо.

– Адаптивність – відповідність інституційної модернізації змінам зовнішнього середовища.



– Ефективність – зорієнтованість на максимізацію вигід суб’єктів фінансових відносин щодо індивідуальних і колективних інтересів, рівня задоволення та економії транзакційних витрат.

– Результативність – відповідність результатів інституційних змін визначеним цілям і завданням.

– Соціалізація – оскільки перетворення обумовлюють втрати вигод у результаті неефективності інституцій або витрати на створення нових, що обумовлює опортуністичну поведінку, то існує потреба в інтеграції індивідів в соціальну систему інституційної модернізації фінансової системи шляхом оволодіння соціальними нормами, правилами, знаннями, навичками тощо, що дозволить індивіду успішно функціонувати у суспільстві.

Визначені принципи дозволяють обґрунтувати наступні характеристики-критерії успішності модернізації:

- забезпечення динамічності, здатності до самоорганізації та саморозвитку інституційної структури фінансової системи;

- забезпечення здатності до виявлення внутрішнього та зовнішнього потенціалу розвитку;

- забезпечення ефективного залучення і використання всіх ресурсів, у т.ч. фінансових, людських, інформаційних, технологічних;

- забезпечення здатності системи до інноваційного розвитку;

- ґрунтуватися на суспільних відносинах.

Крім того, визначені принципи дозволяють представити інституційну модернізацію фінансової системи, як складний процес, в основі якого такі фундаментальні складові, як інституційні зміни, фінансова політика, соціалізація (рис. 1.6.). Вони повинні бути взаємопов’язаними, взаємообумовленими і в сукупності вирішувати пріоритетні завдання інституційної модернізації фінансової системи.

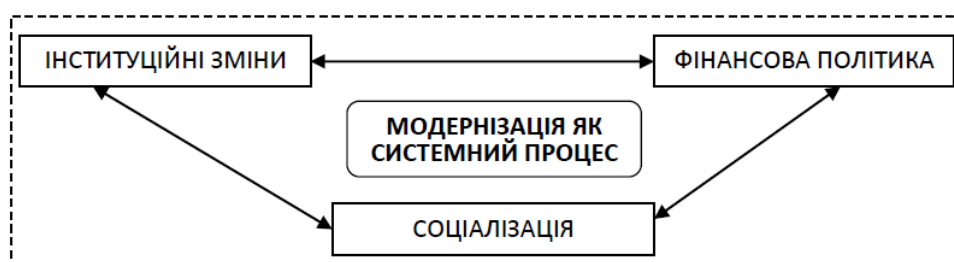


Рис. 1.6. Модернізація фінансової системи як складний процес  
Джерело: складено авторкою

Важливими передумовами успішної інституційної модернізації фінансової системи є макроекономічна стабільність; інституційна модернізація національної економіки; стабільність, надійність, ефективність контрактних відносин й інформаційної системи; недопущення «розмивання» раніше досягнутих результатів; партнерська форма взаємодії держави з суб'єктами фінансового ринку; високий рівень ринкової довіри та довіри до держави на основі відкритості, прозорості, підзвітності; здатність оцінювати ефекти інституційних змін та своєчасно здійснювати корекцію інституцій, доопрацьовувати їх, або створювати нові.

### **1.3. Фінансова архітектура як концепт організаційно-інституційної структури та розвитку фінансової системи**

Сучасний розвиток характеризується ускладненням фінансових відносин, фінансових процесів та їх постійною модернізацією, що потребує розробки відповідної моделі їх організації, координації, структуризації, регулювання в інтересах учасників цієї системи. І модель фінансової архітектури, внутрішня будова якої визначає інституційну структуру (порядок) фінансової системи, щодо цього є достатньо вдалою, оскільки дозволяє одержати якісно нові унікальні характеристики та елементи складної системи, сформувати цілісний єдиний фінансовий простір, поєднати інституціональні, організаційні та функціональні елементи, визначити принципи, умови формування і модернізації інституційного середовища фінансової системи. При цьому доцільно використати концепт фінансової архітектоники як науки про природу, специфіку, принципів вибудовування єдиного фінансового простору як фінансової архітектури із загальними закономірностями її розвитку й регулювання [72, с. 19].

Вперше архітектуру фінансової системи на національному рівні описали А. Бут і А. Тхакор. На їх думку, вона відображає структуру фінансової системи щодо економічної суті та ролі фінансового ринку (в контексті фондового) та банківських установ, а також природи інформаційної асиметрії, яка визначає економічну поведінку агентів [73].

У результаті традиційно виокремлюють дві основні моделі національних фінансових систем в залежності від домінування тих чи інших фінансових інститутів: 1) банкоорієнтована (банкоцентрична) або континентальна, або німецька (країни ЄС, Японія) і 2) фондоорієнтована (фондоцентрична) або англосаксонська, оскільки домінує саме в цій групі країн (США, Велика Британія). Не зважаючи на належність національної фінансової системи до банко- або фондовоорієнтованої моделі, кожна з них були значно відрізнятися одна від одної, у тому числі в результаті відмінних факторів, що визначають їх розвиток [74], що буде розглянуто нижче. Більш того, можлива конвергенція або дивергенція моделей в залежності від етапу еволюції національної фінансової системи та її ролі у розвитку національної економіки, а також впливу зовнішнього середовища.

У 1999 р. на конференції Європейської асоціації фінансового менеджменту та маркетингу (EFMA) С. Маєрс вперше озвучив термін «фінансова архітектура компанії» як «фінансовий дизайн бізнесу, що охоплює власність (концентровану або розпорошену), організаційно-правову форму (публічні чи приватні), стимули, способи фінансування та розподіл ризиків між інвесторами» [75]. Хоча вже до цього вийшла робота М. Барклі та К. Сміта [76], в якій зустрічається цей термін.

Визначення «фінансової архітектури компанії» було обумовлено наступним: такий підхід дозволяє ідентифікувати інвестиційні ризики, задати механізми та процедури прийняття рішень, визначити методи узгодження інтересів і вирішення конфліктів стейкхолдерів компанії, що на основі впливу на фінансові рішення, фінансові потоки, ризики в цілому дозволяє підвищити оперативну та стратегічну ефективність компанії. При цьому фінансова архітектура компанії є системною динамічною конструкцією щодо взаємозв'язку та взаємозалежності між її основними компонентами, яка повинна забезпечити пристосування до умов у конкурентному середовищі, що змінюються, та на ринку капіталу, правильний розподіл стимулів щодо накоплення інтелектуального та фінансового капіталу [77, с. 15].

Інтерес до фінансової архітектури компанії в цей період обумовлений швидким розвитком фінансових ринків у 1980-90-их рр., подальшою їх лібералізацією, зростанням спекулятивних операцій на фінансовому ринку, зокрема, в результаті поширення похідних цінних паперів, посиленням асиметричності та проблеми забезпечення інформаційної ефективності

фінансових ринків тощо. Все це призводило до перетікання фінансових ресурсів та прибутку компаній у посередницький фінансовий сектор, що потребувало пошуку нових джерел залучення дешевого капіталу для розвитку, підвищення прибутковості та ефективності компанії.

З кінця XX ст. використовують категорію «фінансова архітектура» і щодо міжнародних фінансів. Вперше цей термін використав у листопаді 1997 р. заступник міністра фінансів Л. Саммерс, а публічно у 1998 р. озвучив президент США Б. Клінтон, закликавши до адаптації міжнародної фінансової архітектури до XXI ст. у зв'язку із наслідками світової фінансової кризи 1997-1998 рр., яка охопила швидкозростаючі країни Південно-Східної Азії, Південної Америки, а також Російську Федерацію. В 1998 р. з'являється праця Г. Брауна «Нова глобальна фінансова архітектура». Слід відзначити, що термін «фінансова архітектура» частіше використовується саме щодо міжнародних фінансів, що пов'язано із стрімкою фінансовою лібералізацією і глобалізацією на початку XXI ст., а потім і світовою фінансово-економічною кризою 2008 р. та її наслідками. Саме останнє актуалізувало питання реформування міжнародної фінансової архітектури в контексті зниження невизначеності та волатильності міжнародних фінансових ринків, міжнародних фінансових потоків, що породжували дисбаланси, нестабільність, кризи, імпортування нестабільності задля забезпечення фінансової стабільності та зростання соціально-економічного добробуту країн світу. Більш того, питання трансформації світової фінансової архітектури пов'язано і з тенденціями, що спостерігаються у світовому господарстві та світовому фінансовому просторі у зв'язку із випереджаючим розвитком країн, що розвиваються, розвитком альтернативних міжнародних фінансових центрів і альтернативних міжнародних валютних систем (криптовалюти), а також технологічними змінами у контексті революції Industry 4.0, що буде змінювати структуру основних акторів міжнародних економічних та валютно-фінансових відносин та потребувати нової системи фінансового нагляду та регулювання.

У зв'язку з цим, з'явилося і з'являється багато досліджень, які сформували потужне теоретичне та емпіричне обґрунтування сутності категорії «міжнародні фінансова архітектура», методологічні підходи до її формування і розвитку (МВФ, Світовий банк, Д. Бредлоу, Р. Джомеїн, Дж. Сорос, Е. Аржаной, О. Барановський, І. Євременко, Я. Міркін, С. Міщенко, С. Науменкова, Т. Струк, В. Шмельов й ін.). На основі узагальнення існуючих

підходів можна визначити міжнародну фінансову архітектуру як динамічну організаційно-інституційну структуру світових фінансів, правил, стандартів і норми їх реалізації, що відповідають умовам сучасного глобального середовища, в інтересах основних акторів міжнародних економічних відносин.

Втім світова фінансово-економічна криза 2008 р. та її наслідки проявили ряд проблем, серед яких однією з головних є забезпечення фінансової стабільності та зростання національних економік в умовах подальшої фінансової лібералізації та глобалізації.

Слід зауважити, що не зважаючи на рівні реалізації моделей «фінансова архітектура» – глобальний, національний, регіональний суб'єкти господарювання, – їм притаманні загальні принципи, властивості, методологія формування, розвитку, трансформації. Більш того, слід відзначити, що враховуючи процеси регіоналізації та децентралізації, як на рівні окремих країн, так і у глобальному масштабі (глокалізація), наприклад, Європейський Союз, доцільно розглядати і регіональну фінансову архітектуру, оскільки регіональна фінансова система є окремим самодостатнім об'єктом функціонування і регулювання, і, крім того, на різних рівнях економічної системи є відмінності щодо, по-перше, процесів формування, розподілу та використання фінансових ресурсів, по-друге, можливостей впливу на поведінку та рішення суб'єктів господарювання, по-третє, пріоритетів впливу на економічний розвиток.

Більш того, посилення ролі індивідів-домогосподарств в системі сучасних економічних і фінансових відносин (самозайнятість, фрілансерство, вимушене підприємництво, самозабезпечення, недержавне соціальне, медичне та пенсійне страхування, краудсорсинг, краунфандинг, криптовалюти, соціальна та екологічна відповідальність економічних і фінансових рішень й ін.), зростання кількості суб'єктів цих відносин в результаті того, що фінансові послуги стали більш доступними для різних індивідів у залежності від статі, віку, професії, доходу, розвиток фінансової інклюзії, ірраціональна поведінка суб'єктів господарювання зумовлюють потребу у визнанні категорії «фінансова архітектура домогосподарства». Цьому також сприяє й поява і поширення нової бізнес-моделі фінансових відносин і фінансових потоків – «фінансова екосистема», в основі якої зростаюча роль прямого фінансування.

Отже, в загальному розумінні, визначимо, що фінансова архітектура домогосподарства – це організаційно-інституційна структура індивідуальних

фінансів, правил, норм, стандартів їх реалізації, що відповідають сучасному бізнес-середовищу та фінансовому простору, в інтересах індивідів. Таким чином, узагальнимо, що категорія «фінансова архітектура» сьогодні використовується, як на мікро-, так і мезо-, макро- та мегарівні. І як рівні економічної системи взаємопов'язані і взаємозумовлені, так і фінансова архітектура на різних рівнях.

Дослідимо сутність фінансової архітектури розвитку національної економіки. Перш за все, визначимо сутнісні характеристики «архітектури» та її властивості. Слово «архітектура» походить від латинського «architectura» – тобто будівництво, «архітектура», від грецького αρχι – старший, головний і τέκτων – будівельник, тесляр. Автором поняття архітектури став давньоримський архітектор Вітрувій, який визначив, що архітектура складається з трьох складових: *firmitas* (міцність), *utilitas* (користь) і *venustas* (краса), що визначають як Тріаду Вітрувія

У «Термінологічному словнику-довіднику з архітектури та будівництва» архітектура трактується як «1) мистецтво та наука про проєктування та будівництво споруд, або великих груп споруд, відповідно до естетичних та функціональних критеріїв; 2) конструкції, побудовані відповідно до таких принципів» [78]. Отже, архітектура – це система будівель і споруд, яка визначає просторову організацію середовища для життя та діяльності людей, взаємодіючи з природним ландшафтом, створює каркас середовищної системи та його наповнення відповідно до законів міцності, користі, краси. При цьому важливо зазначити, що термін «архітектура» сьогодні є відображенням, як штучно створеного середовища життєдіяльності людини, так і людської діяльності, що створює це середовище.

Еберхард Рехтін [79], урахувавши ускладнення об'єктів архітектури, запропонував при розробці архітектури розділяти «архітектурну систему» (те, що будується), «архітектурну модель» (опис системи, яку треба побудувати), «системну архітектуру» (структура системи) і «загальну архітектуру» (загальне поняття, що складається з системної архітектури, її функцій, оточення, в якому вона буде жити, і процесу, використовуваного для побудови і функціонування системи). В результаті у 2011 р. був прийнятий офіційний міжнародний стандарт ISO/IEC/IEEE 42010:2011 «Системна і програмна інженерія. Опис архітектури» [80], де було визнано, що суть створення архітектури – це структурування; структурування може означати перетворення форми в

функцію, вилучення порядку з хаосу, або перетворення недостатньо чітко сформованої ідей клієнта в дієздатну концептуальну модель. У цьому стандарті архітектура системи визначається як фундаментальна організація системи, що реалізується в її компонентах та взаємозв'язках один з одним і з навколишнім середовищем, а також керівні принципи проєктування та розвитку системи. Ключовими методами при цьому є балансування потреб, погодження інтерфейсів і пошук компромісів між крайнощами.

Ідеї Е. Рехтіна сприяли розвитку системної інженерії як міждисциплінарного підходу до проєктування, створення та експлуатації структурно-складних крупних систем як повного набору технічних і управлінських зусиль, необхідних для перетворення сукупності потреб клієнта, очікувань і обмежень в рішення і для підтримки цих рішень протягом їх життя. Більш того, цей підхід дозволив застосувати поняття «архітектури системи» для різних сфер діяльності і життєдіяльності. Отже, в основі системної інженерії три положення: багатоаспектність, визначення оптимальних меж між людськими інтересами, системою та її оточенням (фізичне і технічне оточення; ділове і економічне оточення; соціальне оточення); дослідженню потреб на основі використання провідних економічних теорій, обліку потреб ринку, можливостей зміни цих потреб як в сьогоденні, так і в майбутньому. Для їх реалізації використовують різноманітні підходи, зокрема, міждисциплінарні: системний підхід, підхід складних систем, дослідження операцій, теорії інформації, кібернетика. Сьогодні ці підходи доповнюються інженерією психології, проєктуванням інтерфейсів, управлінням програмами та проєктами, системним плануванням, інженерією безпеки, управлінням ризиками й ін.

На основі збалансованого розгляду і всебічного обліку як ділових, так і технічних потреб зацікавлених сторін, сучасна системна інженерія з метою визначення технічних рішень і створення архітектури систем виявилася націлена на формування таких процесів розробки і життєвого циклу систем, які дозволяють збалансувати витрати часу і засобів в інтересах досягнення необхідної якості продукції і послуг, забезпечуючи тим самим конкурентоспроможність створюваних систем. Наприкінці ХХ ст. стрімко розвивається наука та інформаційно-комунікаційні технології, відбувається інформатизація та цифровізація суспільства, глобалізація, що призводить до подальшого ускладнення різноманітних систем та їх удосконалення, зокрема оборонних, виробничих, транспортних, енергетичних, комунікаційних, а також

їх комплексів. Кількість складових систем зростає, і проблема постійного зростання складності систем істотно загострюється в умовах високої швидкості появи і освоєння нових технологій, що пов'язано із формуванням нового технологічного укладу та революцією Industry 4.0. Крім того, виникають й інші проблеми, зокрема швидкість технологічних змін вимагає декілька разів продовжувати або оновлювати життєві цикли систем та/або складових, шукати нові моделі організації діяльності по створенню нових систем та їх експлуатації, оскільки зростає потреба щодо кількості розробників архітектури систем та їх компетентностей, як hard-skills, так і особливо soft-skills. Знання архітектурних принципів і концепцій – це hard-skills розробника-архітектора, а здатність бути драйвером, переконати людей втілити і постійно підтримувати розвиток системи – це друге, але не менш важливе завдання – і це вже soft-skills.

Цікавим є те, що сьогодні проблема системної інженерії складних систем має глобальний характер, особливо в умовах посилення глобальних проблем сучасності. Тому міжнародна інженерна і академічна спільнота постійно розробляє і апробує теоретичні і практичні рекомендації щодо створення складних систем і управління їх життєвим циклом, а також інтегрованих систем міжнародних стандартів і кращих практик, які забезпечують підтримку діяльності по створенню ефективних систем. Зокрема, щодо фінансової сфери в останній час до цього процесу долучаються і міжнародні організації (ООН, МВФ, ОЕСР, Міжнародна фінансова корпорація), і бізнесові структури через різні інституційні форми співпраці, зокрема, корпоративно-соціальна відповідальність, екологічна відповідальність, нетерпимість корупції, імпаکت-інвестування, безкоштовні аналітичні звіти та прогнози, індекси, стандартні бізнес-моделі та рекомендації щодо їх застосування (БЕФ, Deloitte, PricewaterhouseCoopers).

Автори системної інженерії Г.Гуд і Р.Мако [81] визначили ознаки складних і крупних систем, які також цікаві щодо фінансової системи, зокрема:

- цілісність або єдність системи – наявність будь-яких спільних цілей і загальне призначення;
- великий розмір систем, зокрема, і по кількості частин, і по кількості виконуваних функцій, і кількості входів, і за своєю вартістю;
- складність поведінки системи, наприклад, зміна одного параметра може спричинити за собою зміну багатьох інших параметрів, що характеризують і поведінку, і стан системи;



- високий ступінь автоматизації, що дозволяє вирішувати не лише технічні, але й організаційно-управлінські завдання;
- нерегулярність надходження зовнішніх збурень, а отже неможливо точно передбачити перевантаження;
- наявність (у більшості випадків) в складі системи конкуруючих сторін;
- посилення уваги до можливостей і функціонування людини-оператора та істотне підвищення ролі ефективної організації людино-машинної взаємодії;
- підвищення вимог до використання адекватних методів, що полегшує прийняття рішень персоналом;
- поява нових способів організації діяльності по створенню систем з особливим акцентом на колективні методи роботи.

Оскільки принципи системної інженерії безпосередньо пов'язані з концепціями системи, інженерною діяльністю (створення, запуск, експлуатація) та управлінням, Д. Хітчінс [82] запропонував чотири фундаментальних і три додаткових керівних принципи, які слід враховувати при розробці архітектури системи в системній інженерії. Зокрема:

Фундаментальні принципи по Хітчінсу:

- Системний підхід – цільова система розглядається як відкрита та у взаємодії, пристосованні до інших систем, що знаходяться в середовищі функціонування, має всередині відкриті, взаємодіючі між собою підсистеми і представляє собою частину системи в більш широкому сенсі або охоплюючої системи.

- Синтез – функціонувати і взаємодіяти як єдине ціле, демонструючи підвищення ефективності роботи в результаті об'єднання, інтеграції, злиття окремих частин або підсистеми в єдину систему (синергетичний ефект), з'єднання їх між собою на основі відбору (опис, проектування, селекція) «правильних» складових таким чином, щоб досягались необхідні властивості цілого.

- Холізм – при прийнятті рішень проблема, її рішення і система розглядаються в цілому.

- Органіцизм – властивості і поведінку систем розглядають в динаміці, причому в основі діяльності системного інженера лежать швидше уявлення про розвиток біологічного організму, ніж механістична метафора класичного інженерного підходу.

Додаткові принципи по Д. Хітчінсу:

- Адаптивна оптимізація – проблеми слід вирішувати поступово у часі, тобто так, щоб адаптувати характеристики складної системи до нових ситуацій і змін, які відбуваються в системі, у зовнішньому середовищі, в інших системах, з якими взаємодіє цільова. Найбільш важливий аспект адаптивної оптимізації – забезпечення можливості безперервного поліпшення характеристик системи для збереження оптимальної ефективності в умовах змін в середовищі функціонування.

- Поступове зменшення ентропії – процес системної інженерії триває протягом усього життєвого циклу системи, в результаті чого ентропія, що характеризує цільову систему, поступово зменшується з переходом від стану безладу (висока ентропія) до стану порядку (низька ентропія) в кінці циклу.

- Розумна достатність – успішна системна інженерія включає процес безперервної адаптації вимог до системи і рішень для отримання результатів, які в даних умовах дозволяють найбільшою мірою задовольнити критично важливі зацікавлені сторони. Це включає дві складові: система успішна тоді і тільки тоді, коли з її допомогою домагаються успіху всі ключові зацікавлені сторони; для того, щоб система дозволяла ключовим зацікавленим сторонам досягти успіху потрібно: ідентифікувати всі критично важливі? зацікавлені сторони ?; визначити, в чому бачать успіх зацікавлені сторони; домовитися з зацікавленими сторонами про взаємовигідний набір планів створення і виробництва системи, а також реалізації процесів; контролювати, з урахуванням балансу інтересів зацікавлених сторін, реалізацію планів, включаючи адаптацію до змін, що відбуваються.

Б. Боєм [83] разом з іншими авторами запропонував дотримуватися наступних принципів успішної системної інженерії:

- опис і розвиток системи в розрізі цінності для зацікавлених сторін – система буде успішною тоді і тільки тоді, коли у виграші опиняться всі критично важливі зацікавлені сторони;

- поетапне зростання відповідальності і зобов'язань – довіра між зацікавленими сторонами неможлива без участі провідних фахівців, що створювали системи. З іншого боку, критично важливі зацікавлені сторони повинні нести відповідальність за свої зобов'язання, своєчасно забезпечувати їх виконання, а також прийняття необхідних рішень;

- узгоджений мультидисциплінарний опис і розробка системи – для розуміння потреб, аналізу обставин, виявлення цілей і визначення вимог, а

також для розробки архітектурних рішень і проектування системи, включаючи апаратне і програмне забезпечення, а також операторів і, нарешті, для отримання свідчень реалістичності розв'язання та рішень, важливо дотримуватися правила паралельної, а не послідовної організації робіт;

- доказово обґрунтоване прийняття рішень на основі фактів і з урахуванням ризику – найбільш важливим фактором при прийнятті рішень є наявність доказово обґрунтованого факту, а не план, графік або календарна подія.

Отже, формування і розвиток архітектури фінансової системи є результатом реалізації набору проєктних рішень, який організовує в систему набір елементів, що відповідає конкретному цільовому призначенню; забезпечує ефект емерджентності, тобто формування в системах властивостей, не характерних для її складових елементів окремо. Відповідно побудову і розвиток фінансової архітектури слід розглядати як систематизацію та структурування певної сукупності елементів фіксованої у просторі фінансової системи, що створює організоване середовище, для досягнення чітко визначеної мети або розв'язання чітко поставлених завдань шляхом організації спільної діяльності елементів системи, їх ієрархічної підпорядкованості, взаємодії й регламентування відповідно до визначених принципів, методів, технологій.

Враховуючи підходи щодо сутності фінансової системи, її функцій та структури (див. табл. 1.1.-1.3, рис. 1.1.-1.3.), розуміння системи як множини взаємопов'язаних компонентів (підсистеми, зв'язки (відносини), об'єкт, суб'єкт, елемент), які являють собою цілісне утворення, єдність, а також властивості складної системи, що представлені вище, визначимо характеристики архітектури фінансової системи:

- складна багаторівнева, динамічна, збалансована система взаємодії її суб'єктів, яка змінюється (трансформується) під впливом науково-технічного прогресу, конкуренції, спеціалізації, інтеграції;

- чітко вибудована конструкція сукупності елементів (сектори, інститути, організації, установи, інституції, інструменти), що створює організоване середовище і забезпечує функціональні зв'язки (відносини) між елементами на основі надійності, ефективності, гнучкості (оптимальність, стабільність, рівновага, гнучкість, мобільність, ефективність, результативність системи);

- сукупність правил, норм, стандартів, законів, домовленостей, меморандумів, тобто формальних і неформальних інституцій, що забезпечують взаємозалежність і взаємообумовленість, механізм дії суб'єктів фінансової системи (гравців) задля міцності (стійкість фінансової системи) та користі для учасників взаємодії (економічне зростання, соціальний прогрес, екологічна стабільність, інституційна ефективність);

- цільове призначення (фінансова стійкість національної економіки, сприяння сталому та інклюзивному розвитку), розв'язання чітко поставлених завдань (стимулювання ділової активності, заощаджень, інвестування, самозайнятості й ін.);

- мінімальні витрати побудови, експлуатації, трансформації фінансової системи, максимальні вигоди для суб'єктів фінансової системи (ефективність – мінімізація організаційних, транзакційних, трансформаційних витрат, інформаційної асиметрії, що максимізує фінансову вигоду, соціальний та екологічний ефект (імпраст); результативність – досягнення мети, виконання поставлених завдань).

В цілому ці характеристики відповідають існуючим підходам до визначення архітектури фінансової системи у зарубіжній та вітчизняній літературі – А. Бут і А. Тхакор [73], Н. Г. Вовченко [84, с. 96], А. Вожжов, О. Гринько [72], Р. Джомеін [85], М. Житар [86, с. 12], І. Єфременкова [87], МВФ [72], С. Науменкова [88], Т. Решетнікова, А. Решетніков [89], Дж. Сорос [90], Д. Трифонов [91], В. Шмельов [92]. Можна погодитися з А. Вожжовим, О. Гринько [73, с. 23] і М. Житарем [86, с. 9], які систематизували дослідження фінансової архітектури для світового фінансового середовища відповідно трьом основним підходам, що в основі фінансової архітектури:

– сукупність інститутів (кодекси поведінки, політика, правила гри, меморандуми, економічні механізми, що визначають розуміння функціонування та розвитку фінансової системи, фінансового ринку (МВФ, С. Науменкова, Т. Решетнікова, А. Решетніков);

– комплекс інституційних організацій (установ), які встановлюють правила і процедури функціонування фінансової системи та фінансового ринку, забезпечують фінансове регулювання, а також самі ринки (Р. Джомеін, Дж. Сорос, А. Вожжов, О. Гринько);

– інституційна матриця фінансової системи; колективний механізм управління; світові гроші, інститути, а також правила і практичні заходи, які забезпечують функціонування фінансової системи (Е. Аржаной, Н. Вовченко, І. Єфременко, Т. Струк, В. Шмельов).

Це можна віднести і до архітектури національної фінансової системи, яка відповідно включає сукупність формальних і неформальних інституцій щодо функціонування і розвитку фінансової системи, комплекс інститутів-організацій та ринків, що визначають правила і процедури функціонування та регулювання фінансових процесів, інституційну матрицю фінансової системи.

Поряд з архітектурою національної фінансової системи доцільно визначити категорію дизайну фінансової системи, оскільки її компоненти різняться відмінними характеристиками (цілі, термін, обсяг, ризик, цінність).

Якщо спочатку термін «дизайн» використовується переважно у промисловості в контексті реальних виробів, то сьогодні, як і архітектура, поширюється на різні сфери соціально-економічного життя суспільства. Об'єктом дизайну може стати практично будь-який новий комплект, ансамбль, комплекс, система в будь-якій сфері життєдіяльності людей, де соціально-культурно обумовлено людське спілкування. Основними категоріями об'єкту дизайну є: образ – ідеальне уявлення про об'єкт, художньо-образна модель, створена уявою дизайнера; функція – робота, яку повинен виконувати об'єкт дизайну, а також смислова, знакова і ціннісна роль об'єкту; морфологія – будова, структура форми об'єкту, організована відповідно до його функцій, матеріалів і способів виготовлення, що втілює задум дизайнера; технологічна форма – морфологія, втілена в способі виробництва об'єкту дизайн-проекування в результаті художнього осмислення технології; естетична цінність – особливе значення об'єкту, що виявляється людиною в ситуації естетичного сприйняття, емоційного, чуттєвого переживання і оцінки ступеня відповідності об'єкту естетичному ідеалу суб'єкта. Всі ці категорії можна перенести й на фінансову систему держави. Слід визначити при цьому, що в якості дизайнерів мають виступати держава та учасники фінансового ринку.

На думку теоретика дизайну Т. Мальдонадо «дизайн – є творчою діяльністю, мета якої – визначення формальних якостей предметів, вироблених промисловістю; ці якості форми відносяться не тільки до зовнішнього вигляду, але, головним чином, до структурних та функціональних зв'язків, які

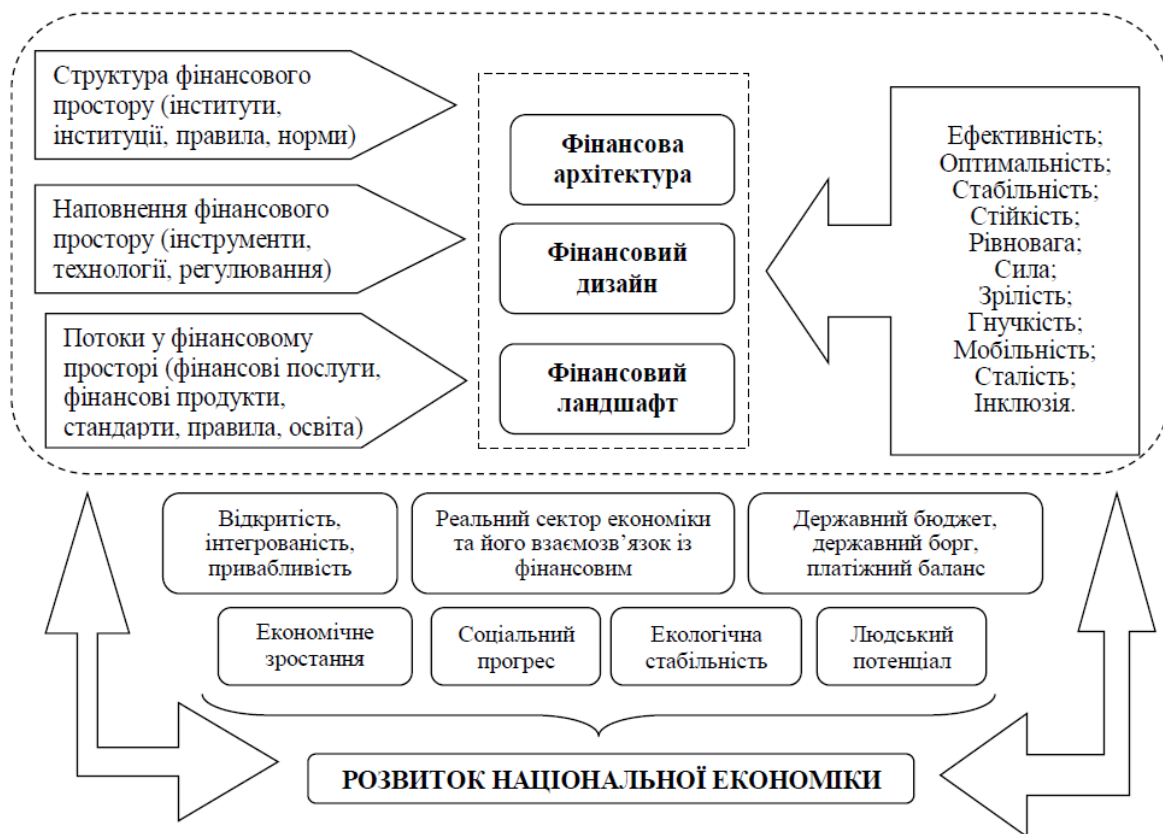
перетворюють систему в цілісну єдність (з точки зору як виробника, так і споживача). Дизайн направлений на включення об'єкту проектування в людське життя та прагне охопити всі аспекти навколишнього середовища людини, які на формування формальних якостей системи та її складових, що визначають зовнішні характеристики фінансової системи, структурні та функціональні зв'язки, як всередині, так і зовні, що перетворюють систему в цілісну єдність, відкриту до удосконалення (модернізація), забезпечують безперервний розвиток на основі поєднання традиційного та інноваційного відповідно умовам розвитку зовнішнього середовища. Зокрема, поява нових фінансових інструментів, фінансових послуг, наприклад, хеджування, як інструменти страхування фінансових ризиків, можна ідентифікувати як результат розвитку дизайну фінансової системи. Прикладом дизайнера фінансової системи є й впровадження обмежень в період нестабільності (зміна ставок податку, податкові пільги, прискорена амортизація, стимулювання або обмеження сукупного попиту, державні гранти або пільгові кредити бізнесу й ін.). Якщо архітектура пов'язана із стратегічними, системними рішеннями (приватизація, роздержавлення, ліквідація, злиття або поглинання) щодо експлуатації та розвитку системи фінансового забезпечення національної економіки, то дизайн орієнтований на оперативні, тактичні, превентивні, примусові, ситуаційні рішення. Фінансова архітектура, як каркас фінансової системи, призначена забезпечувати міцність фінансової системи, то її дизайн повинен створювати умови для гнучкості фінансової системи. Це дозволить своєчасно абсорбувати збурення в межах малих та середніх економічних циклів, підвищити здатність протидіяти впливу зовнішніх шоків і криз, не піддаватися ризику втрат та збитків на основі системи ризик-менеджменту, яка і формується елементами дизайну.

Поряд із категоріями архітектури та дизайну, цікавою є категорія фінансового ландшафту, яку запропонував А. Аппадурі [99] як один з п'яти основних культурних потоків глобалізації (етноландшафт, медіаландшафт, техноландшафт, ідеологічний ландшафт), які дозволяють визначити розриви розвитку, зокрема розривів між економікою, культурою, політикою в межах глобальної економіки. Ландшафт А. Аппадурі розглядає як перспективні конструкції, які змінюються в результаті історичної, лінгвістичної, політичної ситуації різних типів акторів, зокрема, національних держав, ТНК, діаспор,

субнаціональних угруповань, наднаціональних інститутів тощо. G-20 та ОЕСР визначають фінансовий ландшафт як систему показників і особливостей фінансової сфери. На їх думку, це поняття також включає в себе глобальну структуру стандартів і правил, а також заходів щодо захисту прав споживачів, права і обов'язки в галузі освіти, використання інформації, включаючи консультаційну допомогу [100].

Отже, в загальному розумінні, фінансовий ландшафт можна представити як непереривну множину фінансових операцій. Тобто це сукупність взаємопов'язаних ринкових мереж у системі, це зони збуту фінансових продуктів і фінансових послуг з метою задоволення попиту з найменшими ризиками і витратами. Основним призначенням фінансового ландшафту є прискорення фінансових операцій і потоків та нарощування їх обсягу. Фінансовий ландшафт змінюється і залежить від нерівності, технологічних змін, стійкості системи. Більш того, він ускладнюється, що пояснює включення G-20 і ОЕСР до фінансового ландшафту таких складових, як освіта, обізнаність, захист споживачів, консалтинг тощо. Також можна додати, що саме фінансовий ландшафт забезпечує фінансову інклюзію економічного розвитку.

Оскільки сучасна фінансова система характеризується ускладненням, для поглиблення розуміння її інституційного розвитку відповідно визначеному вище можна запропонувати методичний підхід до її структуризації на основі поєднання архітектури, дизайну, ландшафту фінансової системи (рис. 1.7.). Це дозволяє визначити фінансову систему національної економіки як складно організоване фінансове середовище, що формує систему взаємопов'язаних, взаємообумовлених, взаємодоповнюючих зв'язків між суб'єктами фінансовий відносин. Такий методичний підхід дозволяє визначити нові перепекти дослідження та управління розвитком фінансової системи та фінансовим забезпеченням стійкого економічного зростання, зокрема: відкритість, інтегрованість і привабливість; реальний та фінансовий сектор та їх взаємозв'язок; державний бюджет, державний борг, платіжний баланс; економічне зростання, соціальний прогрес, екологічна стабільність; людський потенціал; політико-правове середовище.



*Рис. 1.7. Графічне представлення структури фінансової системи в інституційному вимірі*

*Джерело: складено авторкою*

Отже, визначимо фінансову архітектуру як структуру та каркас фінансової системи (інститути, інституції), дизайн як наповнення (інструменти, технології, регулювання), ландшафт як потоки (фінансові послуги, фінансові продукти). Важливим при цьому є відповідність архітектури, дизайну, ландшафту один одному, з тим, щоб структура фінансової системи і елементи, що визначають і формують її формальні зовнішні характеристики та структурні, організаційні, функціональні зв'язки, а також забезпечують їх реалізацію у контексті інтересів суб'єктів взаємодії відповідали один одному, не створювали протиріч, а навпаки сприяли їх вирішенню.

Таким чином можна узагальнити, що фінансова архітектура як основа інституційного порядку (системи) фінансової системи, є результатом реалізації набору проєктних рішень, що організовує (систематизація та структуризація) певну сукупність фіксованих у фінансовому просторі елементів, і формує матриці фінансової поведінки. Основним призначенням фінансової архітектури є забезпечення єдності стійкості, еластичності (гнучкість), мінливості



(мобільність) фінансової системи на основі наступних принципів побудови та розвитку фінансової архітектури національної економіки:

- цілеспрямованість – наявність кінцевої мети;
- вимірюваність – вимір ефективності та результативності;
- стійкість (еквіфінальність) – досягнення кінцевого стану, незалежно від часу, характеристик системи, початкового стану, шляху розвитку;
- єдність – система як цілісна система сукупності компонентів, елементів;
- зв'язаність – взаємозв'язок елементів системи та із зовнішнім оточенням;
- модельна побудова – система як взаємозв'язок модулів, що дозволяє досліджувати вхідні та вихідні взаємодії;
- ієрархічність – ранжування елементів системи та їх упорядкування;
- функціональність – спільний розгляд структури і функцій з пріоритетом функцій над структурою;
- розвиток – здатність системи до розвитку, адаптації, трансформації, реорганізації, нарощування можливостей (модернізація), удосконалення, накопичення інформації;
- децентралізація – перерозподіл або диспергування функцій, повноважень, компонентів, елементів, суб'єктів у складних системах з метою спрощення та зменшення часу на процес;
- невизначеність – урахування невизначеності та випадковості в результаті транзакційних витрат та інформаційної асиметрії у фінансовому середовищі.

Відповідно, доцільно оцінювати розвиток фінансової архітектури тим, наскільки вона відповідає визначеним цілям і завданням, ефективно забезпечує нівелювання конфліктів і суперечностей (інституційний вакуум), обмежує в діях окремих суб'єктів. При цьому зміна інституцій, взаємозв'язків між ними означає трансформацію впорядкованості в ній.

У контексті особливостей побудови фінансової архітектури, як вже зазначалося вище, визначають дві основні моделі організації фінансових систем, англосаксонську або фондово-ринкову (США, Великобританія, Канада, Сінгапур, Гонконг, Малайзія й ін.) і континентальну або банківську (Німеччина, Франція, Італія, Японія, Таїланд, Південна Корея й ін.). Для першої моделі характерний, перш за все, високий рівень розвитку фондового

ринку, що обумовлює наявність значної кількості фірм, акції яких котируються на біржовому ринку; власність розпилена між великою кількістю акціонерів; часта зміна власності забезпечує високу ліквідність ринку цінних паперів, який відіграє головну роль у залученні додаткових фінансових ресурсів суб'єктами господарювання. В цій моделі значну частину запозичених коштів суб'єкти господарювання отримують через розміщення довгострокових корпоративних облігацій, попит на які формують фінансові посередники. В той же час, континентальна модель характеризується незначною кількістю підприємств, акції яких обертаються на біржовому ринку; власність сконцентрована у інсайдерів, в ролі яких виступають корпорації, фінансові інститути, окремі особи або сімейства, держава; фондовий ринок основну роль у забезпеченні фінансовими ресурсами потреб розвитку підприємств передає банківським установам.

Аналіз еволюції національних фінансових систем дозволяє виявити такі закономірності. В період становлення фінансової системи домінуючими інститутами є банки (комерційні та ощадні) й інші депозитні інститути (кредитні спілки), які концентрують потоки заощаджень та здійснюють фінансування інвестицій в економіку. З розвитком, коли спостерігається зростання соціально-економічного добробуту, ринки цінних паперів стають більш ефективними, ніж банківських послуг, зокрема кредитів. Основними фінансовими посередниками стають страхові компанії, пенсійні, венчурні, взаємні фонди, інвестиційні банки. При цьому не останню роль відіграють й фізичні особи, які здійснюють операції на ринку цінних паперів як особисто, так і через посередників. Утім у процесі розвитку функціональне призначення того чи іншого інституту може розширюватися або змінюватися, що і призводить до конвергенції моделей. Конвергенції сприяє й фінансова лібералізація та фінансова глобалізація. Втім, наприклад, в умовах нестабільності, дисбалансів, криз спостерігається делібералізація, деглобалізація, глокалізація, що призводить, як правило, до дивергенції моделей.

Перевага банків на етапі становлення фінансової системи пояснюється тим, що саме банківська організація є способом подолання історичного розриву у розвитку інститутцій ринку капіталів [101]. На думку дослідників [102], саме нерозвиненість ринку капіталу в кінці XIX ст. у Німеччині сприяла розширенню залучення банківської системи у фінансування та управління промисловими компаніями, а домінування банківської системи в Японії

відобразила високий рівень недосконалості фінансових ринків та економічної нестабільності у післявоєнний період. Разом із цим, дослідження щодо зв'язку економічного зростання та корпоративних фінансів засвідчили, що саме ці країни є прикладом динамічного економічного розвитку, структурної переорієнтації економічної системи на інвестиційне зростання. В результаті саме банки стають головним інститутом, який забезпечує підвищення ефективності ринків капіталу та прискорює їх розвиток на етапі становлення національної фінансової системи на основі ринкових принципів господарювання.

У той же час, перевага банківської моделі фінансування не гарантує високої ефективності фінансової системи – для її досягнення необхідна розвинена конкурентна середа, приватні фінанси, мінімальні транзакційні витрати. Континентальна модель підкреслює позитивну роль банків у мобілізації капіталу, визначенні найкращих проектів, контролі менеджерів компанії та управління ризиком, що позитивно впливає на ефективність розподілу ресурсів. Це пояснюється тим, що банки краще, ніж ринок цінних паперів, вирішують завдання отримання інформації про фірми й контроль менеджерів. Однак, банківські установи виявляються менш ефективними щодо збору та обробки інформації за умов нестандартних ситуацій щодо нових продуктів, технологій тощо. Таким чином, виявляється, що в порівнянні з ринковими системами банківські менш орієнтовані на фінансування найбільш прибуткових проектів, інновацій. Окрім того, фондово-ринкові системи посилюють конкуренцію і, таким чином, створюють більше стимулів для розвитку підприємництва, і, як наслідок, більше підходять економікам, які ґрунтуються на знаннях.

Разом із тим, банківські кредити є більш доступними, ніж ресурси ринку цінних паперів для підприємств, які лише створюються. Окрім того, економікам країн, у яких значну частку суб'єктів господарювання складають малі або середні підприємства (що, як правило, характеризує трансформаційну економіку або економіку, що розвивається) більш притаманна орієнтація на банки, а у випадку домінування великих фірм – на фондово-орієнтовані системи. В той же час, в період радикальних технологічних змін саме банківська модель виявляється гальмом розвитку інноваційного підприємництва. Уваги заслуговує також те, що в країнах з континентальною моделлю банки надають, як правило, значну допомогу фірмам, які мають тимчасові фінансові труднощі, наприклад,

через реструктуризацію кредитів. Утім, якщо за звичайних обставин це надає стабільності системі, то в період радикальних змін обумовлює довгострокове неефективне використання ресурсів.

Відомо, що основною характеристикою фондового ринку є форма ефективності, яка визначається на основі якості інформації щодо його функціонування. При цьому, чим сильніше форма ринкової ефективності, тим менше можливості у учасників ринку цінних паперів отримати надприбуток. І хоча саме фондоворинкова модель фінансової системи зменшує витрати трансформації збережень в інвестиції, вищезазначене обумовлює негативний вплив на бажання економічних агентів довіряти свої збереження фінансовим посередникам на ринку цінних паперів. Окрім того, інформаційна ефективність не обов'язково забезпечує Парето-оптимальну алокацію ресурсів у зв'язку з тим, що коливання цін в результаті зміни інформації потребує додаткових витрат на хеджування можливих збитків.

Порівняння англосаксонської і континентальної моделей фінансових систем дозволяє визначити, що саме ринкові механізми забезпечують найширшу систему інструментів управління ризиками. В той же час банки теж мають здатність зменшувати міжчасові ризики, акумулюючи ліквідні кошти з низьким рівнем ризику. Однак це справедливо лише за умов слаборозвиненого ринку цінних паперів. В протилежному випадку ці ризики краще страхувати на основі застосування інструментів фондового ринку.

Щодо корпоративного контролю, то в умовах банківської моделі, для якої характерно високий рівень концентрації власності, існує можливість протидіяти менеджерам, які намагаються досягати своїх цілей, що суперечить інтересам власників, та забезпечувати більш ефективний розподіл ресурсів. В той же час, ринок акцій забезпечує корпоративний контроль за рахунок механізму поглинання та можливості кращої прив'язки винагороди менеджерів із результатами діяльності компанії, і виявляється кращим контролером у випадку інсайдерського становища банків. Існуючі дослідження демонструють, що відносна ефективність банківських фінансових систем у порівнянні з ринковими залежить від контрактного оточення та ступеня агентських проблем. Фондово-ринкова система успішно функціонує лише в умовах сильного юридичного захисту прав власності та контрактів, ефективного функціонування судової системи, інформаційної відкритості. І хоча ця модель щодо

перерозподілу капіталу на користь нових інноваційних фірм є більш ефективною, вона вимагає відповідних умов, механізмів, що й обмежує її поширення та реалізацію. Так, С.Тадессе [103] дійшов висновку, що ефективність фінансової архітектури залежить від структури економіки та її інституційного середовища. При цьому в країнах з розвиненим посередницьким сектором його «ринкова» орієнтація позитивно впливає на економічне зростання, в країнах зі слабкою посередницькою системою, навпаки, позитивно впливає на зростання «банківська» орієнтація. С. Тадессе [103] звертає увагу на те, що в основі цієї залежності дія інституційних факторів: висока ступінь захисту власності і виконання законів. Виконання цих умов стимулює розвиток фінансової системи і, особливо, ринки капіталу; щодо банків, то вони відносно менш чутливі до «якості» інституційної середовища.

Таким чином, дослідження демонструють, що кожна з визначених моделей фінансових систем – банківська та фондово-ринкова, має свої переваги та недоліки функціонування. При цьому домінування тих чи інших інститутів-організацій і загальний вплив фінансової системи на економічний розвиток обумовлені економічними, соціальними, політичними, правовими, історичними закономірностями. Важливими при цьому є й витрати щодо створення, експлуатації, трансформації структури фінансової системи, а також можливе обмеження розвитку інститутів в минулому, у тому числі з боку держави. Такі закономірності обумовлені тим, що будь-яка фінансова система значною мірою залежить від траєкторії попереднього розвитку, а фінансовий ринок не здатний відповідати розвитку економіки без періодичного укріплення інституційної бази, особливо в умовах трансформації економіки, яка, як правило, характеризується неповнотою інформації, недостатнім рівнем захисту прав та інтересів економічних суб'єктів. В таких умовах, крім того, актуалізується питання забезпечення ефективності імпорту інститутів розвинутої економіки.

Емпіричні дослідження демонструють, що ефективне функціонування банків і ринків цінних паперів мають надійний, незалежний позитивний вплив на економічну активність [32; 104; 105]. Отже, з розвитком економіки будь-якої країни розмір банківського сектору і фондового ринку зростає. Окрім того, з розвитком економіки зростання обсягів виробництва стає менш чутливим до розвитку банківського сектору й більш чутливим до розвитку ринку цінних паперів. [32]

Р. Левін та С. Зервос [104], визначивши, що розвиток банківського сектора, ліквідності фондового ринку мають незалежний позитивний вплив на економічне зростання, припустили, що тип фінансової системи (банкоорієнтована або фондоворинкова) має другорядне значення для економічного зростання. Серед головних факторів вони визначили існування ліквідних та ефективних фінансових посередників, незалежно від того, якими інститутами вони представлені. Вони також стверджують, що ринки капіталу і банки доповнюють один одного. В цілому з цим не можна погодитися, оскільки, в свою чергу, рівень посередництва також залежить від типу фінансової системи, зокрема у фондоворинковій моделі він вище, ніж в банкоорієнтованій.

Порівняння банківських та фондоворинкових послуг демонструє, що банківські установи мають перевагу у фінансуванні стандартизованих, низькоризикованих, короткострокових проектів; у фінансуванні новостворених фірм, малих і середніх підприємств. Щодо фондового ринку, то його роль зростає у фінансуванні інноваційних, високоризикованих, високоприбуткових, довгострокових проектів, а також великих підприємств. Важливо також додати, що для країн з відносно низьким рівнем доходів, банківський сектор має більш сильніший вплив на економічне зростання, як для країни в цілому, так і для окремих галузей промисловості, ніж фондовий ринок.

## Список використаної літератури до розділу 1

1. Ермолаев Е.А., Завьялов Ю.С. Теоретические аспекты определения понятия «финансовая система». *Деньги и кредит*. 2014. №7. С.63-72.
2. Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М.: Вильямс. 2006. 880 с.
3. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран: [В 2 т.: пер. с фр.] / Под общ. ред. Л. П. Павловой. М.: АО «Финстатинформ», 1994. Т.1 : Банки : в 2 кн., Кн.1. 325 с.
4. Goldsmith R. W. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press, 1969; McKinnon. 561 p.
5. Романовский М. В., Белоглазова Г. Н. Финансы и кредит. М.: Юрайт-Издат. 2003. 348 с.
6. Артус М. М. Фінанси: навч. посібник. К. : Вид-во Європ. ун-ту, 2005. 198 с.
7. Levine R. Finance and growth: theory and evidence *National bureau of economic research*. 2004. P. 74-89.
8. Буряк П. Ю. Фінанси : Підручник / П. Ю. Буряк, С. Д. Смоленська, Н. Б. Татарин. К. : Хай-Тек Прес, 2010. 392 с.
9. Ковальчук С. В. Фінанси: навч. посібник / С. В. Ковальчук, І. В. Форкун. Львів : «Новий Світ – 2000», 2006. 568 с.
10. Кудряшов В. Фінанси: навч. посібн. Херсон.: Олді-плюс. 2002. 352 с.
11. Теорія фінансів: навч. посібник / [П. М. Леоненко, П. І. Юхименко, А. А. Ільєнко та ін.] ; за заг. ред. О.Д. Василика. К. : Центр навч. л-и, 2005. 480 с.
12. Теорія фінансів: підручник / [П.І. Юхименко, В.М. Федосов, Л.Л. Лазебник та ін.] ; за ред. проф. В.М. Федосова, С.І. Юрія. К. : Центр учбової літератури, 2010. 576 с.
13. Фінанси : підручник / [за ред. С.І. Юрія, В.М. Федосова]. К. : Знання, 2008. 611 с.
14. Schmidt R., Tyrell M. What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? *Working Paper Series: Finance and Accounting*. 2003. № 111. С. 5-57.
15. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія): Навч. посібник. 2-ге вид., доп. і перероб. К.: КНЕУ, 2002. 240 с.
16. Рябцев С. В. Понятие «финансовая система» в современной теории финансов. *Финансы и кредит*. 2012. № 15. С. 57-72.

17. Боди З., Мертон Р. Финансы. Киев: Вильямс, 2000. 592 с.
18. Финансы, денежное обращение и кредит : учебник / под ред. В. Сенгачова, А. Архипова. М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. 720 с.
19. Финансы: учебник / под ред. А. Грязновой, Е. Маркиной. М. : Финансы и статистика, 2004. 504 с.
20. Ломачинська І.А. Механізм управління фінансами підприємств в умовах трансформації економіки: монографія. Одеса: Астропринт, 2011. 280 с.
21. Юхименко П. І. Теорія фінансів : підручник / П. І. Юхименко, В. М. Федосов, Л. Л. Лазебник ; за ред. проф. В. М. Федосова, С. І. Юрія. К. : Центр учб. л-ри, 2010. 576 с.
22. Akerlof G. A. The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. 1970. Vol. 84. P. 488-500.
23. Spence M. A. Job Market Signaling. *Quarterly Journal of Economics*. 1973. Vol. 87, P. 355–379.
24. Stiglitz J. E. Information and Economic Analysis. *Current Economic Problems* / Ed. by Parkin M., Nobay A. Cambridge, 1975. 22 p.
25. Tobin J. Commercial Banks as Creator of «Money». *Banking and Monetary Studies, for the Comptroller of the Currency, U.S.Treasury* / Ed. by Dean Carson. Richard D. Irwin, 1963. P. 408-419.
26. Myerson Mechanism Design by an Informed Principal *Econometrica*. 1983. Vol. 51. P. 1767-1797.
27. Эрроу К. Неопределенность и экономика благосостояния здравоохранения. *Вехи экономической мысли*. Т. 4. Спб., 2004. С. 293-338.
28. Конюховский П. В. Микроэкономическое моделирование банковской деятельности. СПб: Питер, 2001. 224 с.
29. Князева Е.Н. Инновационная сложность с позиции энантивизма. *Философский журнал*. 2013. № 1 (10). С. 121-134
30. Абалкин Л. И. Россия: поиск самоопределения. Очерки / Л. И. Абалкин; изд. 2-е, доп. М.: Наука, 2005. 464 с.
31. Demircug-Kunt, A., Maksimovic, V. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance*. 1998. Vol. 53. P. 2107-2137.
32. Demircug-Kunt, Asli & Feyen, Erik & Levine, Ross. Optimal Financial Structures and Development: The evolving importance of banks and markets. June 3, 2011. 37 p.



33. Стиглиц Дж. Многообразные инструменты, шире цели: движение к поствашингтонскому консенсусу. *Вопросы экономика*. 1998. № 8. URL : <http://www.r-reforms.ru/cons.htm>
34. Лондар С. Л., Тимошенко О. В. *Фінанси : Навч. посіб. Вінниця : Нова Книга, 2009. 384 с.*
35. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. / Пер. с англ. А.Н. Нестеренко; предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. 180 с.
36. Кирдина С. Г. Институциональные матрицы и развитие России. М. : ТЕИС, 2000. 216 с.
37. Бергер П. Л., Бергер Б. Що таке інституція. / пер. Юрія Яремко. URL : <http://www.ji.lviv.ua/n35texts/berger.htm>.
38. Гриценко В. В. Сутність і категоріальна відмінність понять «інститут» та «інституція». URL : [http://www.nbu.gov.ua/portal/soc\\_gum/Vdnuet/econ/2009\\_4/6.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/Vdnuet/econ/2009_4/6.pdf)
39. Тамбовцев В. Л. Институциональный рынок как механизм институциональных изменений. *Общественные науки и современность*. 2001. № 5. С. 25-38.
40. Кирдина С. Г., Малков С. Ю. Моделирование самоорганизации экономики отраслей с повышающимися и понижающимися предельными издержками. Эволюционная теория, теория самовоспроизводства и экономическое развитие: Материалы VII Международного симпозиума по эволюционной экономике, 14-15 сентября 2007 г., г. Пущино. М., 2008. С. 167-168.
41. Чухно А. А., Юхименко П. І., Леоненко П. М. Інституціонально-інформаційна економіка : підручник. К.: Знання, 2010. 687 с.
42. Иншаков О. В. Экономические институты и институции: к вопросу о типологии и классификации. *Социологические исследования* : [под. ред. чл.-корр. РАН, д. ф. н., проф. Ж. Т. Тощенко и др.]. 2003. № 9. С. 42-51.
43. Иншаков О. В., Фролов Д. П. Інституція – ключ до розуміння економічних інститутів. *Економічна теорія*. 2011. № 1. С. 52-62.
44. Иншаков О. В. «Ядро развития» в контексте новой теории факторов производства. *Экономическая наука современной России*. 2003. № 1. С. 11-24.
45. Мельник В. М., Ломачинська І. А. Фінансова архітектура національної економіки: інституційний підхід. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2020. Вип. 34. С. 156-162.

46. Веблен Т. Теория праздного класса. М.: Прогресс, 1984. 367 с
47. Словник української мови : у 20 т. / НАН України, Укр. мов.-інформ. фонд. [уклад.: І. В. Шевченко та ін.; наук. ред.: О. О. Тараненко, С. Я. Єрмоленко]. Т. 6. Київ: Укр. мов.-інформ. фонд, 2015. 991 с.
48. Зотов В. В., Пресняков В. Ф., Розенталь В. О. Институциональные проблемы реализации системных функций экономики. *Экономическая наука современной России*. 2001. № 3. С. 51-69.
49. Лозинська Т. М. До проблеми вживання термінів «інститут» і «інституція» в контексті інституціонального аналізу. *Бізнес Інформ*. 2014. № 7. С. 8-13.
50. Ткач А.А. Институциональна економіка. Нова інституціональна економічна теорія: навч. посіб. К. : Центр учбової літератури, 2007. 304 с.
51. Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма : фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация.. СПб. : Лениздат, 1996. 704 с.
52. Історія економічних учень: підручник / Л.Я. Корнійчук, Н.О. Татаренко, А.М. Поручник та ін. / за ред. Л.Я. Корнійчук, Н.О. Татаренко. К. : Видво КНЕУ, 1999. 564 с.
53. Олейник А.Н. Институциональная экономика : учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2000. 416 с.
54. Силова Е. С. Качество институциональной среды и его влияние на экономический рост: дис. ... канд. экон. наук. Челябинск, 2007. 143 с.
55. Перепелица Г. В. Формирование институциональной среды в российской экономике: дис. ... канд. экон. наук. Казань, 2006. 192 с.
56. Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория: учеб. пособие. М.: ТЕИС. 2002. 591 с.
57. Манцуров І.Г. Інституційне планування в системі державного регулювання економіки: Монографія. К.: НДЕІ, 2011. 655 с.
58. Лебедев Д. С. Трансакционно-сетевой подход к оценке институциональных изменений. *Проблемы современной экономики*. 2011. № 4(40). С. 58-63.
59. Эггертссон Т. Знания и теория институциональных изменений. *Вопросы экономики*. 2011. №7. С. 4-16.
60. Конратьева Т. Институциональное равновесие как фактор экономического развития. *Азимут научных исследований: экономика и управление*. 2014. №1. С. 59-62.

61. Коеволюція розвитку: економіка, фінанси, інститути. *Економічний аналіз*. 2017. Т. 27, № 4. С. 20-28.
62. Мочерний С. В., Ларіна Я. С., Устенко О. А., Юрій С.І. Економічний енциклопедичний словник: У 2 т. Т.1/ За ред.. С. В. Мочерного. Львів: Світ, 2005.]. 563 с.
63. Аджемоглу Д., Джонсон С., Робінсон Дж. Чому нації занепадають. Походження влади, багатства та бідності. К. : Наш формат, 2017. 440 с.
64. Трансформаційна економіка : навч. посіб. / [Савчук В.С., Зайцев Ю.К., Малий І. Й. та ін.] ; / В. С. Савчук (ред.), Ю. К. Зайцев (ред.). К. : КНЕУ, 2006. 612 с.
65. Ломачинська І. А. Інституційні проблеми розвитку фінансової системи України. *Інституційні засади функціонування економіки в умовах трансформації* : матер. Міжнар. наук.-практ. конф. Одеса : Одеський нац. ун-т, 2010. Ч. 2. С. 55-58.
66. Ломачинська І. А. Вплив інституційного розвитку фінансової системи на економічну безпеку України. *Вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки»*. 2014. № 8, ч. 1. С. 174-177.
67. Обушна Н. І. Модернізація – сучасний тренд розвитку суспільства. *Теорія та практика державного управління*. 2015. Вип. 3 (50). С. 36-44.
68. Валінкевич Н. В. Дематеріалізація як домінуючий інструмент модернізації виробництва підприємств харчової промисловості. *Економічний аналіз*. 2012. Т. 11(2). С. 74-78.
69. Іванов С. В., Солдак М. О. Модернізація економіки України в контексті світових тенденцій індустріального розвитку. *Економічний вісник Донбасу*. 2016. № 3 (45). С. 24-31.
70. Феєр О. В. Модернізація як економічна категорія. Науковий вісник Мукачівського державного університету. Серія. Економіка. 2016. Вип. 1(5). 2016. С. 70-75.
71. Дергалюк Б. В. Сутність модернізації економіки як передумови структурних змін у державі. *Вісник Приазовського державного технічного університету. Серія : Економічні науки*. 2018. Вип. 36. С. 133–138.
72. Вожжов А. П., Гринько О. Л. Теоретичні аспекти формування архітектури фінансового стимулювання економічного зростання. *Фінанси України*. 2012. № 10. С. 20-33.

73. Boot A., Thakor A. Financial System Architecture. *Review of Financial Studies*. 1997. Vol.10. P. 693-733.
74. Ломачинська І. А. Чинники формування національної моделі фінансової системи в умовах глобалізації. Добробут націй в умовах глобальної нестабільності : матер. міжнар. наук.-практ. конференції. Одеса: ОНУ імені І.І. Мечникова. 2016. С. 14-16.
75. Myers S. Financial Architecture. *European Financial Management*. 1999. Vol. 5. P. 133-141.
76. Barclay C. W. Smith Jr. On Financial Architecture Leverage, Maturity and Priority. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1996. Vol. 8, No. 1. Pp. 4-17.
77. Івашковська І. В., Степанова А. Н., Кокорева М. С. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: монография. М.: Инфра-М, 2013. 238 с.
78. Термінологічний словник-довідник з будівництва та архітектури. / За ред. Шмига Р. Львів: Львівський національний аграрний університет, ПП «Арал», 2011. 222 с.
79. Rechtin E. Systems Architecting: Creating and Building Complex Systems. Front Cover. Prentice Hall, 1991. 333 p.
80. 42010-2011 – ISO/IEC/IEEE Systems and software engineering -- Architecture description. URL: <https://ieeexplore.ieee.org/document/6129467>
81. Harry H. Goode, Robert E. Machol. System Engineering: An Introduction to the Design of Large-scale Systems, 1957. 551 p.
82. Hitchins D. What are the General Principles Applicable to Systems? INCOSE INSIGHT. 2009. V. 12, Issue 4. Pp. 59-64.
83. Boehm B. et al. Principles for Successful Systems Engineering. *Procedia Computer Science*. 2012. № 8. P. 297-302.
84. Вовченко Н.Г. Институциональные преобразования финансовой системы России в условиях глобализации : Монография. Ростов н/Д.: РГЭУ «РИНХ», 2006. 235 с.
85. Барановський О. На шляху до нової фінансової архітектури. *Вісник НБУ*. 2010. № 11. С. 8-15.
86. Житар М. Сутність фінансової архітектури та її значення в теоретичній і практичній площинах сучасної фінансової науки. *Бізнес Інформ*. 2019. №7. С. 8-13.

87. Ефременко И. Н. Мировая финансовая архитектура в условиях глобализации: теория и методология : автореф. дис. ... д-ра экон. наук / И. Н. Ефременко. Ростов-на Дону, 2011. 53 с.
88. Науменкова С. В., Міщенко С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури : Монографія. Київ, 2009. 384 с.
89. Решетникова Т., Семенов Н. Теоретические подходы к определению дефиниции «финансовая архитектура». Инновационная экономика России: проблемы и пути решения: материалы Всерос. науч.-практ. конф. с междунар. участием (Каменск-Уральский, 15 ноября 2012 г.). Екатеринбург: Изд-во Урал. гос. экон. ун-та, 2012. С. 131-134.
90. Сорос Дж. Новая глобальная финансовая архитектура. *Вопросы экономики*. 2000. № 12. С. 56-84.
91. Трифонов Д. С. Структурные изменения в современной мировой финансовой архитектуры. *Вестник Самарского государственного экономического университета*. 2016. № 6(140). С. 29-35.
92. Шмелев В. В. О реформе мировой финансовой архитектуры. *Финансы*. 2010. № 8. С. 10-14.
93. Ломачинська І. А. Архітектура фінансової системи та її формування в умовах сучасного розвитку України. *Наукове забезпечення процесів реформування соціально-економічних відносин в умовах глобалізації* : матер. IV наук.-практ. конф. Сімферополь, 2010. Т. 1. С. 98-100.
94. Ломачинська І. А. Архітектура фінансової системи України: теоретичні основи оптимізації в сучасних умовах. *Вісник соціально-економічних досліджень*. 2011. № 41(2). С. 244-249.
95. Ломачинська І. А. Вплив архітектури фінансової системи на розвиток національної економіки. *Парадигмальні зрушення в економічній теорії XXI ст.* : матер. III Міжнар. наук.-практ. конф. 2-3 листопада 2017 р. Київ : КНУ імені Тараса Шевченка, 2017. С. 247-252.
96. Казарин А.В. Теория дизайна : учебное пособие. Нижегород. гос. архит.-строит. ун-т. Н.Новгород: ННГАСУ, 2011. 103 с.
97. Житар М. О. Фінансова архітектура національної економіки: конфігурація та структурні компоненти. *Проблеми економіки*. 2019. №3. С. 194-201.
98. Эстетические ценности предметно-пространственной среды : ред. А. В. Иконников. М. : Стройиздат, 1990. 334 с.

99. Appadurai A. Disjuncture and Difference in the Global Cultural Economy II *Global Culture* / Ed. by M. Featherstone. London, 1990. P. 295-310.
100. Группа двадцати. ОЭСР МСФО «Концепция основных знаний и навыков по финансовой грамотности для взрослого населения», 2016. 23 с.
101. Sigurt Vitols The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan, and the United States. *Discussion Paper* FS I 01 – 302. Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, 2001. 44 p.
102. Куропятник Д. А. Теоретические подходы к анализу эффективности финансовых систем. *Проблемы современной экономики*. 2009. №3 (31). <http://www.m-economy.ru/art.php3?artid=26131>
103. Tadesse S. Financial and Economy Performance: International Evidence. *William Davidson Working Paper*. 2001. № 449. 39 p.
104. Levine, R., Zervos, S. Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*. 1998. Vol. 88. P. 537-558.
105. Beck T., Levine, R. Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*. 2004. V 1. 28. P. 423-442.

## РОЗДІЛ 2

# МЕТОДОЛОГІЧНИЙ КОНЦЕПТ ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

### **2.1. Науково-методологічний підхід до аналізу інституційного розвитку фінансової системи та її трансформації в контексті забезпечення соціально-економічного добробуту**

Проблема успішної інституційної трансформації фінансової системи на сучасному етапі посилюється в результаті недостатньої розробленості теоретичного та методологічного забезпечення її дослідження. Відповідно, обґрунтуємо методологічний підхід до інституційного розвитку фінансової системи як економічного явища на основі діалектики, гносеології, теорії конфліктів до розуміння інституційних змін.

Інституційний розвиток фінансової системи має діалектичний характер, оскільки в їх основі принцип взаємозв'язку, що передбачає всебічний взаємозв'язок і взаємодію об'єктів (елементів, процесів, явищ) між собою, та принцип розвитку, як перехід з одного стану в інший (зміни). Відповідно, основні універсальні закони діалектики (закон взаємного переходу кількісних змін у якісні, закон єдності боротьби протилежностей, закон заперечення заперечення) дозволяють визначити наступні характерні особливості інституційного розвитку фінансової системи як об'єкту:

1) на основі об'єктивної взаємодії, взаємозалежності, суперечностей внутрішніх і зовнішніх властивостей елементів, процесів, явищ, кількісних та якісних характеристик система самоорганізується й саморозвивається;

2) система скерована у часі (від минулого через сучасність до майбутнього), процес її розвитку є незворотнім, передбачає появу нового, тобто того, що не існувало раніше, має закономірний характер, оскільки підпорядкований певним законам;

3) формою розвитку є взаємне перетворення кількісних та якісних змін, і сутність змін у процесі розвитку проявляється в тому, що поступові кількісні зміни нагромаджуються, порушують міру (межа, в якій предмет залишається тим, чим він є, зберігаючи свою якість (сукупність корінних властивостей))

предмета і призводять до зміни його якісного стану. Зміни відбувається у формі стрибків, тобто переходу від старого стану до нового;

4) суперечності об'єктів системи у формі зближення, злиття, обмеження, скасування, критики, самокритики, вдосконалення, реформування, революції порушують існуючі взаємозв'язки та є джерелом і рушійною силою розвитку системи;

5) існує закономірна спадкоємність між тим, що заперечується, і тим, що заперечує (руйнація, подолання старого; збереження елементів старого, утворення нового), що визначає циклічність розвитку.

Етимологічне значення слова «інституція» відображає влаштування, спосіб дії, повчання, вчення, вказівку. Тому інституції онтологічно варто розуміти як форму соціалізації функції актора, і це не просто ендогенний чинник поведінки, а те, що формує поведінку та впливає на рішення і, тим самим, потенційно виступає незалежною причинною зміною, що визначає результат. Гносеологічно інституція – це сукупність знань по здійсненню цієї функції, як опис для передачі інформації про неї для навчання, для формування актора, здатного виконувати цю функцію в системі зафіксованих правил, норм, положень, інструкцій [1].

Отже, гносеологія інституційного розвитку фінансової системи дозволяє визначити його наступні принципові характеристики:

– в якості *об'єкту дослідження* виступають соціально-економічні умови взаємодії суб'єктів системи, а *предмету* – аналіз взаємодій в системі;

– *інституційна структура фінансової системи* – це складне утворення, що торкається всіх сфер суспільного життя, передбачає взаємозв'язок принципів функціонування із існуючими цінностями, створює умови для самовідтворення;

– *цілісність процесу* – забезпечує формування причинно-наслідкових зв'язків етапів інституційного розвитку, починаючи із зародження і проєктування нової інституції, її селекції, реалізації й до зникнення;

– *міждисциплінарність* – передбачає врахування історичних, політичних, соціальних, культурних, ціннісних чинників розвитку;

– під впливом зовнішнього середовища *рівновага інституційного розвитку* крихка, тобто постійно порушується, що і породжує інституційні новації та інституційні зміни;



– *еволюційність* – характеризує динамічність розвитку та її структури, їх ускладнення у зв'язку із відкритістю системи, що обумовлює вплив динамічного зовнішнього середовища;

– *еволюційний розвиток інституцій*, що унормовує, обмежує суб'єктно-об'єктні відносини;

– *альтернативність*, підставою для чого є наявність обмежень і дисфункцій, які виникають унаслідок прояву базових характеристик інституції, зокрема обмежень, норм, стимулів;

– функціонування організації в процесі інституційного розвитку фінансової системи визначається інституційною основою, а інституційні рамки обумовлюють її виникнення і розвиток;

– *інституційні зміни* змінюють індивідуальний і суспільний вибір;

– *інституційне середовище* – це інфраструктурний елемент в метаконструкції фінансової системи, ініціаторами антиспокою є суб'єкти фінансових відносин, а інституційні новації, що з'являються у відповідь на порушення рівноваги відображають інтереси організацій та індивідів;

– *економічна свідомість* як сукупність знань, ідей, поглядів, навиків, цінностей, які є суспільно значущими, та відношення до них, як взаємозв'язок теоретичних концепцій, об'єктивної реальності та практичної діяльності, що визначає усвідомленість цілі та завдань діяльності у відповідності до критеріїв раціональності, ефективності, результативності;

– *гуманізація та соціалізація інституційного розвитку* фінансової системи обумовлені логікою групових, суспільних інтересів, потребою нівелювати жорсткі прояви дії ринкових механізмів.

Процес самоорганізації інституційної структури фінансової системи в процесі її розвитку також базується на основі науки про самоорганізацію складних відкритих нерівноважних систем – синергетики, яка розглядає економічні процеси і явища як живі системи, що здатні змінювати структуру та організацію, зберігаючи стійкість до зовнішнього впливу шляхом зворотних зв'язків в системі та переходом на інший рівень ризику. У контексті цього саморозвиток інституційної структури фінансової системи відбуваються спонтанно та стохастично або цілеспрямовано на основі зворотних зв'язків за рахунок внутрішніх джерел без зовнішнього впливу, а самокоординація – це організація як цілеспрямована діяльність суб'єктів системи, направлена на

управління і регулювання відносин в системі та процесів і явищ, у тому числі за рахунок залучення суб'єктами зовнішніх джерел розвитку.

З точки зору теорії конфліктів індивіди і групи в суспільстві діють не на основі компромісу, а на засадах конфлікту, оскільки фінансові відносини суб'єктів передбачають протилежні результати (доходи – витрати), інституційні зміни по-різному перетворюють вигоди і витрати індивідів у суспільстві. В основі суспільного розвитку нерівність соціальних позиції відносно розподілу політичної та економічної влади, неспівпадіння між тим, що є, і тим, що має бути в уявленнях індивіду або окремих груп тощо. Таким чином, саме наявність конфлікту призводить до інституційних змін з метою пошуку інституційної рівноваги. Дж. Коммонс [2] для вирішення конфлікту запропонував застосувати колективні дії, де інституції направляють і контролюють поведінку людей, та угоди як «гарантії очікувань», що визначає цінність. Щодо колективних дій, то вони ефективні у тому випадку, коли чітко визначені правові рамки, існує ефективне правозастосування, захищені права суб'єктів фінансових відносин (права власності, кредитора, інвестора, акціонера тощо). Разом із цим обмеження колективними діями індивідуальних потреб може призвести або до наступного конфлікту, або до зміни цінностей. Щодо угод, то Дж. Коммонс [2] запропонував три види угод (торгові, управлінські, раціонуючі (оподаткування, регулювання цін, рішення правління)) і три головні етапи угоди (перемовини, прийняття зобов'язань та їх виконання). Сучасна економічна конфліктологія розглядає конфлікт як альтернативу.

Отже, інституційні зміни обумовлюють тимчасову дезінтеграцію фінансової системи, і при її здатності до самоорганізації та самокоординації забезпечується нейтралізація конфліктів, втім у протилежному випадку це може призводити і до руйнувань. Умовою нейтралізації конфліктів є динамічність інституційної структури фінансової системи та її стійкість, яка направлена на інституціоналізацію конфліктів, а не їх придушення або «відміну». Інституціоналізація базується на інституційній рамці (мотиви і обмеження), що відповідно конституціоналізму, визначає формальні норми, правила поведінки, що закріплені в нормативно-правовому забезпеченні, системі перемовин (контрактів) та неформальних інституціях, які відповідають суспільним інтересам.

Динаміка інституційних змін відповідно еволюційно-інституційному підходу визначається наступним. По-перше, колективні інтереси, а, значить, і

колективні вигоди стимулюють появу, розвиток, селекцію або зникнення інституцій, оскільки вони є суспільними угодами (контрактами), що обумовлює інституційні зміни спонтанно, на основі взаємодії ринкових сил, соціального відбору інституцій, які задовольняють соціальні потреби, приносять суспільні вигоди. При цьому держава, як правило, ініціює інституційні зміни у відповідності до визначених цілей, завдань, стратегій та координує їх. По-друге, оскільки інституційні зміни фінансової системи супроводжуються непропорційним перерозподілом вигід і витрат, саме це спонукає до наступних змін [3]. Це можна пояснити тим, що кожний суб'єкт фінансових відносин з різних причин обирає свій набір інституцій, який не обов'язково містить найбільш ефективні з існуючих. Також існують «провали» ринку і «провали» держави, вирішення яких супроводжується непропорційним перерозподілом вигід і витрат. Більш того, є питання щодо того, як розуміти і яким чином оцінювати вигоди суспільства в результаті змін: як сукупність індивідуальних вигід всіх суб'єктів, що забезпечує максимізацію суспільних вигід (утілітаризм)? Як рівний розподіл вигід у результаті інституційних змін (егалітаризм)? Як зміну вигід найменш забезпечених суб'єктів фінансової системи (роулсіанство)? Як зміну вигід в результаті економічної конкуренції (ринковий підхід)?

Отже, узагальнимо на основі еволюційно-інституційного, системного, синергетичного підходів, концепцій раціонального та суспільного вибору, соціального відбору, конституціоналізму *науково-методологічний базис інституційної трансформації фінансової системи*, в основі якої взаємодія або конфлікт інтересів, їх координація або конкуренція:

- інституція – це соціальний контракт;
- інституції виникають спонтанно;
- інституції саморозвиваються, самоорганізуються;
- колективні інтереси стимулюють інституційні зміни;
- інституції стабільні, хоча адаптуються та еволюціонують;
- інституції з часом змінюються і не можуть бути просто перероблені свідомими діями;
- ефекти інституційних змін розподіляються між суб'єктами непропорційно, що породжує конфлікт;
- критерієм виникнення, функціонування, зникнення інституції є її здатність задовольняти інтереси;

- конфлікт інтересів є рушійною силою змін;
- загальний ефект від змін більшою мірою отримують ті, хто використовує ефективні та /або формальні інституції;
- інституційні зміни повністю детерміновані економічними чинниками;
- держава ініціює зміни;
- основою механізму інституційних новацій є мотиваційних механізм корекцій інституційного середовища.

При цьому інституційне середовище, як сукупність інституцій в системі, ускладнюється, що змінює й систему взаємовідносин між суб'єктами фінансової системи, а, отже, його треба розглядати як складну систему з відповідними властивостями, про які йшла мова у розділі 1.

Оскільки в основі інституційних змін фінансової системи, перш за все, колективні інтереси, це обумовлює їх взаємозв'язок із стійким економічним зростанням, що забезпечує зростання доходів і рівня та якості життя, зростання майбутніх можливостей, соціальний прогрес, екологічну рівновагу й ін. Тобто, фінансова система поряд із технологіями, продуктивністю праці й капіталу, інноваціями, накопиченням людського капіталу виступає чинником соціально-економічного добробуту, забезпечуючи довгострокові кумулятивні ефекти для соціально-економічного розвитку, що є результатом: зростання ефективності використання ресурсів, що забезпечується фінансовою системою внаслідок скорочення ризику ліквідності; полегшення контролю за ризиком з боку інвесторів, зберігачів; полегшення диверсифікації портфелю активів; розширення набору інвестиційних можливостей; полегшення відбору інвесторами найбільш привабливих проектів; розширення доступу до якісної інформації; скорочення витрат обігу, неповноти ринків, транзакційних витрат й ін. Ці висновки підтверджуються як історичними фактами [4], так і численними теоретичними розробками та емпіричними моделями для різних за рівнем розвитку країн, різних регіонів світу, різних галузей економіки [5; 6; 4; 8; 9].

Утім, для обґрунтування методологічних підходів до аналізу інституційної трансформації фінансової системи слід вирішити декілька питань: Чи існує стійкий визначений взаємозв'язок між розвитком фінансової системи і економічним зростанням та економічним розвитком? Економічне зростання обумовлює розвиток фінансової системи, чи навпаки, і через які канали? Чи існує стійкий визначений взаємозв'язок між розвитком фінансової системи і

добробутом індивідів? Які характеристики фінансової системи створюють позитивні ефекти для її розвитку та соціально-економічного добробуту?

В економічній літературі існують значні розбіжності в оцінці впливу розвитку фінансової системи на економічний розвиток і зростання. Про сприятливий вплив фінансової системи в економічному розвитку писали Дж. Герлі і Е. Шоу, Р. Голдсміт і Р. Маккіннон, М. Міллер й ін. [10]. Лауреат Нобелівської премії М. Міллер стверджує, що фінансові системи, які виникають для нівелювання ринкових непорозумінь, природно, впливають на розподіл ресурсів у часі і просторі, що, в свою чергу, сприяє економічному зростанню [12, с. 14]. Подібні висновки, хоча і більш стримані, пропонують У. Бейджот, Й. Шумпетер, Дж. Герлі і Е. Шоу, Р. Голдсміт і Р. Маккіннон, які відстоюють ідею про те, що ігнорування зв'язку фінансів і економічного зростання значно обмежує розуміння останнього.

Х. Патрік [13, с. 4] виділив два варіанти взаємозв'язку розвитку фінансової системи та економічного зростання, назвавши їх «слідування за попитом» і «стимулювання пропозиції». Перший – це ситуація, коли для підтримки економічного зростання потрібно залучити зовнішні джерела фінансування, другий варіант має місце, коли фінансові інститути акумулюють заощадження і трансформують їх в інвестиції, які необхідні для розвитку галузей національної економіки на даному етапі. Х. Патрік стверджує, що перший варіант типовий для більш пізніх стадій розвитку, а другий – для більш ранніх. Отже, розвиток фінансової системи спонукає за собою економічне зростання, і цей причинно-наслідковий зв'язок характерний для країн, що розвиваються. А для розвинених країн зв'язок протилежний: економічне зростання генерує розвиток фінансової системи.

На думку Ф. Каселлі, оцінка економічного зростання передбачає відповідь на наступне питання: яка частина зростання пояснюється зміною обсягів акумульованого капіталу (фізичного та людського), а яка – зміною ефективності використання капіталу [14]. Оцінка економічного зростання дозволяє визначити вплив різноманітних факторів (зокрема, фінансової системи, державної політики, інститутів, природних ресурсів тощо) на основні джерела економічного зростання.

З іншого боку, є чимало і тих, хто ставить під сумнів значимість фінансової системи, зауважуючи на явному перебільшенні оцінки впливу фінансової системи на економічний розвиток. Р. Лукас виключає фінанси з

ключових детермінант економічного зростання [15, с. 6]. Дж. Робінсон взагалі стверджувала, що «...фінансова система похідна від реальної економіки і що саме економічне зростання створює попит на фінансові послуги...Фінансова система не впливає на економічне зростання, вона лише реагує на потреби реального сектора» [16].

Утім відзначимо, що специфіка підходів обумовлена відмінністю вихідних концептуальних конструкцій, а також еволюцією фінансів в ході суспільного розвитку, пов'язаної з процесом переходу від простих до більш складних форм, конкретно-історичної та просторовою специфікою останніх і відображенням історичних етапів еволюції фінансової системи як об'єкту дослідження відповідно до логіки наукового пізнання. Пануюча на ранніх стадіях становлення фінансових інститутів ортодоксальна позиція, згідно з якою їх діяльність зводилася виключно до забезпечення господарського обороту грошима, у міру подальшого розвитку піддалася переосмисленню.

В рамках неокласичної теорії роль фінансової системи в суспільному господарстві пов'язана з ефективним розподілом ресурсів на основі подолання невизначеності результату інвестування та зниження ризику вкладень. Стандартні неокласичні теорії джерелом економічного зростання вбачають інвестиції та заощадження, при цьому припускається наявність досконалого ринку капіталу, а тому не приділяється увага ролі фінансових систем.

Інші моделі передбачають, що розвиток фінансової системи може сприяти зростанню, збільшуючи обсяги акумуляції людського капіталу. О. Галор та Й. Зейра (нові теорії зростання) доводять, що недосконалі кредитні ринки заважають зростанню, оскільки не всі можуть інвестувати в освіту [17]. Отже, фінансові системи можуть сприяти зростанню (одночасно зменшуючи соціальну нерівність) через акумуляцію людського капіталу.

Й. Шумпетер розглядав цю роль на основі концепцій розвитку, методологічно розмежовуючи участь фінансових інститутів в «господарському кругообігу», який передбачає грошове опосередкування рутинних господарських процесів, і «процесів розвитку», що потребує активізації ринкового фінансування інвестицій [18, с. 230]. Він стверджував, що фінансові посередники сприяють зростанню, обираючи підприємців з найбільш інноваційними та продуктивним проектами [18].

Логіка визначення ролі фінансів в господарській системі Дж. М. Кейнса ґрунтується на тріаді фундаментальних психологічних факторів: «психологічної схильності до споживання, психологічного припущення про майбутні доходи від капітальних активів і психологічного сприйняття ліквідності» [19, с. 228]. За допомогою першого фактора доводилася ключова роль інвестицій при формуванні агрегованого випуску, а останніх двох факторів – залежність динаміки інвестицій від функціонування фінансового ринку. Послідовники Дж. М. Кейнса – представники теорії фінансового (монетарного) кейнсіанства (Х. Мінські, Л. Рей, Ч. Уолен та ін.) – зосередили свою увагу на дослідженні фінансових аспектів акумуляції виробничого капіталу, акцентуючи увагу на тому, що головна мета фінансових інститутів і нефінансових корпорацій максимізація прибутку, а, отже, якщо зростає попит на кредитні ресурси з боку виробничого сектору, фінансові установи будуть прагнути його задовольнити, незважаючи на регуляторні обмеження і політику уряду. Вважається, що ці обмеження можна обійти шляхом впровадження фінансових інновацій. Посилення незалежності в результаті цього посилює амплітуду коливання фінансових ринків, однак і прискорює відновлення економіки після рецесії. Втім межа між тим, коли фірми справно покривають кредитні зобов'язання і не сплачують або рефінансують їх (Понці-фінансування), дуже хитка. Отже, фінансові новації можуть як сприяти зростанню економіки, так і породжувати кризи, але безпосередньо впливають на економічний розвиток.

Х. Мінські запропонував теорію економічної динаміки (або гіпотезу фінансової крихкості), яку спочатку назвав гіпотезою фінансової нестабільності. Суть її в тому, що позитивні тенденції економічної динаміки поглиблюються зниженням рівня цін («ціна пропозиції»), оскільки це зниження веде до збільшення боргів і до неплатоспроможності багатьох суб'єктів господарювання [20, с. 289]. У цій гіпотезі економічна динаміка більшою мірою залежить від того, як організації інвестують в основний капітал. На початковому етапі (у фази пожвавлення) домінує забезпечене фінансування, де поточні грошові потоки фірм здатні погасити борг і відсотки по ньому. Це відбувається з тієї причини, що фірми здебільшого спираються на внутрішні фінансові джерела, а не на зовнішні кошти. На даному етапі ризики кредитора і позичальника високі, але з часом вони зменшуються. Х. Мінські з цієї гіпотези сформулював дві теореми: «Перша теорема полягає в тому, що економіка має

режими фінансування, при яких вона стабільна, і режими фінансування, при яких вона нестабільна. Друга теорема полягає в тому, що протягом періодів тривалого процвітання економіка переходить від фінансових відносин, які сприяють стабільній системі, до фінансових відносин, які сприяють нестабільній системі» [20].

Критики «гіпотези фінансової крихкості» (С. Фрімен, Дж. Досі, К. Перес), представники сучасної еволюційної економічної теорії звертають увагу на те, що в ній не враховуються нефінансові інновації, які насправді мають значний вплив на господарські відносини і господарські процеси. На їх думку, завдяки впливу фінансових інновацій на інституційну матрицю економіки відбуваються зрушення, що можуть стати каталізаторами нововведень в реальному секторі економіки.

Неоінституціональна теорія пов'язала роль фінансової системи в економічному розвитку, насамперед, зі здатністю фінансових інститутів концентрувати і транслювати інформацію, зменшувати інформаційну асиметрію, забезпечувати виконання контрактів та внаслідок цього мінімізувати транзакційні витрати.

Поряд із тим, багатьма авторами проведено чисельні емпіричні дослідження, метою яких було отримати відповідь на питання про причинно-наслідковий зв'язок між розвитком фінансової системи і економічним розвитком. Одним з перших досліджень з цього питання представлено Р. Голдсмітом у 1969 р. [10], який на основі даних по 35 країнах за період 1860-1963 рр. виявив, що періоди стрімкого економічного зростання часто супроводжувались високими темпами розвитку фінансової системи.

Найбільш помітний вплив на розвиток досліджень цієї проблеми зробила робота Р. Кінга і Р. Левіна [21], які розглядали індикатори фінансового розвитку 77 країн за період 1960-1989 рр. з метою пошуку відповіді, чи може рівень фінансового розвитку передбачити майбутні темпи економічного зростання. В якості показників розвитку фінансової системи вони використали фінансову глибину (відношення ліквідних пасивів фінансових посередників до ВВП); частку приватних банків в кредитах (співвідношення кредитів комерційних банків до загального обсягу кредитів, плюс активи центрального банку); кредит приватному бізнесу (співвідношення обсягів кредитів приватному бізнесу до сукупного обсягу кредиту); співвідношення кредитів приватним підприємствам до ВВП. Серед показників зростання Р. Кінг і



Р. Левін обрали темпи зростання реального (в постійних цінах) ВВП на душу населення, темпи зростання основного капіталу на особу і темпи зростання продуктивності праці. За результатами цього дослідження виявлено стійкий взаємозв'язок між кожним з чотирьох показників розвитку фінансової системи та трьома показниками економічного зростання.

Р. Кінг і Р. Левін також звернули увагу на роль фінансової системи у підвищенні ефективності економіки [6]. Зокрема, прикладом країни з високим рівнем інвестицій та низьким темпом економічного зростання є СРСР, де значні капіталовкладення в основні засоби використовувались неефективно. Отже, відмінності в темпах зростання серед країн з однаковим співвідношенням обсягів інвестицій та ВВП можуть бути значними саме в результаті відмінностей у здатності фінансових систем ефективно розподіляти інвестиції.

Іншим глибинним дослідженням показників розвитку фінансової системи є робота Р. Раджана і Л. Зінгалеза [22]. Ступінь розвитку банківського сектора автори запропонували вимірювати співзалежністю депозитів комерційних і ощадних банків до ВВП. В якості показника ролі ринку цінних паперів автори використали відношення капіталізації до ВВП, співвідношення між емісією акцій та валовими інвестиціями і кількість лістингових компаній на мільйон жителів.

Ц. Калдерон і Л. Лью на основі дослідження даних по 109 країнах за період 1960-1994 рр. виявили двосторонній зв'язок між розвитком фінансових систем та економічним зростанням. При цьому вони зауважують на тому, що, по-перше, важливішим є саме вплив розвитку фінансової системи на зростання, а, по-друге, недостатній розвиток фінансового сектору, скоріше за все, буде стримувати економічне зростання, особливо у перехідних країнах [23].

Дж. Бертелемі та А. Варудакіс [24] вважають, що недостатній розвиток фінансової системи може перетворитись на серйозний бар'єр для зростання, навіть коли забезпечені інші умови, необхідні для економічного розвитку. Вони також доводять, що відсутність розвиненої фінансової системи може погіршувати позитивний внесок освіти в економічне зростання.

Ф. Агіон, П. Ховітт, Д. Майєр-Фолькс виявили, що розвиток фінансової системи сприяє досягненню межі технологічних можливостей [25]. Це дозволило зробити наступні висновки: ефективні фінансові посередники є більш корисними для країн, які більше віддалені від межі технологічних можливостей; фінансова система може сильніше впливати на зростання в

країнах, які багаті на людський капітал (при цьому розвиток фінансової системи може бути як причиною, так і наслідком економічного зростання).

Г. Бекерт, К. Харві та К. Люндблад, досліджуючи країни, що здійснили лібералізацію руху капіталу у 1980-2000 рр., узагальнили, що відповідні стратегії призвели до загального зростання річного середньодушового ВВП приблизно на 1% [9]. Вони також засвідчили, що фінансові реформи є більш ефективними в країнах з освіченою робочою силою та належним захистом прав інвесторів.

А. Чікконе та Е. Папаянну у своїх дослідження продемонстрували, що у країнах з недостатньо розвиненими фінансовими системами мають місце широкі розбіжності між фактичними та оптимальними обсягами інвестицій. Отже, можна припустити, що фінансова система сприяють продуктивності шляхом стрімкого перерозподілу ресурсів у секторах з гарними глобальними інвестиційними перспективами [27]. Таким чином, ефективні фінансові ринки допомагають перемішувати економічну активність у сектори з потенціалами зростання.

Втім глобальна фінансова криза 2008-2009 рр. підтвердила, що в основі фінансової діяльності все частіше не фінансове забезпечення суб'єктів господарювання, а пошук фінансової ренти [28], що може стати причиною фінансових потрясінь в майбутньому [29]. І це, зрозуміло, буде мати негативний вплив на довгострокове зростання та соціальний добробут. Після кризи 2008-2009 рр. все більше тих, хто вважає, що в основі нестабільності лібералізація фінансових ринків. Отже, розвиток фінансової системи не сприяє економічному зростанню, а навпаки призведе до фінансових та економічних дисбалансів, рецесії, а політики та економісти все частіше говорять про деглобалізацію і жорстке регулювання фінансової діяльності, що допоможе запобігти фінансовій кризі подібного масштабу в майбутньому.

Існує достатньо багато досліджень, які демонструють, що в країнах з ринком, що формується, фінансові системи цілком можуть бути «палицею з двома кінцями». Коли кредитування відносно низьке або частка зайнятості у фінансовому секторі невисока, більш високий рівень боргу сприяє зростанню. Але є поріг, за яким він стає гальмом. Зокрема, є чимало свідчень і доказів того, що продуктивність зростає повільніше, коли державний, корпоративний або приватний борг країни перевищує 100% ВВП [30]. Більш того, чим швидше зростає фінансова система, тим гірше для зростання сукупної факторної

продуктивності. Дослідники [31] встановили, що існує надійна, економічно значуща негативна кореляція між продуктивністю і зростанням фінансової системи, і причинно-наслідковий зв'язок, ймовірно, йде від її зростання до реального економічного зростання [30]. Це можна пояснити наступним: коли фінансова система зростає швидше, продуктивність має тенденцію зростати непропорційно, повільніше в галузях з більш низькою матеріальною вартістю активів або в галузях з більш високою інтенсивністю досліджень і розробок. Так, за розрахунками виявлено, що продуктивність в галузі з високою матеріальною вартістю активів, розташованої в країні, яка переживає фінансовий бум, має тенденцію зростати на 2,5-3% на рік швидше, ніж в галузі з низькою матеріальною вартістю активів, розташованої в країні, яка не переживає такого буму. Фінансовий бум, як правило, не сприяє зростанню. Розподільчий характер впливу викликає занепокоєння, оскільки кредитні буми завдають шкоди тим галузям, в яких або низька матеріальність активів, або висока інтенсивність досліджень і розробок.

Якщо розвиток фінансової системи обумовлює економічне зростання, то це призводить до підвищення соціального добробуту держави в цілому, оскільки зростає ВВП на душу населення й доходи населення. Це підтверджується чисельними емпіричними дослідженнями. Так, країни з високими доходами мають в шість раз більший показник фінансової глибини (кредити приватному сектору/ ВВП), ніж країни з низькими доходами. В той же час, саме для останніх характерні відносно більш високі темпи приросту фінансової глибини – 63% та 33% відповідно в період 2004-2009 рр. [32, с. 16]. Це дозволяє стверджувати, що потенціал зростання сукупного ВВП на душу населення в країнах, що розвиваються, вище ніж в розвинених. У свою чергу, це сприяє зменшенню нерівномірності розподілу доходів між розвиненими країнами світу та країнами, що розвиваються. Розрахунки [33] демонструють, що зростання фінансової глибини на 10% скорочує бідне населення на 2,5-3%, а зростання цього ж показника на 1% знижує розповсюдження недоїдання на 0,2-0,5% [34].

Однак ці висновки не є однозначними. Так стійке економічне зростання Китаю у першому десятиріччі ХХ ст. забезпечило стрімке скорочення зубожіння, але швидке зростання показнику фінансової глибини (більше 100%) не забезпечило очікуваного пропорційного скорочення бідності. Це можна пояснити тим, що ресурси банківської системи сконцентровані в державних

фінансових установах, а їх розподіл та використання визначається макроекономічною політикою. В результаті, значна частка бідного населення не має вільного доступу до фінансових послуг й позбавлена можливості збільшити свої доходи за рахунок розвитку фінансової системи.

Отже, взаємозв'язок між розвитком фінансової системи й бідністю визначається не лише тим, що перший створює умови для економічного зростання, а й лібералізацією фінансових відносин, розвитком фінансового посередництва, що забезпечує широкий доступ населення до фінансових послуг, здатність банківських установ мобілізувати заощадження, розподіляти капітал відповідно найкращим інвестиційним проектам, контролювати використання запозичених коштів підприємцями. Так, за розрахунками [35] лібералізація фінансових ринків за 25 років, починаючи з 1980 р., як в розвинених країнах, так і країнах, що розвиваються, забезпечила збільшення темпів щорічного зростання реального ВВП на 1%.

В той же час, не доведена пряма залежність між розвитком фінансової системи та справедливістю у розподілі доходів населення. Окремі дослідження демонструють наявність зв'язку – для 20% найбіднішої частини 60% вигод від фінансового розвитку забезпечується за рахунок загального економічного зростання, 40% – в результаті більш справедливого розподілу доходів, а скорочення людей, які живуть менше ніж на 1 долар в день, на 50% залежить від фінансового прискорення економічного зростання й на 50% – від фінансового зниження нерівності доходів [36, с. 27]. В той же час, досліджуючи джерела зростання доходів найбіднішого квінтеля населення, А. Край [37] визначив ефект «зростання» в 70% та ефект «перерозподілу» в 30% в короткостроковому періоді (в середньому три роки) та 97% й 3% відповідно в довгостроковому. Основним джерелом зростання доходів найбіднішого квінтеля виявлено середні доходи, рівень яких безпосередньо залежить від економічного зростання [38]. Отже, враховуючи, що економічне зростання пов'язане з розвитком фінансової системи, можна стверджувати, що останній прямо або безпосередньо впливає на рівень нерівномірності розподілу доходів.

Дослідження щодо взаємозв'язку розвитку фінансової системи та структури й динаміки доходів населення можна поділити на дві основні групи. Перша група концептуальних моделей [36] демонструє, що розвиток фінансової системи стимулює ефективний розподіл капіталу, прискорює його оборотність, зменшує кредитні обмеження, що в подальшому розширює доступ до капіталу,

стимулює бідних інвестувати та знижує нерівність у розподілі доходів. Крім того, фінансовий розвиток буде мати найбільший позитивний вплив саме на доходи найбідніших [39; 40] й найбільший ефект (зниження коефіцієнту Джині) буде мати місце в системах з високим рівнем розвитку фінансового посередництва; в краще розвиненій фінансовій системі доходи бідного квінтеля населення зростають швидше, ніж в середньому по країні; процент населення, що живе на 1-2 долари в день скорочується швидше при більш високих рівнях фінансового розвитку [36]. В свою чергу, скорочення бідного населення сприяє розвитку фінансової системи. Інша група моделей свідчить, що її розвиток може поглибити нерівномірність розподілу доходів за рахунок того, що фінансові послуги на ранньому етапі доступні, перш за все, найзаможнішим. Крім того, саме у останніх є більше можливостей шляхом економічного впливу або через пряме політичне управління впливати на розподіл капіталу, валюти, кредитів; захищати свою власність від зовнішньої та внутрішньої конкуренції; лобіювати урядові рішення. Це, може негативно позначитися на економічному зростанні [41, с. 5].

Окрім того, відсутність доступу бідних до кредитних ресурсів обмежують можливості для них та їх дітей отримати освіту, вимагають від дітей забезпечувати батьків у похилому віці. У випадку, якщо родина багатодітна, поточні витрати зростають, суттєво зменшуються інвестиції у фізичний і людський капітал, а у разі відсутності збережень, все ширше розвивається неформальний сектор. З часом малоосвічена молодь поповнює групу безробітних, що, крім іншого, створює політичну, соціальну напругу в суспільстві. Одночасно зростає використання дитячої праці [33; 42], гендерна нерівність [43]. В сукупності це підтверджує висновки, що динаміка зростання й диференціації доходів залежить від початкового розподілу багатства [17].

Далі, з організаційно-інституційним удосконаленням все більше суб'єктів отримує доступ до фінансових послуг, в результаті чого розвиток фінансової системи сприяє зростанню сукупних доходів більшої частини суспільства й нерівність у розподілі доходів поступово зменшується. Такі висновки відповідають результатам [44], які стверджують про існування нелінійного зв'язку між фінансовим розвитком, нерівністю й економічним зростанням. Тобто існує перевернута U-залежність між нерівністю доходів й економічним зростанням, яку описав С. Кузнець [45]. На першому етапі вигоди від розвитку фінансових ринків отримують багаті, а потім із організаційно-інституційним

удосконаленням фінансової системи все більше суб'єктів отримує доступ до фінансових послуг, що сприяє зростанню сукупних доходів більшої частини суспільства й нерівність у розподілі доходів зменшується. Отже, розподіл впливу розвитку фінансової системи на різні верстви населення залежить від рівня економічного розвитку. Такі зміни будуть для кожної країни відрізнятися, як за ступенем інтенсивності, так і за тривалістю [46].

Втім процеси, що відбуваються на початку XXI ст. змінюють розподіл доходів як в межах глобального простору, так і національної економіки. Якщо тривалий час до фінансової кризи 2008 р. частка середнього класу в загальному обсязі світового багатства залишалася стабільною, то за даними Credit Suisse [47], частка 1% найбагатших людей в глобальному обсязі багатств перевищила 50% і продовжує збільшуватися. У той же час в більшості регіонів світу після 2008 р. представники середнього класу збідніли на 9-13%, в Латинській Америці – на 16%, в Північній Америці – на 17%. У 2015 р. активи представників середнього класу оцінювалися в 80,7 трлн дол. США (32% світового багатства).

В. Корнеєв [48] провів кореляційний та регресійний аналіз і виявив наступне. Зростання відношення загальної вартості акцій на біржовому ринку до ВВП на 1% детермінує збільшення величини коефіцієнта Джині на 0,42%. Менш значне зростання індикатора відбувається при збільшенні показників відношення сукупного доходу банків до оподаткування до ВВП та частки цінних паперів в активах банків – на 0,004% і 0,18% відповідно. Сукупний ефект від фінансового розвитку економіки на нерівномірність розподілу доходів, який показує зв'язок індексу фінансiалiзацiї та коефіцієнта Джині, відображається збільшенням нерівномірності розподілу доходів населення на 0,58% при зростанні фінансiалiзацiї економіки на 1%.

Подібні результати отримані і Б. Кусом [49]. Зростання частки доданої вартості, створеної у фінансовому секторі, на 1% детермінує збільшення нерівномірності розподілу доходів на 0,48%, а зростання частки зайнятих у фінансовому секторі на 1% – зростання на 0,61% відповідно. Причому, як показують значення коефіцієнта детермінації, динаміка зайнятих у фінансовому секторі пояснює більшу частку дисперсії коефіцієнта Джині, ніж додана вартість, створена фінансовим сектором.

Дж. Асса, досліджуючи вплив фінансiалiзацiї на рівень безробіття на прикладі країн ОЕСР з використанням панельної регресії з фіксованими

ефектами (результативною ознакою виступає річна ставка безробіття), виявив негативний вплив фінансіалізації на зростання рівня безробіття, що виражається наявністю статистично значущого зв'язку між зростанням ставки безробіття на 0,12% при зростанні доданої вартості, створеної фінансовим сектором, або частки зайнятих у фінансовій сфері на 1% [50]. Включення до моделі доходу на душу населення як контрольної змінної дозволило зафіксувати певні зниження кількісного впливу частки доданої вартості, створеної фінансовим сектором та протилежну тенденцію стосовно факторної змінної, що характеризує зайнятість у фінансовій сфері, однак напрямок впливу залишається аналогічним.

Отже, в цілому можна узагальнити, що *значимість розвитку фінансової системи для соціально-економічного добробуту* сьогодні не піддається сумніву. На основі існуючих досліджень узагальнимо:

- розвиток фінансової системи сприяє економічному зростанню, як в країнах розвинених, так і країнах, що розвиваються, втім ефект сильніше в країнах, що розвиваються;

- в розвинених країнах економічне зростання, в свою чергу, генерує фінансовий розвиток;

- лише в бідних країнах фінансовий ринок ніяким чином не впливає на національну економіку;

- позитивний вплив фінансової системи на економічне зростання найбільш характерно для країн із середнім рівнем розвитку, позитивний, але менш виражений, для розвинених;

- позитивний вплив фінансів на економічне зростання з досягненням граничного рівня фінансового розвитку розсіюється, зокрема це можна пояснити «відтоком мізків» з реального сектору у фінансовий, конфліктом між зростанням і крихкістю;

- зростання фінансової глибини призводить до зниження волатильності ВВП, знижує вплив реальних зовнішніх шоків на економіку;

- у міру зростання доходу на душу населення фінансові структури країн, як правило, рухаються до небанківського фінансування, а, отже, ринкове посередництво зростає швидше, ніж банківське, зокрема в розвинутих країнах, завдяки новим технологіям, більшій доступності та відкритості інформації, більшій інтернаціоналізації фінансової системи;

- банківська конкуренція, з одного боку, пов'язана зі зниженням доходів і гендерної нерівності, оскільки збільшення економічної активності пов'язано з дерегуляцією банківської діяльності, а з іншого, створює можливості самозайнятості для тих, кому у минулому було важко приєднатися до формального ринку праці;

- розвиток фінансової системи у теорії повинен сприяти розвитку людського капіталу – втім, з одного боку, він збільшує попит на освіту і навчання, а з іншого, все частіше діти підприємців не завершують навчання, щоб приєднатися до сімейного бізнесу, тобто вплив буде залежати від системи регулювання ринку праці в країні;

- структура фінансової системи впливає на ліквідність фінансових ринків, що в подальшому визначає здатність фінансової системи забезпечувати економічний розвиток в умовах зміни зовнішнього середовища та структури національної економіки.

Отже, визначимо, що розвиток фінансової системи сприяє зростанню соціально-економічного добробуту завдяки таким каналам і механізмам: надаючи платіжні послуги і знижуючи транзакційні витрати підвищується ефективність обміну товарами і послугами, зростає спеціалізація робочої сили; об'єднуючи заощадження індивідуальних вкладників, тим самим вирішується проблема неділимості інвестицій, і завдяки ефекту масштабу зростає загальна ефективність і результативність фінансових потоків; за рахунок економії витрат на скринінг і моніторинг зростають загальні інвестиції та покращується розподіл ресурсів; сприяючи зниженню ризику ліквідності забезпечуються можливості для довгострокового інвестування; допомагаючи диверсифікувати поперечний і міжчасовий ризик. Отже, визначальну роль у створенні ефектів взаємозв'язку розвитку фінансової системи та економічного зростання відіграє саме організаційно-інституційна структура фінансової системи, що визначається інституційним середовищем та його розвитком, оскільки саме вона визначає фінансову архітектуру та траєкторію її розвитку, матриці фінансової поведінки суб'єктів фінансової системи та їх рішень щодо інвестування, заощаджень, споживання, рівень та ефективність інфраструктури щодо економії транзакційних витрат, зниження асиметричності інформації, взаємозв'язок розвитку фінансової системи із ринком праці та системою освіти й тощо.



Таким чином, представимо *концепції взаємозв'язку розвитку фінансової системи та економічного зростання* для подальшої оцінки інституційного потенціалу фінансової системи:

*Концепція 1* : Характеризуються невиконанням будь-яких передумов щодо наявності досконалої конкуренції (Дж. Стігліц, В. Бенсівенг, Б. Сміт, Д. Даймонд, Д. Грінвуд й ін.). При аналізі вплив розвитку фінансової системи на економічне зростання дослідники відмовилися від розгляду умов досконалої конкуренції, припустивши існування таких «вад», як асиметричність інформації, наявність транзакційних витрат і т. п., включення яких у модель дозволяє аналізувати такі проблеми, як негативну селекцію або моральний ризик, мінімізувати їх прояви і, таким чином, «створювати» оптимальні фінансові контракти. Ступінь оптимальності фінансових контрактів, в свою чергу, позитивно пов'язана із накопиченням капіталу і темпами економічного зростання.

*Концепція 2* : Включення змінних, що описують діяльність фінансових ринків в моделі ендогенного економічного зростання (М. Пагано, П. Хоуітт, Ф. Агійон, А. Сантомеро, М. Моралес). Фінансовий ринок розглядається дwoяко: 1) як фактор, що сприяє технічному прогресу і, таким чином, опосередковано впливає на економічне зростання; 2) як самодостатній фактор, який безпосередньо впливає на темпи зростання економіки через накопичення капіталу. Основною моделлю функціонування фінансових ринків в моделі ендогенного зростання є Модель акумульованого капіталу (АК-model), доповнена функцією витрат фінансового посередництва.

Рівноважний темп зростання економіки заданий:

$$g(Y) = A * \delta * s - d \quad (2.1)$$

де  $A$  – рівень технології, за умовою базової моделі Р. Лукаса перевищує одиницю (тобто має місце неспадна віддача на капітал),  $\delta$  – коефіцієнт «збереження» заощаджень при трансформації в інвестиції ( $0 < \delta < 1$ ),  $s$  – норма заощаджень,  $d$  – норма амортизації. При цьому параметри  $A$ ,  $\delta$ ,  $s$  можуть виступати «провідниками» впливу фінансового ринку на економічне зростання.

Функції фінансової системи, які позитивно впливають на рівень технології: 1) відбір найбільш прибуткових інвестиційних проектів; 2) забезпечення ліквідності, або можливості купівлі-продажу активів з мінімальними транзакційними витратами, що дозволяє здійснювати середньо- і довгострокові інвестиційні проекти; 3) можливість розподілу ризиків, що

збільшує схильність економічних агентів до здійсненню більш дохідних, але і більш ризикованих, проєктів.

Коефіцієнт «збереження» заощаджень при трансформації в інвестиції  $\delta$  – більш ефективного функціонування фінансового ринку наближає його значення до 1, або 100%. Таким чином, величину  $1-\delta$  можна інтерпретувати як транзакційні витрати, пов'язані з фінансовим посередництвом і приймають форму комісійних за послуги фінансових інститутів, різниці (спреда) ставок по кредитах і депозитах і т. п.

Вплив фінансової системи на норму заощаджень неоднозначний. Підвищення його ефективності (поліпшення співвідношення «прибутковість / ризик») може впливати на  $s$  як в сторону збільшення, так і скорочення. Це можна пояснити тим, що очікування більшої прибутковості можуть змусити суб'єктів господарювання відмовитися від збільшення поточних заощаджень, перш за все, з мотивів обережності. Кінцевий результат впливу збільшення ефективності фінансової системи на норму заощаджень визначається особливостями функцій корисності і кривих байдужості суб'єктів господарювання.

Модель демонструє, що існує критичний рівень накопиченого капіталу, після досягнення якого підвищення ефективності фінансового ринку здатне прискорити економічне зростання. Відповідно, у нерозвинених країнах стрімка модернізація фінансового ринку може не тільки не сприяти економічному зростанню, а і посилювати нерівність, стимулювати нестабільність та посилювати кризи. І саме зі зростанням добробуту в країні, що забезпечує приріст заощаджень, ефективного функціонування фінансового ринку призведе до економічного зростання. Крім того, при більш високих стадіях економічного розвитку необхідно турбуватися про фінансовий розвиток для забезпечення економічного зростання. Тобто, яким би ефективним не був фінансовий ринок, він не здатний забезпечувати високі темпи економічного зростання без укріплення і розвитку відповідних інституцій.

*Концепція 3* : Ідентифікація взаємозв'язку розвитку фінансової системи та економічного зростання за допомогою економетричних методів і процедур (Р. Левайн, Т. Бек, А. Деміргуч-Кунт, Р. Раджана й ін.).

Методологічним ядром цієї концепції є Регресія Барро [52], яка є основою методу найменших квадратів (МНК) по великій вибірці країн або для окремої країни [62] і тривалим періодом часу (як правило, не менше 15-20 років). Для

оцінки впливу фінансової системи на економічне зростання (реальний ВВП на душу населення) в якості головної незалежної змінної, як правило, обираються такі показники, як коефіцієнт монетизації, відношення обсягу банківських кредитів до ВВП, капіталізації ринку цінних паперів до ВВП і т. п. У загальному вигляді модель має вигляд:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha * F_{it} + \beta * X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

Де  $\alpha_0, \alpha, \beta$  – коефіцієнти,  $F_{it}$  – показник розвитку фінансової системи країни  $i$  в момент часу  $t$ ,  $X_{it}$  – значення допоміжних змінних для країни  $i$  в момент часу  $t$  ( $it$ ),  $\varepsilon$  – випадкова помилка регресії. При позитивному впливі фінансової системи на економічне зростання можна говорити, якщо коефіцієнт  $\alpha$  при змінній  $it$   $F$  позитивний і статистично значимий.

Оскільки не лише розвиток фінансової системи сприяє економічному зростанню, а й її структура, яка, крім того, впливає і на модель національної економіки, регресія Барро була модифікована [63] наступним чином:

$$G = a + b * X + c * S + d * F + \varepsilon \quad (2.3)$$

Де  $G$  – темп приросту реального ВВП на душу населення,  $X$  – блок допоміжних змінних (рівень освіти робочої сили, темпи інфляції, зовнішньоторговельна квота, співвідношення державних видатків до ВВП, індекс цивільних свобод, початковий рівень ВВП на душу населення як показник ефекту конвергенції),  $S$  – показник, що характеризує фінансову структуру (чим більше його значення, тим більш значна роль ринку цінних паперів в порівнянні з банківським сектором),  $F$  – показник загального рівня розвитку фінансової системи,  $a$  – вільний член рівняння регресії,  $b, c, d$  – коефіцієнти чутливості темпу приросту реального ВВП на душу населення до зміни змінних  $X, S$  і  $F$ ,  $\varepsilon$  – випадкова помилка регресії.

М. Столбов [52], критикуючи попередню модель за високу агрегованість показників, запропонував наступну модифікацію регресії Барро із урахуванням структури фінансової системи:

$$G = a + b * \frac{РЦП}{кредити} + c * \frac{фінактиви}{ВВП} + d * \frac{інвестиції}{ВВП} + \varepsilon \quad (2.4)$$

де  $G$  – темп приросту реального ВВП на душу населення,  $\frac{РЦП}{кредити}$  – капіталізація ринку цінних паперів до кредитів, наданих фірмами, банківськими

установами,  $\frac{\text{фінактиви}}{\text{ВВП}}$  – доля сукупних активів банківського сектору, ЦБ, небанківських установ до ВВП;  $\frac{\text{інвестиції}}{\text{ВВП}}$  – доля інвестицій в основний капітал до ВВП, а – вільний член рівняння регресії; b. c. d – коефіцієнти чутливості темпу приросту ВВП на душу населення до відповідних параметрів, ε – випадкова помилка регресії.

Втім на нашу думку, враховуючи сучасні особливості і тенденції розвитку національної фінансової системи доцільно уточнити деякі компоненти:

- $\frac{\text{РЦП}}{\text{кредити}}$  – пропонується розраховувати, як співвідношення капіталізації фондового ринку до внутрішніх кредитів приватному сектору, тобто кредити, надані як банківськими, так і небанківськими установами суб'єктам господарювання і населенню, за виключенням кредитів ЦБ;

- $\frac{\text{фінактиви}}{\text{ВВП}}$  – фінансові активи пропонується розраховувати як сукупні активи фінансового сектору економіки без активів ЦБ, оскільки вони не сприяють безпосередньо економічному розвитку, а у випадку рефінансування фінансових установ розподіляються в подальшому саме через останні.

Також обґрунтовано використати Тест Грейнджера на причинність. Це економетрична концепція, відповідно до якої причинно-наслідковий зв'язок між X і Y вважається встановленим, якщо одна з них (наприклад, X) у суттєвій мірі допомагає визначити динаміку іншої (Y), однак остання (Y) не вносить значний вклад в прогноз X. Визначення того, що виступає в якості причини, а що – слідством за Гренджером дозволяє ідентифікувати, що є причиною – розвиток фінансової системи чи економічне зростання або вони є причиною один для одного одночасно. І це є одним із найважливіших питань у межах економічної парадигми на сьогодні. Аналіз історичних часових рядів фінансових показників і темпів економічного росту за допомогою векторної авторегресійної моделі – зразок використання концепції причинних зв'язків за Гренджером.

*Концепція 4:* Неоінституційна парадигма, яка залучає для аналізу впливу розвитку фінансової системи на економічне зростання правових та інституційних чинників. Для оцінки взаємовпливу розвитку фінансової системи та економічного зростання частіше використовують рейтинговий підхід. Окремі аспекти цього взаємозв'язку розкривають наступні індикатори: Індекс

глобальної конкурентоспроможності, Індекс легкості ведення бізнесу Doing Business, Індекс економічної свободи, Рейтинг добробуту країн, Індекс людського розвитку, Індекс прав власності, Індекс екологічної ефективності й ін. (табл. А.1).

Втім є й спеціальні індикатори, зокрема Індекс фінансового розвитку (Financial Development Index), який розроблений МВФ для оцінки розвитку фінансової системи і щорічно розраховується його експертами. Він дозволяє оцінити рівень розвитку фінансового посередництва в країні та його сегментів. Індекс будується на основі параметрів глибини, доступності та ефективності, що розраховуються для фінансових ринків і фінансових інститутів (рис. 2.1). Складові індексу представлені у табл. 2.2.

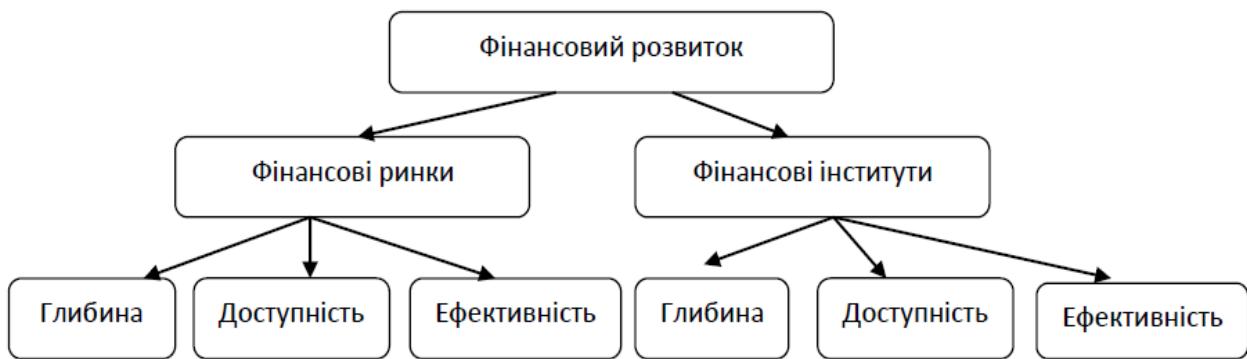


Рис. 2.1. Індекс фінансового розвитку

Джерело: [60]

Таблиця 2.2

### Складові Індексу фінансового розвитку

	Фінансові організації-установи	Фінансові ринки
<b>ГЛИБИНА</b>	1. Кредит приватного сектору (% ВВП); 2. Активи пенсійного фонду (% від ВВП); 3. Активи пайового фонду (% від ВВП); 4. Страхові премії, довічні та нежиттєві (% від ВВП).	1. Капіталізація фондового ринку до ВВП; 2. Акції, що торгуються до ВВП; 3. Урядові міжнародні боргові цінні папери (% ВВП); 4. Загальна сума боргових цінних паперів нефінансових корпорацій (% від ВВП); 5. Загальна сума боргових цінних паперів фінансових корпорацій (% ВВП).

	<b>Фінансові організації-установи</b>	<b>Фінансові ринки</b>
<b>ДОСТУПНІСТЬ</b>	1. Відділення (комерційні банки) на 100 000 дорослих; 2. Банкомати на 100 000 дорослих.	1. Відсоток ринкової капіталізації поза 10 найбільшими компаніями; 2. Загальна кількість емітентів боргу (внутрішнього та зовнішнього, нефінансові корпорації та фінансові корпорації).
<b>ЕФЕКТИВНІСТЬ</b>	1. Чиста процентна маржа; 2. Розподіл позик-депозитів; 3. Непроцентний дохід до загального доходу; 4. Накладні витрати на загальну суму активів; 5. Рентабельність активів; 6. Рентабельність власного капіталу.	1. Коефіцієнт оборотності фондового ринку (акції, що торгуються / капіталізація).

*Джерело:* [60]

Значення кожного показника, що характеризує глибину, доступність і ефективність фінансових ринків і фінансових інститутів, нормується між 0 і 1, при цьому більш високі значення свідчать про вищий рівень розвитку фінансової системи.

*Концепція 5:* Поведінкова парадигма.

Концепція економічної діяльності, орієнтована виключно на максимізацію прибутку, виявилась недієздатною, про що свідчать наслідки світової фінансово-економічної кризи 2008 р. Крім того, в результаті зростання обсягу інформації, зміни характеру її отримання, персоніфікації економіки, все частіше говорять не про раціональність економічної поведінки, а ірраціональність. У результаті бізнес-моделі стають все більш клієнтоорієнтованими, і максимізацію ринкової вартості компанії та збалансування запитів зацікавлених сторін забезпечує «спільна цінність» [61]. Більш того, емоції, пересторога, упередження, екологізація, естетизація стали ключовою рушійною силою багатьох рішень в сучасних умовах щодо витрат, заощаджень, інвестування, що суттєво впливає на фінансовий вибір. Отже,

поведінкова економіка (Нобелівські лауреати – М. Алле, Р. Зельтен, Дж. Акерлоф, Д. Канеман і В. Сміт, Р. Шиллер, Е. Рот, Ж. Тіроль) робить висновки з мотивів, що стоять за фінансовими рішеннями людей та психологією їх природи, яка керує діями і рішеннями індивідів.

У результаті з'являються поведінкові фінанси, які завжди індикативно сфокусовані на конкретних особах-індивідуумах (які діють у власних чи інших інтересах) і, отже, не можуть бути знеособленими, – навіть якщо центр прийняття рішення невідомий чи постійно зміщується. Вони вивчають вплив психологічних, когнітивних, емоційних, соціальних факторів на рішення, вибір індивідів та їх вплив на основні параметри ринку: ціна, вигода, прибуток, формування і розподіл ресурсів, процес відтворення. Більш того, рівень розвитку поведінкових фінансів проявляється через рівень розвитку фінансового посередництва та охоплення послугами спектра їхніх потенційних і наявних клієнтів [62, с. 31], що також визначає вплив на економічне зростання і розвиток, соціальний прогрес. У 2007 р. у роботі «Поведінкові фінанси та управління добробутом» було виокремлено поведінкові мікро-фінанси, які вивчають «поведінку або спотворення індивідуальних інвесторів, які відрізняють їх від раціональних агентів, представлених в класичній економічній теорії», та поведінкові макро-фінанси, які «знаходять і описують аномалії в гіпотезі ефективного ринку, які поведінкові моделі можуть пояснити» [63, с. 9].

У цілому можна визначити, що стрімкому розвитку концепцій поведінкових фінансів сприяли глобалізація світової економіки: міграція капіталу, транснаціоналізація світової економіки та світового фінансового простору, фінансові кризи, «чорні лебеді». Головними напрямками розвитку поведінкових фінансів на сучасному етапі можна визначити: вплив викривлень на поведінку інвесторів, які з часом лише будуть зростати під впливом розширення обсягу інформації; аналіз аномалій на фінансових ринках; пошук шляхів подолання негативних наслідків впливу, відхилень та викривлень на інвестора (питання не у тому як індивід помиляється, а у тому як ці помилки не допустити); розповсюдження знань про поведінкові фінанси. Методологічно поведінкова економіка – це поєднання неокласичної концепції та експерименту, і в її основі позитивна економіка М. Фрідмена – реалізм передумов у моделях не відіграє ніякої ролі, якщо вони добре передбачають рішення і поведінку. На думку Р. Талера, поведінку індивіду слід аналізувати з точки зору економіки з тим, щоб розуміти його стимули та інтереси, та з точки зору психології з тим, щоб

врахувати особливості його сприйняття і суджень, і на основі цього передбачити, яким чином змінюються умови прийняття рішень [64]. З методологічної основи поведінкова економіка – це чисельні експериментальні дослідження, переважно у лабораторних умовах, на основі відмови від ідеї раціональної поведінки і розуміння, що в кращому випадку поведінка є умовно раціональною, а в гіршому – ірраціональна. Методичними підходами поведінкової економіки є теорія ігор.

Таблиця 2.4

**Порівняльна характеристика традиційної та поведінкової економіки**

<b>Традиційна економіка</b>	<b>Поведінкова економіка</b>
Орієнтується на реакцію натовпу	Орієнтується на окремого індивіда
Ґрунтується на загально ринкових теоріях	В основі принципи емпатії
Раціональна поведінка	Обмежена раціональність, Ірраціональність поведінки, Квазіраціональність поведінка
Принципи традиційної економіки є непорушними	Принцип гнучкості, підлаштування під інтереси споживача
Максимізація індивідуальних вигід	Максимізація задоволення Спільна цінність

*Джерело:* складено авторкою

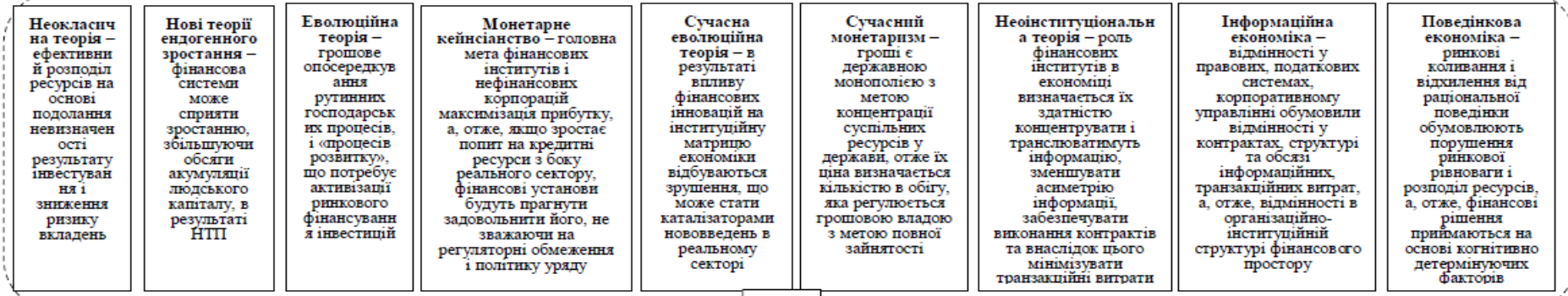
У результаті поведінкових та експериментальних підходів до аналізу фінансової системи з'явилися нові категорії або нове розуміння існуючих категорій, що відображають сучасні явища: календарні або сезонні аномалії, фінансові бульбашки та адаптивні очікування, ринкові буми тощо.

Розвиток поведінкових фінансів потребує більшої участі держави в економіці, оскільки поряд із базовими функціями, вона повинна стимулювати формування «антиспекулятивної» психології щодо пріоритету розміщення вільних ресурсів на довгостроковий період. Більш того в умовах посилення невизначеності та подальшої глобалізації зростає роль держави у проведенні антициклічної політики як щодо внутрішньої нестабільності та дисбалансів, так і щодо зовнішніх потрясінь.

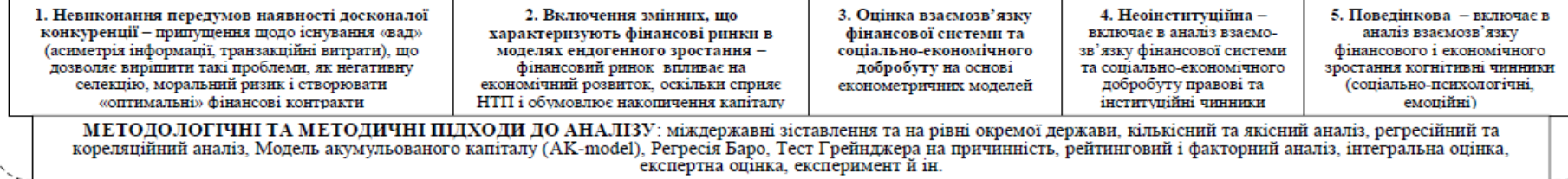
Отже, виділимо *основні методичні аспекти оцінювання взаємозв'язку інституційної трансформації фінансової системи та соціально-економічного добробуту* (рис. 2.2).



## НАУКОВИЙ БАЗИС АНАЛІЗУ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ



## КОНЦЕПЦІЇ ОЦІНКИ ВЗАЄМОЗ'В'ЯЗКУ ЗМІН ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ТА ЕКОНОМІЧНОГО ЗРОСТАННЯ



## ЕТАПИ ДІАГНОСТИКИ ІНСТИТУЦІЙНОГО РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ

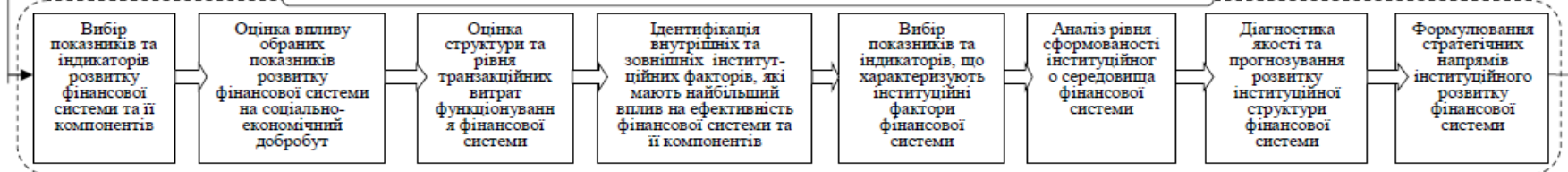


Рис. 2.2. Науково-методичний підхід до аналізу інституційного розвитку фінансової системи

Джерело: розроблено авторкою

По-перше, в силу різноманіття взаємозв'язку розвитку фінансової системи та соціально-економічного добробуту доцільно обрати показники соціально-економічного розвитку та розвитку фінансової системи, які в достатній мірі відображають канали і результати, еволюційність, динамічність, спрямованість процесів. Так, оцінюючи соціально-економічний добробут, слід використати показники ВВП, ВВП на душу населення та їх приріст. Оцінка ж розвитку фінансової системи повинна враховувати особливості її моделі й сучасний стан та включати наступні групи показників: *загальні* (ліквідні пасиви фінансових посередників до ВВП, внутрішні кредити фінансових установ до ВВП, банківські кредити приватному сектору до ВВП, ключові показники Світового банку (табл. 2.5)); *структурні* ((1) показники, що відображають сектори фінансової системи: частка активів банківського сектору, частка активів небанківського сектору, капіталізація ринку цінних паперів, корпоративні облігації в обігу, державні облігації в обігу, валові страхові премії; (2) показник, що відображає активність суб'єктів фінансової системи: банківські кредити суб'єктів господарювання, банківські кредити фізичних осіб, депозити фізичних осіб, активи фінансового сектору, ОДВП, обсяг корпоративних облігацій); *агреговані* (FDI, Індекс розвитку фінансового сектору Global Competitiveness, Індекс розвитку фінансової системи Global Competitiveness. Index 4.0); *інтегральні* (індекс фінансового розвитку).

Таблиця 2.5

### Ключові характеристики фінансових систем

	<b>Фінансові інститути</b>	<b>Фінансові ринки</b>
<b>Глибина</b>	Банківські кредити не фінансовим компаніям до ВВП	Капіталізація ринку цінних паперів та корпоративних боргових цінних паперів резидентів до ВВП
<b>Доступність</b>	Доля дорослого населення, які мають рахунки у фінансових установах	Частка капіталізації компаній, які не є 10 найбільшими
<b>Ефективність</b>	Кредитно-депозитний спред	Обсяг угод до капіталізації ринку акцій
<b>Стабільність</b>	Середньозважений Z-рахунок для комерційних банків	Волатильність цін фінансових активів

Джерело: [65]

*Інтегральні показники* дозволяють методологічно оцінити на основі тенденцій, які сформувалися, розвиток фінансової системи та економічного зростання.

Отже, в контексті цього запропонуємо інтегральний показник розвитку фінансової системи за секторами:

$$I_{PFC}^1 = \sqrt[5]{I_1 + I_2 + I_3 + I_4 + I_5} \quad (2.5)$$

$I_{PFC}^1$  – індекс розвитку фінансової системи;

$I_1$  – індекс зростання активів банківського сектору до ВВП;

$I_2$  – індекс зростання активів небанківського сектору до ВВП;

$I_3$  – індекс зростання валових страхових премій до ВВП;

$I_4$  – індекс зростання ринкової капіталізації фондового ринку до ВВП.

$I_5$  – індекс зростання обсягу торгів цінними паперами до ВВП.

Відповідно, представимо Інтегральний показник соціально-економічного добробуту наступним чином:

$$I_{CED} = \sqrt[3]{I_6 + I_7 + I_8} \quad (2.6)$$

$I_{CED}$  – індекс зростання соціального-економічного добробуту;

$I_6$  – індекс зростання ВВП на душу населення;

$I_7$  – індекс зростання споживчих витрат на душу населення;

$I_8$  – індекс зростання основного капіталу на душу населення.

В контексті активності суб'єктів фінансової системи запропонуємо наступний Інтегральний показник розвитку фінансової системи:

$$I_{PFC}^2 = \sqrt[6]{I_9 + I_{10} + I_{11} + I_{12} + I_{13} + I_{14}} \quad (2.7)$$

$I_{PFC}^2$  – індекс розвитку фінансової системи;

$I_9$  – індекс зростання банківських кредитів суб'єктів господарювання до ВВП;

$I_{10}$  – індекс зростання банківських кредитів населення до ВВП;

$I_{11}$  – індекс зростання банківських депозитів населення до ВВП;

$I_{12}$  – індекс зростання ОВДП в обороті до ВВП;

$I_{13}$  – індекс зростання корпоративних облігацій в обороті до ВВП;

$I_{14}$  – індекс зростання активів небанківського сектору до ВВП.

Зауважимо, що індекс зростання відображає приріст показнику до попереднього року. Обрані показники в якості індексів можуть бути розширені із врахуванням особливостей фінансової системи та національної економіки та особливостей їх розвитку.

По-друге, вибір методичних підходів до оцінки взаємозв'язку розвитку фінансової системи та соціально-економічного добробуту повинен враховувати специфічні особливості фінансової системи, оскільки її структура непропорційна, а динаміка циклічна та змінюється під впливом різноманітних коротко- та довгострокових чинників. Доцільно залучити комплекс методів, які відображають якісні та кількісні характеристики, коротко- та довгострокові ефекти. Для визначення взаємозв'язку між розвитком фінансової системи та економічним зростанням доцільно застосувати на першому етапі кореляційно-регресійний аналіз, який дозволить визначити наявність та ступінь зв'язку між обраними параметрами, оцінити наявність взаємозв'язку та його значимість ( $R^2 > 0,5$ ,  $F > F_{кр}$ , Критерій Дарбіна-Уотсона наближається до 2, сума квадратів залишків наближається до мінімуму), що дозволить прогнозувати подальші зміни у фінансовій системі, які будуть сприяти або стримувати економічне зростання та соціальний прогрес. При цьому в якості параметрів впливу на динаміку ВВП на душу населення можна оцінювати не лише кількісні загальні та структурні показники, а й рейтингові оцінки або агреговані індикатори. На другому етапі для поглиблення аналізу слід оцінити Модель акумульованого капіталу та регресію Барро. Перша модель дозволить виявити вплив на економічне зростання накопиченого капіталу і буде свідчити про рівень розвиненості фінансового ринку та його інституційного забезпечення, оскільки саме воно є визначальним чинником формування схильності до заощаджень, стимулів до продуктивного інвестування. Результати другої моделі будуть свідчити про ефекти щодо економічного зростання від організаційної структури, її оптимальності та здатності забезпечувати фінансовими ресурсами існуючі потреби у фінансовій системі.

На третьому етапі, доцільно визначити, що має визначальний вплив – економічне зростання чи розвиток фінансової системи. Це можна зробити або за допомогою Теста Грейнджера на причинність, або використанням відповідних кореляційно-регресійних моделей.

На четвертому етапі на основі виявлених результатів доцільно визначити фактори, що обумовлюють ті чи інші ефекти на основі рейтингового, факторного аналізу, проведення експериментів, опитувань.

Наступним етапом є оцінка та прогнозування інституційного середовища фінансової системи, зокрема його рівня сформованості, якості інституційної структури фінансової системи та її впливу на розвиток фінансового ринку, економічне зростання, соціальний прогрес. Це дозволить визначити стратегічні напрями удосконалення інституційного середовища та трансформації інституційної структури фінансової системи та розробити відповідний механізм інституційного регулювання на всіх рівнях фінансової системи.

## **2.2. Методики оцінки сформованості інституційного середовища, якості інституційної структури фінансової системи та розробка механізму її інституційного регулювання**

Сформованість інституційного середовища визначає інституційну структуру фінансової системи, що визначає матриці фінансової поведінки суб'єктів. Таким чином, оцінка інституційного середовища, рівня його сформованості дозволить визначити інституційний потенціал фінансової системи та можливості його використання через інституційні матриці поведінки щодо поліпшення реалізації функцій фінансової системи та її конкурентоспроможності.

Узагальнюючи концептуальні підходи до формування і розвитку фінансової системи відзначимо, що її інституційне середовище включає три основні функціональні складові:

1) Зовнішнє інституційне середовище – визначає зовнішні умови функціонування фінансової системи або контур зовнішніх обмежень (інститути права, власності, ринку, конкуренції, соціальних гарантів, соціальних трансфертів, оподаткування, суспільного вибору, освіти й ін.).

2) Найближче оточення, тобто сукупність елементів, що створюють сприятливі або несприятливі умови для фінансових відносин, процесів, потоків та визначається як ділове середовище.

3) Внутрішнє інституційне середовище – визначає внутрішні умови функціонування фінансової системи та її окремих компонентів, які по суті створюють умови для саморозвитку та самоорганізації фінансової системи.

Узагальнюючи основні наукові підходи до дослідження інституційного середовища (табл. 2.6) визначимо, що в основі оцінка її сутнісних властивостей і основними складовими є специфікація прав власності, захист прав суб'єктів фінансових відносин, реалізація контрактних відносин, вплив держави на функціонування фінансової системи та фінансові відносини, процеси, потоки, повнота та якість ринкової інформації, рівень витрат на реалізацію інституції тощо.

Таблиця 2.6

**Наукові підходи до дослідження інституційного середовища**

<b>Концепція</b>	<b>Зміст дослідження</b>
Нова інституційна теорія (А. Алчіан, Г. Демсец, Б. Клейн, Р. Коуз, О. Уільямсон)	Досліджують вплив інституційного середовища на рівень і структуру транзакційних витрат, витрати, пов'язані із заключенням і виконанням угод, витрати на функціонування інститутів, що забезпечують реалізацію інституцій
Теорія суспільного вибору (Дж. Б'юкенен, М. Олсон, Г. Талак)	Розглядають інституційне середовище суспільного сектору і визначають втрати діяльності держави (бюрократія, лобізм, пошук політичної ренти)
Теорія прав власності (А. Алчіан, Р. Коуз, Р. Ріхтер, Е. Фурботн)	Вважають, що позитивний вплив інституційного середовища формується в результаті чіткої специфікації прав власності. А отже, при аналізі інституційного середовища доцільно оцінювати ефективність контрактних відносин.
Теорія контрактів (М. Дженсен, Б. Клейн, Дж. Коммонс Д. Крепс, В. Меклінг, Дж. Стігліц, О. Харт)	Досліджують впливу інституційного середовища на виконання контрактів; пропонують забезпечити її якість за рахунок формальних «правил гри».

Джерело: складено на основі [2; 66; 67; 68; 69]

Важливим питанням також є визначення ідеального стану інституційного середовища та його основних характеристик, зокрема якості та ефективності. Отже, ідеальне інституційне середовище фінансової системи характеризуються наступним: спрямованість на досягнення бажаних і очікуваних результатів відповідно до ідеології, цінностей, правил поведінки та механізмів їх реалізації; наявність щільності, що забезпечує достатню силу регулюючого впливу на фінансові відносини та його результативність та ефективність; повна інформація для суб'єктів фінансових відносин на всіх рівнях фінансової системи; достатня простота для розуміння більшістю суб'єктів фінансових відносин, що передбачає розуміння правил і норм, їх виконання та захист; ефективність інституцій та мінімальні витрати на їх реалізацію; адаптивність інституційного середовища до змін навколишнього середовища, інституційного середовища нижчого рівня системи до змін інституційних середовищ більш високого рівня. Визначимо якість інституційного середовища як сукупність його властивостей, що забезпечують задоволення потреб відповідно до призначення, ефективність як відношення результату до витрат, де в якості результатів слід розглядати дохід, прибуток, а також соціальні та екологічні позитивні ефекти. Ефективність – це показники якості, а якість – це один із чинників ефективності. Важливо відзначити, що інституційне середовище фінансової системи повинно забезпечувати її конкурентоспроможність, що найкращим чином балансує інтереси і протиріччя суб'єктів фінансових відносин. При цьому важливо врахувати, що «якщо витрати діяльності у межах формальних інституцій перевищують витрати їх порушення, то ці правила будуть неефективними»[70], що також є індикатором ефективності інституцій.

Далі розглянемо існуючі методичні підходи до оцінки інституційного середовища (табл. А.2), втім достатньо складні для практичного застосування, оскільки в усіх випадках є проблема доступності оцінювання та формалізації. Більш того, саме це обумовлює недоліки та обмеження використання кожного з них. Важливо відзначити, що кожний з підходів має свої недоліки, що обумовлено обмеженнями щодо кількісної оцінки, виміру та порівняння якісної оцінки, наявності статичної інформації за тривалий час й ін. при цьому оцінка інституційного середовища полягає в діагностиці її сутнісних властивостей, які інваріантні, незалежні від приватних випадків. Таким чином, щоб дослідження було повним та об'єктивним доцільно поєднати різні підходи [90], зокрема

лексиметричний, нормативний, економетричний, якісний, онтологія якого передбачає багатомірний, складний, відкритий світ.

При розробці методики оцінки інституційного середовища фінансової системи та її інституційної структури також врахуємо науково-методологічний базис інституційної трансформації фінансової системи, який було визначено у 2.1, та коеволюцію як емпіричну стратегію, яка враховує можливість двосторонньої причинності та здатна аналізувати часовий вимір інституційних змін.

Оскільки ефективність інституційної структури фінансової системи визначається рівнем розвитку її ключових елементів, то для оцінки сформованості інституційного середовища та якості інституційної структури фінансової системи доцільно, по-перше, виявити фактори, які здійснюють найбільший вплив на рівень розвитку фінансової системи, та, по-друге, обрати показники та індикатори, що відображають рівень розвитку фінансової системи.

При виборі показників та індикаторів урахуємо теоретичні концепції формування інституційної структури та результати емпіричних досліджень, зокрема:

- чітка законодавча база, ефективна судова система, міцна макроекономічна рівновага та адекватний нагляд можуть послабити негативний вплив зовнішніх потрясінь (Anginer, Cerutti, Peria [92] ; Dungey, Gajurel [93]);

- лібералізація державного регулювання, чітка законодавча база, відсутність корупції та висока ефективність правозастосування сприяє розвитку фінансової системи, зокрема, тих сегментів, які в більшій мірі розвиваються на основі ринкових механізмів (ринок цінних паперів) [94]);

- чітка законодавча база, ефективна судова система, міцна макроекономічна рівновага та адекватний нагляд можуть покращити довіру інвесторів до якості інформації на ринках капіталу (Baginski, Hassell, Kimbrough [95]);

- існує зв'язок між правовою системою, захистом інвесторів та розвитком ринку капіталу, більш сильна законодавча база надає більше повноважень позичальникам під час виконання своїх контрактів і позитивно впливає на банківську систему (Djankov, McLiesh, Shleifer [96] ; La Porta, López-Silanes, Shleifer, Vishny [79]; Levine [97] );



– права власності мають вирішальне значення для довгострокового зростання, інвестицій та позитивного впливу фінансової системи на економічне зростання, тоді як договірні відносини формують фінансове посередництво [98];

– більш значущим для розвитку фінансової системи є не правова система, а політичні фактори [99], зокрема роль держави у визначенні «правил гри» в економіці та регулюванні фінансових ринків, модель макроекономічної політики, рівень відкритості економіки світовому господарству, рівень централізації політичної системи, політична та соціальна стабільність, гнучкість судової влади тощо;

– політична стабільність відіграє важливу роль у розвитку фінансової системи в більшій мірі, ніж історичні передумови [100];

– дефіцит інформації, корупція, політична нестабільність – основні проблеми розвитку фінансових систем країн, що розвиваються [101].

Отже, для оцінки інституційного середовища та інституційної структури фінансової системи важливо обрати якісні та кількісні показники та індикатори, які демонструють рівень втручання держави в господарську діяльність та якість регуляторної політики, економічної свободи та конкуренції, ефективності правозастосування, захисту прав власності, прав кредиторів, акціонерів, інвесторів, рівень розкриття інформації тощо.

В контексті цього визначимо:

1) Якісні показники – на основі Індексу економічної свободи. Можна було б використати Індекс глобальної конкурентоспроможності, який характеризує безпосередньо розвиток фінансової системи, втім у зв'язку із трансформацією структури Індексу це не доцільно.

- Індекс економічної свободи (Іес);
- Індекс правової системи та захисту прав власності (Іпс-зпв);
- Індекс «здорових грошей» (Ізг);
- Індекс вільної торгівлі на міжнародних ринках (Івтр);
- Індекс якості регулювання бізнесу (Іяб).

2) Кількісні індикатори – внутрішні та зовнішні з тим, щоб відобразити всі три складові інституційного середовища (зовнішнє середовище, ділове середовище, внутрішнє середовище).

2.1. Внутрішні індикатори:

- державні витрати на кінцеве споживання (% до ВВП) – ДВКС;

- депозити банків (% до ВВП) – ДБ;
- внутрішні кредити приватному сектору (% до ВВП) – ВКПС;
- корпоративні облігації (% до ВВП) – КО;

## 2.2 . Зовнішні індикатори:

- зовнішній державний борг (% до ВВП) – ЗБорг;
- загальний державний борг (% до ВВП) – ДБорг;
- прямі іноземні інвестиції (% до ВВП) – ПІІ;
- портфельні інвестиції (% до ВВП) – ПФІ;
- чисті іноземні активи (% до ВВП) – ЧІА;
- іноземні активи в державних облігаціях (% до ВВП) – ІАДО.

3) Показники, що характеризують рівень фінансового розвитку фінансової системи:

- премії страхового ринку (% до ВВП) – ПСР,
- внутрішні кредити приватного сектору (% до ВВП) – ВКФС,
- капіталізація фондового ринку (% до ВВП) – КФР;
- обсяг внутрішнього боргового ринку суб'єктів господарювання (% до ВВП) – ОВБР.

Для фінансових систем, де домінуючим сектором є банківський, пропонується поглибити оцінку інституційного середовища та інституційної структури фінансової системи за рахунок наступних кількісних індикаторів:

### 2.1. Внутрішні індикатори:

- державні витрати на кінцеве споживання (% до ВВП) – ДВКС;
- частка активів державних банків – ЧАДБ;
- частка активів 5 найбільших банків – ЧАНБ;
- депозити банків (% до ВВП) – ДБ;
- внутрішні кредити приватному сектору (% до ВВП) – ВКПС;

### 2.2. Зовнішні індикатори:

- прямі іноземні інвестиції (% до ВВП) – ПІІ;
- зовнішній державний борг (% до ВВП) – ЗБорг;
- чисті іноземні активи (% до ВВП) – ЧІА;
- частка іноземного капіталу в банківській системі (ЧІКБС).

Отже, представимо структурно-логічно схему оцінки інституційного середовища та інституційної структури розвитку фінансової системи:

- 1) Вибір показників та індикаторів.
- 2) Збір кількісної інформації та її структуризація та опис статистики;

3) Збір якісної інформації – структуризація, аналіз якісної інформації та її опис;

4) Оцінка зв'язку між показниками та індикаторами інституційного середовища із рівнем розвитку фінансової системи на основі кореляційного аналізу, який дозволяє встановити ступінь (на основі коефіцієнту кореляції за шкалою: якщо  $|r| > 0.3$  – зв'язок практично відсутній;  $0.3 \leq |r| \leq 0.7$  – зв'язок середній;  $0.7 \leq |r| \leq 0.9$  – зв'язок сильний;  $|r| > 0.9$  – зв'язок сильний) та напрям зв'язку (прямий або обернений). Оцінка зв'язку, якщо слідувати нормативному підходу, свідчить про рівень сформованості інституційного середовища. Якщо зв'язок відсутній, то інституція не сформована, якщо вплив обернений, то це свідчить про дисфункцію або деформацію інституції.

5) Вибір індикаторів сформованості інституційного середовища для оцінки їх впливу на розвиток фінансової системи. По-перше, саме ці індикатори відображають сформовану інституційну структуру розвитку фінансової системи. По-друге, вибір здійснюється на основі коефіцієнту кореляції  $|r| > 0.5$ . По-третє, відмовляємося від показників та індикаторів, які мають сильну кореляцію в одній моделі в результаті включеності одного показника в інший.

б) Моделювання взаємозв'язку між інституційною структурою фінансової системи та її розвитком на основі багатofакторної регресійної моделі, яка має наступний вигляд:

$$Y = \beta_1 * X_{i1} + \beta_2 * X_{i2} + \dots + \beta_n * X_{in} + \varepsilon_{it} \quad (2.8)$$

Де  $\beta_i$  – коефіцієнти,  $Y$  – показники розвитку фінансової системи,  $X_i$  – індикатори сформованості інституційного середовища фінансової системи,  $\varepsilon$  – випадкова помилка регресії.

Отримані рівняння можуть бути використані для прогнозування впливу інституційної структури фінансової системи на її розвиток. Зокрема, при значущості моделі можлива наступна економічна інтерпретація: збільшення  $X_i$  на 1 одиницю виміру призводить до збільшення  $Y$  в середньому  $\beta_i$  одиниць виміру. Оскільки в моделях є показники та індикатори, які відрізняються за одиницями виміру, то краще використовувати коефіцієнти еластичності  $E = \beta * \frac{\bar{x}}{y}$  та коефіцієнти Бета  $\beta = b \frac{S(x)}{S(y)}$ . Коефіцієнт еластичності показує на скільки відсотків в середньому змінюється  $Y$  при зміні фактору  $X_i$  на 1%. Бета-

коефіцієнт показує на яку частку величини середнього квадратичного відхилення зміниться в середньому значення  $Y$  при зміні фактору  $X_i$  на величину його середньоквадратичного відхилення при фіксованому на постійному рівні значенні інших незалежних змінних.

Стандартизовані коефіцієнти Бета дозволяють визначити рівень впливу інституційних факторів на розвиток фінансової системи і ранжувати таким чином елементи інституційної структури фінансової системи по ступеню впливу.

7) Перевірка якості побудованих моделей та вибір оптимальних моделей на основі оцінки їх значимості. При цьому враховуємо наступне:  $R^2 > 0,5$ ;  $t_{\text{набл}} > t_{\text{критич}}$ ; критерій Дарбіна-Уотсона наближається до 2,0; сума квадратів залишків наближається до мінімуму

8) Узгодження результатів кореляційно-регресійного аналізу з результатами лексиметричного, нормативного, якісного аналізу.

При виборі показників розвитку фінансової системи було обрано чотири, які відображають рівень розвитку за основними складовими, і які мають дещо різні вимоги (нормативи) до інституційного середовища. Втім для загальної оцінки якості інституційної структури фінансової системи можна обрати інтегральний показник, зокрема один із запропонованих вище (2.5) або (2.7).

Також при оцінці інституційного середовища та інституційної структури фінансової системи доцільно врахувати, що інституційний простір еволюціонує і розширюється в сучасних умовах, які характеризуються лібералізацією та віртуалізацією суспільних відносин в результаті цифрової революції, посилення невизначеності та впливу зовнішніх чинників і глобальних проблем, зміною індивідуальних і суспільних цінностей тощо. Отже, інституційне середовище змінюється і переважно в результаті домінуючого зростання економічної складової, що обумовлює появу нових інституцій або суттєву трансформацію існуючих. Так, стрімко розвиваються мережева форма організації, віртуальні угоди та транзакції, власність на цифрові об'єкти та фінансовий капітал, віртуальні підприємства, біокиберкорпорації, електронний бізнес, електронна комерція, електронна система управління, дистанційна зайнятість, дистанційна освіта, віртуальна (цифрова) фінансова система і віртуальні гроші, віртуальний ринок, репутаційні онлайн-системи, ринок поведінкової інформації, ринок уваги і впливу, інститути IP-адресації й ін. Серед новацій соціокультурної складової інституційного середовища можна відзначити блогосферу, інтернет-

спільноти, віртуальні форми спілкування і соціальні мережі, нові звички, цінності, способи життя і ментальні моделі, інформаційно-мережева культура. У політичній складовій інституційного середовища з'явилися електронна держава, електронний уряд, електронна демократія й ін. При цьому ступінь самоорганізації та саморегулювання зростає, у той час, як регулювання потребує нових підходів і методів більш демократичного, мотиваційного, ніж примусового характеру. Ці тенденції повинні бути враховані при виборі показників та індикаторів оцінки інституційного середовища та інституційної структури фінансової системи.

Основним призначення оцінки інституційного середовища та інституційної структури фінансової системи є забезпечення інституційної ефективності та інституційної рівноваги фінансової системи, виявлення інституційного потенціалу та можливостей його розширення з метою підвищення конкурентоспроможності національної фінансової системи і сприяння таким чином стійкому економічному зростанню. Якщо інституційний потенціал формується завдяки самоорганізації та саморозвитку, то його розширення залежить від самоординації шляхом активного впливу на фінансові відносини, у тому числі за рахунок залучення зовнішніх інструментів. У контексті цього важливим є розробка та впровадження інституційного регулювання фінансовою системою.

Визначимо інституціональне регулювання фінансової системи як безперервний процес, що відображає послідовність системно та функціонально взаємопов'язаних дій та рішень щодо взаємодії системи інституцій та суб'єктів фінансових відносин, спрямовану на координацію й впорядкування фінансових інтересів і фінансової поведінки, кінцевим результатом якого є інституційна рівновага та оптимальна інституційна ефективність фінансової системи. При цьому інституційне регулювання фінансової системи є оптимально ефективним, якщо величина витрат на будь-яку діяльність (моніторинг, управління, нагляд, контроль) не лише прийнятна для учасників взаємодії і суспільства, достатня для повної та якісної її реалізації, а й не викликає негативних наслідків, зокрема тіньової економіки, доларизації грошового обороту, відтік капіталу тощо. Важливо відзначити, що в якості ініціатора інституційного регулювання можуть виступати як держава, яка оперує переважно формальними інституціями, так і безпосередньо самі фінансові

організації, а також неприбуткові організації, освітні установи, регулятори, міжнародні організації тощо.

У контексті інституційного регулювання інституційна рівновага та ефективність фінансової системи залежать від індивідуального набору інституцій, інституційних стимулів і обмежень, які визначаються економічними, соціальними, політичними, правовими, історичними закономірностями. Визначено, що інституційне регулювання фінансової системи повинно бути зорієнтовано на такі елементи інституційного середовища, як модель правової системи, ефективність правозастосування, рівень захисту прав стейкхолдерів, рівень розвитку стандартів звітності та відкритості інформації, моделі фінансової поведінки суб'єктів господарювання і домогосподарств, соціально-корпоративну та екологічну відповідальність. Це, в свою чергу, визначає національну модель інституційної трансформації та інституційного регулювання національної фінансової системи.

Оскільки інституційне середовище фінансової системи характеризується різноманіттям інституцій, поведінкових інтересів і цінностей суб'єктів фінансових відносин, призначенням інституційного регулювання є не лише координація належного рівня регулювання поведінки, а й своєчасне виявлення і попередження неефективних інституцій.

В контексті цього інституційне регулювання повинно передбачати відповідні технології щодо удосконалення інституційної структури шляхом підвищення ефективності інституцій, збільшення життєвого циклу ефективних інституцій, ліквідації неефективних інституцій, проектування нових інституцій та їх поширення, орієнтованих на носіїв інституцій з тим, щоб мінімізувати опортуністичну поведінку, сприяти швидкій адаптації інституційної структури до мінливого внутрішнього та зовнішнього середовища, формування правильних моделей поведінки.

Інституційне регулювання фінансової системи, орієнтоване на досягнення конкретних цілей, базується на наступних принципах регулювання:

- динамічність,
- оперативність,
- системність,
- ефективність,
- оптимальність,
- гнучкість,

- стабільність,
- адаптивність,
- достовірність,
- відповідальність,
- результативність.

Визнаючи різноманіття цілеспрямованості механізму інституційного регулювання фінансової системи, зокрема в залежності від впливу на її властивості, структуру, можливості тощо визначимо наступні основні види інституційного регулювання:

- Системне регулювання – забезпечує цілеспрямовану зміну цілі або фундаментальної властивості інституційної структури фінансової системи щодо системної узгодженості її дієздатності, стабільності, безпеки, ефективності в умовах невизначеності, мінливості зовнішнього середовища.

- Регулювання поведінки – забезпечує перехід інституційної структури фінансової системи з одного стану в інший в межах множини можливих станів у результаті взаємодії внутрішнього середовища з найближчим оточенням й зовнішнім середовищем, реакції внутрішнього інституційного середовища на внутрішній вплив.

- Регулювання структури – забезпечує зміну складу, структури і взаємозв'язків в інституційній структурі в результаті її адаптації у відповідь на нові або змінені цілі.

- Регулювання властивостями – вид регулювання, при якому змінюються форми і способи реакції внутрішнього інституційного середовища фінансової системи на зовнішній вплив, що забезпечує адаптацію інституційної структури до ситуацій, коли змінюються властивості у відповідь на зовнішній вплив.

- Регулювання розвитком – передбачає цілеспрямовану зміну цілей, властивостей, структури, форм діяльності інституційного середовища у відповідь до зміни умов і взаємодій із зовнішнім середовищем інституційної структури. Корисним є при плануванні та модернізації інституційного розвитку фінансової системи.

- Регулювання призначенням – вид регулювання, що забезпечує зміну цілей, задач функціонування інституційної структури фінансової системи внаслідок умов, які виникли. Передбачає кардинальні принципові зміни, які не можна забезпечити шляхом адаптації.

Пропонуємо концептуальну модель механізму інституційного регулювання фінансової системи (рис. 2.3.) як сукупність способів, методів, інструментів безперервного процесу впливу на взаємодію інституцій та суб'єктів фінансових відносин з метою забезпечення інституційної рівноваги та оптимальної інституційної ефективності фінансової системи. Структурно його можна представити як функціонально-цільову схему взаємодії функціональних підсистем, підсистем забезпечення та важелів, що забезпечують досягнення визначених цілей.

Л. Гурвіц [111] пропонує розглядати механізм як спосіб формалізації інституцій, оскільки він визначає множинну варіантів вибору суб'єктами у відповідності до визначеної цілі, результатів, а, отже, механізм створює систему стимулів (подібно до інституцій), які структурують виграші від тих чи інших стратегій, вибудовуючи систему стимулів.

Отже, розширимо сутність механізму інституційного регулювання фінансової системи як множини альтернатив взаємодій між інституціями та суб'єктами фінансових відносин, орієнтованих на раціоналізацію їх поведінки в економічних, політичних, соціальних умовах з метою забезпечення інституційної рівноваги та ефективності фінансової системи як базису її конкурентоспроможності.

При цьому механізм повинен бути орієнтований не лише на корекцію інституцій чи посилення стимулів існуючих чи новостворених інституцій, а й забезпечувати компенсацію за обмеження. Інструментарій механізму може забезпечувати як непрямий вплив на основі стимулів і обмежень, так і прямий безпосередній вплив на інституційну структуру фінансової системи за рахунок жорстких обмежень, якщо у цьому є потреба, наприклад, у випадку, коли стоїть питання безпеки фінансової системи. Оскільки регулювання є складним і різноманітним процесом, то на основі закону достатності і необхідності різноманіття У. Ешбі визначимо, що справитися з різноманіттям в управляємій системі може лише той управляємий пристрій, який сам має достатнє різноманіття.

При формуванні механізму інституційного регулювання фінансової системи слід враховувати наступні загальносистемні принципи: цілеспрямованість; варіативність; ієрархічна структурованість; функціональність; стійкість розвитку; інформаційна доступність; документування.



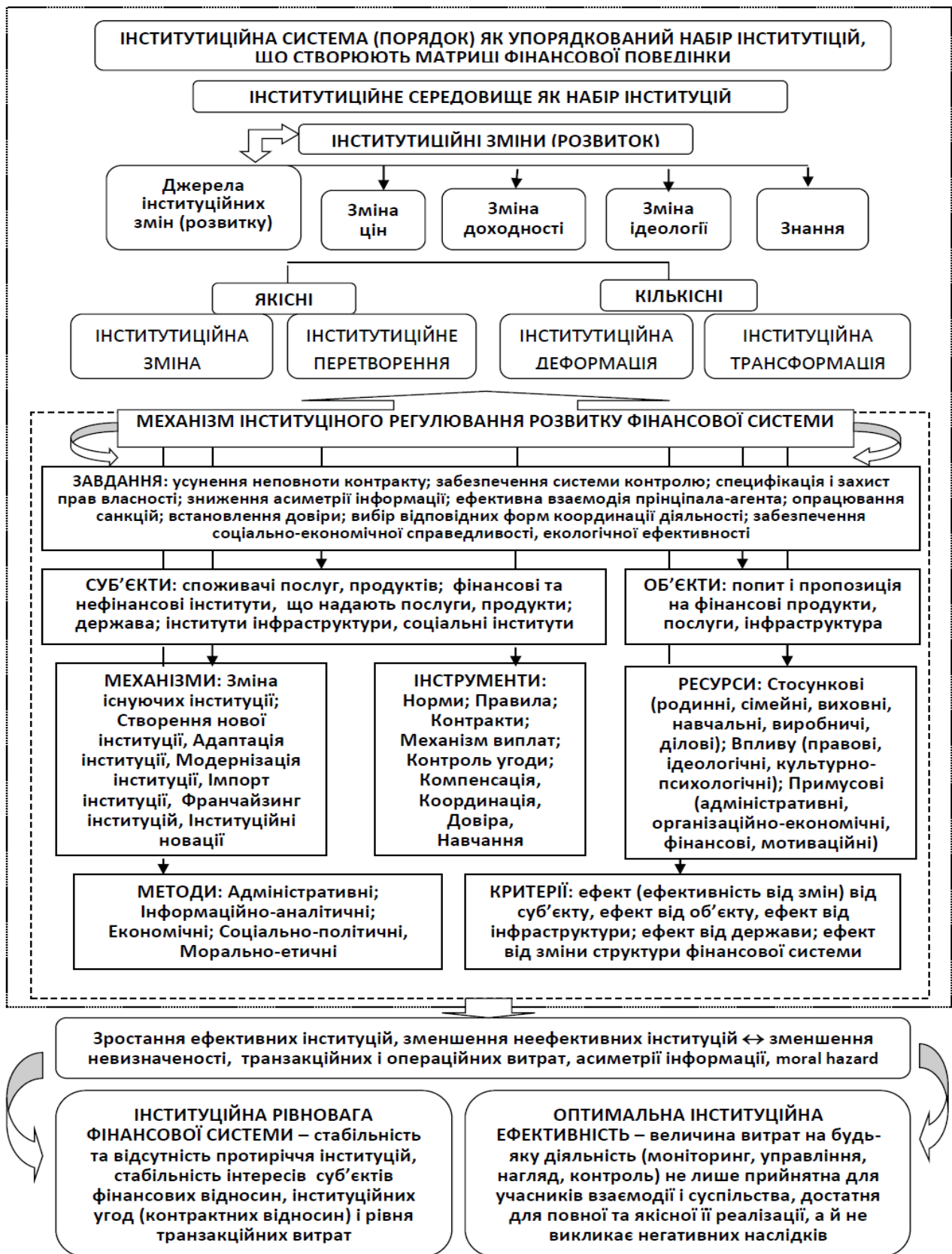


Рис. 2.3. Концептуальна модель механізму інституційного регулювання фінансової системи

Джерело: складено авторкою

Оскільки механізм інституційного регулювання фінансової системи – це функціонально-цільова схема впливу, то слід визначити функції механізму:

- Створення правової основи для прийняття рішень суб'єктами фінансових відносин;
- Забезпечення рівноваги фінансової системи та здатності протидіяти зовнішнім потрясінням;
- Інституціоналізація поведінки суб'єктів фінансових відносин;
- Забезпечення стабільності, безпеки, ефективності фінансової системи;
- Створення умов для стійкого розвитку фінансової системи;
- Орієнтоване формування, розподіл, використання фінансових ресурсів, координація фінансових потоків відповідно до індивідуальних та групових, економічних і соціальних цілей та інтересів;
- Забезпечення соціально-економічної справедливості.

Враховуючи основні складові інституційного середовища та інституційної структури фінансової системи визначимо, що механізм інституційного регулювання фінансової системи в контексті забезпечення інституційної рівноваги та інституційної ефективності повинен бути спрямований на вирішення наступних завдань: зниження асиметричності інформації; забезпечення системи контролю та моніторингу; специфікацію і захист прав власності; зниження асиметрії інформації; ефективну взаємодію принципал-агент; опрацювання санкцій; встановлення довіри; вибір відповідних форм координації діяльності; забезпечення соціально-економічної справедливості.

Якщо розглядати структуру механізму як складну систему, то можна визначити наступні його якісні характеристики:

- висока швидкість і точність регулювання (аналіз, швидкість реакції, якість виконання);
- прогнози (короткострокові, середньострокові і довгострокові), Форсайт і попереджувальні дії «в потрібному місці і в потрібний час»;
- оптимізація всіх видів процесів на основі цифровізації;
- управління знаннями (навчання, генерація нових знань, контекстне застосування знань «в потрібному місці і в потрібний час»;
- розширення соціальної реальності засобами віртуальної реальності, новими ІТ-платформами і методами соціоінжинірінга.

При побудові та реалізації механізму інституційного регулювання фінансової системи доцільно врахувати її модель за фінансовою архітектурою (п. 1.3.), основні характеристики яких щодо інституційного регулювання узагальнено в табл. 2.7.

При побудові та реалізації механізму інституційного регулювання фінансової системи також доцільно врахувати моделі фінансової поведінки суб'єктів господарювання та індивідів.

Аналізуючи фінансову поведінку компаній, можна відзначити, що значний вплив на їх поведінку в англосаксонській моделі має фондовий ринок, основним джерелом зовнішніх запозичень є облігаційне кредитування. На відміну від англосаксонської моделі, для континентальної переважно роль відіграє пряме банківське кредитування. Для фондоворинкової моделі це можна пояснити низькою концентрацією власності, слабкою роллю банків-кредиторів у моніторингу підприємств, які компенсуються високим рівнем нормативно-правового захисту прав акціонерів, високим рівнем розвитку ринку цінних паперів.

Таблиця 2.7

**Базові характеристики моделей національних фінансових систем**

<b>Модель</b>	<b>Позитивні ефекти</b>	<b>Обмеження</b>
<b>Банківська (банкоорієнтована) модель</b> – Німеччина, Франція, Італія, Японія, Південна Корея, Польща, Україна	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Підвищує ефективність ринків капіталу, прискорює їх розвиток на етапі становлення;</li> <li>– Ефективність розподілу ресурсів; <ul style="list-style-type: none"> <li>– Банківські кредити більш доступні, ніж ресурси ринку цінних паперів для новостворених підприємств;</li> </ul> </li> <li>– Орієнтована на домінування МСП;</li> <li>– Підтримує в умовах нестабільності суб'єктів, які мають тимчасові труднощі; <ul style="list-style-type: none"> <li>– Здатна зменшувати міжчасові ризики, акумулюючи ліквідні кошти з низьким рівнем ризику, особливо в умовах слаборозвинутого фондового ринку;</li> <li>– Має перевагу у фінансуванні стандартизованих, низькоризикованих, короткострокових проектів.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Не гарантує високої ефективності фінансової системи;</li> <li>– Менш ефективна щодо збору та обробки інформації за умов нестандартних ситуацій щодо нових продуктів, технологій;</li> <li>– Менш орієнтована на фінансування найбільш прибуткових проектів, інновацій;</li> <li>– В період радикальних технологічних змін гальмує розвиток інноваційного підприємництва;</li> <li>– Механізм реструктуризації не надає стабільності системі й в період радикальних змін обумовлює довгострокове неефективне використання ресурсів;</li> <li>– Потребує високої якості контрактного оточення та вирішення агентських проблем.</li> </ul>

<p><b>Ринкова (фондоринкова) модель – США, Велика Британія, Канада, Сінгапур, Гонконг</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Орієнтована на фінансування інноваційних, високоризикових, високоприбуткових, довгострокових проектів;</li> <li>– Зменшує витрати трансформації заощаджень в інвестиції; <ul style="list-style-type: none"> <li>– Сильна інформаційна ефективність;</li> </ul> </li> <li>– Орієнтована на домінування великих фірм;</li> <li>– Створює більше стимулів для розвитку підприємництва;</li> <li>– Орієнтована на економіку, яка ґрунтуються на знаннях;</li> <li>– Найширша система інструментів управління ризиками.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Не підтримує суб'єктів господарювання в умовах фінансових дисбалансів, що ще більше знижує ділову активність, реальні доходи населення, збільшує витрати на їх підтримку з боку держави;</li> <li>– Сильна інформаційна ефективність обмежує можливості учасників фондового ринку отримати надприбуток, що посилює спекулятивну складову;</li> <li>– Сильна інформаційна ефективність не обов'язково забезпечує Парето-оптимальну алокацію ресурсів;</li> <li>– Потребує сильний юридичний захист прав власності та контрактів, ефективне функціонування судової системи, інформаційну відкритість.</li> </ul>
---	--	---

*Джерело: складено авторкою*

У той же час, закономірності розвитку банківської моделі є результатом слабкого розвитку фондового ринку в порівнянні з іншими сегментами фінансової системи, низьким рівнем нормативно-правового захисту інтересів акціонерів у порівнянні з кредиторами. Однак, у цілому загальний рівень транзакційних витрат інвесторів, що фінансують розвиток підприємств, при відносно однаковому рівні економічного розвитку в цих моделях однаковий, що дозволяє вільно обертатися капіталу між країнами в пошуку більш раціонального використання в умовах глобалізації.

Існуючі дослідження дозволили ранжувати джерела фінансування розвитку компаній у розвиненій економіці у порядку їх переваг наступним чином: внутрішні джерела (прибуток), емісія облігацій, емісія конвертованих облігацій, емісія простих акцій, емісія привілейованих акцій, емісія конвертованих привілейованих акцій. Основними чинниками, які впливають на вибір зовнішнього джерела фінансування є бажання забезпечити фінансову гнучкість, кредитний рейтинг, необхідні обсяги потоків прибутку та їх стабільність, довгострокову фінансову стабільність. При цьому дотримання конкретно визначеного співвідношення «борг/ власний капітал» цікавить в більшості випадків великі компанії, для яких важливим є забезпечення високого інвестиційного кредитного рейтингу, ринкової привабливості цінних паперів підприємства. Основними причинами пріоритетного вибору

акціонування визначається бажання розмити показник EPS (прибуток на одну акцію), недооцінка/ переоцінка ринкової вартості власних акцій, надання акцій робітникам через опціони і бонусні виплати, підтримання цільового показника «борг/ власний капітал», бажання розмити пакети окремих акціонерів й т. п. Однак, такі причини як недоступність інших джерел фінансування, вартість, ставки оподаткування фізичних осіб не розглядаються значущими. При прийнятті рішення про залучення додаткових коштів за рахунок облігацій пріоритетними чинниками визначені низька вартість, недооцінка акцій, недопущення розмиву власності. Банківське кредитування в даному випадку взагалі не розглядається, оскільки не вважається суттєвим джерелом довгострокового розвитку. Р. Раджан і Л. Зінгалес виявили, що основними чинниками, які корелюють з борговим навантаженням в умовах ринку є нематеріальні активи, коефіцієнт Тобіна, розмір підприємства, рівень прибутку [22]. Для першого і третього чиннику характерна позитивна залежність, для другого і четвертого – негативна.

Деякі інші тенденції можна виявити для країн, що розвиваються. У цілому, не зважаючи на те, що фінансові системи більшості з них вже сформовані, вони є більш вразливими до зміни кон'юнктури світового фінансового ринку, а тому несуть суттєві втрати в результаті різноманітних економічних, валютно-фінансових, соціально-політичних криз, що призводить до постійної трансформації національних фінансових систем. Більш того, значення нерозподіленого прибутку для фінансування розвитку суб'єктів господарювання в цих країнах суттєве, однак менше, ніж в розвинутих; частка зовнішнього фінансування більша; роль акціонерного капіталу поступово збільшується. Існує пряма залежність між основними активами і величиною боргу, що можна пояснити наступним – чим більше основні активи, тим більше застава для отримання кредитних ресурсів при умові, що забезпечена специфікація прав власності. Крім того, суттєво впливає на здатність залучати додаткове фінансування і розмір компанії. Прибуток негативно впливає на рішення розвитку за рахунок зовнішнього фінансування, оскільки саме прибуток визначається основним джерелом розвитку, незважаючи на його високу вартість як джерела фінансування в порівнянні з використанням запозичених коштів (ефект фінансового левариджу). Окрім того, не можна однозначно говорити про вплив перспектив розвитку компанії на використання боргового фінансування, оскільки їх наявність менеджери часто пов'язують з ризиком, а значить, переважно обирається реінвестиція прибутку або додаткова емісія акцій.

Але, в цілому можна відзначити, що загальні фактори та їх вплив на формування структури капіталу компаній в розвиненій економіці та економіці, що розвивається, співпадають. Разом із цим, необхідно відзначити більш значний вплив макроекономічних факторів у другій групі країн. Так, відзначимо наступні основні чинники: країна походження капіталу, рівень ВВП на душу населення, рівень і темпи росту капіталізації фондового ринку і його ефективність, якість і обсяг фінансових послуг, роль правової системи, законодавчої бази в регулюванні фінансово-економічних відносин.

Коефіцієнти боргового навантаження в країнах, що розвиваються, змінюються таким же чином, як і в умовах розвиненої під впливом значимих чинників для розвинених ринків. Однак існують систематичні відмінності в тому, яким чином впливають такі чинники, як темпи ВВП, рівень інфляції, ступінь розвитку фондового ринку. Суттєве значення при формуванні структури капіталу компаній в країнах, що розвиваються, має національна приналежність капіталу, а також ставки податку, економічні ризики, обсяг матеріальних активів, розмір обсягу продажів, фінансова рентабельність. Втім, в цілому слід відзначити, що для компаній розвинених країн найбільш привабливим джерелом фінансування є нерозподілений прибуток, а компанії країн, що розвиваються, в більшому ступені залежать від зовнішнього фінансування. Крім того, в різних економічних умовах значний вплив на вибір джерела фінансування має рівень розвитку і ефективність фінансового ринку. Більш розвинені фондові ринки, збільшення обсягів кредитів і якості фінансових послуг сприяють зниженню ролі зовнішньої заборгованості, особливо для великих компаній. Значний вплив на фінансові рішення компаній та поведінку фінансових організацій має система захисту прав акціонерів, кредиторів, ефективність правозастосування.

Значна кількість досліджень моделей національних фінансових систем [10; 103; 104; 105; 106] та їх аналіз підкреслюють, що порівняльна роль банків і фондових ринків у економічному розвитку має все більше значення для економічної діяльності: по-перше, банки і фондовий ринок надають відмінні фінансові послуги, які іноді доповнюють одна іншу (комплементарні); по-друге, економіка на різних стадіях розвитку для ефективної діяльності потребує різної суміші (оптимальної) фінансових послуг, отже різної комбінації банківських та фондоворинкових операцій; по-третє, послуги, які надаються ринком у процесі економічного розвитку, набувають відносно більшого

значення для економічної діяльності (з розвитком економіки фінансова система стає відносно більш ринковою); по-четверте, якщо фактична фінансова структура економіки відмінна від оптимальної, тобто існує фінансовий розрив, економіка не отримує відповідного поєднання фінансових послуг, що буде мати негативний вплив на економічну активність (протилежна залежність між розвитком фінансової системи і реальним ВВП).

Відрізняються в банкоорієнтованій і фондоворинковій моделях фінансової системи не лише поведінка компаній, а й населення. В результаті визначають англосаксонську (англосаксонська традиція або традиція протестантського капіталізму) і як різновиди континентальної моделі, враховуючи правові, економічні, соціальні, культурні особливості, німецьку («рейнський капіталізм») та японську [107].

Англосаксонська модель фінансової поведінки населення відрізняється високою схильністю до ризику, більшим економічним індивідуалізмом, високою мобільністю, нижчим рівнем підконтрольності держави, великими компаніями. Це пояснюють тим, що населення більшості країн, в яких поширена ця модель (США, Нова Зеландія, Австралія, Канада), є нащадками переселенців/

«Протестантська традиція» передбачає активне, орієнтоване на прибуток фінансове мислення, що забороняє витрати часу, заощадження й примноження коштів як життєвий обов'язок, обов'язок працювати інтенсивно, опору на середній клас [108; 109]. Ще М. Вебер [109, с. 392] звернув увагу на кращі результати протестантів порівняно з католиками в діловій та фінансовій сферах, а Р. Колінз [110, с. 109] з'ясував, що протестанти домінували у розвитку підприємництва в США в 1960-ті рр. завдяки індивідуалізму, сумлінному виконанню обов'язків. К. Маркс взагалі стверджував, що «монетарна система переважно католицька, а кредитна – протестантська» [111, с. 647].

Оскільки структура власності в країнах з англосаксонською традицією значною мірою диверсифікована, то чимало домогосподарств володіють вагомою часткою капіталу компаній (акцій). Частка держави невелика. Отже, населення є активним учасником фінансових ринків, яким властиво висока ліквідність, інноваційність й орієнтація на високу капіталізацію. Ці процеси сприяють високим ризиком, короткостроковості операцій, миттєвій та стрімкій реакції кон'юнктури на політичні, соціальні події, і, як результат, нестабільності фінансової системи. Це створює умови для розвитку

страхування, нових фінансових інструментів, ще більшій фінансовій активності індивідів. У результаті основними суб'єктами фінансового ринку є акціонери з невеликими пакетами акцій, що потребує високого рівня захисту дрібних акціонерів, високої якості та повноти інформації, пріоритету інтересів акціонерів над інтересами працівників, що дає змогу залучати значний капітал для розвитку корпорацій та формування нових компаній. Втім, для фінансової поведінки характерна невисока схильність до заощаджень, домінування роздрібного споживання, акцій над борговими інструментами, що сприяє розвитку інститутів спільного інвестування. Посилення лібералізації в цій моделі для недопущення нестабільності стримується жорстким державним регулюванням щодо забезпечення законного ведення бізнесу, підтримки конкуренції та зниження інфляції.

Характерними ознаками німецької моделі фінансової поведінки є насамперед практицизм, невисока схильність до ризику, стабільність, надійність. Унаслідок для фінансової поведінки домогосподарств притаманна висока норма заощаджень, невисока активність у використанні різноманітних фінансових інструментів, а отже, населення використовує переважно інвестиції з гарантованими виплатами, пов'язаними з меншим ризиком – депозити, облігації, страхові поліси. Невисока активність населення на ринку акцій значно знижує його ліквідність, а також ліквідність, диверсифікованість фінансового ринку в цілому. Водночас переважне використання населенням депозитів, облігацій, страхових полісів зумовлює невисоку оборотність фінансових інструментів, активів та довгостроковий характер фінансових операцій. Історично основними постачальниками капіталу для компаній стали банки, фінансова система характеризується низькою насиченістю акціями. Отже, для цієї моделі властива велика корпоративна власність, банки безпосередньо володіють корпораціями – «капіталізм утримувачів крупних капіталів». Концентрація капіталу зумовлює пряме управління компаніями, орієнтацію власників на максимізацію дивідендів. Крім того, основною організаційно-правовою формою компаній є товариства з обмеженою відповідальністю, що також пояснює невелику насиченість фінансової системи акціями.

Невисока мобільність і схильність до ризику, значна концентрація акціонерного капіталу є причинами невисокої інноваційності компаній, особливо невеликих, що означає важливу роль держави у венчурному фінансуванні. Підвищення вартості компанії за рахунок зростання курсової



вартості акцій не є головною метою управління бізнесом, більше уваги приділяється зростанню продуктивності та інноваційності виробництва, праці, їхній якості. На відміну від англосаксонської системи, німецька створює нові продукти шляхом покращення існуючих компаній, галузей, ринків, а не за рахунок формування нових галузей. Роль держави у Німеччині в економіці є значно вагомішою, ніж в США, що проявляється у більшому податковому навантаженні, активних соціальних програмах уряду.

Формування і розвиток японської моделі фінансової поведінки населення відбувається на основі таких головних принципів: прагнення до ієрархічності, обмежена трудова мобільність, готовність бути опікуваним, колективізм, довічний найм. У результаті домогосподарства схильні до високої норми заощаджень, а керівництво компаній підпорядковує інтереси персоналу інтересам власника. Існування «корпорації-сім'ї» або «корпорації-спільноти» сприяє збереженню високої зайнятості, оплати праці, гарантованому зростанню основної частини зарплати за збільшення стажу працівника, виплат значної соціальної допомоги за рахунок дивідендів. У підсумку головним джерелом формування доходів населення є заробітна плата, невисока активність населення на ринку акцій.

Горизонтальна та перехресна участь в акціонерному капіталі юридичних осіб, система «основних банків», що фінансують конгломерати («куйретцу», «закритий клуб»), але не є основними акціонерами, зумовлюють значно активнішу участь населення на ринку акцій, ніж у Німеччині. Хоча населення й володіє значним обсягом, роздрібні інвестори-домогосподарства вельми розпорошені, що обмежує можливість реалізації їх індивідуальних інтересів, спостерігається неконкурентоспроможність порівняно з фінансовими інститутами, траст-банками, нефінансовими корпораціями, що зумовлює невисоку ліквідність і мобільність ринку акцій. В результаті борговий фінансовий ринок переважає над ринком акцій, попри його доволі великий розмір і високий рівень диверсифікації.

Поведінка держави в економічній діяльності характеризується значною активністю: підтримка економічного зростання шляхом стимулювання заощаджень, субсидювання конкретних галузей, пільгове кредитування великих високотехнологічних компаній, захист внутрішнього ринку, широкі повноваження державних органів щодо сприяння розвитку.

Зауважимо, що в історії сучасної Японії спостерігалось кілька подій, які вплинули на принципи прийняття фінансових рішень: «вестернізація», криза 1990-их років, оновлення буддизму як однієї з основних релігій країни. Однак, якщо зміни й відбуваються, то вкрай поступово. Це вкотре свідчить про важливість традиційних цінностей, зміна яких не може відбуватися миттєво, особливо для не схильних до ризику, немобільних суспільств.

Не зважаючи на конвергенцію розвитку фінансових систем в умовах глобалізації, забезпечення стабільності та безпеки фінансової системи, що має першочергове значення в результаті зниження добробуту громадян в умовах нестабільності, потребує визначення чинників та каналів нестабільності, які, як правило, пов'язані з рівнем і структурою розвитку національної економіки, історичними, культурними, соціальними й іншими особливостями. Саме вони визначають специфіку формування економічних і фінансових інтересів суб'єктів господарювання, обумовлюють ідентифікацію моделей фінансової поведінки, що й визначає фінансову архітектуру національної економіки як сукупність інститутів та інституцій, що забезпечують найкращу динаміку розвитку національної економіки. При цьому слід врахувати, що різні фінансові інститути забезпечують різні фінансові послуги, а економіка на різних етапах розвитку потребує різні комбінації фінансових послуг, а отже й фінансових інститутів. Відповідно наявність фінансового розриву, тобто різниці між фактичною і оптимальною фінансовою архітектурою, негативно впливає на розвиток економіки шляхом неконкурентоспроможності фінансової системи.

Сьогодні фінансова система, поряд із ринком праці й заробітною платою, системою освіти, соціальною сферою, товарним ринком, виокремлюється як один із найважливіших елементів сучасного ринкового господарства. Це дозволяє визначити, що важливу роль у формуванні національної фінансової системи відіграє рівень захисту прав приватної власності, прав міноритарних та іноземних акціонерів, прав кредиторів; рівень взаємозалежності компаній та банків, а також участь останніх у корпоративному управлінні та контролі; рівень концентрації банківської діяльності; «глибина» державного регулювання фінансових відносин; рівень захисту інформації; роль інституційних інвесторів й ін. Той чи інший прояв будь-якої з цих характеристик обумовлює розвиток одного із сучасних типів капіталізму (ринкова модель (ліберальна), скандинавська, азійська, континентальна, середземноморська). Також існують дослідження [112], які узагальнюють, що

на фінансову систему впливають не лише чинники фінансового ринку, а й ринків товарів і послуг, трудових відносин всередині країни. При цьому рівень розвитку фінансових ринків стає безпосереднім чинником ідентифікації типу національної фінансової системи.

Важливу роль у розвитку фінансових систем, зокрема у становленні її основних характеристик, як вже було визначено, відіграє правова система. Зокрема, незаперечний її вплив проявляється в ефективності правозастосування щодо захисту прав власності, прав акціонерів та кредиторів, визначенні умов і процедур банкрутства, якості розкриття інформації, моніторингу фінансових інститутів. Отже, виокремлюють фінансові системи на загальній системі права (англійський напрям), германській, французькій, скандинавській системі громадянського права (континентальний напрям), а також перехідна модель фінансової системи.

Історичний і культурний розвиток безперечно впливає на тип фінансової системи [113; 1114], що проявляє соціокультурні, етнопсихологічні, релігійні особливості, які визначають ступінь активності або пасивності економічних суб'єктів, ступінь ієрархічності та особистої свободи, здатності до ризику суб'єктів фінансових відносин, схвалення фінансових операцій релігією, особистих життєвих пріоритетів. У контексті цього визначають протестантський капіталізм, ісламські фінанси, фундаменталістську ринкову економіку, «японську модель консенсусу», «рейнський капіталізм» тощо.

Отже, узагальнимо, що розвиток інституційної структури фінансової системи та її трансформації визначається сукупністю фундаментальних чинників, що також дозволяє стверджувати: для кожної країни характерна власна оптимальна фінансова структура, яка, в свою чергу, має бути динамічною й відповідати сучасним умовам соціально-економічного розвитку, як на рівні країни, так і глобального простору. І віднести її до банківської або фондоорієнтованої моделі фінансової системи можна лише умовно на основі оцінки домінування тих чи інших організацій у фінансових потоках національної економіки.

Узагальнимо, сукупність фундаментальних чинників, що впливають на інституційну структуру фінансової системи, і які повинні бути враховані при побудові механізму інституційного регулювання:

- Модель економіки, тип господарювання (тип економічної та політичної системи, структура власності, рівень економічної та фінансової

лібералізації, «репресії», політична та соціальна стабільність, моделі корпоративного управління, економічного розвитку, банкрутства й ін.);

- Структура та рівень розвитку національної економіки (галузева структура економіки, порівняльна конкурентоспроможність економіки та фінансової системи, приналежність до розвинених економік або економік, що розвиваються, рівень інноваційності та НТП, ступінь зрілості фінансової системи, фінансова глибина національної економіки, рівень розвитку товарної та фінансової інфраструктури);

- Ринкова кон'юнктура (рівень та структура конкуренції, модель антимонопольного регулювання та захисту економічної конкуренції, рівень концентрації товарних і фінансових ринків, взаємозв'язок з іншими ринками, залежність від ринків-лідерів, гнучкість ринку праці та рівень захисту безробіття й ін.);

- Динаміка економічного розвитку (економічні цикли всередині країни та цикли світової економіки, технологічний уклад світової економіки, цифрова трансформація, революція Industry 4.0);

- Інтегрованість у світове господарство (рівень залежності від зовнішніх ринків, форми присутності іноземних суб'єктів господарювання, обсяг і структура іноземного інвестування, регіональна приналежність країни, участь в міжнародних організаціях та інтеграційних угрупованнях);

- Соціокультурні особливості (освітня система, домінуюча релігія, система охорони здоров'я);

- Історичні особливості (накопичені диспропорції та проблеми в організації фінансових ринків, неефективності державної політики; життєвий цикл фінансових ринків);

- Політика держави (соціальна структура та рівень соціального захисту, структура доходів та витрат державних фінансів, державно-приватне партнерство; включеність у вирішення глобальних проблем сучасності);

- Правове середовище (модель правової системи, ефективність правозастосування, рівень захисту прав акціонерів, кредиторів, рівень розвитку стандартів звітності, соціально-корпоративна відповідальність, екологічна відповідальність).

### **2.3. Фінансіалізація та фінансова економіка як базис сучасної парадигми економічного розвитку**

Початок ХХІ ст. характеризується поширенням фінансіалізації як закономірного продукту постіндустріального розвитку та глобалізації, і, як результат, трансформацією структури економіки, появою нових організаційних структур і бізнес-моделей, нових суспільних інститутів, що змінює напрями та структуру фінансових потоків, прискорює їх рух і модернізує фінансову інфраструктуру. В результаті економічний розвиток супроводжується стрімким розширенням фінансових ринків, випереджаючим зростанням вартості нематеріальних активів у порівнянні з матеріальними, відривом фінансових ресурсів від матеріального виробництва.

Як результат, фізична економіка і матеріальне виробництво відіграє все менш важливу роль, вирішується проблема «економічної відстані» та відбувається перехід до «режиму реального часу», все більше фінансові ринки орієнтуються на обслуговування власних інтересів, що ще більше підштовхує до фінансіалізації в результаті пришвидшення руху та високої мобільності зміни напрямів фінансових потоків на різних рівнях глобальної системи, обумовлюють деформацію процесів накопичення капіталу та волатильність. Сприяють цим процесам і фінансовий інжиніринг, цифровізація, в результаті чого стрімко поширюються фінансові інновації у господарській діяльності та суспільному житті.

Вперше термін «фінансіалізація» в спеціалізованій літературі зустрічається наприкінці ХХ ст. у дослідженнях Світового банку, а на початку ХХІ ст. її було описано як економічну категорію у роботах Г. Епштейна [115]), Д. Повера і М. Абрена [116], Г. Кріппнера [117]). На першому етапі фінансіалізація досліджується в контексті переходу від концепції «управлінського капіталізму», в основі якого формування інвестиційних доходів за рахунок створеної вартості, до концепції «фінансового капіталізму», де дохід окремих суб'єктів економіки формується за рахунок фінансових стратегій (Дж. Голдстейн, С. Дубинін, Ю. Осипов, Дж. Фостер, ін.).

Особливу актуальність питання поширення фінансіалізації набуває в період світової фінансово-економічної кризи 2008 р., коли саме вона як основний канал прибутку визнається й головною причиною глобальної

нестабільності та затяжного відновлення світової економіки в посткризовий період (А. Гірспен, В. Лукьянов, Х. Мінські, Дж. Стігліц, Н. Фергюсон й ін.).

Втім питання взаємозв'язку реального та фінансового секторів економіки досліджувалися задовго до цього (Р. Гільфердінг, Й. Шумпетер, Р. Лукас, Е. Шоу, Р. Голдсміт, Т. Бек, Р. Левін й ін.), і вже на початку XXI ст. у науковій літературі було визнано феномен «відриву» фінансового сектору економіки від реального «*decoupling hypothesis*», у результаті чого фінансовий сектор набув таких характеристик, як самодостатність, спекулятивність, самовідтворення [118, с. 139] (Ю. Данілов, Ф. Луцішин, В. Лукьянов [119], ін.). Це обумовило аналіз взаємозв'язку фінансіалізації та динаміки і структури розвитку глобальної економіки, зростання національних економік, соціально-економічного розвитку (Е. Авдокушин, М. Корнеєв, В. Корнівська, В. Сизов й ін.).

На даному етапі питання фінансіалізації досліджується в контексті подальшого посилення невизначеності та залежності товарних і сировинних ринків від руху фінансових потоків (Дж. Блас, Д. Ергін, ), а також у зв'язку з технологічними змінами та Industry 4.0 (Е. Авдокушин, С. Радзієвська, К. Перес), які сприяють появі нових інноваційних фінансових продуктів і послуг, що змінюють не лише структуру і динаміку фінансових ринків, а й соціально-економічний розвиток загалом. Більш того, поширенню і поглибленню фінансіалізації сприяє розвиток FinTech. У зв'язку з цим, питання фінансіалізації є актуальним і потребує подальших досліджень.

Перший етап фінансової лібералізації відбувся ще в 1960-их рр., коли було створено і почав поширюватися євродолар. Сприяло цьому і скасування Бреттон-Вудських угод та відмова від фіксованих валютних курсів у 1970-их рр., що забезпечило лібералізацію обмінних курсів та реформування банківської діяльності, і, як результат, зростання активності банківських установ на фінансових ринках.

Передумови стрімкої фінансіалізації економічного розвитку були закладені в 1980-их рр., коли починається процес повної лібералізації руху фінансових ресурсів на відповідь світової кризи 1970-их рр. (1973 р. – «Нафтова» криза), для якої було характерно зниження рентабельності та перенакопичення капіталу в реальному секторі економіки, що сприяло інтернаціоналізації та лібералізації руху капіталу. На першому етапі інтернаціоналізація передбачала переміщення виробництва з розвинених країн в нові індустріальні країни в межах мульти- та транснаціональних структур,

втім з часом це призвело до розвитку в цих країнах національних промислових груп. У результаті відбувається послаблення промисловості в США та Західній Європі, посилюється конкурентоспроможність транснаціонального капіталу по відношенню до держав та його впливу на економічну політику.

У 1980-их рр. фінансіалізація відбулась в результаті поширення монетаризму та її реалізації у формі «тетчеризму» та «рейганоміки», лібералізації ринків облігацій та формування довгострокових відсоткових ставок, розвитку сек'юритизації та поширення похідних цінних паперів.

Серед факторів, що сприяли фінансіалізації економічного розвитку у 1990-их рр., слід відзначити масову приватизацію в результаті підтримки приватного підприємництва в країнах із розвиненою економікою, нових індустріальних країнах (НІК), країнах, що здійснили перехід від командно-адміністративної економіки до ринкової, в тому числі й роздержавлення фінансових установ та публічних фондів, зокрема пенсійних і страхових, різних інституційних інвесторів (хеджеві фонди, арбітражери), які оперували фінансовими ресурсами на строковому фінансовому ринку. Подальшому посиленню ролі фінансів сприяла й дерегуляція сфери фінансів, зокрема в результаті Вашингтонського консенсусу і неоліберального повороту (1989 р.), скасування закону Гласса-Стігола (1999 р.), а також сек'юритизація державного боргу країн Західної Європи, концентрація капіталу на основі транснаціоналізації, розвиток фінансових конгломератів і міжнародних фінансових центрів (МФЦ), а також науково-технічний прогрес, фінансові інновації та розвиток інформаційно-комунікаційних технологій.

Поряд із цим, зростаючу боргову залежність країн, боротьбу за лідерство валют на світовому ринку, «нову» монетарну парадигму і посткризове відновлення національних економік на основі нетрадиційних методів монетарної політики, фінансові інновацій та фінансовий інжиніринг, технологічні зміни та Industry 4.0, віртуалізацію господарських відносин потрібно розглядати як те, що сприяє подальшій фінансіалізації економічного розвитку на початку ХХІ ст.

Результатом поширення фінансіалізації стало посилення невизначеності та нестабільності. За останні п'ятнадцять років ХХ ст. відбулося понад 90 великих фінансових криз, і в двадцяти з них країни втратили понад 10% свого ВВП, а в десяти – понад 25% [129]. З початку ХХІ ст. нестабільність, дисбаланси та їх негативні наслідки лише посилюються. Все більше

уповільнюються приріст реальної заробітної плати та послаблюється її залежність від продуктивності праці, зростає нерівність населення, зокрема за даними Credit Suisse [57], частка 1% найбагатших людей в глобальному обсязі багатств перевищила 50% і продовжує збільшуватися.

Серед головних драйверів фінансіалізації були банки, які інтенсивно нарощували свій капітал. У 1961 р. відношення банківських активів до ВВП у світі становило 18,49%, у США – 58,24%, у Єврозоні – 37,09%. У 2011 р. світовий показник складав 47,37%, у США – 61,63% (2008 – 70,75%), у Єврозоні – 152,77%. Окрім того, що банки значно збільшили розміри своїх активів, серйозною проблемою стала висока концентрація банківського капіталу станом на 2011 р.: три найбільші банки світу контролювали 71,24% усього обсягу активів комерційних банків, ЄС – 71,23%, США – 35,41% [121].

Узагальнення теоретико-методологічних концепцій до визначення фінансіалізації дозволило В. Корнеєву узагальнити підходи до її сутності:

1) акціонерний підхід – фінансіалізація як категорія, що визначає орієнтацію на акціонерну вартість як режим корпоративного управління (У. Лазонік і М. Салліван) та зростання ролі рантиє в економіці (О. Охангазі, Т. Пеллі, Дж. Смізін);

2) внутрішньогосподарський підхід – фінансіалізація як процес впливу на функціонування компаній (Р. Бетт), трансформації економіки (Г. Магдоф і П. Свізі);

3) гегемоністичний підхід – фінансіалізація як стрімке зростання частки фінансового сектору в економіці (Г. Епштейн, В. Лук'янов, О. Охангазі, Е. Штокхаммер);

4) нагромаджувальний підхід – фінансіалізація як спосіб отримання прибутку та залучення інвестицій / як режим нагромадження коштів (Дж. Аррігі, П. Дос Сантос, Г. Кріппнер, У. Мілберг, С. Лапавітсас);

5) інноваційний підхід – фінансіалізація як процес активного розвитку фінансової торгівлі та розширення спектра фінансових інструментів (Ю. Осік, К. Філіпс, Н. Щепочкіна) [58, с. 51-57].

В. Корнеєв, досліджуючи ключові підходи до аналізу цієї категорії, запропонував авторський підхід до фінансіалізації як «комплексної категорії, що враховує: макро- та мікроекономічний рівні впливу фінансіалізації – розповсюдження як на рівні глобальної та національної економік, так і на рівні окремих компаній; об'єктну характеристику (акціонерний капітал/вартість,



дохід – рента, фінансові потоки, прибуток в цілому); процесну складову (розширення частки фінансового сектору в економіці); еволюційно-інноваційний характер розвитку (активне впровадження фінансових інновацій); загострення конкуренції між фінансовим та реальним секторами економіки за фінансові ресурси» [58, с. 58].

Отже, в загальному розумінні, визначимо фінансіалізацію як зростання ролі фінансових мотивів, фінансових ринків, фінансових суб'єктів, фінансових інститутів в економічній діяльності та суспільному житті, функціонуванні державних інститутів на всіх рівнях і у всіх сферах економічної системи в результаті модернізації фундаментальних характеристик (вартість, ціна, прибуток, гроші, ціль функціонування, критерії прийняття рішень, конкуренція й ін.), що сприяє розширенню фінансових відносин та фінансової сфери національної й світової економіки. У цьому розумінні фінансіалізацію доцільно пов'язати із фінансовим розвитком як кількісною та якісною трансформацією структури фінансової системи та її інституційною трансформацією, її здатністю через реалізацію власних функцій впливати на соціально-економічний добробут.

Таким чином, узагальнимо, що для фінансіалізації притаманні наступні основні характеристики:

- повна фінансова лібералізація та фінансова глобалізація, інтернаціоналізація фінансових ринків, розвиток мережевого капіталізму та віртуального капіталу;

- сучасні гроші – це особливий товар, ціна якого вже не фіксована, а є плаваючою і визначається на національному фінансовому ринку;

- перехід до фінансової теорії вартості, де фундаментальними характеристиками останньої є ліквідність, ризик, дохідність, що визначає нові властивості вартості, нову структуру її вміненості та перерозподілу, а також формує нові принципи ціноутворення та параметри ціни – якщо в реальній економіці вартість товару визначається дохідністю (ресурсний підхід до оцінки ефективності), то в економіці, де домінують фінанси, з'являються нові властивості вартості (вміненість і розподіл), що й відображає у ціні ризик та ліквідність;

- посилення ролі прибутку та якісна зміна головної цілі діяльності (від нарощування економічного потенціалу до фінансово-економічного потенціалу), що обумовило трансформацію системи управління від управління компанією до

управління вартістю компанії, в результаті чого формується фінансова система управління бізнесом, в основі якої фінансові стратегії, фінансові критерії прийняття рішень, зокрема ліквідність, дохідність, ризик;

– безпосередній вплив фінансів на поведінку, цінності, інтереси, мотиви, пріоритети, рішення, вибір всіх суб'єктів господарювання, у т. ч. нефінансових, та поява нових бізнес-моделей;

– перерозподіл доходів із реального сектору у фінансовий, доходів і заробітної плати між різними соціальними та професійними групами населення – якщо нерівність між країнами світу за останні 20 років стала менше, то розрив між громадянами всередині однієї країни став набагато помітнішим, і нерівність доходів і добробуту досягла або практично досягла рекордного рівня;

– поява глобальної фінансової ренти на основі регулювання відсоткових ставок, використання світових валют, регулювання міжнародних боргових відносин, діяльності міжнародних фінансових центрів і офшорів, а також «відтоку мізків», ресурсно-експортної економіки, відтоку капіталу тощо;

– віртуалізація економічного середовища в результаті зростання боргових відносин, фінансових гарантій, строкових контрактів (деривативів) й ін.;

– об'єднання національних ринків капіталу в єдиний фінансовий та інвестиційний простір в результаті повної фінансової лібералізації, що обумовлює глобальну конкуренцію на ринках капіталу та фінансування національних потреб фактично за рахунок міжнародного капіталу;

– безпосередній вплив фінансів на структуру, динаміку, результати розвитку національної економіки та на зміну економічної та фінансової політики на національному, наднаціональному та глобальному рівні, перехід від економічної до фінансової влади.

В результаті фінансіалізація, як закономірність сучасного соціально-економічного розвитку, обумовлює наступні процеси та явища:

– Зростає ліквідність фінансових ринків та економіки в цілому, знижуються бар'єри щодо залучення на зовнішніх ринках більш дешевого та менш ризикованого капіталу, імплементуються на національні фінансові ринки нові фінансові інструменти і продукти, які ефективно використовуються на міжнародних ринках, посилюється конкурентоспроможність фінансових ринків та їх сегментів, а також фінансових послуг і продуктів.

– Посилюється дуалізм фінансів, що проявляється у виокремленні реальних і віртуальних фінансів, й призводить до появи «квазіфінансів»,

посилення самодостатності, спекулятивності, самовідтворення фінансових ринків, прискорення та зростання обсягу спекулятивного/віртуального капіталу, подальшої доларизації світової економіки, появи фінансової та кримінальної ренти. Більш того, посилюється конкуренція за фінансові ресурси між реальним і фінансовим сектором, в результаті чого зростає їх відносна вартість для реальної економіки.

– Оскільки у фінансовій економіці фундаментальні характеристики вартості (ліквідність, доходність, ризик) знаходяться у непереконливому протиріччі, саме це породжує невизначеність і нестабільність у фінансових і економічних системах на мікро-, мезо-, макро-, матерівнях.

– Поряд із посиленням конкуренції на фінансових ринках знижується здатність товарних і сировинних ринків ефективно реалізовувати власні функції, забезпечувати економічну конкуренцію, що може знижувати вигоди споживачів/покупців та/або виробників/продавців. Отже, знижується ефективність реалізації функцій конкуренції на цих ринках і в економічній системі загалом, зокрема, конкуренція вже не сприяє вирішенню етичних проблем в економіці.

– Відбувається трансформація цінностей і взаємовідносин між публічними та приватними інтересами в правовій, економічній, соціальній, екологічній діяльності держави та особистості тощо. Як результат, змінюється роль держави у забезпеченні інклюзивного економічного розвитку, відносинах між суб'єктами національної та міжнародної економіки, оскільки держава вимушена делегувати частину своїх публічних функцій у галузі фінансів й економічної політики суб'єктам господарювання, індивідам, міжнародним інституціям, ТНК.

– Посилюється вплив на економічний і фінансовий розвиток несистемних факторів, зокрема традиції права, моделей корпоративного управління, моделей державного управління, соціокультурних, етнонаціональних, екологічних факторів, соціальної структури, тих факторів, що забезпечують якість життя, освіти і охорони здоров'я, а також глобальні проблеми сучасності й ін.

– В результаті фінансового дуалізму, розмивання кордонів фінансових систем розвиваються відповідні фінансово-правові та економіко-правові норми і нормативи, що опосередковують економічний і фінансовий розвиток, враховуючи несистемні фактори. Вони також призначені підтримувати

фінансову стабільність, забезпечуючи баланс фінансових потоків між відтворенням, інвестиційним процесом, віртуальними фінансами, між національними фінансовими системами та світовим фінансовим простором.

– Відбувається стандартизація та уніфікація нормативно-правового регулювання, що, у тому числі, сприяє поширенню міжнародних вимог і стандартів щодо фінансових операцій на національні ринки, і що зменшує вразливість останніх до зовнішніх факторів нестабільності та дисбалансів.

– Посилюється економічна та соціальна диференціація, як всередині країни (соціальна, галузева, територіальна), так і між країнами в контексті експансії національної валюти на світовий ринок, перерозподілу фінансових потоків на користь міжнародних фінансових центрів, «відтоку мізків», відтоку капіталу й ін.

– В результаті повної фінансової лібералізації відбувається імпортування нестабільності та криз (ефект «фінансового зараження») національними економіками, особливо тими, що розвиваються, із світової фінансової системи та з країн, які відіграють важливу роль у світовому економічному та фінансовому просторі, зокрема через наступні канали: зовнішня торгівля, іноземне інвестування, фінансові конгломерати, засоби масової інформації, стадна поведінка учасників ринку тощо.

Розглядаючи еволюцію фінансіалізації доцільно виокремити фінансіалізацію економіки та фінансіалізацію фінансів.

Фінансіалізація економіки пов'язана з відволіканням фінансових ресурсів із реального сектору на користь фінансового та трансформацією механізмів функціонування економіки та бізнесу на основі домінування фінансів при прийнятті рішень, розробці та реалізації економічної політики, стратегій розвитку та бізнес-моделей, визначенні мотивів та пріоритетів вибору тощо. Фінансіалізація економіки модернізує, перш за все, поведінку нефінансових економічних суб'єктів та економічну політику на всіх рівнях економічної системи. Наслідком фінансіалізації економіки є диспропорції у розвитку між реальним і фінансовим секторами економіки, випереджаючий розвиток останнього, дисбаланси, пов'язані з перетіканням капіталу із реального сектору в фінансовий (розбалансованість фінансових потоків), зокрема дисбаланси приватних заощаджень, дисбаланси, обумовлені заборгованістю приватного сектору, бюджетного дефіциту, поточних операцій та ін. Отже, фінансіалізація економіки відбувається за трьома основними напрямками: 1) зміна в структурі і

діяльності фінансових ринків; 2) зміна в поведінці нефінансових організацій; 3) зміна економічної політики.

Щодо фінансіалізації фінансів, то це поглиблення фінансіалізації фінансового сектору на основі фінансових інновацій та фінансової інженерії, та стосується це, перш за все, зміни структури та діяльності фінансового ринку. Втім вона, на відміну від фінансіалізації економіки, ніяким чином не створює умови для економічного зростання, більш того потребує збільшення прибутковості для фінансового сектору та фінансової ренти, що і посилює нестабільність, кризи, дисбаланси, зокрема дисбаланси цінові і боргові. Саме посилення фінансіалізації фінансів і обумовили значні наслідки світової фінансово-економічної кризи 2008 р., економічну рецесію та затяжне посткризове відновлення. Тому, незважаючи на ідею лібералізації та глобалізації, питання контролю та регулювання фінансових процесів є актуальним і пов'язано із організаційно-інституціональною, функціональною та нормативно-правовою трансформацією економічного та фінансового регулювання щодо забезпечення фінансової рівноваги національної економіки, орієнтованої, як на фінансову стабільність, так і на стійке зростання соціально-економічного добробуту.

Відрив фінансового сектору від реального (“decoupling hypothesis”) та його випереджаюче зростання, і, як результат, “too much finance” effect, змінюють роль ринку як основного механізму регулювання господарських відносин. Якщо традиційно ринок формувався в умовах необмеженої (великої) кількості споживачів і виробників, а механізм їх взаємодії забезпечувався саме ринком, то в подальшому відбувається концентрація виробництва та капіталу, масовий маркетинг, міжфірмова та міжгалузєва концентрація, лібералізація та глобалізація національних ринків, що призводить до домінування олігополістичної структури, де учасниками, більш того, вже не є окремі суб'єкти господарювання, а в їх якості виступають транснаціональні компанії, держави, фінансові конгломерати, міжнародні фінансові центри, а сьогодні і BigTech-компанії. Поряд із цим, зростає кількість тих, хто зацікавлений в різких коливаннях ринків, а також не лише в зростанні національної економіки, а й в її спаді, оскільки це забезпечує перерозподіл капіталу та прибутку, «нарощування» віртуального капіталу, формування фінансової ренти тощо.

Якщо закономірності ринкової економіки сформувалися в межах національного господарства під регулюючим впливом держави, яка захищає

конкуренцію, забезпечує перерозподіл доходів між соціальними групами, видами діяльності, територіями щодо економічних, фінансових, політичних, соціальних і суспільних інтересів, сприяє вирішенню макроекономічних проблем, то в умовах глобалізації здатність держави впливати на соціально-економічний розвиток знижується. В цих умовах значно послаблюється механізм середньої норми прибутку, по іншому відбувається формування і розподіл доходів і витрат, що посилює волатильність і невизначеність розвитку національної економіки, соціального прогресу, а також економічну, соціальну, професійну, регіональну, галузеву нерівність у суспільстві. Більш того, розвиток ІКТ та їх активне впровадження в господарську діяльність сформувало корпоративно-мережеву модель ринку. Якщо раніше конкурентоспроможність визначалась продуктивністю праці та ефективністю використання ресурсів, то в «нових» умовах вона більше залежить від умов ведення бізнесу, зокрема інфраструктури, дерегулювання ринків, наявності кваліфікованої робочої сили, фінансової стабільності, як того, що сприяє притоку капіталу [122].

Фінансіалізація, тим більше, неконтрольована, посилює невизначеність не лише на фінансових, а і товарних та сировинних ринків, ступінь якої залежить від правил гри, інтерпретації ризиків і можливостей, реакції на нову інформацію, дій інших учасників, які, в свою чергу, змінюються не лише під впливом економічних, а й політичних, соціально-культурних, технологічних, суспільних факторів. При цьому внутрішня природа фінансових ринків взагалі пов'язана із спекуляціями, нестабільністю, стадною поведінкою економічних суб'єктів. Більш того, все більше поведінка суб'єктів ринку характеризується як квазіраціональна, а не раціональна, фінансові організації зацікавлені в централізації ціноутворення на біржових майданчиках, зростанні спекулятивної торгівлі, а надмірні фінансові спекуляції призводять до спотворення ринкових механізмів і зростання волатильності.

Важливим етапом у розвитку фінансіалізації та невизначеності стала поява похідних цінних паперів як фінансових інструментів, що на першому етапі було пов'язано з потребою хеджування невизначеності на сировинних ринках. Утім трансформація товарно-сировинних бірж з некомерційних організацій в глобальні фінансові корпорації, основним джерелом доходу яких є фінансові спекуляції та фінансова рента, перетворила їх на інструмент фінансових спекуляцій, що ще більше підвищує волатильність та посилює

фінансіалізацію товарних і сировинних ринків. Отже, якщо традиційно ринки товарів і сировини характеризуються нееластичним попитом кінцевих споживачів, визначаються постійними змінами у контексті трендів зростання попиту на вуглеводороди, тверду сировину, електроенергію, високосортну сільськогосподарську продукцію в країнах, що розвиваються, змінами кліматичних і санітарних умов, транснаціоналізацією світового господарства, то сьогодні ці фактори вже не актуальні. Зокрема, не можна пояснити «шоками» попиту і пропозиції постійне коливання цін на біржові сировинні товари, а також загальну динаміку цін на непов'язані товари, наприклад, метал, сільгосппродукцію, електроенергію. Отже, основним драйвером цінових коливань стає кількість та активність фінансових посередників. Хоча на момент появи ідеї хеджування та похідних цінних паперів стратегічним стимулом зростання кількості та обсягу інвестицій була диверсифікація активів, а тактичним – безризикова або з мінімальним ризиком максимізація прибутку на товарних ринках. Отже, біржова торгівля деривативами стала передаточним механізмом волатильності та нестабільності фінансових ринків на товарні і сировинні. Непередбачувана прибутковість сигналізує інвесторам і кредиторам про більш високий ризик, що збільшує вартість власного і позикового капіталу, накладає обмеження на інвестиційну діяльність і в підсумку знижує вартість бізнесу. Аналіз близько 4000 компаній реального сектора у 2008 р. показав, що збільшення волатильності грошового потоку на 1% знижує вартість бізнесу на 0,15%, а зниження середньої волатильності до нижнього квартиля дозволяє її збільшити на 8%.

Ці процеси стосується практично всіх країн світу, оскільки енергетичні, сировинні, сільгосподарські й ін. товари, які є основними для забезпечення життєдіяльності та відтворення національних економік, сьогодні торгуються на світових біржових ринках. Більш того, включення національної економіки у світове господарство та імпорт цих товарів країнами, що розвиваються, зокрема й Україною, посилює тиск на обмінний курс, оскільки валютою купівлі-продажу цих товарів є долар США.

Посилює невизначеність і зростаюча роль інституційних інвесторів, що обумовлює появу нових фінансових інструментів, пошук більш високої доходності, перерозподіл і концентрацію інформації. Крім того, це призводить до десуверенізації національних економік, що знижує здатність урядів протидіяти зовнішньоекономічній та фінансовій нестабільності, забезпечувати

зростання конкурентоспроможності національної економіки на міжнародних ринках, не допускати ухилення від сплати податків щодо операцій зовнішньоекономічної діяльності, відмивання «брудних» доходів і «брудного» капіталу тощо.

Вільна торгівля відповідно мейнстріму передбачає встановлення обмінного курсу, який відповідає повній зайнятості та збалансованій торгівлі, й міжнародна торгівля відділена від міжнародного руху капіталу та інвестицій. Це забезпечує те, що країна отримує можливість експортувати товари та послуги, у виробництві яких вона має порівняльні переваги. Втім, фінансіалізація призводить до невідповідності обмінних курсів збалансованій торгівлі країни у світовому господарстві, в результаті чого посилюються дисбаланси торговельного і платіжного балансу, і країна втрачає конкурентні переваги на міжнародних ринках. У результаті уряди вимушені впливати на обмінний курс із тим, щоб стимулювати експорт. Так, глобальна фінансіалізація супроводжувалась девальвацією міжнародної валютної системи, в основі якої, зокрема, доларизація, що забезпечувало додаткові конкурентні переваги економіці США, а грошова маса інших країн в результаті доларизації економіки фактично виходила із під національного контролю під контроль ФРС. Підтримував нарощування присутності у міжнародній торгівлі за рахунок девальвації національної валюти й Китай.

Взагалі, обмінні курси, рівень зайнятості, які відповідають економічній та фінансовій стабільності, не завжди передбачають «вільну» торгівлю. Більш того, забезпечення відповідного обмінного курсу і якісної зайнятості потребують контролю над капіталом та окремих реформ, що обмежують свободу ринку та його лібералізацію. В свою чергу, стабілізаційна політика, перш за все, в країнах, що розвиваються, потребує зростання вартості національної валюти, покладаючись на приток капіталу для фінансування зовнішньої заборгованості. Втім, частіше це супроводжується відтоком капіталу, а якщо приток капіталу й відбувається, то в результаті високого рівня невизначеності. Тобто, це фактично високоліквідний, спекулятивний капітал, який робить економіку країни ще більше фінансово вразливою. Отже, лібералізація міжнародної торгівлі поряд з фінансіалізацією посилює тиск на обмінні курси та потребує збільшення витрат на забезпечення стабільності національних валют, обумовлює зростання боргової залежності країни та витрат на її обслуговування, виникнення та накопичення структурних та



фінансових дисбалансів. Крім того, фінансові спекуляції та лібералізація торгівлі не гарантують ефективний глобальний розподіл ресурсів, а отже максимізацію вигід економічних суб'єктів.

Отже, в основі фінансової економіки система, що базується на глобальному контролі над грошима та їх потоками, рухом капіталу, формуванні віртуального капіталу і глобальної фінансової ренти, де фінанси та закономірності їх функціонування відіграють визначальну роль у формуванні поведінки економічних суб'єктів, зокрема щодо вибору цілей і стратегій розвитку, цінностей та інтересів, мотивів і пріоритетів, механізмів ціноутворення та формування і розподілу доходів і прибутку, системи та механізмів управління, бізнес-процесів і бізнес-моделей, напрямів і каналів впливу та інструментарію економічної та фінансової політики всіх суб'єктів, як на національному, так і наднаціональному й глобальному рівнях.

Є. Авдокушин [123] запропонував розглядати наступні основні етапи еволюції фінансової економіки.

Перший етап (кінець 1950-1960 рр.) обумовлений лібералізацією та інтернаціоналізацією міжнародних валютно-фінансових, кредитних відносин, як наслідок, формуються ринки євродоларів та євровалют, єврооблігацій, з'являються і стрімко розвиваються міжнародні фінансові центри (МФЦ).

Другий етап (1970-1980 рр.) пов'язаний із розвитком ТНК, ТНБ, фінансових конгломератів, тотальною лібералізацією фінансових ринків, становленням і поширенням нових фінансових інструментів, активізацією міжнародної діяльності різних фондів, зокрема пенсійних, страхових, пайових й ін., виникненням міжнародного боргової кризи, сек'юритизацією. Сприяло цьому і скасування Бреттон-Вудських угод, відмова від фіксованих валютних курсів у 1970-их рр. А «Нафтова» криза у 1973 р. призвела до зниження рентабельності, що і створило умови для перенакопичення капіталу в реальному секторі економіки та його подальшій трансформації у фінансовий (ринкова вартість «відривається» від реальної вартості активів) і віртуальний (принципово невизначений капітал (Г. Мінські) – «відірваний» від реальної вартості та не має стабільного власника).

Третій етап (1990 р. – початок ХХІ ст.) – тотальна глобалізація світової економіки, перш за все, її фінансової складової на основі дерегуляції, зокрема в результаті Вашингтонського консенсусу і неоліберального повороту (1989 р.), скасування закону Гласса-Стігола (1999 р.), концентрації капіталу на основі

транснаціоналізації, розвитку фінансових конгломератів і світових фінансових центрів, роздержавлення фінансових установ та публічних фондів, а також науково-технічного прогресу, інформаційно-комунікаційних технологій (ІКТ). Фінансіалізації сприяло й поширення концепції монетаризму та її реалізації у формі «тетчеризму» та «рейганоміки», лібералізації ринків облігацій та формування довгострокових відсоткових ставок, розвиток сек'юритизації, у тому числі державного боргу в країнах Західної Європи, поширення похідних цінних паперів (деривативів).

У результаті трансформуються фінансове посередництво та формується система глобальних фінансів. Серед основних акторів глобальної фінансової системи, які мають найбільший вплив на зовнішнє інституційне середовище національної фінансової системи, є: 1) універсальні та інвестиційні банки, зокрема «занадто великі для того, щоб потерпіти крах» – супермаркети фінансових послуг (Citygroup, Deutsche Bank, HSBC, Societe Generale, Credit Agricole, J. P. Morgan, BNP); 2) інституційні інвестори (пенсійні фонди, страхові компанії, організації колективного розміщення цінних паперів); 3) інвестиційні фонди (хедж-фонди, фонди взаємного інвестування, фонди стерв'ятники), що функціонують в акціонерній формі на основі концентрації заощаджень значної кількості приватних осіб та їх перегрупуванні, а також перегрупуванні активів крупних банків та інституційних інвесторів.

Розвиток інвестиційних фондів посилює роль міноритарних акціонерів, для яких важлива максимізація дохідності в короткостроковому періоді та не цікавить стратегія розвитку бізнесу. Отже, головною ціллю компаній є вже не максимізація дохідності власного капіталу, а створення її акціонерної вартості, яка забезпечує достатньо високу рентабельність, не нижчу, ніж на інших ринках, високу мобільність капіталу. В результаті зростають фінансовий леверидж компаній, виплати дивідендів, що знижує здатність до самофінансування, зменшується інвестиційна активність, пов'язана з реальними капіталовкладеннями, що, окрім того, знижує темпи економічного зростання, а чиста емісія акцій стає негативною. Однак, поряд із цим, зростання кількості посередників призводить до того, що основний дохід від володіння цінними паперами залежить вже не від дивідендів або відсотків, а від динаміки їх ринкової ціни. В результаті фіктивний капітал трансформується у віртуальний – тепер він не має стабільного власника, а отже не є об'єктом стабільного регулювання і контролю з боку будь-якої особи. Більш того,

зростанню попиту на віртуальний капітал сприяє і хронічне перенакопичення капіталу у реальному секторі економіки.

В основі функціонування цих груп акторів фінансова домінанта у поведінці, що посилює пріоритет вартісного мислення, і дозволяє гнучко та масштабно управляти грошовими потоками, їх ефективністю. Актори активно та тісно співпрацюють між собою, що призводить до повного злиття промислового та банківського капіталу, банки контролюють інституційних інвесторів й інвестиційні фонди, як й інституційні інвестори, наприклад, страхові компанії, контролюють банківські установи. Вони також є держателями значної частки державних облігацій, зокрема західноєвропейських країн, контролюють статутний капітал значної частки компаній, що не котируються, та майже всіх компаній на організованому ринку цінних паперів. Поширюється нова форма інвестування в промисловий сектор – Фонди акцій (EF), що створюються переважно шляхом скупки підприємств, частіше тих, що не котируються на організованому ринку, за рахунок запозичених коштів під заставу їх активів. У результаті ще більше послаблюється роль держави у впливі на розвиток національної економіки, стираються бар'єри національних фінансових ринків, посилюється міжнародна конкуренція. Отже, класична формула розвитку економіки «Гроші-Товар-Гроші» замінюється «Гроші-Гроші'-Гроші"-...-Гроші"», яка ніяким чином не забезпечує розвиток реальної економіки, а віртуалізація вартості грошей і фінансових активів лише посилюється.

В результаті фінансіалізації зростає і мобільність робочої сили та знижуються темпи зростання зарплат. Поряд із цим, зростає схильність до споживання, у т. ч. в результаті економічної політики урядів, за рахунок розширення доступності кредитних ресурсів. З часом зростають виплати на обслуговування цих кредитів, і платоспроможність домогосподарств знижується, що посилює нестабільність банківських установ. Все більше послаблюється залежність зарплати від продуктивності праці, зростає соціальна, професійна, регіональна, галузева нерівність населення.

На нашу думку, доцільно додати четвертий етап еволюції фінансової економіки, починаючи зі світової фінансово-економічної кризи 2008 р. і дотепер. Глобальна нестабільність з моменту іпотечної кризи 2007 р. в США поширилась на світову економіку та світову фінансову систему й фактично обумовила «велику рецесію». Серед основних факторів кризи слід відзначити

саме неконтрольоване поширення фінансових інновацій, пов'язаних із похідними цінними паперами з метою підвищення доходності за рахунок збільшення ризиків, сек'ютеризацію, що передбачає такі трансформаційні процеси, як зростання ролі різних цінних паперів в якості форми залучення капіталу у порівнянні з банківським кредитом, «переупакування» кредитів й інших активів у ринкові цінні папери для продажу інвесторам, стирання різниці між ринком банківських кредитів і фондовим ринком.

Напередодні кризи зростання економіки США в основному відбувалося у фінансовому секторі економіки, 40% корпоративного прибутку отримував фінансовий сектор, а 40% інвестицій було направлено у ринок нерухомості – фактично у бульбашку [124]. При цьому, економічне зростання Китаю переважно в реальному секторі, серйозний контроль над іпотечним кредитуванням пояснює те, що економіка країни не зазнала значних втрат від цієї кризи. Втім кредитна підтримка з метою стимулювання внутрішнього попиту і внутрішнього виробництва в умовах спаду зовнішнього попиту на китайську продукцію для забезпечення достатніх темпів економічного зростання в посткризовий період і обумовлювала проблеми ліквідності банківського сектору Китаю в подальшому. Оскільки особливістю фінансової системи КНР є те, що кредитування стосувалося переважно суб'єктів господарювання державного сектору (з 2013 р. в середньому понад 60% нових банківських кредитів, максимальне значення в 2016 р. – 78%), і банківський сектор контролювався п'ятьма основними державними банками, це дозволяло стримувати зростання левериджу національної економіки. Втім, спроба стримати нарощування заборгованості у приватному секторі та населення призвела до розвитку неформального банківського сектору – на кінець 2016 р. максимальне значення – 87% ВВП, що зумовило посилення фінансового регулювання, в результаті на кінець 2018 р. його обсяг зменшився до 61,3 трлн юаней або 68% ВВП (на кінець 2018 р. банківські активи до ВВП – 288%) [121].

Отже, в результаті світової кризи 2008 р. можна спостерігати, з одного боку, деглобалізацію як відповідь на кризу, що стала результатом саме випереджаючого розвитку фінансового сектору, збільшення кількості та вартості спекулятивних угод, кредитної експансії, незабезпеченої платоспроможним попитом, а з іншого, створення провідними розвиненими країнами умов для відновлення національних економік та стимулювання їх зростання в посткризовий період на основі «м'якої» монетарної політики,

орієнтованої на подальшу лібералізацію економіки та бізнесу, збільшення кількості грошей та кредитну експансію. Як зауважував Дж. Стіглітц [124], «економіку лікували тими ж засобами, які призвели до кризи, – збільшенням пропозиції грошей і кредитування, і проблемою посткризової економічної політики стало те, що залишилися економічні моделі, що довели свою непридатність. При цьому в США є кошти, але їх витрачають неправильно».

Таким чином, серед головних факторів подальшої фінансіалізації на цьому етапі слід відзначити зростаючу боргову залежність країн, боротьбу за лідерство валют на світовому ринку, «нову» монетарну парадигму і посткризове відновлення національних економік на основі нетрадиційних методів монетарної політики, фінансові інновації та фінансовий інжиніринг, технологічні зміни та Industry 4.0 тощо. Більш того, поява FinTech (квантові обчислення, блокчейн і криптовалюти, штучний інтелект, доповнена реальність, машинне навчання, робота з даними) створюють передумови для нового етапу, зокрема на основі розвитку цифрових платежів і переказів, альтернативного кредитування (P2P), альтернативного фінансування, цифрових банківських послуг, страхування із застосуванням інформаційних технологій, забезпечення цифрового захисту від кібершахрайства. Вже сьогодні можна спостерігати обіг криптовалют і цифрових валют, розвиток цифрових і поведінкових банків. Більш того, поява цифрових валют створює передумови для завершення ери моновалютної світової системи, наприклад, цифровий юань може стати серйозним конкурентом долару США і євро вже найближчим часом. У подальшому можна очікувати, що саме зростання ролі FinTech у результаті їх перетворення з елементу фінансової екосистеми в базову технологію фінансового розвитку сформує п'ятий етап еволюції фінансової економіки. Сприятимуть цьому в середньостроковому періоді і наслідки пандемії COVID-19.

Цікаво, що саме симбіоз фінансів і FinTech обумовило виокремлення фінансової економіки 2.0 [125] в умовах Industry 4.0. Як стверджує К. Перес, «фінансовий капітал стимулює кожен технологічну революцію хоча і в непрямій, але важливій формі, яка проявляється в тому, що він стає одним із найбільш сміливих клієнтів для її продукції та послуг» [126, с. 131]. При цьому «колаборація технологічної революції та фінансового капіталу супроводжується формуванням нової економіки, яка характеризується розквітом обох сил» [126, с. 17].

Якщо в основі фінансової економіки 1.0 фінансіалізація на основі лібералізації та дерегулювання фінансових потоків, концентрації фінансового капіталу, появи нових фінансових продуктів і послуг, що було пов'язано, перш за все, із розвитком міжнародних фінансів, то фінансова економіка 2.0 базується на інформаційно-комунікаційних технологіях і цифровізації, що сприяє тотальній фінансіалізації економіки та суспільного життя, залученню у цифровий фінансовий сектор широких верств населення, безпосередніх індивідуальних споживачів і власників фінансових ресурсів. Поряд із інноваціями, ініційованими пропозицією, генерованими для уникнення державного регулювання, орієнтованими на розвиток біржового ринку та ринку цінних паперів, що були домінуючими у фінансовій економіці 1.0, у фінансовій економіці 2.0 все більшого значення набувають фінансові інновації, обумовлені зміною пропозиції та зміною попиту і, особливо, концентрацією на споживчому сегменті [127].

В результаті вже сьогодні можна констатувати модернізацію ролі фінансових інститутів, трансформацію структури фінансової системи та її інституційної складової, модифікацію її функцій, механізмів функціонування та регулювання, оскільки серед провайдерів фінансових послуг вже сьогодні можна бачити все більше нефінансових установ, зокрема FinTech- та BigTech-компаній (Amazon, Facebook, Google, Apple, Alibaba, Tencent), а попит на фінансові послуги і продукти при цьому від стандартизованого трансформується до сильно диференційованого (персоніфікованого), що розширює сферу діяльності фінансової економіки та залучає до неї все більше учасників. Отже, якщо до цього протягом тривалого часу розвивалося непряме фінансування як основа розширення фінансової сфери економіки, то сьогодні все частіше використовується модель прямого фінансування, що обумовлює появу нових бізнес-процесів і бізнес-моделей у фінансовій діяльності.

Ще однією особливістю фінансової економіки 2.0 є залучення до фінансової інженерії штучного інтелекту, що обумовлює стрімке зростання нових фінансових продуктів та послуг, більш того, орієнтованого на індивідуального споживача. В результаті зростає невизначеність та неконтрольованість фінансових процесів. І в цих умовах прискорення темпів технологічних змін може бути як найбільш творчою силою, так і найбільш руйнівною. Отже, формування нових фінансових відносин супроводжується посиленням нових ризиків, зокрема щодо захисту інформації та кібербезпеки,

невизначеності щодо стабільності фінансових потоків, недостатнього контролю за неформальним рухом фінансових ресурсів, недостатнього рівня обізнаності та грамотності й ін.

Отже, в результаті розвитку фінансіалізації економічного розвитку модернізуються базові елементи економічної системи, що обумовлює формування фінансової економіки як системи теоретико-прикладних знань, в основі якої глобальний контроль над грошима та їх потоками, рухом капіталу, цілісний контроль фінансів над соціально-економічними процесами та їх визначальна роль у формуванні поведінки економічних суб'єктів, як на національному, так і наднаціональному та глобальному рівнях. Серед основних факторів розвитку фінансової економіки на початку XXI ст. слід відзначити неолібералізм, глобалізацію, цифрову трансформацію, а також фінансові інновації та фінансовий інжиніринг. На сучасному етапі її розвиток визначається поширенням інформаційно-комунікаційних технологій та FinTech у результаті НТП і Industry 4.0.

Більш того, проявляється й інша сторона – небажання або недостатня політична воля протистояти фінансовим спекуляціям, надмірно ліквідним фінансовим потокам, що обумовлює зростання боргової залежності, неправильну оцінку активів, економічну та фінансову нестабільність, що можна пояснити наступним: ресурсна залежність моделей розвитку країн, що розвиваються, змушує їх залежати від економічних теорій і моделей, що підтримують фінансіалізацію, неолібералізм і глобалізацію; влада фінансової еліти отримує велику вигоду від такої політики, незважаючи на витрати для багатьох інших; небажання самих економістів чесно поглянути на глибокі проблеми, пов'язані з цими теоріями і політиками.

Щодо обмеження соціального прогресу, то слід відзначити наступне. Зростання вимоги фінансових ринків до збільшення доходів і більш швидкого зростання цін на фінансові активи напередодні світової фінансово-економічної кризи 2008 р. відбувається одночасно з уповільненням економічного зростання і посиленням конкуренції на товарному ринку, що ускладнювало нарощування прибутку («неоліберальний» парадокс). В результаті нефінансові компанії вимушені урізати заробітну плату і пільги працівникам, вдаватися до шахрайства та обману з метою збільшення видимого прибутку, перейти на фінансові операції для збільшення прибутку. І всі ці дії фактично призвели до

погіршення фінансового стану пересічних індивідів та обмежили зростання соціального добробуту.

Отже, внутрішні механізми фінансової економіки засновані на повній лібералізації та глобалізації, посилює фінансова домінанта, що ще більше «відриває» віртуальний капітал від реального, знижується стабільність його регулювання і контролю в результаті віртуалізації власності. Фактично розвиваються дві паралельні економіки: реальна економіка (виробництво, споживання, доходи, заощадження, ресурси, зростає продуктивність праці, зарплата і прибуток як найбільш продуктивний дохід – баланс доходів і витрат) та фінансова економіка (сектор фінансів, страхування, нерухомість, де дохід формується на основі відсотків та фінансової ренти – баланс активів і боргів), які, у т. ч., розділяються протягом тривалого часу в більшості економічних моделях в результаті їх спрощення. Утім вони повинні функціонувати на основі взаємозв'язку і взаємообумовленості, оскільки у них спільна головна ціль – інклюзивне економічне зростання. Більш того, досягнення головної цілі передбачає функціональну диференціацію кредитів (наприклад, гроші у промисловому обороті і гроші у фінансовому обороті (Дж. М. Кейнс) і баланс кредитів і боргів між реальним і фінансовим сектором, між приватним і державним сектором, між підприємствами і домогосподарствами, на чому зауважували такі відомі економісти, як Ж.-Л. Аркан, Е. Беркес та У. Паніцца, Р. Вернер, Дж. М. Кейнс, К. Маркс, Г. Мінські, Дж. Тобін, У. Істерлі, Р. Іслам та Дж. Стігліц, С. Г. Чеккетті, М. С. Моханті та Ф. Замполлі й ін., оскільки кредит/борг може стати тягарем, а не послугою суспільству, а фінансова допомога може призвести фінансовий сектор до розміру, який перевищує соціальний оптимум. Більш того, ефект “too much finance” демонструє, що зростання кредитів приватному сектору може негативно впливати на зростання обсягу виробництва (в середньому 100% ВВП).

Відповідно, важливими стратегічними напрямками розвитку фінансової системи повинно бути розвиток кешлес-економіки, високий рівень фінансової та цифрової грамотності ключових гравців і споживачів, FinTech-системи на принципах стабільності, ефективності, проінноваційності, безпеки та захисту, прозорості, відповідальності та цілісності. Єдиний спосіб обмежити спекулятивні операції – це здоровий глузд, а, отже, доцільно поширювати у суспільстві відповідні інституції та механізми їх реалізації, зокрема розвивати інклюзивну економіку, соціально-відповідальне фінансування та інвестування,



Impact-інвестування, повернути домінуючу функцію кредитування щодо фінансування реального сектору економіки тощо. Для економік з ринками, що формуються, важливим аспектом також є зниження доларизації національної економіки, що дозволить зменшити ризики імпорту зовнішньої нестабільності, підвищити здатність національної економічної політики протидіяти потрясінням і кризам, впливати на дисбаланси та нестабільність, стимулювати зростання соціально-економічного добробуту.

У контексті дослідження впливу фінансіалізації на розвиток національної економіки через експансію іноземного банківського капіталу, яка стала основним її каналом в країнах ЦСЄ та пострадянського простору, пропонуємо економетричну модель оцінки залежності між валовими внутрішніми інвестиціями та темпами приросту/ зменшення кредитування домогосподарств, суб'єктів господарювання нефінансового сектору та обсягу іноземного банківського капіталу:

$$\ln GrossCF_t = \alpha + \beta_1 GrowthPrivC_t + \beta_2 GrowthPubC_t + \beta_3 ForeignCap \varepsilon_t \quad (2.9)$$

де  $\ln GrossCF$  – натуральний логарифм валових внутрішніх інвестицій, од.;  $GrowthPrivC$  – темп приросту/ зменшення обсягу кредитів, наданих домогосподарствам, од.;  $GrowthPubC$  – темп приросту/ зменшення обсягу кредитів, наданих юридичним особам, од.;  $ForeignCap$  – питома вага іноземного капіталу у загальному обсягу капіталу банківської системи України, %;  $\alpha$  – вільний член, який відображає вплив пропущених змінних або змінних, які не включенні в спостереження;  $\beta_1, \beta_2, \beta_3$  – невідомі коефіцієнти моделі;  $t$  – часова змінна;  $\varepsilon_t$  – стандартна помилка. Логарифмізація залежної змінної здійснюється з метою підвищення нормальності розподілення залишків та мінімізації стандартних помилок моделі з даними, що вимірюються в різних одиницях. Перевірка якості побудованих моделей та вибір оптимальних моделей на основі оцінки їх значимості. При цьому враховуємо наступне: Якість моделей визначається умовами:  $R^2 > 0,5$ ;  $t_{набл} > t_{критич}$ ; критерій Дарбіна-Уотсона (DW) наближається до 2,0; сума квадратів залишків наближається до мінімуму

## Список використаної літератури до розділу 2

1. Іншаков О. В., Фролов Д. П. Інституція – ключ до розуміння економічних інститутів. *Економічна теорія*. 2011. № 1. С. 52-62.
2. Commons J. R. *The Economics of Collective Action*. New York: Macmillan, 1950. XII+414 p.
3. Knight J. *Institutions and Social Conflict*. Cambridge, NY Cambridge University Press. 1992. 234 p.
4. Baier S., Dwyer G., Tamura R. Does opening s Stock Exchange Increase Economic Growth? *Journal of International Money and Finance*. 2004. Vol. 23, № 3. P. 311-331.
5. Levine R. *Finance and growth: theory and evidence* National bureau of economic research. 2004. P. 74-89.
6. King R., Levine R. *Finance. Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence*. *Journal of Monetary Economics*. 1993. Vol. 32. №. 3. P. 513-542.
7. Amable B., J-B. Chatelain. Can Financial Infrastructures Foster Economic Development? *Journal of Development Economics*. 2001. Vol. 64. №. 2. P. 481-498.
8. Levine Ross, Norman Loayza, Thorsten Beck. Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*. 2000. 46 (August). P. 31-77.
9. Bekaert G., Harvey C., Lundblad Ch. Does Financial Liberalization Spur Growth? *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 77. Pp. 3-55.
10. Goldsmith R. W. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press, 1969; McKinnon. 561 p.
11. Ronald I. McKinnon *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution, 1973. 184 p.
12. Miller M. H. *Financial Markets and Economic Growth*. *Journal of Applied Corporate Finance*. 1998. No 11. P. 8-14.
13. Eschenbach F. *Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature*. Tinbergen Institute. URL : <https://papers.tinbergen.nl/04039.pdf>
14. Caselli Francesco. *Accounting for Cross-Country Income Differences*. *The Handbook of Economic Growth*, North Holland, Amsterdam, 2005. URL : <https://www.bis.org/publ/othp16.pdf>

15. Lucas R.E. On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. 1988. No 22. P. 3-42.
16. Аджемоглу Д., Джонсон С., Робінсон Дж. Чому нації занепадають. Походження влади, багатства та бідності. К. : Наш формат, 2017. 440 с.
17. Galor O., Zeira J. Income Distribution and Macroeconomics. *Review of Economic Studies*. 1993. Vol. 60. P. 35-52.
18. Шумпетер Й. Теория экономического развития. М.: Прогресс, 1982. 455 с.
19. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Гелиос АРВ, 2002. 352 с.
20. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and an Alternative to «Standard» Theory / Wood J.C. (ed.) John Maynard Keynes. *Critical Assessments*. London: Macmillan. 1983. 10 p.
21. King R., Levine R. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*. 1993. № 108. P. 717-737.
22. Rajan R., Zingales L. Financial dependence and growth. *American Economic Review*. 1998. 88(3). P. 559-586.
23. Calderon C., Lin Liu, The Direction of Causality between Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Economics*. 2003. Vol. 72, issue 1. P. 321-324.
24. Berthelemy J., Varoudakis A. Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development. *Oxford Economic Papers*. 1996. Vol. 48, issue 2. P. 300-328.
25. Aghion P., Peter Howitt, and David Mayer-Foulkes. The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence. *Quarterly Journal of Economics*. 2005.120 (1). P. 173-222.
26. Ломачинська І. А. Фінансова криза в Україні у контексті теорії Агійона-Бачеті-Бенерджі. Стратегія розвитку постсоціалістичних країн в умовах європейської економічної інтеграції : матер. міжн. наук.-практ. конф. 23-24 квітня 2010 р., м. Одеса. Одеса : Одеський нац. ун-т, 2010. Ч. 1. С. 54-56.
27. Ciccone A., Papaioannou F. Human Capital, the Structure of Production and Growth. Centre for Economic Policy Research (London, UK) Discussion Paper, 2005. 42 p.
28. Zingales L. Presidential address: Does Finance benefit society? *Journal of Finance*. 2015. 70(4). P. 1327-1363.

29. Mian A. & SuÖ, A House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How we Can Prevent It from Happening Again. University of Chicago Press, 2014. 192 p.
30. Cecchetti S., Kharroubi E. Reassessing the impact of finance on growth. BIS Working Papers 381. 2012. URL : <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>
31. Reinhart Carmen M., Kenneth S. Rogoff. The Forgotten History of Domestic Debt. *National Bureau of Economic Research Working Paper* 13946, 2008. 52 p.
32. Сарват Джахан, Брэд Макдоналд Еще больший кусок растущего пирога. *Финансы и развитие*. Вересень 2011. С. 16-19.
33. Honohan P. Financial development, growth and poverty: how close are the links? World Bank Policy Research Working Paper 3203, February 2004. 31 p.
34. Claessens S., Perotti E. Finance and Inequality: Channels and Evidence. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 35, No. 4. P. 748-773.
35. Bekaert G., Harvey C., Lundblad Ch. Does Financial Liberalization Spur Growth? *Journal of Financial Economics*. 2005. Vol. 77. Pp. 3-55.
36. Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R. Finance, Inequality and the Poor. *Journal of Economic Growth*. 2007. Vol. 12 (1). P. 27-49.
37. Kraay A. When Is Growth Pro-Poor? Evidence from a Panel of Countries. *Journal of Development Economics*. 80 (1). P. 198-227.
38. Dollar D., Kraay A. Growth Is Good for the Poor. *Journal of Economic Growth*. 2002. Vol. 7, No. 3. P. 195-225.
39. Binswanger Hans, S. Khandker, M. Rosenzweig How infrastructure and financial institutions affect ag.output & investment in India. *Journal of Development Economics*. 1993. Vol. 41. P. 337-366.
40. Robert M. Townsend & Kenichi Ueda Financial Deepening, Inequality, and Growth: A Model-Based Quantitative Evaluation-super-1. *Review of Economic Studies*. 2006. Vol. 73(1). P. 251-293.
41. Andrew G. Berg and Jonathan D. Ostr Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin. *IMF staff discussion note*. April 8, 2011. 20 p.
42. Dehejia R., Gatti R. Child Labor: The Role of Income Variability and Credit Constraints Across Countries. World Bank Policy Research Working Paper 3075, June 2003. 30 p.

43. Nobuhiko Fuwa Comments On: Beck, Demirgüç-Kunt & Levine Finance, Inequality And The Poor. Policy Options And Challenges For Developing Asia – Perspectives From The Imf And Asia TOKYO. 19-20 april, 2007. 20 p.
44. Greenwood J., Jovanovic, B. Financial Development, Growth, and the Distribution of Income. *Journal of Political Economy*. 1990. № 98. P. 1076-1107.
45. Kuznets S. Economic Growth and Income Inequality. *American Economic Review*. 1955. Vol. XLV. No 1. 30 p.
46. Hongyi Li, Lyn Squire, Heng-fu Zou Explaining International and Intertemporal Variations in Income Inequality. *The Economic Journal*. January 1998. Vol. 108, Issue 446. P. 26-43.
47. Global Wealth Databook 2015. Credit Suisse Credit Suisse Research Institute. URL : <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/global-wealth-report.html>
48. Корнєєв М. В. Методологічні засади оцінювання та регулювання дисбалансів руху фінансових ресурсів в економіці України : дисертація ... д-ра екон. наук, спец.: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. Суми, 2015. 516 с.
49. Kus B. Financialization and Income Inequality in OECD Nations: 1995–2007. *The Economic and Social Review*. 2012. 43(4). P. 477-495.
50. Assa J. Financialization and its consequences: the OECD Experience. *Finance Research*. 2012. 1(1). P. 35-39.
51. Ломачинская И. А. Взаимосвязь финансового развития национальных экономик и бедности населения. *Science – od teorii do praktyki : zbiór raportów naukowych*. 29-31 бер. 2013 р. Sopot: Wydawca: Sp. z o.o. «Diamond trading tour», 2013. № 6. С. 69-72.
52. Barro R., Sala-i-Martin X. *Economic Growth*, second ed. MIT Press, Cambridge, 2004. 539 p.
53. Столбов М. И. Влияние финансового рынка на экономический рост и деловые циклы. *Экономика XXI века*. 2008. № 8. С. 55-69.
54. Levine R. Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is better? *NBER Working Paper* № 9138, September 2002. P. 7.
55. Reports. World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports>
56. Ease of Doing Business rankings. The World Bank. URL:

57. Legatum Prosperity Index. The Legatum Institute Foundation. URL: <https://li.com/reports/2020-prosperity-index/>
58. Human Development Report 2020. The next frontier Human development and the Anthropocene. United Nations Development Programme. <http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr2020.pdf>
59. Property Rights Alliance. International Property Rights Index. <https://www.propertyrightsalliance.org/>
60. IMF. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>
61. Ломачинська І. А. Цінності та інвестиції впливу. Матеріали Міжнародного Форуму *EFBM «Економіка. Фінанси. Бізнес. Управління. Глобальні економічні виклики та можливості у цифрову епоху»*. 21-24 травня 2019 року. КНУ імені Тараса Шевченка. Том 1. С. 48.
62. Брус С. І., Бублик Є. О., Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси і трансформація ринку фінансових послуг. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2012. С. 30-36.
63. Pompian M. M. Behavioral finance and wealth management: how to build optimal portfolios that account for investor biases. John Wiley and Sons, 2006. 352 p.
64. Талер Р., Санстейн, К. Поштовх. Як допомогти людям зробити правильний вибір. К.: Наш формат, 2017. 312 с.
65. The Global Financial Development Report 2019/2020. The World Bank <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr>
66. Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма : фирмы, рынки, «отношенческая» контрактация.. СПб. : Лениздат, 1996. 704 с
67. Alchian A., Demsetz H. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*. 1972. No62 (December). P. 777-795.
68. Lucas R.E. On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*. 1988. No 22. P. 3-42.
69. Tadesse S. Financial and Economy Performance: International Evidence. *William Davidson Working Paper*. 2001. № 449. 39 p.
70. De Soto, H. The other path: the invisible revolution in the Third World. Perennial Library, 1990. 271 p.

71. Вольчик В. В., Бережной И. В. Группы интересов и качество экономических институтов. *Экон. вестн. Ростов. гос. ун-та*. 2007. Т. 5, № 2. С. 57-66.
72. Балацкий Е. Нечеткие институты, культура населения и институциональная энтропия. *Общество и экономика*. 2007. № 5. С. 36-53.
73. Попов Е. В., Власов М. В., Веретенникова А. Ю. Об экономическом институте. *Вестн. УрФУ. Сер. «Экономика и управление»*. 2011. № 6. С. 4-21.
74. Alonso J.A., Garcimartín C. The Determinants of Institutional Quality. More on the Debate. 2009. URL: <http://www.nottingham.ac.uk/credit/documents/papers/09-04.pdf>
75. LiPuma J.A., Newbert S.L., Doh J.P. The effect of institutional quality on firm export performance in emerging economies: a contingency model of firm age and size. *Small Business Economics*. May 2013. Vol. 40, Issue 4. P. 817-841.
76. Voigt S. How (Not) to Measure Institutions. *Journal of Institutional Economics*. 2013. Vol. 9. No 1. P. 1-26.
77. Feld L., Voigt S. Economic Growth and Judicial Independence: Cross Country Evidence Using a New Set of Indicators. *European Journal of Political Economy*. 2003. № 19 (3). P. 497-527.
78. Armour J., Deakin S., Lele P., Siems M. How Do Legal Rules Evolve: Evidence from a Cross-Country Comparison of Shareholder, Creditor and Worker Protection. *American Journal of Comparative Law*. 2009. 57 (3). P. 579-629
79. La Porta R., Lopez de Silanes, F. Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // *Journal of Political Economy*. 1998. № 106 (6). P. 1113–1155
80. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. The Economic Consequences of Legal Origins. *Journal of Economic Literature*. 2008. 46 (2). P. 285-332.
81. Buchanan J., D.H. Chai, S. Deakin Empirical analysis of legal institutions and institutional change: multiple methods approaches and their application to corporate governance research. *Journal of Institutional Economics*. 2014. Vol. 10, Issue 01. March. P. 1-20
82. Cooter R., Ginsberg T. Leximetrics: Why the Same Laws are Longer in Some Countries than Others. Working Paper No. LE03-012, College of Law, University of Illinois, 2003. 25 p.

83. Armour J., Deakin S., Sarkar P., Siems M., Singh, A. Shareholder Protection and Stock Market Development: An Empirical Test of the Legal Origins Hypothesis. *Journal of Empirical Legal Studies*. 2009. 6 (2). P. 343-381.
84. Lele P., Siems M. Shareholder Protection: A Leximetric Approach. *Journal of Corporate Law Studies*. 2007. 7 (1). P. 17–50.
85. Остапенко. Оценка влияния институциональной среды на развитие малого предпринимательства. *Механізм регулювання економіки*. 2013. № 3. С. 156-163.
86. Amorós José. Entrepreneurship and Quality of Institutions. A Developing-Country Approach. World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER), Research Paper, 2009. 23 p.
87. Gwartney R., Lawson R. Institutions and the Impact of Investment on Growth. *Kyklos*. 2006. Vol. 59, №. 2. P. 255-273.
88. Ahlering B., Deakin S. Labor Regulation, Corporate Governance, and Legal Origin: A Case of Institutional Complementarity? *Law & Society Review*. 2007. 41 (4). P. 865-908.
89. Deakin S. Enterprise-Risk: The Juridical Nature of the Firm Revisited. *Industrial Law Journal*. 2003. 32 (42). P. 97-113.
90. Poteete A., Janssen M., Ostrom E. Working Together: Collective Action, the Commons, and Multiple Methods in Practice, Princeton, NJ: Princeton University Press. *International Journal of the Commons*. 2010. 5(1). P. 152-155.
91. Sarkar P., Singh A. Law, Finance and Development: Further Analyses of Longitudinal Data. MPRA Paper 39060, University Library of Munich, German. 2009.
92. Anginer, D., Cerutti, E., Peria, M. Foreign bank subsidiaries' default risk during the global crisis: What factors help insulate affiliates from their parents? *Journal of Financial Intermediation*. 2017. 29. P. 19-31
93. Dungey M., Gajurel D. Contagion and banking crisis – International evidence for 2007-2009. *Journal of Banking & Finance*. 2015. 60. P. 271-283.
94. Verriest Arnt Measurement of African Governance: The Use of Composite Indicators. 2009. DOI:10.2139/ssrn.1398830
95. Baginski, S. P., Hassell, J. M., & Kimbrough, M. D. (2002). The effect of legal environment on voluntary disclosure: Evidence from management earnings forecasts issued in US and Canadian markets. *The Accounting Review*, 77(1), 25–50.



96. Djankov S., McLiesh C., Shleifer A. Private credit in 129 countries. *Journal of Financial Economics*. 2007. 84(2). Pp. 299-329.
97. Levine R. Finance and growth: theory and evidence *National bureau of economic research*. 2004. P. 74-89.
98. Acemoglu Daron, S. Johnson, and J. Robinson. Institutions as the Fundamental Cause of Long-run Growth. CEPR Discussion Paper No. 4458. 2004. URL: <https://econpapers.repec.org/paper/cprceprdp/4458.htm>
99. Rajan R., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics*. 2003. № 69. P. 5-50.
100. Roe M., Siegel J. Political Instability's Impact on Financial Development. Mimeo Harvard University, 2008. URL : <https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/12019047/SSRN-id963214.pdf?jsessionid=E43CA21360F6FF22FF3875E92306B033?sequence=1>
101. Demetriades P., Fielding D. Information, Institutions and Banking Sector Development in West Africa. University of Leicester, Working Paper No. 09/04. 2019. URL : <https://ideas.repec.org/p/lec/leecon/09-4.htm> Discovery Bank. URL : <https://www.discover.com/online-banking/>
102. Hurwicz L. Toward a Framework for Analyzing Institutions and Institutional Change. Markets and Democracy S. Bowles, H. Gintis, B. Gustafsson (eds.). Cambridge: Cambridge University Press? 1993. 51 p.
103. Allen F., Gale, D. Financial markets, intermediaries, and intertemporal smoothing. *Journal of Political Economy*. 1997. Vol. 105. Pp. 523-546.
104. Song F., Thakor A.V. Financial system architecture and the co-evolution of bank and capital markets. *Economic Journal*, forthcoming, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2009.02345.x>
105. Boot A.W.A., Thakor, A. Can relationship banking survive competition? *Journal of Finance*. 2000. Vol. 55. Pp. 679-713.
106. Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. Optimal Financial Structures and Development: *The evolving importance of banks and markets*. June 3, 2011. 37 p.
107. Формування фінансової поведінки домогосподарств в Україні: монографія / В. М. Мельник, І. Д. Якушик, І. А. Ломачинська, О. О. Драган. К. : Видавничий дім «Гельветика», 2014. 212 с.
108. Зомбарт, В. Буржуа: Пер. с нем./ Ин-т социологии. М. : Наука. 433 с.

109. Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма. Избранные произведения: Пер. с нем./Сост., общ. ред. и послесл. Ю. Н. Давыдова; Предисл. П. П. Гайденко. М.: Прогресс, 1990. 808 с.
110. Подгорный Б. Б., Кравчук П. Ф. Влияние культурных и религиозных традиций на формирование сообщества частных инвесторов фондового рынка. *Вестник Волгоградского государственного университета. Серия 7. Философия. Социология и социальные технологии*. 2009. № (9). С. 139-144.
111. Маркс, К. Капитал. Том 3, Ч. 2. М.: Политиздат, 1989. 746 с.
112. Lung Y., Amable B. The European Socio-Economic Models of a Knowledge-Based Society: Synthesis and Policy Implication. Variety of Capitalism and Diversity of Productive Models: Main Conclusions of the Gerpisa Research Programme. 2008. Vol. 41. P. 25-95.
113. Fohlin C. M. Economic, political, and legal factors in financial system development: International patterns in historical perspective. *Social Science Working Paper*. 2000. № 1089. 47 p.
114. Kwok Ch. CY., Tadesse S. National culture and financial system. *Journal of International Business Studies*. 2006. № 37. P. 227-247.
115. Epstein G. Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy: manuscript. Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, 2001.
116. Power D., G. Epstein, M. Abrena. Trends in the Rentier Income Share in OECD Countries, 1960-2000, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA. April 2003. 77 p.
117. Krippner G. R. The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*. 2005. Vol. 3, no. 2. P. 173-208.
118. Ломачинська І. А. Вплив конвергенції фінансового та реального секторів на розвиток національної економіки України. Вісник Одеського національного університету. Економіка. 2012. Том 17, вип. 2. С. 139-146.
119. Лукьянов В. Финансиализация как проявление глобализационной трансформации. *Актуальные проблемы экономики*. 2013. №. С. 15-23.
120. Meitzer A. What's Wrong with the IMF? American Enterprise Institute. Speeches. Oct. 1998. URL : <https://www.aei.org/research-products/speech/whats-wrong-with-the-imf-what-would-be-better/>
121. World Bank Open Data. The World Bank. URL: <https://data.worldbank.org/>

122. Sassen S. Global Financial Centers. *Foreign Affairs*. 1999. Jan.-Feb. URL: <https://www.jstor.org/stable/20020240?origin=crossref&seq=1>
123. Авдокушин Е. Финансовая экономика в системе новой мировой экономики. *Вопросы новой экономики*. 2007. №3. С. 17-25.
124. Стиглиц Дж. Е. Крутое пике : Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса. М. : Эксмо, 2011. 512 с
125. Авдокушин Е. Становление модели финансовой экономики 2.0 в новой экономике. *Вопросы новой экономики*. 2020. №1(53). С. 29-35.
126. Перес К. Технологические революции и финансовый капитал. Динамика пузырей и периодов процветания / пер. с англ. Ф. В. Маевского. М. : Дело, 2011. 231 с.
127. Lomachynska I. Modernization of structure of financial systems with the development of FinTech. *Scientific approaches to modernization of economic system: development trends*: collective monograph. Lviv-Toruń: LihaPres, 2020. P. 363-382.

## РОЗДІЛ 3

### АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ ТА ЇЇ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА

#### 3.1. Еволюція фінансової системи України та її організаційно-інституційна трансформація

На сьогодні економіка та фінансова система України пройшли ряд етапів, кожен з яких характеризується рівнем розвитку фінансової системи, особливостями її впливу на національну економіку, взаємодії реального та фінансового секторів, взаємозв'язку з бізнес-циклами, соціальним прогресом тощо. Цей процес переважно відбувається на основі поширення і розвитку класичних фінансових інструментів. Утім з часом, унаслідок надмірного їх використання, економічна та фінансова нестабільність, лібералізація та експансія іноземного капіталу активізує спекулятивні процеси.

Становлення сучасної господарської системи України почалося з набуття незалежності у 1991 р., що й стало початком формування національного господарства і національної фінансової системи на основі ринкових принципів. Отже, представимо ретроспективний аналіз еволюції національної фінансової системи України та її впливу на розвиток національної економіки за наступними етапами:

*Перший етап* – етап становлення фінансової системи відбувався в процесі формування ринкової економіки і законодавчої бази в Україні (1991-1994 рр.). Реальна економіка в цей період характеризується нестабільністю, стрімким падінням, зокрема спостерігався дисбаланс між ключовими макроекономічними показниками (див. табл. 3.1). За розрахунками [1] Україна є єдиною країною серед подібних за показником рівня доходів на одну особу (душу населення), де середні темпи приросту реального ВВП є від'ємними з 1991 р. по теперішній час. Після падіння економіки в 1990-х рр. країна до цих пір не відновила рівень 1991 р., оскільки економіка зростала найменшу кількість років поспіль, а в роки, коли спостерігався спад, він був також одним з найглибших. Тобто періоди зростання були короткотривалими, а спади і кризи, навпаки, довготривалими.

Таблиця 3.1

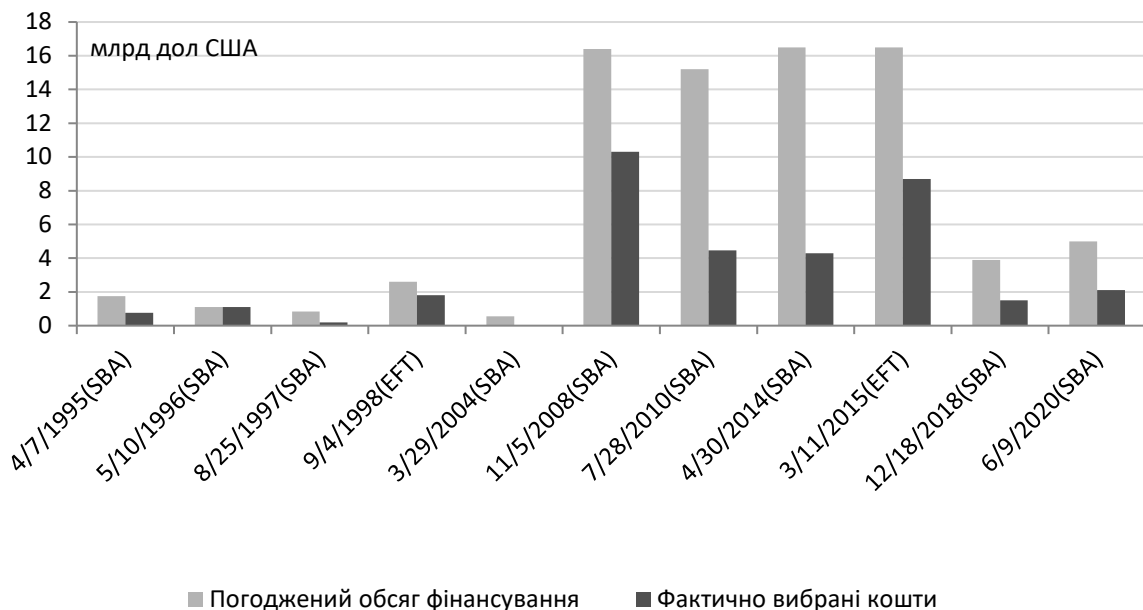
## Окремі макроекономічні показники України в 1991-1999 рр.

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Реальний ВВП, у % до попереднього року	91,3	90,1	85,8	77,1	87,8	90,0	97,0	98,1	99,7
Індекс споживчих цін, у %	390	2100	10256	501	281,7	139,7	110,1	120,0	119,2
Рівень безробіття, у % до працездатного населення	-	0,3	0,3	0,3	0,5	1,3	2,3	3,7	4,3
Реальні грошові доходи населення, у % до попереднього року		71,6	56,3	86,0	101,8	82,9	106,3	98,4	92,0
Інвестиції в основний капітал, у % до попереднього року	92,9	63,1	89,6	77,5	71,5	78,0	91,2	106,1	100,4
Темпи зростання дебіторської заборгованості, у % до попереднього року	-	-	в 55,9 р.б.	в 4,9 р.б	в 4,5 р.б	в 2,2 р.б	154,3	139,0	158,7
Темпи зростання кредиторської заборгованості, у % до попереднього року	-	-	в 66,4 р.б.	в 5,4 р.б	в 4,5 р.б	в 2,4 р.б	140,1	134,2	142,7
Рахунок поточних операцій, млн дол. США	-	-	-	-1163	-1152	-1185	-1335	-1296	834
Чистий експорт товарів і послуг, млн дол. США	-	-	-	-1366	-1190	-1122	-1536	-1207	997
Роздержавлено об'єктів, одиниць	-	-	911	1750	3091	2995	1167	831	288

Джерело : розраховано за даними [2]

Унаслідок відбувалося накопичення структурних диспропорцій, які стали системними, що не дозволило відновити до 2019 р. рівень 1991 р. За цей період Україна втратила 13% ВВП (єдина серед подібних країн має негативне значення). Найбільший рівень зростання ВВП в Україні був +12% річних, а падіння – 23%. За цей же період Польща більше, ніж утричі наростила свій ВВП на основі середньорічного зростання +4,1%. За розрахунками В. Власюка ВВП у 2018 р. становив 67,2% від ВВП 1991 р. За цей же час економіки Польщі, Білорусі та Туреччини вирости відповідно на 265%, 191% і 330% [1].

У цілому в період 1990-1994 рр. обсяг ВВП скоротився майже на 58%, рівень інфляції у 1992 р. становив 2100%, у 1993 р. – 10256% (найвищий показник у світі) (див. табл. 3.1.). У наступному 1994 р. інфляція знизилась до 501%. Відбулось знецінення грошових вкладень населення в Ощадбанку – у 610 разів, зниження реальних доходів населення – у 4,6 рази. Понад 35% інвестицій в Україні на цьому етапі спрямовувалися в промисловість [4]. Складна економічна ситуація на етапі зародження суттєво обмежувала ефективну взаємодію фінансового та реального секторів, визначивши лише єдиний інструмент такої взаємодії – участь у капіталі банків. Отже, характерною ознакою етапу реформування була нестабільність економіки, зростання безробіття, зниження реальних доходів населення, зростання державного боргу.



*Рис. 3.1. Погодженні обсяги фінансування МВФ та фактично вибрані кредити на 15.07.2020 р.*

*Джерело : розраховано і складено за даними [3]*

Оскільки це був період падіння національної економіки, хаотичної розбудови ринкових механізмів на основі командно-адміністративних, непослідовного і неефективного роздержавлення і приватизації, держава розпочала антикризову політику (табл. Б.1). Втім значна частка передбачених заходів програмою не була реалізована.

Дії держави в межах економічної політики були направлені на скорочення витрат бюджету, зокрема, в результаті впровадження пільгового оподаткування, розкручування інфляційної спіралі у результаті емісійної підтримки економіки, надмірних інфляційних очікувань всіх суб'єктів господарювання і населення, зокрема. Економія щодо витрачання бюджетних коштів часто була пов'язана із недофінансуванням соціально важливих сфер життєдіяльності, зокрема освіти і охорони здоров'я, різних видів дотацій щодо підтримки суб'єктів господарювання з метою сприяння конкуренції, модернізації та структурної перебудови національної економіки, фінансування соціальних програм тощо. На тлі зростання безробіття зростає рівень бідності та нерівності населення. У 1990-1992 рр. 64% населення опинились поза межею бідності, а частка середнього класу зменшилась з 78% до 36%

Державне пільгове кредитування суб'єктів господарювання окремих галузей було безконтрольним щодо цільового використання – у результаті воно переважно використовувалося для фінансування поточних потреб, а не на розвиток. Відсоткові ставки були занадто високими у порівнянні з прибутковістю господарської діяльності. Це лише посилювало боргову залежність (табл. 3.1).

Роздержавлення та приватизація відбувалися повільно, неефективно і не забезпечували реального надходження коштів до бюджету відповідно реальній вартості майна, яке реалізовувалось.

У результаті в 1992 р. дефіцит зведеного бюджету держави становив 13,7% ВВП (табл. 3.2), для покриття якого починають залучати зовнішнє фінансування (табл. 3.3).

Поряд із незалежністю країна вибудовує власну податкову систему і політику. У 1991 р. набирає чинності Закон «Про систему оподаткування», який визначає принципи та елементи оподаткування, структуру податків і зборів. У 1992 р. було запроваджено ПДВ зі ставкою 28% як податок з обороту, що спровокувало стрибок інфляції.

Таблиця 3.2

## Зведений бюджет України в 1992-1999 рр.

Роки	Доходи	% до ВВП	Видатки	% до ВВП	Дефіцит (-), профіцит (+)	% до ВВП
1992	1227,5	1919,7	1919,7	38,1	-692,2	-13,7
1993	49 621,8	33,5	57 248,7	38,6	-7 626,9	-5,1
1994	523 092,6	43,5	630 647,0	52,4	-107 554,4	-8,9
1995	20 689,9	38,0	24 302,8	44,6	-3 612,9	-6,6
1996	30 218,7	37,0	34 182,8	41,9	-3 964,1	-4,9
1997	28 112,0	30,1	34 312,7	36,7	-6 200,7	-6,6
1998	28 915,8	28,2	31 195,6	30,4	-2 279,8	-2,2
1999	32 876,4	25,2	34 820,9	26,7	-1 944,5	-1,5

За 1993-1994 рр. дані вказані у млрд крб., далі – у млн грн.

Джерело : [3; 4; 5]

Таблиця 3.3

## Динаміка державного боргу в 1992-1999 рр., млрд дол. США

Показник	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Загальний держборг	0,4	3,6	13,5	10,9	15,0	15,4	15,3	14,1
Внутрішній борг	-	-	5,3	2,1	5,4	3,9	2,9	3,8
Зовнішній бог	0,4	3,6	8,2	8,8	9,6	11,5	12,4	10,3
Прострочена заборгованість	-	-	-	0,266	0,362	0,460	0,875	1,026

Джерело : [3; 5]

Взагалі на момент розпаду СРСР Україна не мала зовнішніх боргових зобов'язань («нульовий варіант» розподілу пасивів і активів колишнього СРСР). Утім у результаті хронічного бюджетного дефіциту, зростання імпорту енергоресурсів, перенесення боргів за енергоресурси з приватного сектору на державний, гіперінфляції, неконтрольованої емісії грошей, стрімкого падіння національного виробництва, зростання витрат на виробництво (енерго- й матеріалоємність виробництва в 1,5 рази вище, ніж середньоєвропейський



рівень), дотацій неприбутковим підприємствам, неефективного державного управління та відсутності необхідного нормативно-правового забезпечення бюджетно-податкових, грошово-кредитних процесів, неоптимальної системи оподаткування, тінізації економіки й ін. стрімкого зростає державний борг.

На першому етапі саме зовнішнє фінансування урядами зарубіжних країн було єдиним джерелом покриття дефіциту бюджету – з 3,6 млрд дол. США на кінець 1993 р. понад 2,7 млрд дол. США приходилося на Російську Федерацію. З 1992 р. позики починає надавати НБУ, а також починають надавати державні гарантії вітчизняним підприємствам за іноземними кредитами. У 1992-1999 рр. було надано таких гарантій обсягом 2,4 млрд грн, утім значна їх частка не була повернута і перекладена на державу в результаті непрозорості процедури, корупції, непрофесійності, відсутності належного нормативно-правового забезпечення (1,026 млрд дол. США) (табл. 3.3). За оцінками [6] менше 15% підприємств-позичальників іноземних кредитів сплачували належні платежі, близько 1/3 взагалі не здійснювали платежі з погашення отриманих кредитів. Значна частка цієї заборгованості – зобов'язання вітчизняних підприємств по оплаті товарів, придбаних з-за кордону. За рахунок держбюджету фактично дотувались іноземні виробники замість розвитку власного виробництва. Постанова КМУ №234 «Про пріоритетні напрями іноземних кредитів» [56], яка з'явилась лише на початку 1995 р., стала першим документом щодо регулювання запозичень держави.

У цей період домінуючими фінансовими інститутами були комерційні банки, які створювалися на основі державних банків та галузевого приватного капіталу. 20 березня 1991 р. прийнято Закон України «Про банки та банківську діяльність», що сприяло швидкому формуванню дворівневої банківської системи протягом цього періоду. З 2 жовтня 1991 р. НБУ почав перереєстрацію комерційних банків, зареєстрованих Державним банком СРСР. Перші комерційні банки почали формуватися на основі державних банків СРСР: Агропромбанк, Житлосоцбанк, Зовнішекономбанк, Промбудбанк, Ощадбанк. З часом відбувається приватизація трьох з п'яти державних банків – Промінвестбанк, АПБ «Україна», Укрсоцбанк були акціоновані клієнтами та персоналом банків, а Укрексімбанк та Ощадбанк залишилися державними. На ці банки протягом 1991-1993 р. приходиться понад 80% банківської діяльності [7]. Поряд із цим, створюються і нові комерційні банки. До кінця 1991 р. таких було понад 90, що стало результатом недосконалої нормативно-законодавчої

бази, низьких вимог ліцензійних умов щодо обсягу статутного капіталу та непрофесійності керівництва банків. На кінець 1991 р. сплачений КБ статутний капітал у гривневому еквіваленті становив лише 500 тис. грн. Більш того, банки недотримувались вимог НБУ в частині сплати в повному обсязі статутного капіталу, що обмежувало їхні активи і маневреність на ринку. Стримувала розвиток і недовіра населення як результат соціальної напруги в суспільстві, відсутності чітко визначеного курсу розвитку економіки, низький рівень обізнаності щодо ринкової поведінки.

Період другого півріччя 1992 р. – 1993 р. став часом створення банків «нової хвилі» (Аваль, Інко, Відродження, Трансбанк, ПриватБанк), коли більшість із них створювалися як «кишенькові» банки підприємств або приватних осіб. Вони залучали значний приватний капітал, капітал спільних та малих підприємств, акціонерних товариств, кошти державних бюджетних та позабюджетних фондів. Утім, не зважаючи на стрімку інфляцію, стрімке скорочення виробництва і ВВП, у країні було створено багато дрібних банків (близько 100), які переважно надавали короткострокові кредити торговельно-посередницьким фірмам, обслуговували великі підприємства, що створювалися в процесі роздержавлення і приватизації. Втім більшість підприємств промисловості були не спроможні на тлі високої інфляції, розриву господарських зв'язків, високої вартості кредитних ресурсів залучати кредити для модернізації, оновлення виробничих фондів, виробництва експортоорієнтованої продукції в умовах поступової лібералізації зовнішньої торгівлі. На кінець 1993 р. загальна кількість банків становила 211 установ.

У червні 1991 р. був прийнятий Закон України «Про цінні папери і фондову біржу», який став базовим законодавчим документом з регулювання фондового ринку. Була створена й Українська фондова біржа, з'явилися перші торговці цінними паперами. Втім у результаті високої інфляції нормальний розвиток фондового ринку був неможливий, хоча і було прийнято важливі Закони України «Про приватизацію державного майна» (березень 1992 р.) та «Про корпоратизацію підприємств» (червень 1993 р.).

*Другий етап* – реформування економіки для стабілізації ситуації в країні (1994-1999 рр.). Характерними ознаками цього етапу, особливо після 1995 р., стало реформування секторів економіки, підвищення інвестиційної привабливості країни та активізація банківської діяльності.

На початку періоду стан економіки характеризувався повною розбалансованістю і хаотичністю регулювання і розвитку. Наприкінці 1994 р. урядом країни приймається наступна антикризова програма «Основні засади і напрями становлення економіки України в кризовий період», яка передбачала три етапи: виведення з кризи (1994-1995 рр.), стабілізація (1996-1997 рр.), соціально-економічне зростання (1998-1999 рр.) (табл. Б.2).

Найбільш розбалансованою була грошова сфера в результаті високої інфляції, неконтрольованої емісійної підтримки економіки. Втім рестрикційна політика НБУ (табл. 3.4), направлена на приборкання інфляції, укріплення національної валюти, демонетизацію, дозволила зменшити темпи падіння (табл. Б.3), проте мала і негативні наслідки для реального сектору, зокрема, щодо фінансування модернізації підприємств, зростання бартерних операцій (збільшувати витрати виробництва і реалізації), тінізації економіки й ін.

Таблиця 3.4

#### Динаміка показників грошового ринку в 1992-1999 рр.

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Встановлена облікова ставка НБУ (середньозважена), %	80	190	225,9	131	62,3	24,6	61,6	50,0
Фактична облікова ставка НБУ (середньозважена), %	...	68,5	124,9	82,1	51,8	25,2	52,7	44,0
Відсоткові ставки КБ за кредитами у нац. валюті, %	76,0	221,1	201,7	107,1	77,0	49,1	54,5	53,4
Відсоткові ставки КБ за депозитами у нац. валюті, %	68,0	187,3	171,0	61,3	34,3	18,2	22,3	20,7
Банківські кредити суб'єктам господарювання, млн грн.	27	406	1557	4078	5452	7295	8855	11783
Заборгованість за кредитами, наданими КБ, у % до попереднього періоду	8 р.	15 р.	4 р.	262	134	134	121	133

Продовження табл. 3.4

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Частка короткострокових банківських кредитів в загальному кредитуванні суб'єктів господарювання, у %	96,3	90,1	88,7	89,4	88,7	89,4	81,6	77,6
Готівка, у % до попереднього періоду	16 р.	26 р.	6 р.	131	154	152	171	134
Готівка у МЗ, %	20	26	25	38	43	49	46	43
Грошова маса, у % до попереднього періоду	11 р.	19 р.	7 р.	213	135	134	125	141

Джерело : розраховано за даними [7]

Політики НБУ і реформування банківської системи (посилення нормативно-правового регулювання і ліцензування, реєстрація представників іноземних банків та банків із держвласністю, впровадження системи регулювання банківської діяльності, контроль за ризиками на основі системи нормативів) обумовили введення в обіг національної грошової одиниці – гривні у 1996 р., що призвело до відносного збалансування економічної ситуації на нетривалій період часу, активізації інвесторів на товарних, сировинних, фінансових ринках. Зростає, хоча і повільно, частка довгострокових кредитів суб'єктам господарювання. У результаті жорсткої монетарної політики, високого рівня збитків (табл. 3.5), низької платоспроможності суб'єктів господарювання темпи приросту кредитування були незадовільні.

Таблиця 3.5

### Рентабельність суб'єктів господарювання у 1992-1999 рр.

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Частка збиткових підприємств, %	9,5	8,3	11,4	22,2	43,0	53,4	54,5	55,7
Рентабельність продукції, %	29,9	36,8	25,6	20,0	9,2	4,9	5,1	5,9

Джерело : розраховано за даними [4]

Серед факторів зростання виробничих витрат, які поряд із загальними факторами вплинули на рентабельність суб'єктів господарювання, слід відзначити зростання енерго- та матеріалоємності, витрат обігу, податкового навантаження (в першу чергу непрямого) і квазіподатків, демонетизації господарського обороту, зниження продуктивності праці тощо. На кінець 1999 р. продуктивність праці знизилась на 42%, у т. ч. у промисловості – на 21%, сільськогосподарських підприємств – більш ніж у 2 рази.

Введення у грошовий обіг гривні розширило джерела фінансування державних потреб – у 1997 р. Україна почала отримувати позики на міжнародних фінансових ринках через випуск єврооблігацій, кредитів іноземних КБ, випуску облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП).

Період 1997-1998 рр. став кризовим для України, оскільки відбувся значний спад в економіці, зокрема, у результаті дефолту в Російській Федерації. Девальвація гривні за 1998 р. становила близько 80%, в результаті чого комерційні банки втратили близько 1 млрд дол. США свого сукупного капіталу [10]. Девальвація гривні до долару США у 1998 р. становила 52%.

У 1994 р. приймається оновлений Закон «Про систему оподаткування», що включив усі зміни протягом 1992-1993 рр. В результаті було скасовано податок на прибуток іноземних юридичних осіб від діяльності в Україні, податок з обороту, податок на доходи, податок на фонд оплати праці колгоспників, податок на експорт та імпорт, плата за природні ресурси і включено податок на доходи підприємств та організацій, податок на майно підприємств, податок на нерухоме майно громадян, податок на промисел, плата з відшкодування витрат на геологорозвідувальні роботи, відрахування та збори на будівництво, ремонт і утримання автомобільних доріг, внески до Фонду для здійснення заходів щодо ліквідації наслідків Чорнобильської катастрофи та соціального захисту населення, внески до Фонду сприяння зайнятості населення, плата за спеціальне використання природних ресурсів; плата за забруднення навколишнього природного середовища, внески до Фонду соціального страхування України, внески до Пенсійного фонду України [11]. Податкове законодавство не було досконалим і дозволяло суб'єктам господарювання здійснювати податкову оптимізацію, мінімізуючи податкові платежі у бюджет. Велика кількість податків, часта їх зміна переобтяжували населення і стримували соціально-економічний розвиток. Дослідження [12] демонструють, що з 1995 р., відносини «платник податків – держава» справляє

прямий руйнівний вплив на всю національну економіку. Зростаюче ухиляння від податків стрімко розширювало тіньову економіку та збільшувало обсяг коштів поза банківською системою (зростання частки готівки в МЗ (табл. 3.4) та рівня доларизації економіки країни). Крім податкового тягара на зростання тіньової економіки і розподіл грошових потоків впливали і інституційні чинники, які явилися наслідком командно-адміністративної економіки. Останнє свідчить про те, що реформи, проведені в період 1991-1999 р., були недостатньо ефективними для побудови успішної моделі соціально-економічного розвитку, а накопичені дисбаланси мали негативний вплив і на подальший розвиток національної економіки та фінансової системи.

У 1997 р. ставка НДС у 28% була замінена на 0% і 20%, податок на доходи був замінений на податок на прибуток підприємств та встановлений на рівні 30%. Також у цьому році з'явилися збір до Державного інноваційного фонду, плата за торговий патент на деякі види підприємницької діяльності. У 1998 р. впроваджено єдиний податок та фіксований сільськогосподарський податок. У 1996 р. Податкову службу України було виокремлено у самостійний орган виконавчої влади. В цілому ці зміни мали позитивний результат щодо зменшення податкового навантаження – про це свідчить динаміка доходів, видатків, дефіциту бюджету до ВВП (табл. 3.2). Утім зменшення видатків бюджету забезпечувалося і тим, що держава скорочувала програми, що фінансуються з бюджету, зокрема щодо освіти, охорони здоров'я, науки, соціального захисту, розвитку й ін.

У цей період починається історія співпраці з міжнародними фінансовими організаціями (МФО) – Світовий Банк, Міжнародний валютний фонд (МВФ), Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР), Європейський банк реконструкції і розвитку (ЄБРР). У результаті Україна почала залучати кредити, зокрема, в обмін на реформи. Так у 1992 р. Україна стала членом МВФ (квота – біля 0,43%) і передумовою отримання першого кредиту від МВФ стало підписання українським урядом у вересні 1994 р. «Меморандуму з питань економічної політики та стратегії», який став стартом прискореного впровадження ринкових відносин в Україні. Цим документом було передбачено наступні вимоги для України: лібералізація системи зовнішньої торгівлі, лібералізація обмінного валютного курсу та цінової політики, скорочення субсидіювання і впровадження адресної допомоги населенню, скорочення державного дефіциту, прискорення приватизації підприємств державного

сектору, реструктуризація природних монополій та окремих підприємств, дерегуляція та адміністративна реформа.

За час співпраці з МВФ було реалізовано 11 програм: 2 програми EFF (Extended Fund Facility) у 1998 р. та 2015 р., 9 програм SBA (Stand-By Arrangement) у/ – 1995 р., 1996 р., 1997 р., 2004 р., 2008 р., 2014 р., 2018 р., 2020 р. Загальна погоджена сума фінансування за цей період становила біля 81 млрд дол. США в середньому під ставку близько 3% річних. Фактична сума отриманого фінансування у МВФ становить 35 млрд дол. США [3]. Хоча фактично вибрані кошти значно менші, що пов'язано із періодичним невиконанням умов домовленостей щодо реформування і модернізації політичної, економічної, фінансової, соціальної, енергетичної системи України (рис. 3.1.). В результаті, починаючи з 1996 р., основним кредитором України стають міжнародні фінансові організації. Втім у 1999 р. державний борг України перевищив межу боргової безпеки у 60% до ВВП.

Основним інститутом-гравцем у фінансовій системі залишаються банки, не зважаючи на те, що з'являються і нові, зокрема в результаті активізації приватизації та акціонування державних підприємств. У 1998 р. з'явилися ломбарди та компанії, що надають послуги фінансового лізингу.

У 1998-1999 рр. стрімка девальвація національної валюти, встановлення НБУ мінімального статутного капіталу для КБ на рівні 3 млн євро, а також вимог щодо формування резервів на випадок збитків, сприяло консолідації банківських установ та банкрутства окремих з них (табл. 3.6), у той час, коли для них було важливим не розвиток, а підтримання фінансової стабільності в результаті наслідків кризи 1998 р. Втім, це забезпечило зростання стійкості та ділової активності банківської системи на початку 2000-х рр.

У 1995-1998 рр. більшість іноземних банків були створені «з нуля» з метою підтримки зовнішньоторговельних операцій компаній нерезидентів на українському ринку, а також забезпечення виходу місцевих емітентів на міжнародні ринки капіталу. Цей період характеризувався лібералізацією умов для банків та банків з іноземним капіталом. На кінець 1997 р. було створено шість іноземних банків зі 100% капіталом нерезидентів, зокрема «Сосьете Женераль Україна», «Креді Свісс Фьорст Бостон (Україна)», «ING Банк Україна», «Банк ПЕКАО (Україна)», «Інкомбанк Україна», «Київський міжнародний банк», «Австрія Кредитанштальд Україна» (згодом змінено на «ХФБ Банк Україна»). У 1996-1997 рр. було відкрито чотири представництва

іноземних банків – «Вестдойче Ландесбанк Жироцентрале, Дюссельдорф / Мюнстер» (Німеччина) і Комерційного банку «Национальный Резервный Банк» (Російська Федерація), АТ «Parx banka» і АТ «Мультибанка» (Латвія).

Таблиця 3.6

**Структура банківської системи України у 1992-1999 рр.**

<b>Показники</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>
Кількість банків за реєстром	133	211	228	230	229	227	214	203
Кількість банків за участю іноземного капіталу	-	-	12	12	14	22	28	30
Кількість банків зі 100 % іноземним капіталом	-	-	1	1	2	6	9	8
Кількість державних банків	-	-	2	2	2	2	2	2
Акціонерні товариства	-	-	159	169	177	184	178	173
Кількість інших фінансово-кредитних установ, яким надано ліцензію	-	-	-	4	2	2	2	1
Кількість ліквідованих банків у зв'язку з порушенням банківського законодавства та з інших причин	3	6	11	1	11	10	16	11

*Джерело* : за даними [2]

У 1998 р. було створено Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, що сприяло зростанню довіри населення до банківського ринку України. Грошова реформа сприяла підвищенню інвестиційної привабливості країни та активізації банківської діяльності. У результаті зростання обсягів кредитування реального сектору економіки в 1997-2000 рр. на 61,6% відбулося за рахунок, перш за все, іноземного капіталу та активного застосування інновацій у бізнес-процесах [4]. Зростання обсягів активних операцій банків свідчило про розширення інструментів взаємодії фінансового та реального секторів економіки країни, зокрема активно використовувалися інструменти кредитування – переважно кредитування та участь у капіталі банків. На початку 1997 р. було зареєстровано 14 іноземних банків (табл. 3.6) і в наступні роки їх кількість



лише зростала. У цей період на ринку також створювались нові банки, активно відбувалися процеси злиття та поглинання. На початку 1997 р. 25 банків перебувало у стадії реорганізації, що змінило структуру власників банків та негативно вплинуло на довіру до банківських установ у цілому. НБУ посилив контроль банків, а банки були до цього не готові. В результаті до початку 1997 р. було ліквідовано 32 банки.

У червні 1995 р. для комплексного правового врегулювання відносин на ринку цінних паперів була створена Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР), що сприяло розвитку торгівлі на фондовому ринку (біржовому та позабіржовому), формуванню Національної депозитарної системи. В 1996-1998 рр. активно відбувається приватизація і корпоратизація державної власності (табл. 3.1), що сприяє становленню ринку акцій. В 1996 р. НБУ припинив пряме фінансування бюджетного дефіциту, і уряд країни починає використовувати для цього державні цінні папери (облігації).

Поширення операцій з цінними паперами обумовило появу регіональних бірж – Донецька фондова біржа (1996 р.), Українська міжбанківська валютна біржа (1997 р.), Придніпровська фондова біржа (1998 р.), Українська міжнародна фондова біржа (1999 р.). У 1996 р. з'явилась «Позабіржова фондова торговельна система» (ПФТС), яка довгий час залишалась лідером на організованому ринку за обсягом угод, і яка наприкінці 1997 р. запустила індекс ПФТС, що був визнаний в якості показника ринку цінних паперів України. В цей же період з'являються й інші індекси: L-індекс, ProU-50, KAC-20, Сократ-індекс. У 1999 р. створено Національний депозитарій України. В результаті з'являються фінансові посередники, незалежні реєстратори, професійні організації, спеціалізовані брокерські компанії тощо.

Узагальнимо результати розвитку національної економіки та фінансової системи у 1991-1999 р. на основі SWOT-аналізу (табл. Б.4).

Отже, на першому етапі можна спостерігати асиметричність розвитку національної економіки та фінансової системи, оскільки в реальному секторі спостерігається спад виробництва, зростання інфляції, безробіття, заборгованості, реальних доходів населення; на всіх рівнях відсутнє системне управління виробництвом, фінансовою, інвестиційною, інноваційною, соціальною сферами; недосконала нормативно-правова база та неефективність і непрофесіоналізм регуляторних функцій держави в економіці та фінансах; з

одного боку приборкання інфляції, введення національної валюти та її зміцнення, а з іншого – подальший спад виробництва, ВВП, реальних доходів, демонетизація, кризи ліквідності та платежів.

Поряд із цим, банківська система як основа фінансової системи пройшла етап організаційно-інституційного оформлення як дворівнева система, державні банки перетворились на приватні, створюються нові банківські установи, частка яких в результаті розвитку банківського регулювання і нагляду була ліквідована, що мало позитивні результати для банківського сектору в цілому. Довіра до банків занадто низька і, відповідно, основною стратегією розвитку банківських установ є обслуговування потреб засновників. Інвестування обмежене, оскільки для іноземних інвесторів Україна не є привабливою, заощадження населення знецінюються, а рівень споживання зростає, приватизація відбувається повільно і неефективно, прибутковість господарської діяльності на незадовільному рівні.

*Третій етап* – піднесення як економіки в цілому, так і її фінансової системи зокрема (2000 – перша половина 2008 рр.). У 2000 р. закінчується період тривалого падіння національної економіки і починається період відносно позитивної динаміки розвитку національної економіки та фінансової системи країни (2000-2008 рр.), що стало результатом зростання світової економіки і привабливої зовнішньої кон'юнктури сировинних ринків (60% вітчизняного експорту сировинний), стимулювання експорту на основі девальвації національної валюти (лише за 1999 р. 52%), притоку іноземних інвестицій, грошової приватизації великих підприємств, зростання виробництва на основі завантаження потужностей, створених ще у СРСР, ліквідації заборгованості по пенсійних виплатах і заробітній платі, вибору країни вектору інтеграції з Європейським Союзом.

Поряд із цим, не відбувалися інституційні зміни та структурні перетворення національної економіки, орієнтовані на довгострокове інтенсивне економічне зростання, соціальний прогрес, що провокувало порушення макроекономічної рівноваги. У цілому динаміка ВВП демонструє високу волатильність (табл. 3.7). Зростання експорту (передусім металургійної та хімічної продукції) сформувало основи для експортоорієнтованої моделі національної економіки.

Таблиця 3.7

## Окремі макроекономічні показники України в 2000-2008 рр.

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Приріст ВВП, у % до попереднього року	105,9	109,2	105,2	109,6	112,1	102,7	107,3	107,9	102,1
Інвестиції в основний капітал, у % до попереднього року	12,4	6,2	3,4	22,5	20,5	2,7	21,2	23,9	1,6
Кінцеві споживчі витрати, у % до попереднього року	2,0	9,3	5,0	10,0	9,7	15,7	12,4	13,6	9,0
Частка валових заощаджень у ВВП, %	24,6	25,9	27,7	27,8	31,8	25,7	23,3	24,6	20,8
Приріст валових заощаджень, у % до попереднього року	...	13,5	14,1	9,9	28,3	17,0	-2,4	13,7	-13,4
Чистий експорт товарів і послуг, у % до попереднього року	21,5	3,3	7,4	9,6	21,3	-12,2	-5,6	3,2	5,2
Ступінь зносу основних фондів, %	48,8	54,5	56,4	58,3	57,9	58,6	59,0	58,0	48,8
Частка оплати праці, % у ВВП	42,3	42,3	45,7	45,7	45,6	49,1	49,4	48,8	49,0
Індекс споживчих цін, у %	128,2	112,0	100,8	105,2	109,0	113,5	109,1	112,8	125,2
Рівень зареєстрованого безробіття, у % до економічно активного	11,6	9,1	8,6	7,2	6,8	6,4	6,8	6,4	6,4
Сукупний державний борг, млрд грн	77,0	74,5	75,7	77,5	85,4	78,1	80,5	88,7	189,4
Державний борг до ВВП, %	45,3	36,5	33,5	29,0	24,8	17,1	14,8	12,3	20,0
Зовнішній державний борг до ВВП, %	27,6	20,7	19,1	17,1	13,6	10,0	9,1	7,4	9,1

Джерело : розраховано за даними [2; 4]

В період 2000-2004 рр. уряд прийняв три стратегії розвитку щодо сталого розвитку, політики структурних змін, економічного зростання, соціального розвитку: Стратегія економічної і соціальної політики на 2000-2004 рр. (прийнято в 2000 р.); Стратегія економічного та соціального розвитку України на 2002-2011 рр. «Європейський вибір» (прийнято в 2002 р.); Стратегія економічного та соціального розвитку України на 2004-2015 рр. «Шляхом європейської інтеграції» (прийнято в 2004 р.). В результаті одночасно реалізовувалися три програми і політика уряду була непослідовною, неузгодженою, фрагментарною і фактично не забезпечила досягнення визначених у них завдань.

У цілому в цей період промисловість залишається основним видом економічної діяльності у реальному секторі економіки (понад 40% ВВП) і її обсяг виробництва зростає – в 2,3 рази. Найбільше зростає обробка деревини та виробів із деревини, машинобудування, паперово-целюлозне виробництво, харчова промисловість. В цілому біля 70% промислової продукції – це виробництво сировини, матеріалів, енергетичні ресурси. Промисловість забезпечувала лише 2/3 внутрішніх потреб тих товарів, що вироблялись, відповідно решта 1/3 попиту задовольнялась за рахунок імпорту.

Важливим кроком щодо відновлення економічного зростання стала реструктуризація державної заборгованості у 2000 р., оскільки у попередньому році державний борг України перевищив 60% до ВВП, а платежі по його обслуговуванню зросли майже у 2 рази у порівнянні з попередніми роками. Це передбачало заборону гарантування державою кредитів вітчизняними суб'єктами господарювання за кордоном, ОВДП були реструктуровані із відстрочкою погашення у 2001-2004 рр., а для іноземних утримувачів ОВДП було запропоновано спеціальні євробонди зі строком погашення до 2007 р. під 10-11% річних. Крім того, був реструктурований борг перед міжнародними фінансовими організаціями (Паризький клуб кредиторів) і перед Росією за постачання газу. В результаті зовнішній борг в 2000 р. зменшився на 17,1%. За оцінками експертів відстрочка платежу на погашення державного боргу коштувала Україні понад 209 млн дол. США [2]. Поряд із цим, невиконання вимог МВФ щодо ринкових реформ в країні по суті припинило видачу нових кредитів Україні за існуючими програмами (рис. 3.1), і нових програм не відкривалося до 2008 р.

У результаті реалізація Концепції державної боргової політики на 2001-2004 рр. щодо оптимізації джерел фінансування та мінімізації його розміру виявилась частково успішною – якщо у 1991 р. державний борг до ВВП становив 61%, то у 2007 р. – 12,3%. Втім переорієнтація на внутрішні джерела призвела до зростання бюджетного і податкового навантаження (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

**Зведений бюджет України в 2000-2008 рр.**

Роки	Доходи	% до ВВП	Видатки	% до ВВП	Дефіцит (-), профіцит (+)	% до ВВП
2000	49 117,9	28,9	48 148,6	28,3	969,3	0,6
2001	54 934,6	26,9	55 528,0	27,2	-593,4	-0,3
2002	61 954,3	27,4	60 318,9	26,7	1 635,4	0,7
2003	75 165,4	28,5	75 655,3	28,7	-489,9	-0,2
2004	91 529,4	26,5	102 538,4	29,4	-11 009,0	-3,2
2005	134 183,2	31,6	141 989,5	33,4	-7 806,3	-1,8
2006	171 811,5	32,0	175 512,2	32,6	-3 700,8	-0,7
2007	219 937,0	30,5	227 638,0	31,6	-7 702,0	-1,1
2008	297 844,6	31,4	312 027,6	32,9	-14 183,1	-1,5

*Джерело:* [ 4]

Поряд із цим, зростають видатки бюджету, Пенсійного фонду, фондів загальнообов'язкового соціального страхування – якщо їх обсяг в цілому у 1999 р. становив 35,9% ВВП, то у 2008 р. – 46,1%. Значна частка зростання пов'язана із Пенсійним фондом – 6,5% ВВП. Якщо у 1991 р. видатки ПФУ становили 35,9% ВВП, то у 2008 р. – 10,2% ВВП. Зростання пенсійних виплат, а також кількості осіб, що отримували виплати з ПФУ, потребували зростання його видаткової частини, що покривалося за рахунок бюджету. Якщо у 1991 р. ця частка становила 6% від загальних видатків ПФУ, то з 2005 р. вона зросла з 25% до 45%.

Однак з часом у результаті зменшення боргового навантаження кредитний рейтинг підвищився, що дозволило уряду вийти на міжнародний фондовий ринок і розмістити євробонди під 6,9% річних. У 2007 р. золотовалютні резерви вперше перевищили розмір державного боргу.

У цілому реструктуризація боргу зменшила навантаження у короткостроковому періоді, але не вирішила проблему розвитку економіки стратегічно. Незважаючи на вирішення кризи платежів і зростання монетизації економіки, не відбувалося якісної реструктуризації національної економіки щодо удосконалення і оптимізації її структури, зростання доданої вартості експорту, імпортозаміщення, зростання середньо- та високотехнологічної продукції, технічної та технологічної модернізації й т.п. Зокрема, дані табл. 3.8 демонструють зростання зносу основних фондів до 59% у 2006 р. І хоча до 2008 р. цей показник зменшився до 48,8%, це є усереднений показник, що означає – фактичний знос значної частки основних фондів, враховуючи недостатньо високі темпи зростання інвестицій в основний капітал у цей період, значно більше цього показнику. Рекомендований рівень зносу основних засобів – не більше 50%.

У рамках політики трансформації соціальної сфери та соціального партнерства уряд необґрунтовано підвищує соціальні виплати і заробітну плату. З одного боку, зарплату доцільно було б підвищувати, оскільки вона була значно нижче, ніж у сусідніх країнах та країнах, подібних за рівнем економічного розвитку. З іншого боку, спостерігалось зниження продуктивності праці. У результаті відбулося зростання частки оплати праці у ВВП, що стимулювало зростання сукупного попиту і обмежувало фінансування модернізації, направленої на збільшення продуктивності праці. При цьому кінцеве споживання стрімко зростало. Більш того, у 2001 р. частка оплати праці у ВВП перевищила частку валового прибутку, що з часом призвело до зменшення ділової активності та прибутковості суб'єктів господарювання (табл. 3.9), зниження інвестиційної активності за рахунок власних коштів, зростання запозичень. Більш того, це спровокувало зростання споживчого попиту, який в умовах зниження конкурентоспроможності національного виробництва та лібералізації зовнішньої торгівлі задовольнявся імпортом, чому також сприяло зниження ціни національної валюти до долару США. В результаті з 2005 р. можна констатувати ознаки споживацької моделі економіки. Зростання споживчого попиту посилювало й інфляційні процеси.

Якщо на початку десятиліття сприятливі умови на сировинному світовому ринку забезпечували позитивне сальдо торговельного балансу країни, то зростання споживчого попиту на імпорт, цін на сировину та енергоресурси для вітчизняних виробників, інвестиційного попиту обумовило

від’ємне сальдо торговельного балансу і балансу поточних операцій (2008 р. – 12,9 млрд дол. США або 7,1% ВВП). Що стосується фінансового рахунку у 2008 р., то сальдо було позитивне, але його значення значно скоротилося – майже на 37% у порівнянні з попереднім роком.

Таблиця 3.9

**Рентабельність суб’єктів господарювання у 2000-2008 рр.**

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Частка збиткових підприємств, %	37,7	38,8	37,1	34,8	34,2	33,5	32,5	37,2	37,7
Рентабельність продукції, %	2,7	4,5	4,2	4,3	6,4	7,0	6,6	6,8	3,9

*Джерело* : розраховано за даними [4]

Щодо розвитку банківської системи в цей період, то на першому етапі у результаті новацій НБУ наприкінці попереднього століття відбулася ліквідація неконкурентоспроможних банків. Важливим стало стрімке входження іноземного капіталу, що розпочалося у 2005 р. (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

**Банки з іноземним капіталом в Україні в 1997-2017 рр.**

Роки	Кількість зареєстрованих банків	Кількість банків з іноземним капіталом	Кількість банків зі 100% іноземним капіталом	Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків України, %
2000	203	30	8	23,3
2001	195	31	7	13,3
2002	189	28	6	12,5
2003	182	20	7	13,7
2004	179	20	7	11,3
2005	181	19	7	9,6
2006	186	23	9	19,5
2007	193	35	13	27,6
2008	198	47	17	35,0

*Джерело*: [3]

Країнами, з яких найбільше надійшло іноземного капіталу були: Австрія, Росія, Польща, Нідерланди. Частка іноземного капіталу зросла з 13,3% до 35% в 2008 р., що свідчило про інвестиційну привабливість фінансової системи, і виступало однією з причин відновлення кредитного процесу та буму на окремих ринку. За цей період кредитний портфель промисловості збільшився в 5 разів. Темпи зростання кредитного портфеля в іноземній валюті значно перевищували темпи зростання у національній валюті – 160% проти 140%. У структурі кредитного портфеля промисловості частка валютних кредитів у 2008 р. становила 60% [13].

Частка банківських активів у ВВП зростає більше, ніж удвічі: від 30,5% до 63,2%. За цей час кількість банків з іноземним капіталом зросла з 19 станом на 01.01.2005 р. до 47 станом на 31.12.2008 р., а частка іноземного капіталу в структурі статутного капіталу банківської системи України зросла з 9,6% до 36,7% відповідно. Роздрібні кредити у 2005-2008 рр. зросли на 30-50% за рік, а їхня прибутковість була набагато вищою, ніж в Євросоюзі: 10-16% річних проти 3-4% в ЄС. [3]

Розвитку іноземного банківництва в той час сприяло й зміни до Закону України «Про банки і банківську діяльність» у листопаді 2006 р. щодо можливостей та порядку відкриття філіалів іноземних банків в Україні. Використовуючи можливості розвитку свого бізнесу, іноземні банки створюють розгалужену систему філій, відділень, надаючи при цьому широке коло роздрібних послуг, займають основні позиції на ринку споживчого та іпотечного кредитування. В табл. 3.11 представлено SWOT-аналіз впливу експансії іноземного банківського капіталу на економіку України.

Розвитку банківського сектору сприяли не лише зовнішні фактори (економічне зростання, інфляції, монетарна політика, розвиток системи регулювання і нагляду, приток іноземних інвестицій й ін.), а й зміни, що відбувалися всередині сектору та безпосередньо установ.

Банки у результаті внутрішньої конкуренції, притоку іноземного капіталу, зростання прибутковості нарощували активи, розширювали депозитно-акумуляційну діяльність, розвивали філіали та відділення, збільшували продуктивний портфель, застосовували інтеграційні стратегії розвитку та інноваційні методи управління ризиком, у т.ч. завдяки іноземній практиці. Позитивний вплив здійснювало функціонування Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.



**SWOT-аналіз впливу експансії іноземного банківського капіталу  
на розвиток фінансової системи та національної економіки**

<b>STRENGTHS</b>	<b>WEAKNESSES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- удосконалення та розширення спектра пропонованих банківських операцій;</li> <li>- впровадження сучасних банківських технологій і міжнародного досвіду здійснення банківських операцій;</li> <li>- розширення доступу до міжнародних валютних ринків та ринків капіталів;</li> <li>- розвиток інфраструктури банківського ринку;</li> <li>- розширення кредитування, зокрема фізичних осіб, іпотечного й ін.;</li> <li>- зниження вартості фінансових ресурсів;</li> <li>- підвищення ліквідності вітчизняного фінансового ринку;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- збільшення залежності і вразливості до зовнішніх шоків, коливань на світових валютно-фінансових ринках та в економіках країн походження іноземних банків, імовірно перенесення їхніх ризиків та тенденцій розвитку на вітчизняну банківську сферу;</li> <li>- в результаті соціально-політичної, економічної нестабільності операції переважно короткострокові і спекулятивні;</li> <li>- відтік прибутків за кордон;</li> <li>- зростання ризиків клієнтів-резидентів, зокрема в результаті нестабільності національної валюти;</li> </ul>
<b>OPPORTUNITIES</b>	<b>THREATS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- наповнення вітчизняного валютного ринку ресурсами та зменшення залежності від внутрішнього дефіциту валютних коштів, зменшення тиску на платіжний баланс країни;</li> <li>- підвищення ефективності конкуренції на банківському ринку, що сприятиме оздоровленню банківської системи країни та забезпеченню кредитними ресурсами суб'єктів господарювання;</li> <li>- розширення можливостей щодо ефективного розміщення капіталу та проектного фінансування, ПІІ;</li> <li>- незначне здешевлення вартості фінансових ресурсів за умов стабільного валютного курсу, прогнозованості національної економіки й ін.;</li> <li>- підвищення якості аналізу, прогнозування динаміки розвитку, якості управління ризиками, підвищення стандартів та якості обслуговування, корпоративного управління;</li> <li>- зростання позитивного іміджу країни у світі, у т.ч. кредитних рейтингів;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- нерівні умови конкуренції національних та іноземних банків в Україні;</li> <li>- порушення рівноваги та спричинення тиску на вітчизняну банківську систему сильними гравцями міжнародного рівня;</li> <li>- ускладнення нагляду і контролю за банківським сектором країни;</li> <li>- повільне зростання реальних доходів населення, відновлення ділової активності;</li> <li>- низький рівень довіри населення до банківської системи, держави;</li> <li>- вимоги Базель ІІІ;</li> <li>- недостатній рівень економічної і фінансової грамотності населення;</li> <li>- соціально-політична нестабільність, повільні економічні реформи;</li> </ul>

*Джерело: складено авторкою*

У 2006-2008 рр. стрімко зростає кредитування, зокрема іпотечне та споживче, що створює умови для зростання споживання, приватної заборгованості, доларизації економіки, випереджаюче зростання кредитування населення у порівнянні із суб'єктами господарювання.

Важливе значення для фінансового забезпечення економічного розвитку мало створення у 2002 р. Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, що отримала повноваження з регулювання небанківського фінансового сектора України. Суттєво збільшилися обсяги операцій небанківських фінансових установ, які почали активно конкурувати з банками на ринку фінансових послуг. Поряд з цим спостерігалось збільшення обсягів капіталу банків, що сприяло стабілізації фінансового сектору в цілому [14].

Ринок корпоративних облігацій стрімко зростає у цей період (рис. 3.2.), чому сприяло те, що суб'єкти господарювання використовували емісію облігацій як спосіб залучення капіталу для модернізації та розвитку, а КБ вбачали у цьому нові можливості для отримання доходу. Утім із часом, корпоративні облігації на етапі емісії викупалися одним крупним інвестором, що фактично відповідало двосторонньому кредитуванню. З одного боку, це стало результатом нерозвиненості інституційних інвесторів, а з іншого – поглибило негативні наслідки як для суб'єктів господарювання, так і для фондового ринку в цілому в результаті кризи 2008-2009 рр. Ринок акцій також зростає, хоча спостерігаються темпи спаду емісії кожні три роки (рис. 3.2.).

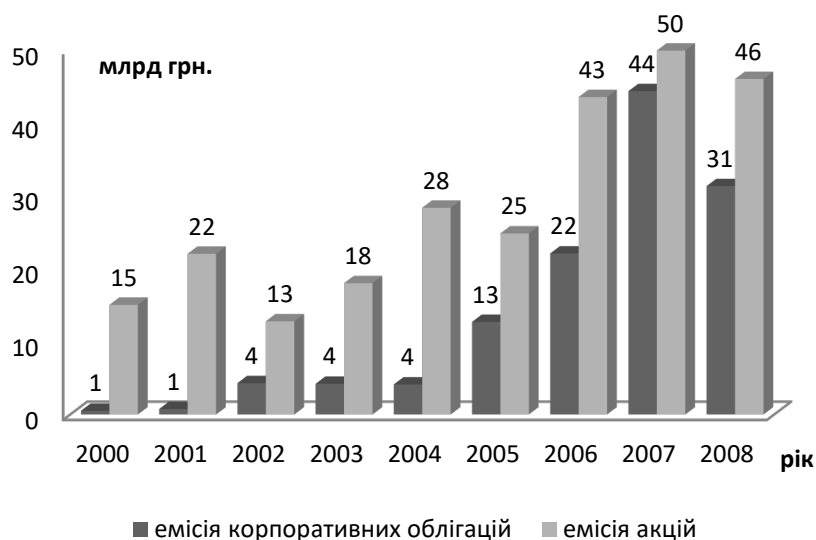


Рис. 3.2. Емісія акцій і корпоративних облігацій на фондовому ринку України у 2000-2008 рр., млрд грн.

Джерело : розраховано за даними [15]

Наприкінці 2008 р. в Україні функціонувало 10 фондових бірж, зокрема Придніпровська фондова біржа, Київська міжнародна фондова біржа, Східно-Європейська фондова біржа, Українська міжбанківська валютна біржа, Українська міжнародна фондова біржа, Українська фондова біржа, Українська біржа, Фондова біржа «ІННЕКС», Фондова біржа «Перспектива», Фондова біржа «ПФТС»), а також торговельно-інформаційна система «Південь-Сервер». Лідером організованого ринку цінних паперів є Фондова біржа «ПФТС» – біля 90% операцій. Обсяг торгів на фондовому ринку зростає, чому сприяють вигідна внутрішня та зовнішня кон'юнктура (рис. 3.3).

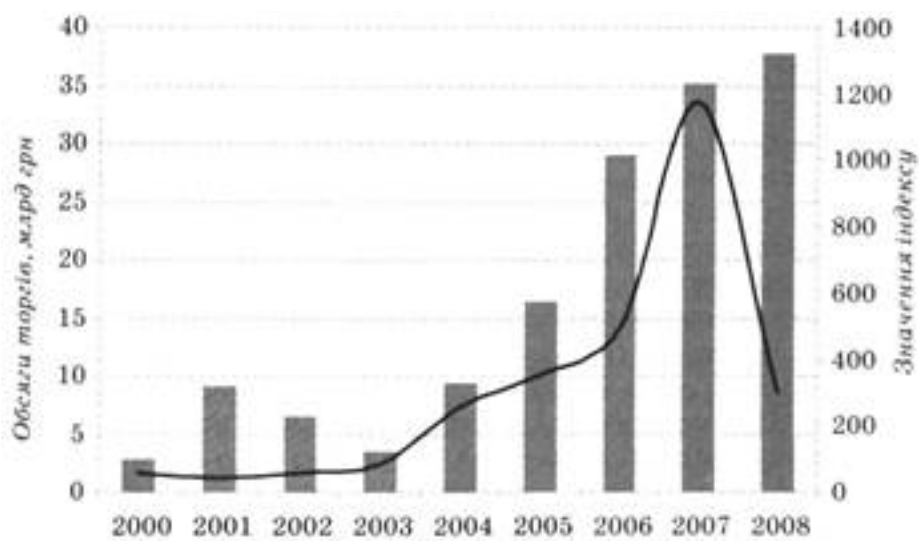


Рис. 3.3. Динаміка обсягу торгів та індекс ПФТС на організованому фондовому ринку України у 2000-2008 рр.

Джерело : розраховано за даними [15]

З'являється і ринок похідних цінних паперів – з 2000 р. по 2008 р. здійснено 26 емісій опціонів для хеджування цінових ризиків (рис. 3.4.).

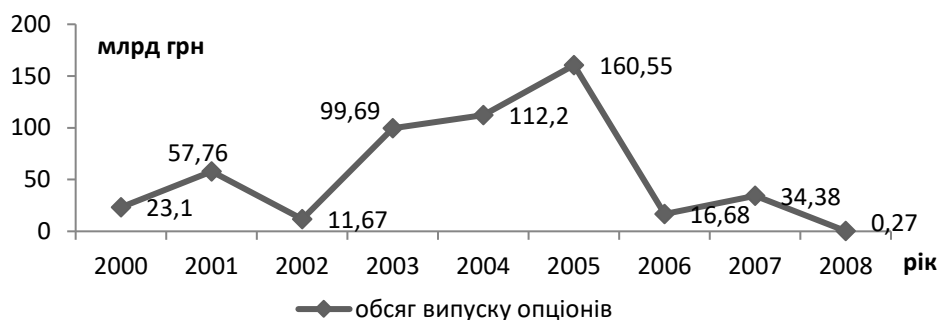


Рис. 3.4. Емісія опціонів на фондовому ринку України у 2000-2008 рр., млрд грн.

Джерело : розраховано за даними [15]

У цілому цей період відзначився стрімким розвитком фондового ринку, покращенням інституційної, інструментальної, організаційної, функціональної, регуляторної якості. Важливими чинниками цього були: розвиток будівництва, зростання активності місцевих органів влади на ринку запозичень, розвиток спільного інвестування (2001 р. – Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»), впровадження інституту недержавного пенсійного забезпечення (2003 р. – Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення»), розвиток інфраструктури ринку цінних паперів, поява системи рейтингування боргових зобов'язань, зацікавленість іноземних інвесторів в українських фондових інструментах (власність іноземних інвесторів у 2008 р. у відкритих інвестиційних фондах – 60%), вихід вітчизняних компаній на зовнішній ринок запозичень (у 2007 р. здійснено сім IPO вітчизняних компаній – Aisi Realty, Astarta, DUPD, Ferrexpo, Kernel, Landkom, Kyiv-Donbass – залучено понад на 1 млрд дол. США).

Одним з сегментів, що стрімко розвивався у цей період, був ринок страхування (рис. 3.5.). У 2004 р. значно зростають валові страхові премії та прибутковість страхових компаній (доходність 63% компаній становила понад 60%) у результаті зростання премій від майнового страхування та страхування автотранспорту. Зростає також і перестраховання. У 2006-2007 р. розвитку страхування сприяло зростання кредитування суб'єктів господарювання та населення, а також стрімкий розвиток фондового ринку. Втім саме їх криза в 2008-2009 рр. значно погіршили стан і перспективи вітчизняного ринку страхування в подальшому. В цілому в результаті того, що страхові виплати не перевищували більше, ніж  $\frac{1}{4}$  страхових премій у 2000-2007 рр., це сприяло розвитку страхової справи.

Отже, цей період можна визначити як період економічного зростання. Зростає приток іноземних інвестицій, заощадження населення, довіра до фінансової системи в цілому. Широко застосовується інструментарій кредитування розвитку суб'єктів господарювання і задоволення споживчого попиту, роль участі у капіталі зменшується. Політику уряду, направлену на соціально-економічний розвиток та економічне зростання в цей період, можна визначити як ситуативну, оскільки значна частка рішень відповідала поточній ситуації, а не пріоритетам стратегічного розвитку.



Рис. 3.5. Розвиток ринку страхування в Україні у 2000-2008 рр.

Джерело : розраховано за даними [16]

Для аналізу впливу інвестицій, заощаджень на економічне зростання, які мали позитивну динаміку протягом цього етапу, здійснимо оцінку впливу інвестицій в основний капітал ( $x_1$ ), ПІІ ( $x_3$ ), кінцевого споживання ( $x_4$ ) на динаміку ВВП (млрд грн у поточних цінах) ( $y_1$ ) в період 2000-2009 рр. та залежність інвестицій в основний капітал ( $y_2$ ) від динаміки валових внутрішніх заощаджень ( $x_2$ ).

Отже, інвестиції в основний капітал позитивно впливають на динаміку ВВП, про що свідчать результати регресійного аналізу:

$$y_1 = 4,067 * x_1 + 85,2; R^2 = 0,912; \quad (3.1)$$

Виявлено позитивний вплив на інвестиції в основний капітал внутрішніх заощаджень:

$$y_2 = 1,227 * x_2 - 34,7; R^2 = 0,991 \quad (3.2)$$

Виявлено позитивний вплив прямих іноземних інвестицій на ВВП:

$$y_1 = 12,483 * x_3 + 183,2; R^2 = 0,811 \quad (3.3)$$

Виявлено позитивний вплив кінцевого споживання на ВВП:

$$y_1 = 1,619 * x_4 + 28,2; R^2 = 0,996; \quad (3.4)$$

Всі моделі значимі відповідно до F-критерію Фішера ( $F > F_{\text{табл.}}$ ) та  $R^2$ .

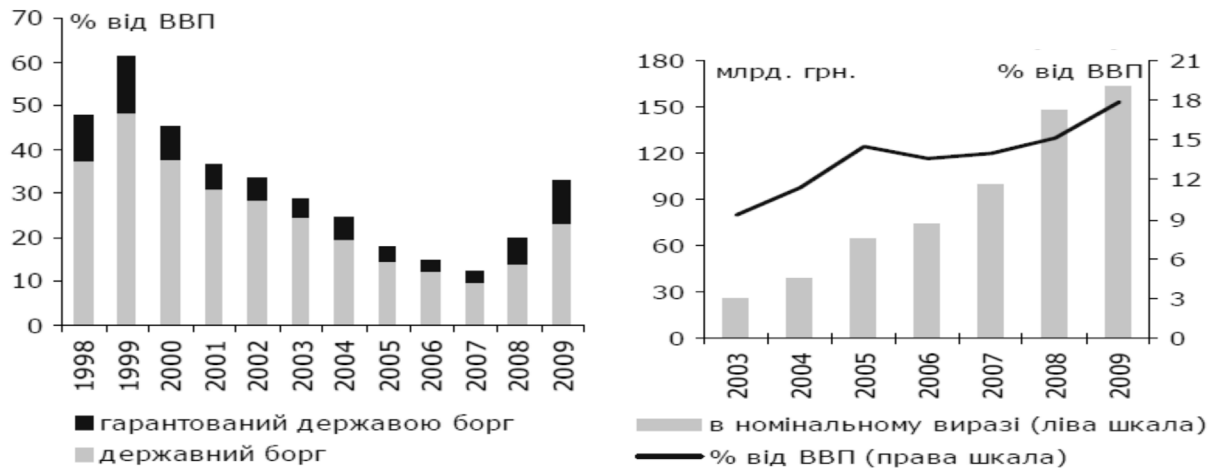
За результатами (3.1), (3.3), (3.4) виявлено високу залежність динаміки ВВП від прямих іноземних інвестицій, динаміка яких нестабільна. Значна частка ПІІ була спрямована у фінансовий сектор, що по суті посилювало спекулятивну складову для підтримки високої доходності зовнішніх інвестицій у фінансовий сектор та фінансіалізації економіки. Висока доходність у фінансовому секторі відволікала фінансові ресурси з реального сектору, а іноземний банківський капітал через систему споживчого кредитування стимулював зростання попиту на імпортні товари. В результаті занадто високі темпи кредитування за рахунок надмірної пропозиції грошей, високий рівень присутності іноземного капіталу поряд з іншими факторами призвели до кредитного буму, що стало однією з базових передумов виникнення фінансової кризи в економіці України в 2009 р.

Узагальнимо основні характеристики економічного і фінансового розвитку в Україні в 2000-2008 рр. на основі SWOT-аналізу (табл. Б.5).

*Четвертий етап* – кризовий період, пов'язаний із суттєвим зменшенням кредитної активності банків, а також уповільненням темпів економічного зростання (друга половина 2008-2010 рр.). У 2008 р. починається світова фінансово-економічна криза, яка спричинили нестабільність національної економіки та фінансової системи України. ВВП країни у 2009 р. скоротився на 15,1% і серед основних негативних процесів цього слід відзначити наступне.

По-перше, це стрімке падіння зовнішнього попиту на українські товари і зниження цін на світових ринках, що обумовило зростання від'ємного сальдо платіжного балансу до 7,1% ВВП [12]. Наслідком цього стало стрімке падіння обмінного курсу гривні: офіційний курс знизився на 63% – з 4,8 грн. до 8 грн. за 1 дол. США у 2008-2009 рр. Падіння імпорту перевищило падіння експорту. Реальний імпорт в результаті падіння інвестиційного та споживчого попиту скоротився у 2009 р. на 38,6%.

По-друге, різко скоротилося зовнішнє фінансування, що забезпечувало економічне зростання у передкризові роки. У 2008 р. почався ще і вплив короткострокових ресурсів та іноземної готівки з банківської системи. Фінансовим наслідком цього стала неможливість ефективного обслуговування зовнішніх боргів обсягом 103,2 млрд дол. (на 1.01.2009 р.). Державний борг стрімко зростає, хоча в межах допустимого (рис. 3.6.).



*Рис. 3.6. Динаміка державного боргу та видатків Пенсійного фонду України*

*Джерело* : розраховано за даними [3; 11]

По-третє, зменшився внутрішній попит через значне скорочення інвестицій у реальний сектор споживчого кредитування. Валові заощадження знизились на 32,4% до 16,6% до ВВП. Зростає безробіття (2009 р. – 8,8%), а реальна зарплата скоротилась на 9,2%. Споживчі витрати стрімко знижуються.

По-четверте, значно збільшилося навантаження на бюджетну систему, Пенсійний фонд (рис. 3.6.). Зростають видатки державного бюджету та позики Державного казначейства на фінансування дефіциту ПФУ. Посилюється фіскальний тиск, зокрема зростають акцизи. Уряд відмовився секвеструвати бюджет. Доходи державного бюджету у 2009 р. були нижче, ніж у 2008 р. Очікувані доходи від приватизації не були отримані, у т.ч. у результаті несприятливої економічної та фінансової ситуації в країні. У 2008 р. поновлюється фінансування МФО, зокрема у 2009 р. було отримано транш у 4,7 млрд дол. США на фінансування бюджету (виплата пенсій, Нафтогаз й ін.). Утім це, поряд з іншими заходами, створило додаткові фіскальні ризики на майбутнє.

Передумови розгортання кризи у 2008-2009 рр. узагальнені на рис. 3.7. Важливо відзначити, що в її основі не наслідки світової фінансово-економічної кризи. Остання стала лише каталізатором та поглибила негативні наслідки. В основі кризи – накопичені дисбаланси національної економіки та фінансової системи, відсутність належних реформ та інституційних змін.

### Внутрішні чинники:

Екстенсивна модель економічного розвитку, орієнтована на зростання експорту, розширення споживання;  
Зниження прибутковості суб'єктів господарювання і, як результат, зниження інвестицій в основний капітал;  
Диспропорції у розподілі ВВП; домінування частки оплати праці у ВВП, випереджаючими темпами зростає частка соціальних трансфертів у доходах домогосподарств;  
Неоптимальна структура споживання;  
Випереджаюче зростання доходів (прибутку) фінансового сектору і домогосподарств у порівнянні з реальним сектором, непродуктивне кредитування;  
Зниження продуктивності праці;  
Непрозора структура власності, високий рівень тіньової економіки;  
Неефективна структура, знос основних фондів, висока енергоємність національної економіки;  
Неефективна і неадекватна валютно-курсова політика;  
Неефективна бюджетно-податкова політика;  
Відсутність інституційних реформ, монополізація економіки, неефективне правозастосування.

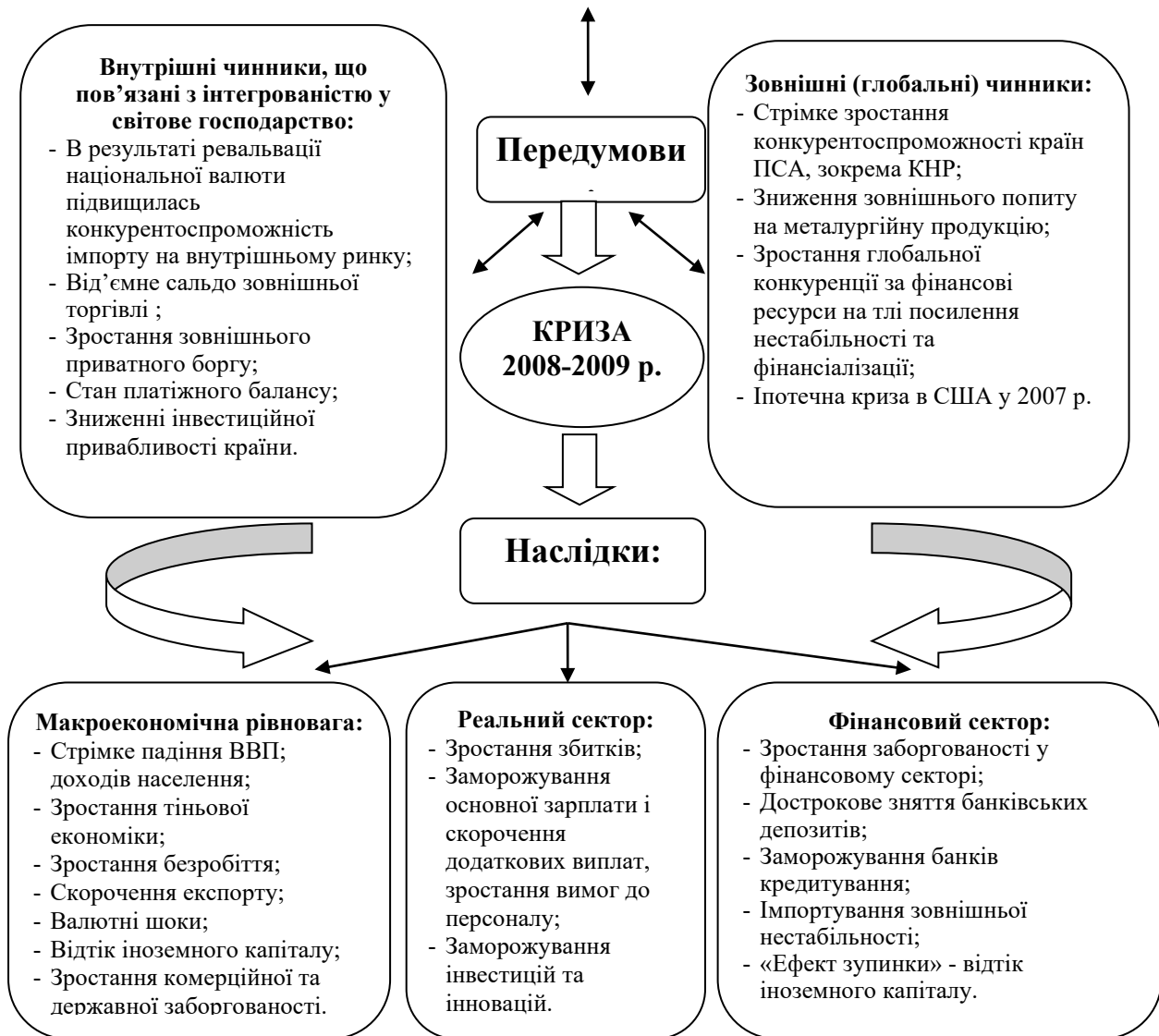


Рис. 3.7. Анатомія кризи 2008-2009 р. в Україні

Джерело: складено авторкою



Найменше у структурі національної економіки постраждало сільське господарство (скорочення реальної доданої вартості на 0,3%) завдяки, перш за все, тваринництву. Державна підтримка сільського господарства значно скоротилась – зменшилась пряма фінансова допомога, видатки на компенсацію ставок по кредитах, фінансування через Стабілізаційний фонд мало ефект лише для наступного маркетингового року. Основним інструментом державної підтримки сільськогосподарських підприємств було зменшення податкового навантаження. В цілому скорочення промисловості на 21,9% у 2009 р.

Окремі галузі підтримувалися державою, що дозволило стримати в них падіння (добувна промисловість). Підтримкою для металургійної галузі виявилися девальвація національної валюти та пільгові тарифи Укрзалізниці.

Значну увагу в межах державної підтримки було приділено транспорту, оскільки обсяг перевезень стрімко знизився, а значна частка транспортних засобів придбана або у кредит, або у лізинг. Але дії держави були неефективними – на першому етапі це регулювання тарифів, що негативно впливало на доходність та здатність до модернізації транспортних підприємств, на другому – реструктуризація державної компанії «Автомобільні дороги України» та прийняття Програми реформування залізничного транспорту не мали успіху. Сфера телекомунікацій була монополізована, знаходилась у постійних політичних і бізнес-конфліктах, у тому числі за участю держави, що поглиблювало негативні наслідки нестабільності і не дозволяло швидко і мобільно пристосовуватися до нових умов господарювання.

Після скорочення національного виробництва стрімко зменшуються інвестиції, що обмежило не лише відновлення реального сектору економіки, а і модернізацію національної економіки в наступних етапах. Дещо пожвавило інвестиційну активність підготовка до ЄВРО-2012. Приток ПІІ у 2009 р. був позитивним (+2,6%), що було пов'язано із рекапіталізацією фінансових установ іноземними власниками-материнськими компаніями (21% ПІІ). Збільшили приток ПІІ тютюнова і харчова промисловість. Основним інвестором є Кіпр.

Посилила негативні наслідки кризи 2008-2009 рр. і нестабільність та невизначеність енергетичної політики України, враховуючи високий рівень зовнішньої енергозалежності й енергоспоживання національними виробниками. Висока заборгованість підприємств і домогосподарств та подальше її зростання спонукала уряд збільшити статутний фонд Нафтогазу з 5,6 млрд грн до 24,2

млрд грн з тим, щоб не допустити неплатоспроможність, за рахунок емісії облігацій державної позики (ОВДП). Як результат, зростає державний борг.

Уряд до кінця 2009 р. провів ряд заходів щодо підвищення соціальних стандартів, утім вони були популістськими і не корелювали зі зростанням продуктивності праці, зайнятості, вирішенням проблеми боргів по житлово-комунальних послугах. Більш того, саме незадовільний рівень соціальних стандартів і захисту в країні стає чинником міграції активної робочої сили за кордон.

З метою стабілізації та відновлення національної економіки НБУ проводить відносно жорстку монетарну політику – з одного боку він кредитував КБ для їх підтримки, викупував державні облігації, а з іншого – стримував зростання грошової маси та ліквідності (продаж депозитних сертифікатів, збільшення нормативів резервування для КБ, рефінансування КБ на 1 рік для стабілізації або овернайт). В цілому це дозволило стерилізувати ліквідність та зменшити монетарний вплив на інфляцію.

У 2008-2009 рр. практично відбулися дві кризи у банківському секторі: криза довіри до банків та криза ліквідності банків. Їх загостренню сприяла світова криза, обмеження доступу до міжнародних ринків капіталу, девальвація гривні, розбалансування державних фінансів, політична нестабільність в країні.

На цьому етапі обсяг наданих коротко- та середньострокових кредитів зменшився на 4,7%, а довгострокових – на 17,3%. Як наслідок, зниження активності окремих суб'єктів реального сектору, зростання курсів валют призвело до зменшення ресурсів банків, зростання частки проблемних кредитів. У цей період відбувалося також зменшення частоти використання базових інструментів взаємодії фінансового та реального секторів вітчизняної економіки. Отже, характерними ознаками кризового етапу було зменшення кредитної активності і, як результат, падіння темпів економічного зростання. Основним зовнішнім джерелом фінансування суб'єктів господарювання залишається кредитування і його частка зростає (рис. 3.8.).

Основними проблемами у банківській системі, що вирішувалися у цей період, були: зменшення частки проблемних кредитів та реструктуризація останніх для зменшення боргового навантаження, підтримка стабільності банківського сектору та захист прав вкладників, утримання зменшення депозитів і вкладів суб'єктів господарювання і населення; відновлення прибутковості банківської діяльності (збиток у 2009 р. 20,5 млрд грн). Втім дії

щодо підтримки банківського сектору не були ефективними, в результаті чого кількість банків почала скорочуватись (табл. 3.13).

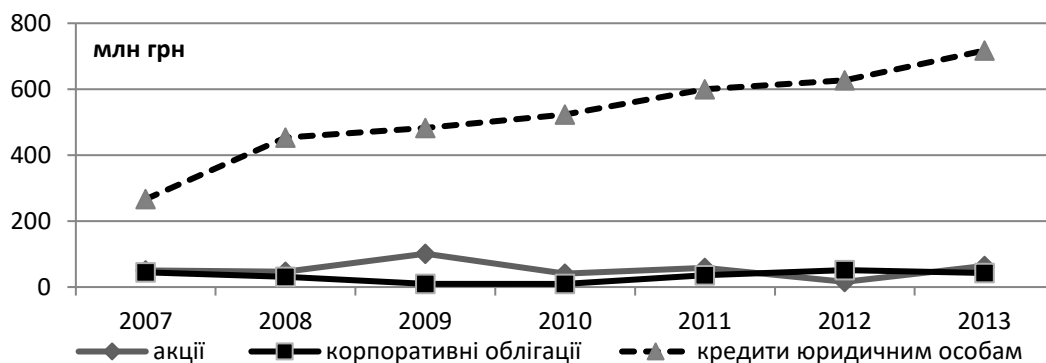


Рис. 3.8. Динаміка залучення коштів суб'єктами господарювання через емісію акцій, облігацій, кредитування

Джерело : розраховано за даними [4; 7; 15]

Зростають збитки суб'єктів господарювання і прибуток не виконує функцію щодо самофінансування господарської діяльності (табл. 3.14).

Таблиця 3.12

#### Рентабельність суб'єктів господарювання у 2000-2008 рр.

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Частка збиткових підприємств, %	37,7	39,9	41,0	34,9	35,5	34,1
Рентабельність операційної діяльності до оподаткування	3,9	3,3	4,0	5,9	5,0	3,9
Рентабельність діяльності на основі чистого прибутку	-1,5	-1,5	0,5	1,8	1,0	-0,7
Рентабельність від інвестиційно-фінансової діяльності	-5,4	-4,8	-3,5	-4,1	-4,0	-4,6

Джерело : розраховано за даними [4]

Частка традиційного страхування у 2009 р. зменшилась на 50%, страхові премії зменшувались, а страхові виплати зростали, страхові резерви на 70% склались з цінних паперів, і лише 17% – депозити у банках. У результаті спостерігається колапс у секторі в результаті дефіцит ліквідності, зниження платоспроможності населення. Подібні процеси спостерігаються й щодо інших фінансових установ – кредитних спілок (проблемні кредити – понад 90%), недержавних пенсійних фондів тощо.

У результаті зниження ліквідності, інвестиційної активності відбувається перетікання капіталу між сегментами фондового ринку та фінансового в цілому, що призвело до втрати надбань у попередньому етапі. У 2009 р. обсяг торгів на організованому ринку зменшився практично на 40%. Індекс ПФТС хоча і демонстрував позитивну динаміку у 2009 р., але уже в наступні роки кризові явища значно негативно вплинули на нього.

Таблиця 3.13

**Інституціональна структура банківської системи України в 2008-2013 рр.**

<b>Роки</b>	<b>Кількість зареєстрованих банків</b>	<b>Кількість банків з іноземним капіталом</b>	<b>Кількість банків зі 100% іноземним капіталом</b>	<b>Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків України, %</b>
2008	198	47	17	35,0
2009	198	53	17	36,7
2010	197	51	18	35,8
2011	194	55	20	40,6
2012	194	53	22	41,9
2013	176	53	22	39,5

*Джерело:* [7]

Передумови, наслідки та дії держави щодо стабілізації фінансового сектору представлено на рис. 3.9.

*П'ятий етап* – посткризовий (2010-2013 рр.). З 2010 р. ключові показники фінансового та реального секторів економіки України почали демонструвати позитивні зрушення. Зокрема, спостерігалось відновлення обсягів виробництва окремих суб'єктів реального сектору, обсягів кредитування банками, проте рівень розвитку вітчизняної економіки не досяг докризового рівня. Також необхідно зазначити про активну кредитну політику у посткризовий період як банків, так і небанківських установ.

У таких умовах запровадження системних економічних реформ, визначених Програмою на 2010-2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава» передбачало забезпечення переходу до політики довгострокового економічного розвитку. Утім у процесі її реалізації не вирішувалися основні проблеми розвитку національної економіки та фінансової системи, які вже стали системними. Поряд із цим існувала потреба у проведенні податкової реформи, реформи

пенсійної системи, удосконаленні валютної, боргової, кредитної політики. Однак непослідовність і несистемність дій і заходів держави не забезпечувало інноваційного розвитку національної економіки, а економічна політика по-суті, як і в попередні роки, була ситуативною.

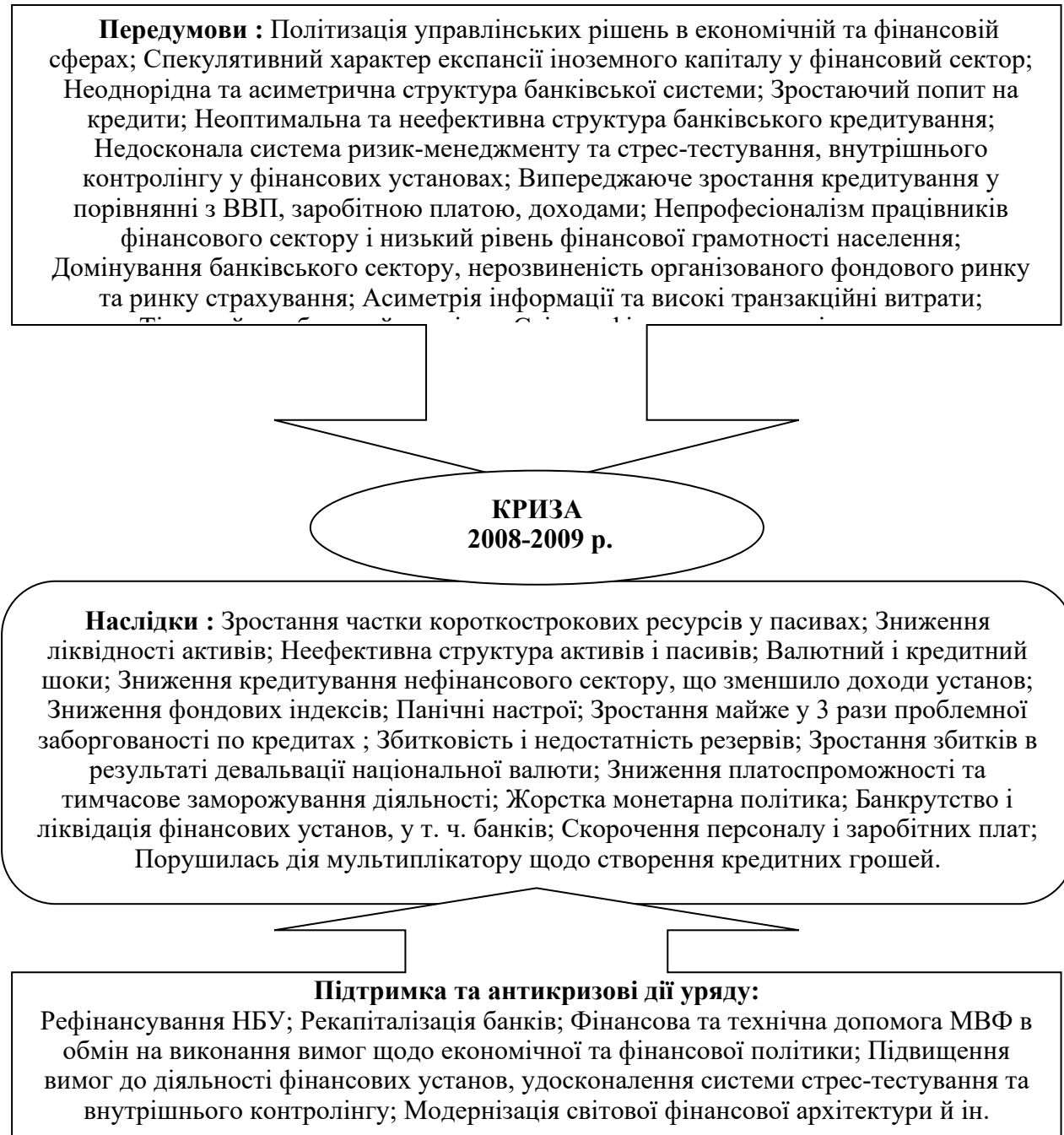


Рис. 3.9. Анатомія кризи у фінансовому секторі України в 2008-2009 р.

Джерело: складено автором

Органи державного регулювання фінансового ринку спрямовували свої зусилля на впровадження європейських стандартів на фінансовому ринку:

рекомендацій Базельського комітету та Директив Ради Європейського Союзу. Також значна увага приділялася реалізації заходів зміцнення капіталу вітчизняних фінансових компаній та покращення якості їх активів.

За підсумками 2012 р. окремі суб'єкти фінансового сектору вперше за останні роки отримали прибуток при стабільному збільшенні обсягів їх активів. Поряд з цим, незважаючи на активний розвиток фінансового сектору, характерним для посткризового етапу, було уповільнення темпів економічного зростання, а також притоку іноземних інвестицій у фінансовий та реальний сектори економіки.

Слід зазначити, що національна економіка та фінансова система розвивалися асинхронно. Для фінансової системи було важливо відновити ключові показники та забезпечити стабільність, що супроводжувалось підвищенням вартості зовнішніх ресурсів, вимог щодо залучення зовнішнього капіталу тощо. Це гальмувало розвиток реальної економіки, оскільки основним джерелом фінансування суб'єктів господарювання було кредитування.

*Шостий етап* – спад (2013-2015 рр.), що був спричинений початком воєнних дій на Сході країни, соціально-політичною та економічною нестабільністю, девальвацією національної валюти, високою інфляцією тощо. Спостерігалось різке уповільнення більшості показників розвитку економіки. Україна зіштовхнулася з «потрійною» кризою – негативні наслідки на рівні макроекономіки та в реальному секторі економіки посилювалися банківською кризою, кризою платіжного балансу та валютною кризами (рис. 3.10.).

Валютна криза стала результатом накопичення макроекономічних дисбалансів, анексією АКТ та частини території на Сході України, де була сконцентрована значна частка промисловості, у т. ч. орієнтована на експорт, втратою російського ринку збуту, зниженням платоспроможного попиту в результаті соціальної і політичної нестабільності.

У результаті дестабілізації валютного ринку зростають панічні настрої, що провокує зростання попиту на іноземну валюту, зниження її пропозиції. Ситуація погіршується соціально-політичною нестабільністю, невизначеністю щодо воєнних дій, скороченням зайнятості, товарними та енергетичними війнами з РФ.

Також вплинули на обмінний курс відтік інвестицій, оскільки значна частка іноземних інвесторів недооцінили ризики, зокрема, маючи активи на анексованій території, а також активізація євроінтеграційних процесів та

імміграція активної робочої сили. Для стабілізації валютного ринку було передбачено ряд заходів (рис. 3.11.).

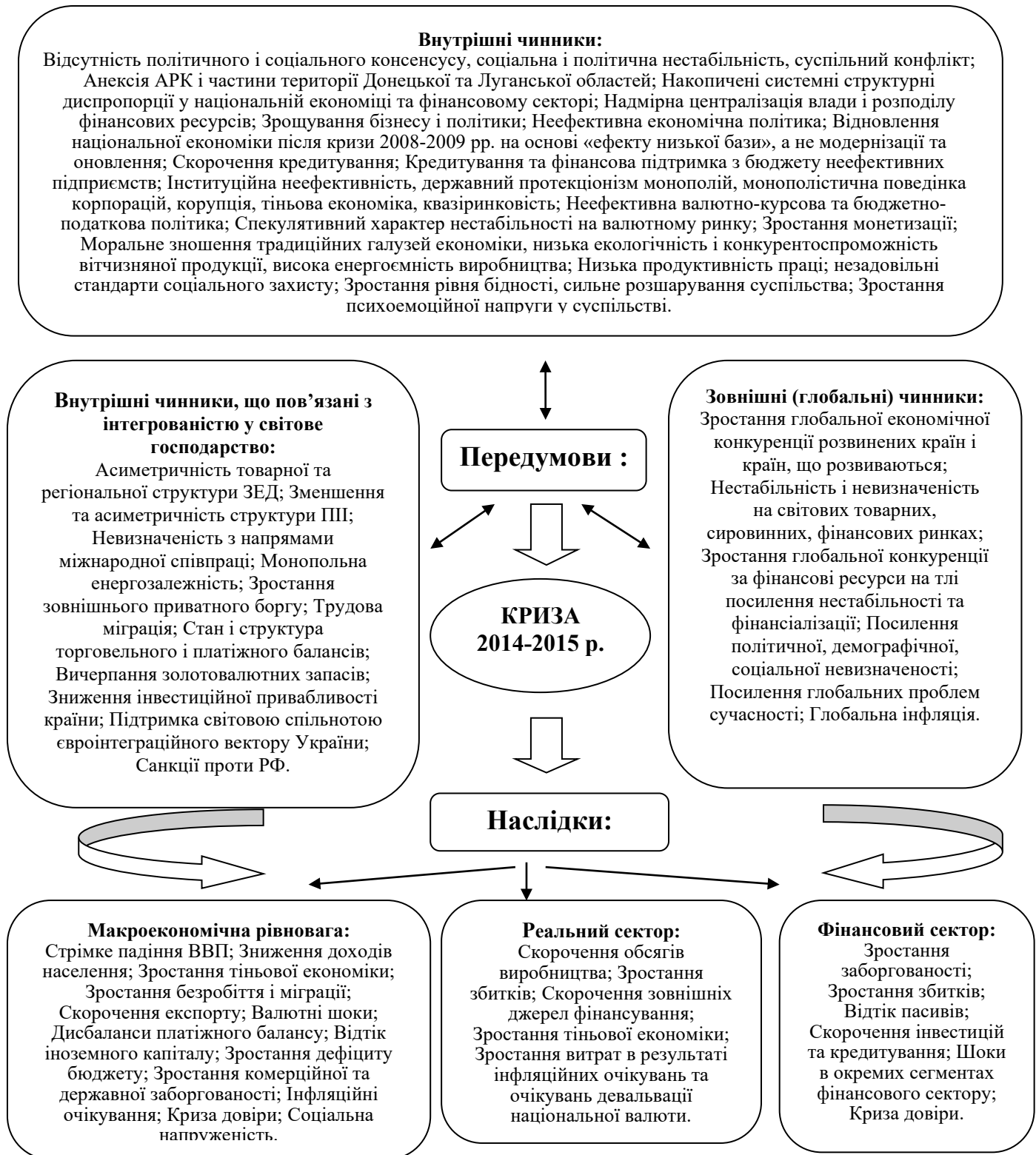


Рис. 3.10. Причини та наслідки кризи 2014-2015 р. в Україні

Джерело: складено авторкою

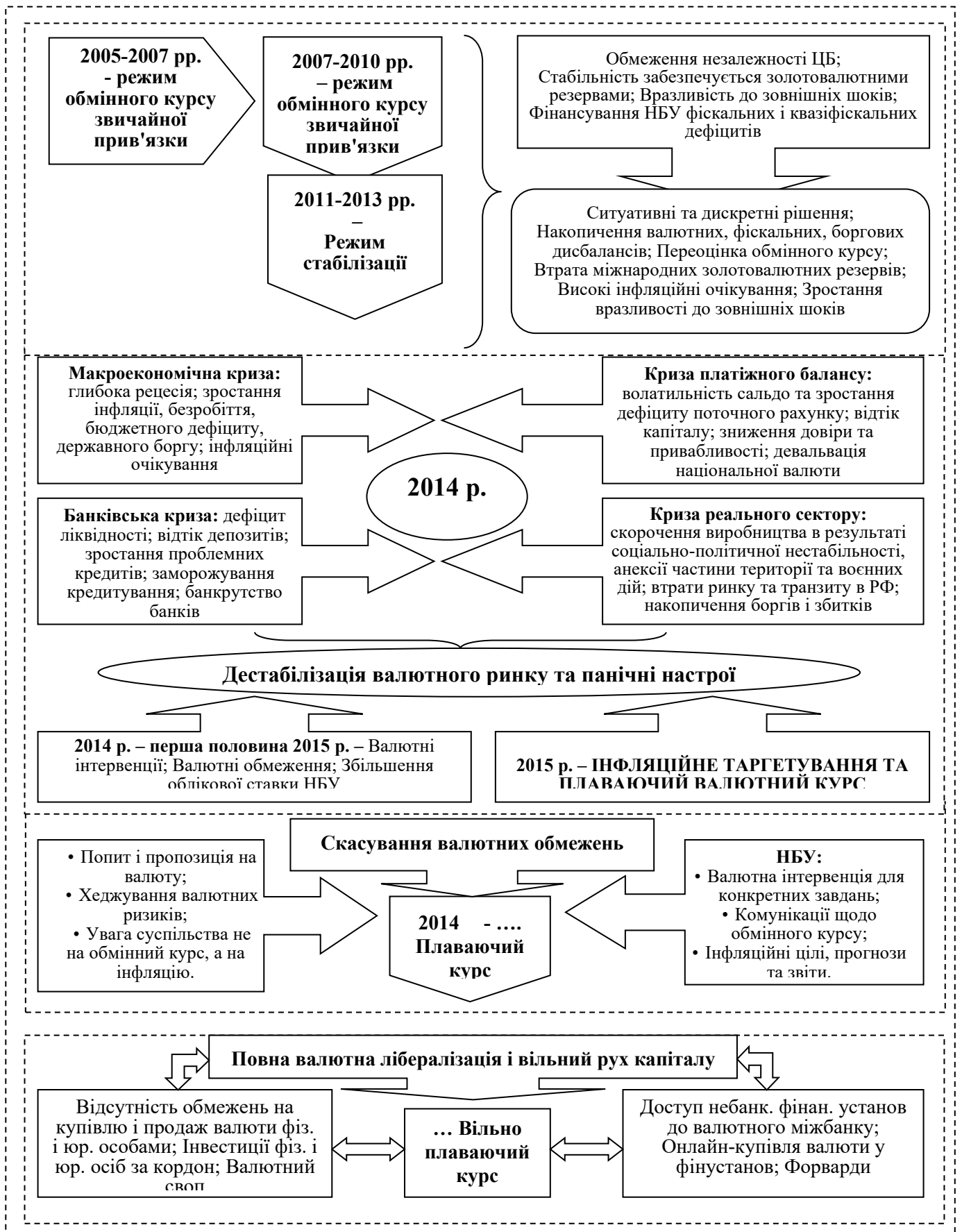


Рис. 3.11. Генезис валютного курсоутворення в Україні

Джерело: складено авторкою



*Перший етап* – 2014 р. – з метою стабілізації та впливу на панічні настрої НБУ здійснював валютні інтервенції для підтримки національної валюти, що призвело до зменшення золотовалютних резервів (табл. 3.14). НБУ застосовував валютні обмеження для стабілізації попиту, утримання необґрунтованого відтоку валюти з країни, забезпечення її надходжень на міжбанківський валютний ринок. Для зменшення девальваційного тиску на гривню на початку березня 2015 р. було стрімко піднято облікову ставку – до 30% [129].

Таблиця 3.14

**Окремі макроекономічні показники у 2013-2019 рр. (млрд грн.)**

Показники	Роки						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Сукупні офіційні резервні активи</b>	20,6	7,5	13,2	15,5	18,8	20,8	25,3
зокрема:							
резерви в іноземній валюті	18,7	6,6	12,3	11,9	15,6	19,8	24,1
золото	1,6	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,2
<b>Валютна інтервенція НБУ</b>							
купівля	1,1	0,9	2,0	2,5	2,3	3,2	8,5
продаж	4,7	10,1	2,2	0,9	1,0	1,8	0,5
<b>Загальний борг</b>	584,1	1100,6	1572,2	1929,8	2141,7	2168,6	1998,3
зокрема:							
Зовнішній борг	300,0	611,7	1042,7	1240,0	1375,0	1397,2	1115,2
Внутрішній борг	284,1	488,9	529,5	689,7	766,7	771,4	839,1

*Джерело:* розраховано за даними [16].

*Другий етап* – 2015 р. – подолання наслідків 2014 р., детінізація валютного ринку, створення передумов для впровадження інфляційного таргетування та валютної лібералізації.

*Третій етап* – початок 2016 р. – запровадження інфляційного таргетування та вільного курсоутворення. Перше передбачає оголошення кількісних цілей монетарної політики (річний приріст індексу споживчих цін 5%) та зобов'язання їх досягнення в середньостроковому періоді [17]. Основним інструментом монетарної політики при цьому є облікова ставка.

В результаті послідовної монетарної політики та переходу до вільного курсоутворення інфляція уповільнилась, знизилась волатильність обмінного курсу гривні.

На початку 2014 р. банківська система зазнала суттєвих проблем з ліквідністю, що стало причиною майже повного призупинення процесу кредитування. Стрімке скорочення виробництва призвело до гальмування розвитку фінансової системи. Відбувся різкий спад платоспроможності позичальників, що обумовило зростання проблемних кредитів у портфелях банків (табл. 3.15).

Таблиця 3.15

**Банківська система України в 2014-2019 рр.**

рік	Активи КБ (млн грн.)	Кредити КБ, видані суб'єктам господарювання (млн грн.)	Кредити КБ, видані фізичним особам (млн грн.)	Резерви за активними операціями банків (млн грн.)	Співвідношення недіючих кредитів без урахування резервів до капіталу	Співвідношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	Норма прибутку на активи (ROA)	Норма прибутку на капітал (ROE)
2013	1278095	698777	167773	131252	30,65	12,89	0,26	1,72
2014	1316852	802582	179040	204931	61,07	19,98	-4,24	-31,95
2015	1254385	830632	175711	321303	129,02	28,03	-5,54	-65,51
2016	1256299	847092	157385	484383	89,37	30,47	-12,47	-122,17
2017	1336358	870302	170938	516985	70,18	54,54	-1,76	-15,34
2018	1360764	919054	196634	555871	60,20	52,85	-1,60	14,61
2019	1494460	822020	206761	492069	25,28	48,36	4,70	37,55

Джерело: [7]

Для відновлення стабільності у банківській системі було здійснено очищення (табл. 3.16), що змінило її структуру та зменшило боргове навантаження, а реформи [18], які в цілому дозволили стабілізувати її стан та відновити кредитування. Для недопущення краху фінансової системи держава здійснила націоналізацію окремих банків, зокрема АБ «Приватбанк», КБ «Укргазбанк». PEST-аналіз розвитку банківської системи представлено в табл. Б.6.

**Структура банківської системи України в 2014-2019 рр.**

<b>рік</b>	<b>Кількість діючих банків</b>	<b>Кількість банків з іноземним капіталом</b>	<b>Кількість банків зі 100% іноземним капіталом</b>
2014	163	51	19
2015	117	41	17
2016	96	38	17
2017	82	38	18
2018	77	37	23
2019	75	35	23

*Джерело:* [7]

У цілому передумови нестабільності 2012-2015 рр. та антикризові заходи держави узагальнені на рис. 3.12.

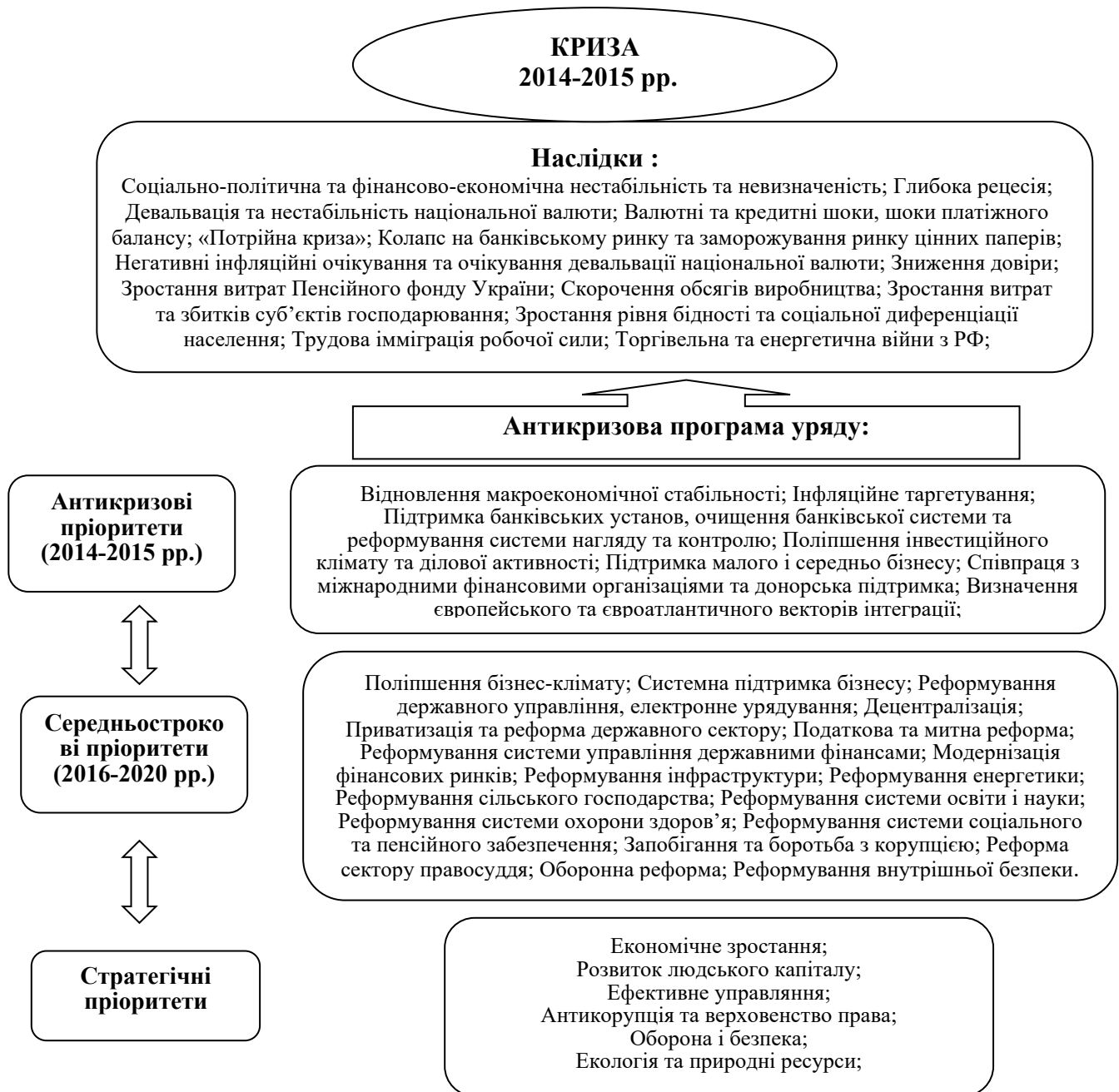
З 2015 р. відбулося поступове очищення банківської системи України, змінені підходи до банківського нагляду, підвищена інституційна спроможність Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. У результаті реформ фінансового сектору підвищилась стійкість банківського сектору, що сприяло відновленню кредитування.

Змінено стандарти корпоративного управління і посилено захист прав інвесторів. Велику увагу приділено захисту споживачів фінансових послуг і фінансовій грамотності. В цілому це сприяло макрофінансовій стабілізації та зміцненню спроможності регуляторів та учасників фінансового ринку протистояти кризовим явищам.

*Сьомий етап* – етап відновлення і модернізації (2016 р. – по теперішній час) характеризується поступовим відновленням діяльності на всіх сегментах фінансового ринку, відновленням прибутковості банківського сектору, лібералізацією валютних відносин в країні, впровадженням низки законодавчих актів щодо захисту прав інвесторів.

2019 р. став історичним щодо прибутковості банківської системи: прибуток державних банків за рік збільшився в 2,4 рази і становив 35,2 млрд грн, іноземних банків – відповідно в 5,1 разів до 18,5 млрд грн, банків з приватним українським капіталом – відповідно в 1,4 рази до 5,9 млрд грн)

(табл. 3.15). Майже 55% прибутку прийшлося на націоналізований у 2016 р. «ПриватБанк». Основними чинниками зростання прибутку стали висока операційна ефективність банків і низькі відрахування в резерви, які за рік зменшилися вдвічі – з 24 до 12 млрд грн [7].



*Рис. 3.12. Наслідки кризи 2014-2015 р. в Україні та напрями антикризових дій*

*Джерело: складено авторкою*

У 2014-2016 рр. фондовий ринок був практично заморожений, втім у 2017-2018 рр. відбувається ряд заходів щодо його успішного реформування.

Цьому, перш за все, сприяло прийняття законів щодо стимулювання активності у цьому сегменті фінансового ринку. НКЦПФР на законодавчому рівні дозволила українцям торгувати цінними паперами іноземних компаній. У липні 2018 р. прийнято Закон «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння залученню іноземних інвестицій». 7 лютого 2019 р. набув чинності Закон України «Про валюту і валютні операції», що значно полегшило процедуру здійснення інвестування у валютні цінності.

Важливою подією стало прийняття у жовтні 2019 р. Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг», який передбачив зміни в державному регулюванні фінансового ринку – ліквідація Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг та розподіл її повноважень між НБУ та НКЦПФР (закон про «спліт»). Відповідно НБУ регулює діяльність лізингових, фінансових, страхових компаній, ломбардів, кредитних спілок та бюро кредитних історій. А НКЦПФР буде здійснювати нагляд за діяльністю пенсійних фондів та фондів фінансування будівництва. Остаточний розподіл повноважень та ліквідація Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг відбувся 1 липня 2020 р.

Важливу роль у реформуванні фінансової системи в цей період відіграли міжнародні фінансові організації, зокрема МВФ (рис. 3.1).

Не зважаючи на реформи, значна частка держави у фінансовому секторі обмежує конкуренцію, активність на фондовому ринку залишається низькою, інфраструктура організованих фінансових ринків залишається недостатньо розвиненою, а програми підтримки малого і середнього сектору фрагментарні і недостатньо ефективні. Новим викликом для подальшого розвитку національної економіки та фінансового ринку стала пандемія COVID-2019.

Для порівняння з результатами регресійного аналізу (3.1), (3.2), (3.3), (3.4) здійснимо оцінку впливу інвестицій в основний капітал ( $x_1$ ), ПШ ( $x_3$ ), кінцевого споживання ( $x_4$ ) на динаміку ВВП (млрд грн у поточних цінах) ( $y_1$ ) в період 2012-2019 рр. та залежність інвестицій в основний капітал ( $y_2$ ) від динаміки валових внутрішніх заощаджень ( $x_2$ ).

Отже, інвестиції в основний капітал позитивно впливають на динаміку ВВП, про що свідчать результати регресійного аналізу:

$$y_1 = 6,419 * x_1 - 68,6; R^2 = 0,912; \quad (3.5)$$

Виявлено позитивний вплив на інвестиції в основний капітал внутрішніх заощаджень:

$$y_2 = 0,737 * x_2 + 112,3; R^2 = 0,694; \quad (3.6)$$

Виявлено позитивний вплив чистих прямих іноземних інвестицій на ВВП:

$$y_1 = 15,171 * x_3 + 1209,4; R^2 = 0,653; \quad (3.7)$$

Виявлено позитивний вплив кінцевого споживання на ВВП:

$$y_1 = 1,458 * x_4 + 12,6; R^2 = 0,995; \quad (3.8)$$

Всі моделі значущі відповідно до F-критерію Фішера ( $F > F_{\text{табл.}}$ ) та  $R^2$ .

Отже, виявлено, що у період 2012-2019 рр. результативність залучення інвестицій в основний капітал, чистих ПІІ та кінцевого споживання для забезпечення економічного зростання зростає. Найбільший вплив мають чисті ПІІ, втім проблемним є те, що їх динаміка нестабільна, а обсяг сильно обмежений в результаті високих інвестиційних ризиків і низької інвестиційної привабливості країни. Зростання ролі інвестицій у ВВП можна пояснити й змінами у зв'язку із формування нового технологічного укладу. Поряд із високим ефектом ПІІ для ВВП його роль дещо знижується, що можна пояснити й іншими факторами, що мають сильний вплив на динаміку ВВП, зокрема девальвація національної валюти, збитковість, обмеженість кредитних ресурсів тощо. Результативність впливу внутрішніх заощаджень на динаміку інвестицій в основний капітал зменшилась, оскільки відбувається зменшення притоку депозитів як ресурсної бази КБ, заморожування кредитування у 2014-2016 рр. у результаті кризи неплатежів, ліквідності, посиленням вимог до формування резервів і фінансової стійкості.

### **3.2. Оцінка ефективності розвитку фінансової системи та її інституційних деструкцій**

Сучасна фінансова система України є банкоорієнтованою і роль банківських установ у результаті кризових явищ 2009 р. і 2014-2015 рр. фактично лише посилилась, хоча кількість КБ зменшилась, а інших

небанківських установ, зокрема фінансових компаній, суттєво збільшилась (рис. Б.1.), оскільки за величиною сукупних активів небанківський сектор в цілому становить на початок 2020 р. лише біля 15% активів фінансової системи, і це є найбільшим показником за історію вітчизняної фінансової системи (табл. 3.17).

Таблиця 3.17

**Структура фінансової системи України за величиною активів**

рік	Активи банків до ВВП	Активи небанківських установ до ВВП	Капіталізація фондового ринку до ВВП	Частка банківського сектору в активах фінансової системи	Частка небанківських установ в активах фінансової системи	Частка страхових компаній в активах фінансової системи
2008	97,68	5,82	40,22	94,38	5,62	4,27
2009	96,38	6,05	12,60	94,10	5,90	4,49
2010	87,02	5,63	15,90	93,93	6,07	4,51
2011	80,08	4,94	13,70	94,19	5,81	4,30
2012	80,01	4,67	19,70	94,49	5,51	4,71
2013	87,85	7,72	21,28	91,92	8,08	4,77
2014	84,05	8,17	29,21	91,14	8,86	4,86
2015	63,37	6,90	3,21	90,60	9,40	4,18
2016	52,72	5,44	0,82	91,42	8,58	3,71
2017	44,80	5,76	0,41	88,02	11,98	4,00
2018	38,24	5,53	0,28	87,03	12,97	4,18
2019	37,60	5,92	0,29	86,40	13,60	3,69

*Джерело:* складено за даними [ 4; 7; 15; 16]

Незважаючи на «очищення», реформи НБУ, починаючи з 2014 р., банківська система характеризується наступним: висока частка проблемних кредитів (48,4% на 01.01.2020 р.); надмірна збитковість як наслідок кризи 2014-2015 рр. і зміни системи регулювання і нагляду; є висока частка державної участі й концентрації в секторі; високий рівень доларизації (40 %); нестабільність комісійних доходів; високий юридичний ризик у результаті судових справ, пов'язаних із Приватбанком, повільних антикорупційних реформ, несистемної співпраці з МФО; зниження підприємницьких доходів і зростання схильності до заощаджень в умовах пандемії COVID-19. За оцінками [7] в результаті анексії частини

території України в 2014 р. втрачено контроль над 15-20% кредитного портфелю банківської системи.

Для банківської системи характерно високий рівень присутності держави – 55% на початок 2020 р., при чому серед п'яти найбільших банків, які контролюють 61,4% активів, 4 державні – ПриватБанк, Ощадбанк, Укрексімбанк, Укргазбанк. І частка держави значно зросла в результаті націоналізації

ПриватБанку та докапіталізації державних банків, зокрема в 2015 р. – 20 млрд грн у статутний капітал Ощадбанку, Укрексімбанку, Укргазбанку, у І кварталі 2016 р. ще додатково понад 14 млрд грн. Загальна підтримка держави на докапіталізацію банків в період 2008-2016 рр. разом із націоналізацією ПриватБанку становила 15,3 млрд дол. США. Лише зразу після націоналізації докапіталізація Приватбанку становила 155 млрд грн. Утім важливою проблемою було те, що докапіталізація була спрямована фактично на покриття збитків та компенсацію вкладів неплатоспроможних банків. Сьогодні після поступового відновлення стабільності та прибутковості банківської системи (табл. 3.15) відбувається і концентрація прибутку у державних банках. Так, ПриватБанк за результатами 2019 р. отримав прибуток, який більш, ніж удвічі перевищує прибуток всіх інших банків. Утім проблемою є й те, що 81% кредитів у портфелі цього банку є непрацюючими. Наприклад, у лідера рейтингу надійності Райффайзен Банк Аваль таких лише 8%. Проблемою державних банків є і висока частка депозитного портфелю в іноземній валюті та депозитів «до запитання» – біля 50% у Укрексімбанку та 10% у Ощадбанку.

За рейтингом надійності банків в Україні компанії Dragon Capital [19] лідером декілька років поспіль визнавався Райффайзен Банк Аваль. Крім нього, до рейтингу найкращих попали УкрСиббанк, Сітібанк, ІНГ Банк, Креді Агріколь, ОТП, ПриватБанк, Укрексімбанк, Ощадбанк, ПроКредит Банк. Знов ж таки бачимо три державних банки.

Частка іноземного капіталу з моменту відтоку капіталу з банківської системи в наслідок кризи 2008 р. знову поступово зростає і на початок 2020 р. досягла 50,3% капіталу банківської системи. Рівень довіри до іноземних банків вище, ніж до інших, утім їх група є неоднорідною. З одного боку, це Райффайзен банк Аваль, УкрСиббанк (BNP Paribas), ОТП, Креді Агріколь, Кредобанк (РКО ВР), Прокредит банк, Правекс банк (Intesa), Ідея банк (Getin), для яких важлива репутація і вони пропонують достатньо привабливі умови для обслуговування клієнтів. Утім частка цих українських підрозділів у міжнародних банківських



групах настільки мала, що очікувати їх зростання у контексті стратегічного розвитку групи не варто (BNP Paribas – 0,08%, Credit Agricole – 0,09%, РКО ВР – 0,82%). З іншого боку, це група установ, яка належить або країні під санкціями, або країнам, які мають затяжні глибокі кризи власних фінансових систем. Зокрема, Укрсоцбанк, Промінвестбанк, Сбербанк Росії, Альфа-банк, банк Форвард належать Росії, Піреус банк МКБ, Марфін банк (МТБ Банк) – відповідно Греції та Кіпру. Є й група іноземних банків, які відносяться до найнадійніших, зокрема, Дойчебанк, ІНГ, Сіті, СЕБ, Банк «Кредит Європа», втім їх українські підрозділи орієнтовані переважно на корпоративних клієнтів, частково обслуговують середній та малих бізнес і не орієнтовані на фізичних осіб. Отже, очікувати найближчим часом припливу дешевого іноземного капіталу у банківську систему з тим, щоб посилити її функціональне, зокрема щодо кредитного забезпечення розвитку національної економіки, не варто. Отже, стратегічно слід розвивати приватні українські банки, втім, на жаль, їх стан найменш привабливий – 100% банкрутств в період з 2008 р. стосується саме цієї групи (виключення ВТБ – політичні санкції).

Небанківський сектор України характеризується низьким рівнем активності, високою часткою операцій, відмінних від посередницьких, низьким рівнем взаємопов'язаності та концентрації, що не створює, на відміну від банків, передумов для генерування системних криз. Якщо раніше більшу частку небанківського сектору становили страхові компанії, то в 2015-2019 рр. зростання сектору в основному відбулося за рахунок фінансових компаній (рис. Б.1). Останні інституційні трансформації у секторі пов'язані зі «сплітом» у 2020 р., орієнтованим на спільну координацію фінансового сектору, ефективний розвиток інфраструктури, захист прав споживачів.

Страховий ринок в Україні поки залишається «неочищеним». Хоча кількість страхових компаній й зменшується, залишається багато тих, які є неплатоспроможні, непрозорими, з низькою активністю. Отже, страховий сектор потребує такої ж модернізації, яку здійснив НБУ у банківському секторі. Вітчизняний страховий ринок має великий потенціал в Україні (медичне страхування, страхування життя, страхування майна), втім для його реалізації страхові компанії повинні бути прозорими, капіталізованими, клієнтоорієнтованими, дотримуватися принципів резервування для майбутніх виплат. Не зважаючи на поступовий приріст щільності страхування, одна особа витрачає в середньому в 2019 р. до 50 дол. США (2015 р. – 30 дол.

США), що набагато менше, ніж нормативне значення для розвинутої галузі – 140 дол. США [14].

Динаміка випуску цінних паперів в Україні (рис. Б.2.) про поступове нарощування обсягів торгів на фондовому ринку в 2017-2019 рр., що в цілому пояснюється насамперед запровадженням Інтернет-трейдингу, що дало змогу значно збільшити участь фізичних осіб, та динамікою ОДВП. На жаль, фондовий ринок не виконує традиційні функції щодо залучення капіталу емітентами і, в більшій мірі, обслуговує потреби державного бюджету України через обслуговування ОДВЗ. Питома частка торгів на ринку цінних паперів у 2019 р. ОДВЗ склала 80,98%.

Оцінка інтегрального Індексу фінансового розвитку (FDI) (табл. 2.3) України (табл. Б.7) в цілому свідчить про низький рівень розвитку фінансової системи. Якщо середньосвітовий показник становить у 2018 р. 0,33, то для України – 0,21 [23]. Якщо його складова, що відображає інституційну якість розвитку фінансових установ становить 0,37 (світ – 0,44), то розвитку фінансових ринків – 0,04 (світ – 0,21).

На основі регресійної моделі, запропонованої МВФ [27] для країн з ринками, що розвиваються, оцінимо вплив FDI на розвиток економіки України в період 1992-2018 рр. на основі моделі:

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = a + \text{FD} + (\text{FD} * \text{Vcrisis}) + X \quad (3.9)$$

де ВВП<sub>дн</sub> – показник зростання ВВП на душу населення; FD – індикатор фінансового розвитку або підкомпонент (табл. 3.22). Також в модель для контролю збільшення частоти банківських криз включена фіктивна змінна «банківської кризи» – Vcrisis, яка в період, коли спостерігалась криза приймає значення 1, в інших випадках – 0 [301]. Кризи в банківському секторі України були в 1998, 1999, 2008, 2009, 2014, 2015 рр. Змінна X – це набір засобів контролю, який включає такі змінні як: ВВП на душу населення, рівень освіти (Ed) і відношення витрат держави до ВВП (G). На основі аналізу статичних даних [138; 376] отримані рівняння:

*Індекс фінансового розвитку (FD<sub>1</sub>):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -127,3 + 39,7 * \text{FD}_1 - 20,7 * \text{FDBcr} + 1,1 \text{Ed} + 0,7 * \text{G}; \quad (3.10)$$

$$R^2 = 0,52; \text{DW} = 1,34;$$

*Індекс доступу фінансових установ (FD<sub>2</sub>):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -124,6 + 2,7 * \text{FD}_2 - 14,0 * \text{FDBcr} + 1,2 \text{Ed} + 0,4 * \text{G}; \quad (3.11)$$

$$R^2 = 0,49; \text{DW} = 1,38;$$

*Індекс глибини фінансових установ ( $FD_3$ )*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -124,6 + 59,1 * FD_3 - 44,2 * \text{FDBcr} + 1,0 \text{ Ed} + 1,1 * \text{G}; \quad (3.12)$$

$$R^2 = 0,6; \text{ DW} = 1,6;$$

*Індекс ефективності фінансових установ ( $FD_4$ )*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -144,6 + 65,8 * FD_4 - 5,1 * \text{FDBcr} + 1,1 \text{ Ed} + 0,1 * \text{G}; \quad (3.13)$$

$$R^2 = 0,6; \text{ DW} = 1,78;$$

*Індекс фінансових установ ( $FD_5$ ):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -125,9 + 21,4 * FD_5 - 11,3 * \text{FDBcr} + 1,1 \text{ Ed} + 0,6 * \text{G}; \quad (3.14)$$

$$R^2 = 0,5; \text{ DW} = 1,35;$$

*Індекс доступу до фінансових ринків ( $FD_6$ ):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -136,1 + 87,9 * FD_6 - 23,5 * \text{FDBcr} + 1,2 \text{ Ed} + 1,2 * \text{G}; \quad (3.15)$$

$$R^2 = 0,65; \text{ DW} = 1,83;$$

*Індекс глибини фінансових ринків ( $FD_7$ ):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -127,5 + 19,9 * FD_7 - 50,0 * \text{FDBcr} + 1,2 \text{ Ed} + 0,5 * \text{G}; \quad (3.16)$$

$$R^2 = 0,5; \text{ DW} = 1,3;$$

*Індекс ефективності фінансових ринків ( $FD_8$ ):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -130,6 + 106,0 * FD_8 - 105,7 * \text{FDBcr} + 1,9 \text{ Ed} + 0,7 * \text{G}; \quad (3.17)$$

$$R^2 = 0,53; \text{ DW} = 1,41;$$

*Індекс фінансових ринків ( $FD_9$ ):*

$$\text{ВВП}_{\text{дн}} = -138,7 + 102,2 * FD_9 - 76,3 * \text{FDBcr} + 1,1 \text{ Ed} + 1,0 * \text{G}; \quad (3.18)$$

$$R^2 = 0,58; \text{ DW} = 1,61;$$

Отже, можна зробити наступні висновки, які повинні бути враховані при прогнозуванні подальшого розвитку фінансової системи та розвитку її інституційної структури. По-перше, в цілому за всі роки незалежності розвиток фінансової системи позитивно вплинув на динаміку ВВП на душу населення. Позитивний вплив від розвитку фінансової системи перевищив фінансові втрати від криз банківської системи. По-друге, розвиток фінансових ринків здійснює на зростання ВВП на душу населення більший позитивний вплив, ніж розвиток фінансових установ. Утім банківські кризи обумовили і більші втрати ВВП від стану розвитку фінансових ринків. По-третє, банківські кризи негативно позначилися на динаміці ВВП на душу населення. По-четверте, найбільший позитивний вплив на динаміку ВВП на душу населення здійснює глибина фінансових установ, ефективність фінансових установ, доступ до

фінансових ринків, ефективність фінансових ринків. У більшій мірі такі незадовільні залежності обумовлені нерозвиненістю та не сформованістю саме інституційного середовища.

Враховуючи нестабільну динаміку і структуру розвитку фінансової системи використовувати багатокомпонентні інтегральні показники та індикатори слід обережно, особливо для невеликого періоду.

Оскільки значущими подіями еволюції фінансової системи України стали експансія іноземного капіталу і період стрімкого розвитку 2006-2008 рр. та криза 2014-2015 рр., які суттєво змінили організаційно-інституційну структуру фінансової системи, принципи її регулювання і нагляду, то доцільно проаналізувати саме період, починаючи з 2009 р. для цього використаємо Інтегральні показники, які були нами запропоновані у розділі 2. В результаті розрахунків отримано Інтегральні показники розвитку фінансової системи та соціально-економічного розвитку (рис. 3.13.).

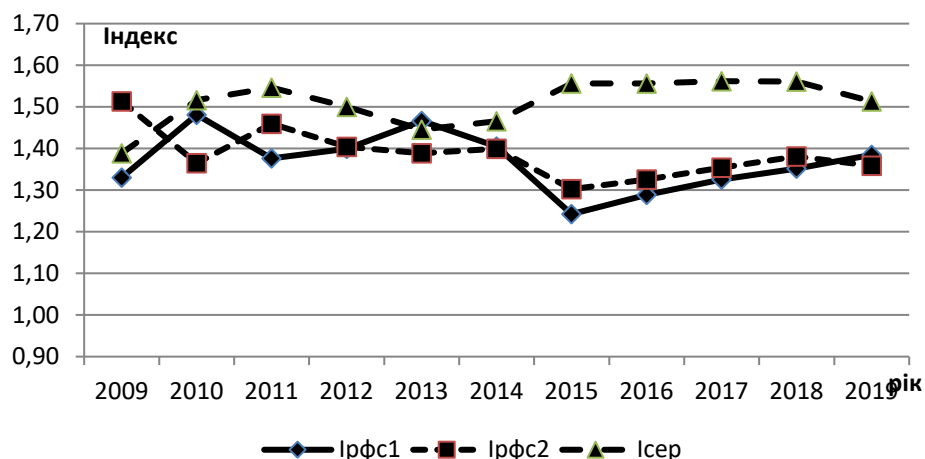


Рис. 3.13. Динаміка Інтегральних показників розвитку фінансової системи та соціально-економічного розвитку

Джерело: розраховано автором на основі (2.5), (2.6), (2.7) та даних [20]

Отже, можемо відзначити, що в цілому  $I_{РФС}^1$  та  $I_{РФС}^2$  демонструють подібні тенденції. Однак з рис. 3.13 видно, що між ними та  $I_{СЕД}$  обернена залежність. Тобто, в цілому стан і розвиток фінансової системи України в період 2009-2019 рр. негативно впливає на динаміку ВВП і втрати від фінансово-економічної нестабільності у 2009 р. та 2014-2015 рр. до сьогодні не покриті.

Для підтвердження цього здійснимо аналіз між  $I_{СЕД}$  та  $I_{РФС}$  на основі кореляційно-регресійного аналізу. В результаті отриманні рівняння:

$$I_{СЕД} = -0,288 * I_{РФС}^1 + 1,906 \quad (3.19)$$

Встановлено, що параметри моделі статистично не значущі.  $R^2 = 0,135$ . Індекс кореляції  $r_{xy} = -0,376$ , що свідчить про слабкий зв'язок  $I_{РФС}^1$  на  $I_{СЕД}$ .

$$I_{СЕД} = -0,647 * I_{РФС}^2 + 2,408 \quad (3.20)$$

Встановлено, що параметри моделі статистично значущі:  $t_{набл} > t_{критич}$ ,  $DW = 1,62$ . Можлива економічна інтерпретація параметрів моделі: збільшення  $I_{РФС}^2$  на 1 од. вимір. призводить до зменшення  $I_{СЕД}$  в середньому на 0,647 од. вимір. Отримані оцінки рівняння регресії дозволяють використовувати його для прогнозу.  $R^2 = 0,46$  – 46% варіативності. При  $I_{РФС}^2 = 2$ ,  $I_{СЕД}$  буде перебувати в межах від 0,71 до 1,52 од. вимір. і з імовірністю 95% не вийде за ці межі. Індекс кореляції  $r_{xy} = -0,678$ , що свідчить про помірний зв'язок  $I_{РФС}^2$  на  $I_{СЕД}$ .

Тобто, можна підтвердити обернену залежність між соціально-економічним розвитком та розвитком фінансової системи України. При цьому значимим виявився  $I_{РФС}^2$ , який демонструє розвиток фінансової системи в контексті активності суб'єктів, зокрема суб'єктів господарювання (банківські кредити, емісія корпоративних облігацій), населення (депозити, банківські кредити), фінансові організації (активи), держава (ОДВП), а не інституціональної структури. Це можна пояснити тим, що розвиток національної економіки залежить від ефективності формування, розподілу та використання фінансових ресурсів саме економічними суб'єктами, пов'язаними із створенням доданої вартості. У той же час який фінансовий інститут-організація буде забезпечувати фінансові потоки на даний час не відіграє визначальної ролі, головне, щоб вони в цілому виконували традиційні функції посередника між тими, хто має вільні кошти, і тими, хто їх шукає. На жаль, як було відзначено вище, і банківські установи, і небанківські, і фондовий ринок на даний час демонструють дещо інші явища. Для деталізації здійснимо регресійний аналіз залежності  $I_{СЕД}$  від приросту компонентів  $I_{РФС}^2$ . В результаті отримано рівняння ( $t_{набл} > t_{критич}$ ,  $R^2 = 0,928$ ):

$$I_{СЕД} = 1,868 - 0,066 * I_9 - 0,013 * I_{10} - 0,242 * I_{11} - 0,037 * I_{12} + 0,005 * I_{14} \quad (3.21)$$

Отже, можна засвідчити, що зростання банківських кредитів, банківських депозитів, ОДВП в обороті, корпоративних облігацій негативно впливає на  $I_{СЕД}$ ,

втім зростання активів небанківського сектору позитивно впливає на  $I_{CED}$ . Це в цілому відображає виявлені вище тенденції розвитку фінансової системи.

Здійснимо аналіз впливу розвитку фінансової системи на динаміку ВВП ще на основі одного підходу. Враховуючи структуру фінансової системи оцінимо зв'язку розвитку фінансової системи на основі індикатора фінансової глибини (ФР) та ВВП із динамікою секторів фінансової системи: ЕА – емісія акцій, АБ – банківські активи, АНБС – активи небанківського сектору у 2008-2019 рр.

В результаті отримані наступні рівняння:

$$\text{ФР} = 87,4 + 0,0462*EA + 0,0123*AB - 0,219*AHBC; R^2=0,803 \quad (3.22)$$

$$\text{ВВП} = 615,185 - 1,322*EA - 0,183*AB + 15,181*AHBC; R^2=0,955 \quad (3.23)$$

Моделі значущі, оскільки  $t_{\text{набл}} > t_{\text{критич}}$ . Отримані моделі демонструють обернений вплив складових фінансової системи на розвиток фінансової системи та економічного розвитку, негативний вплив на ВВП ринку цінних паперів та банківської системи, позитивний – небанківського сектору. Це відповідає результатам моделювання, представленим вище.

Цікавим є аналіз фінансіалізації економіки України, яка відбувалася переважно через експансію іноземного капіталу в банківський сектор. На основі (2.9) проаналізуємо залежність між зростанням валових внутрішніх інвестицій (ВВІ) і темпами динаміки кредитування домогосподарств (КД), кредитування суб'єктів господарювання нефінансового сектору (КНФС) та обсягу іноземного банківського капіталу (ІБК) за період 2002-2014 рр.

Саме цей період можна пояснити тим, що 2002 р. – це прихід іноземних банків в Україну, а 2014 р. – рік, коли Україна стала лідером по відтоку банківського капіталу в регіоні Центральної, Східної та Південно-Східної Європи (CESEE). Якщо материнські структури на початок 2009 р. вклали в свої українські дочірні підрозділи близько 40-50 млрд євро, то на 2014 р. цих коштів залишилося не більше 5-10 млрд [53]. Чинниками відтоку були не лише економічний спад, девальвація та військові конфлікти, а й те, що значна частка капіталу повернулася до ЄС через підвищення вимог European Banking Authority (EBA). Загалом європейські та американські банки скоротили присутність у всіх країнах CESEE, крім Туреччини, їх активи в цих країнах зменшилися на 110,4 млрд дол. США [376]. З жовтня 2013 р. банки Єврозони, які складають левову частку іноземців на ринках CESEE, повинні були привести свої баланси у відповідність до вимог EBA про достатність капіталу

СЕТ1 не нижче 8%. Результати чергових стрес-тестів у 2014 р. виявилися невтішними: 24 з 123 банків не пройшли тест. У контексті цього регулятор зобов'язав їх до кінця липня 2015 р. привести свої фінанси в порядок під загрозою закриття, що змусило більшість банківських груп ще до початку стрес-тестів розпродавати активи і згортати інвестиції та кредитування за межами ЄС (і не тільки в CESEE).

Отже, в результаті отримано рівняння:

$$\ln \text{ВВІ} = 25,15 - 0,808 * \text{КД} + 1,375 * \text{КНФС} + 0,022 * \text{ІБК} \quad (3.24)$$

Результати та статистичні показники коефіцієнтів свідчать про достатній рівень якості отриманих оцінок:  $t_{\text{набл}} > t_{\text{критич.}}$ ,  $R^2=0,84$ ,  $DW=1,97$ . Отже, за інших рівних умов, на динаміку валових внутрішніх інвестицій в Україні позитивний вплив здійснювало збільшення темпів приросту обсягів кредитування суб'єктів господарювання за рахунок зростання частки іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі, проте збільшення темпів приросту споживчого кредитування негативно позначалося на інвестиційній активності в країні. Це дозволяє визначити наступні окремі умови позитивного впливу фінансіалізації на економічний розвиток в Україні, а саме: по-перше, збільшення капіталізації банківської системи за рахунок створення сприятливих умов експансії іноземного капіталу; по-друге, контроль за дотриманням банками пропорцій щодо випереджаючої динаміки зростання обсягів кредитування підприємств проти споживчого кредитування; по-третє, обмеження обсягів кредитування в іноземній валюті та системна діяльність регуляторів щодо дедоларизації економіки з метою зниження валютних ризиків та підвищення стабільності національної валюти; по-четверте, підвищення довіри до національної банківської системи.

Для оцінки наслідків фінансіалізації побудуємо ряд моделей, що визначають її вплив на кінцеві споживчі витрати (КСВ).

$$\begin{aligned} \text{КСВ} = & -10,864 + 2,897 * \text{МЗ/ВВП} + 0,009 * \text{ВВП}_{\text{дн}} + 3,759 * \text{КБС} - \\ & - 2,333 * \text{ІДж} - 0,737 * \text{ВЕ} \end{aligned} \quad (3.25)$$

Модель значуща:  $R^2=0,946$ ,  $t_{\text{набл}} > t_{\text{критич.}}$ . Отже, (3.25) демонструє, що в умовах фінансіалізації в цілому зростання насиченості економіки фінансовими ресурсами (МЗ/ВВП), банківської капіталізації (КБС) в результаті експансії іноземного капіталу призводило до зростання кінцевих споживчих витрат (КСВ), що в цілому свідчить про зростання добробуту населення. Втім, як вже було зазначено, зростання споживчих витрат було орієнтовано на споживання

імпортних товарів, що пригнічувало конкуренцію на внутрішніх ринках, посилювало тиск на курс національної валюти, створювало умови для зростання від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі при відсутності належних стимулів та обмежень щодо зростання конкурентоспроможності національних виробників, імпортозаміщення, виробництва експортоорієнтованої продукції, підвищення продуктивності праці тощо. Саме тому виявлено обернений зв'язок кінцевих споживчих витрат і рівня відкритості економіки (ВЕ). Виявлено й обернений взаємозв'язок КСВ з індексом Джині (Ідж), що свідчить про зростання соціальної нерівності в умовах фінансіалізації.

$$\begin{aligned} \text{КСВ} = & -6,058 + 0,019 * \text{ВВП}_{\text{ДН}} + 1,753 * \text{Ідж} + 4,847 * \text{КБС} - \\ & - 0,057 * \text{Н} + 0,608 * \text{КБФ} \end{aligned} \quad (3.26)$$

Модель значима:  $R^2=0,932$ ,  $t_{\text{набл}} > t_{\text{критич.}}$ . Модель (3.26) демонструє, що організаційно-інституційний розвиток банківської системи (капіталізація (КБС), кількість банківських філіалів на душу населення (КБФ)) в цілому позитивно впливає на кінцеві споживчі витрати в умовах фінансіалізації. Більш того, це обумовлює позитивний вплив Ідж, що свідчить про зменшення соціальної нерівності.

Отже, на основі ретроспективного, статичного та якісного аналізу розвитку фінансової системи, Україні сформулюємо наступні основні проблеми щодо її інституційної трансформації:

- Транзакційні витрати реалізації прав власності є високими, права власності розмиті, не є чітко визначеними, ненадійні, що є результатом неефективного роздержавлення і приватизації, корпоратизації, відсутності належного захисту з боку судової системи, недостатнього рівня суспільного визнання та інституційного захисту, несформованого ринкового образу мислення суб'єктів господарювання, держави, населення, нерозуміння того, що саме ринкові механізми в більшості випадків здатні вирішити «провали ринку» і «провали держави». Зовнішні умови слабо сприяють реалізації прав власності у розподілі ресурсів, у тому числі фінансових, в результаті чого вони використовуються неефективно, перетікають з реального сектора у фінансовий, сприяють зростанню спекулятивної складової у фінансовому секторі, збільшують альтернативні, транзакційні, трансформаційні витрати фінансових відносин. У результаті цього, спостерігається висока реальна вартість ресурсів, що стримує розвиток кредитування реального сектору економіки та його інноваційну модернізацію. Наслідками цього є нездатність національної фінансової системи протидіяти зовнішнім потрясінням, високий рівень



непрацюючих кредитів, слабкий розвиток небанківського сектору фінансової системи, високий рівень готівкових розрахунків та рівня доларизації національної економіки.

- Ринкове середовище залишається несформованим, що обмежує здатність національної економіки відновлювати рівновагу, протидіяти зовнішнім викликам, забезпечувати сприятливе бізнес-середовище та відбудовувати ділову активність на основі механізмів ринкового саморегулювання. Це є наслідком наступного.

По-перше, хоча приватизація і забезпечила первинне накопичення капіталу, втім це відбувалося через перерозподіл в інтересах окремих суб'єктів (груп суб'єктів) на основі пошуку економічної ренти через систему адміністративно-політичного тиску, що обумовило формування олігархічних структур та високого рівня монополізації на окремих ринках. Також це не забезпечило відповідних вартості майна надходжень у державний бюджет. Більш того, не відбулося перерозподілу власності, що, як правило, характерно для більшості розвинених країн, з метою санації та вибору найбільш ефективних суб'єктів господарювання. Це обумовило і такі особливості становлення фінансової системи: на етапі формування банківської системи з'являються банківські установи для обслуговування сукупності фірм, компаній, сконцентрованих, як правило, на основі власності (Приватбанк, Південний, МТБ й ін.), які в подальшому стають системними, що стимулює фінансові установи обслуговувати власних суб'єктів господарювання і створює дискримінаційні умови щодо інших суб'єктів, зокрема щодо доступу до капіталу, перерозподілу економічної і фінансової ренти; незначний фондовий ринок, що пов'язаний із незацікавленістю власників великих компаній виходити на ринок акцій чи облігацій для залучення капіталу, оскільки це розмиває власність, контроль, потребує підвищення рівня відкритості компанії, зокрема щодо структури власності, обсягу і структури активів, джерел капіталу тощо; високий рівень доларизації національної економіки та обсяг грошей поза банківською системою.

По-друге, проблемою розвитку ринкових відносин є недостатній рівень розвитку і захисту конкуренції, що є наслідком, як недостатнього рівня розвитку підприємницької здатності, економічної і фінансової грамотності тощо, так і інституційної неспроможності держави захистити конкуренцію та обмежити монополізацію окремих ринків. Не останню роль у цьому відіграє неформальні відносини, корупція, інтрапренерство.

- Несформованість і недосконалість інституційного середовища призводить до розвитку неформальних інституцій, їх закріплення і, як результат, формується потужний неформальний сектор економіки. За оцінками компанії Ernst&Young за підтримки Mastercard у рамках укладеного Меморандуму про співробітництво з Міністерством розвитку економіки, торгівлі та сільського господарства України, НБУ, Державною службою статистики України [4; 7] на початку 2020 р. виявлено, що 26,2% обсягу готівкової тіньової економіки, що складає 5,3% від ВВП або 190 млрд грн., це наслідкова тіньова економіка, де ініціаторами готівкового розрахунку є і продавець, і покупець. В той же час, 73,8% від загального обсягу вітчизняної тіньової економіки, що становить 14,4% від ВВП або 512 млрд грн., це пасивна тіньова економіка, ініціатором якої є продавець. За даними Mastercard на початок 2020 р. лише 38% представників МСБ дають можливість оплачувати покупки безготівковими платежами, тобто 62% використовують виключно готівкові. Рівень тіньової економіки за 2019 р. за методом «витрати населення – роздрібний товарооборот і послуги» становив 29% від ВВП, що менше на 3% показнику попереднього року; за електричним методом – 27% від ВВП; за монетарним методом – 29% ВВП, за методом збитковості підприємств – 38% від ВВП [21]. Втім, вже у першому кварталі 2020 р. рівень тіньового сектору збільшився до 31% від ВВП. Високий рівень тіньової економіки призводить до втрати частки податкових платежів до державного бюджету, інвестиційних ресурсів, зростання витрат обігу тощо.

- Неефективність та/або недієздатність базових інституцій ринкової економіки (закріплення прав власності, ринкове ціноутворення, добросовісна конкуренція, підприємництво, ефективність, ризик) призвело до відносно надмірного боргового та податкового навантаження, зокрема за рахунок квазіподаткування, демонетизації господарського обороту, неефективної господарської діяльності та зниження продуктивності праці, високого рівня невизначеності та тіньової економіки. Слід відзначити, що серед інституційних факторів до цих пір ті, що пов'язані із пережитками командно-адміністративної економіки – відсутність ринкового економічного мислення, свободи економічного та фінансового вибору та прийняття рішень, економічної відповідальності, здатності до самозабезпечення, підприємництво переважно сприймається як посередницька діяльність щодо операцій купівлі-продажу, а не та, що пов'язана із здатністю ризикувати, пропонувати унікальні товари і послуги, впроваджувати нові технології і використовувати інновації.

- Рівень втручання держави в економіку залишається високим, незважаючи на процеси децентралізації в останні роки. З одного боку, фінансовий розвиток супроводжується нестабільністю та кризами, що допускає посилення державне регулювання економічних і фінансових процесів, а з іншого, економічна і фінансова політика нестабільна, несистемна, змінює вектор відповідно до економічних інтересів партії влади. Державне регулювання в більшості випадків зорієнтоване на вирішення поточних проблем, а не стратегічних, є популістським, оскільки орієнтоване на формування електорату. Ігнорування тактичних та стратегічних пріоритетів фінансового розвитку призводило до накопичення кризових явищ. Їх структурного та системного характеру. Проявляється непрофесіоналізм державних службовців, низький рівень компетентності та відповідальності їх рішень, інтрапренерство, корупція.

- Не зважаючи на тривалий час співпраці України з міжнародними фінансовими організаціями, її не можна визначити як стабільну, оскільки Україна не завжди виконувала зобов'язання щодо реформування національної економіки та фінансового сектору, у тому числі щодо створення якісного інституційного середовища фінансової системи.

- В більшій мірі формування інституційного середовища фінансової системи України відбувається на основі створення нових інституцій, адаптації існуючих та їх імпортування. При цьому часто формальні інституції були неефективними, не відповідали сучасним вимогам, а неформальні домінували і не завжди відповідали інтересам більшості учасників фінансових відносин, що стримувало розвиток і удосконалення фінансової системи, розвиток конкуренції та покращення інформаційної ефективності у фінансовому секторі. Більш того, саме неефективність інституційного середовища фінансової системи обумовило надмірні витрати національної економіки внаслідок кризи 2008-2009 рр. й 2015-2015 рр. та тривале відновлення національної економіки. Удосконаленню інституційного середовища національної фінансової системи сприяли зовнішні чинники, зокрема лібералізація зовнішньоекономічної та фінансової діяльності, співпраця з міжнародними фінансовими організаціями, євроінтеграція, експансія іноземного банківського капіталу. Втім саме неефективне внутрішнє інституційне регулювання призводило до прояву негативних наслідків їх дії.

### 3.3. Оцінка сформованості інституційного середовища та якості інституційної структури національної фінансової системи

Для оцінки сформованості інституційного середовища фінансової системи та якості її інституційної структури апробуємо науково-методичні підходи, викладені у розділі 2.

Індекс глобальної конкурентоспроможності [22] в період 2013-2017 рр. демонструє достатньо низький рівень розвитку фінансового сектору України (табл. 3.18).

Таблиця 3.18

#### Складові розвитку фінансового сектору України у рейтингу Global Competitiveness

Показники	2013		2014		2015		2016		2017	
	Оцінка	Ранг	Оцінка	Ранг	Оцінка	Оцінка	Ранг	Оцінка	Ранг	Оцінка
Індекс глобальної конкурентоспроможності	4,1	73	4,1	84	4,1	4,1	76	4	79	4
Розвиток фінансового ринку	3,5	114	3,5	117	3,5	3,5	107	3,2	121	3
Наявність фінансових послуг	3,8	113	3,8	109	3,5	3,5	102	3,9	101	3,6
Доступність фінансових послуг	3,5	111	3,4	126	3,9	3,9	123	3,5	123	3
Фінансування за рахунок ринку цінних паперів	2,3	129	2,4	127	2,7	2,7	108	2,6	118	2,5
Простота доступу до кредитів	2,3	107	2,3	116	2,6	2,6	87	2,6	87	3
Наявність венчурного капіталу	2,2	106	2,1	120	2,3	2,3	97	2,4	102	2,1
Надійність банків	3,1	142	3	143	3	3	138	2,6	140	2,1
Регулювання фондових бірж	3,1	124	2,9	129	2,9	2,9	127	2,5	135	2,1
Індекс: Законні права 0-10 (найкращий)	9	11	9	12	9	9	11	8	17	8

Джерело: складено за даними [22]

За цей період інтегральна оцінка знизилась з 3,5 до 2,95 при максимальному значенні 7. Україна за рівнем розвитку фінансового сектору значно нижче своїх сусідів і країн ЦСЄ. Так, якщо Україна у рейтингу посіла у 2017 р. 130 місце, то 1 місце з оцінкою 5,43 зайняла Нова Зеландія, Польща – 46 місце (4,26), Румунія – 86 місце (3,73), Росія – 108 місце (3,43), Чехія – 27 місце (4,74), Угорщина – 70 місце (3,97).

Найбільш проблемними щодо конкурентоспроможності фінансового сектору України в цей період відзначимо:

- надійність банків, що відповідає стану вітчизняної банківської системи, значна кількість установ якої саме в цей період були неплатоспроможними або на стадії ліквідації, а найбільший банк країни АБ «Приватбанк» був націоналізований саме для збереження його стійкості;

- фінансування за рахунок ринку цінних паперів, що є результатом фактичної його неспроможності виступати в якості посередника між інвесторами, кредиторами, позичальниками, що обумовлено несприятливим інвестиційним кліматом, невизначеністю ділової активності в результаті анексії частини території, воєнних дій на сході України, зниженням реальних доходів населення, збитковою діяльністю значної частки суб'єктів господарювання, конкуренцією держави з бізнесом щодо залучення фінансових ресурсів для покриття касових розривів;

- регулювання фондових бірж, які в цей період практично не функціонують, а операції з цінними паперами на організованому ринку є одиничними, і в значній мірі пов'язані із обслуговуванням обороту ОДВП;

- наявність венчурного капіталу, який практично не розвивається в Україні, оскільки низький рівень інвестиційної привабливості та інноваційної активності в наслідок соціально-політичної та фінансово-економічної нестабільності.

Інші показники, хоча і мають дещо вищу оцінку та рейтинг, в цілому також є незадовільними, що в цілому відображає стан фінансової системи України, який характеризується системною нестабільністю та невизначеністю, накопиченням структурних дисбалансів фінансових потоків, макроекономічною нестабільністю.

Оцінка фінансової системи України в період 2018-2019 рр. на основі Global Competitiveness. Index 4.0 (табл. 3.21) демонструє, що Україна погіршила свій рейтинг, зайнявши у 2019 р. 136 місце з інтегральною оцінкою 42,3 зі 100

балів можливих. Середнє значення для Європи та США становило 70,9, і воно збільшилося в середньому за рік на 2 бали. Поряд із цим, оцінка для України знизилась, що є результатом незавершеності процесу реформування інституційної системи національної економіки, розпочатого в 2014 р., невизначеністю економічного розвитку, соціально-політичною нестабільністю, низьким рівнем економічного зростання та реальних доходів населення, низького рівня ділової та інвестиційно-інноваційної активності суб'єктів господарювання та фінансової активності домогосподарств, відтоком активного високопрофесійного населення закордон тощо, що в цілому стримує розвиток фінансового сектору. Перше місце за рейтингом розвитку фінансової системи зайняв Гонконг (91,4 бали), Польща – 57 місце (64), Чехія – 47 місце (68), Угорщина – 61 місце (66).

Таблиця 3.19

**Складові розвитку фінансової системи України у рейтингу Global Competitiveness**

Показник	2018		2019	
	Оцінка	Ранг	Оцінка	Ранг
<b>Індекс глобальної конкурентоспроможності</b>	<b>57,03</b>	<b>83</b>	<b>56,99</b>	<b>85</b>
<b>Фінансова система, 1-100 найкращий</b>	<b>48,7</b>	<b>117</b>	<b>42,3</b>	<b>136</b>
Внутрішні кредити приватному сектору	62,9	56	50,0	76
Фінансування МСП	34,9	118	39,2	112
Доступність венчурного капіталу	28,1	91	33,7	80
Ринкова капіталізація	20,3	77	4,0	112
Страхові внески	25,7	76	23,4	78
Платоспроможність банків	30,0	135	37,4	131
Проблемні позики	39,5	136	0	139
Кредитний розрив (Credit gap)	100	4	100	1
Коефіцієнт адекватності капіталу банків	96,8	84	93	120

*Джерело:* складено за даними [22]

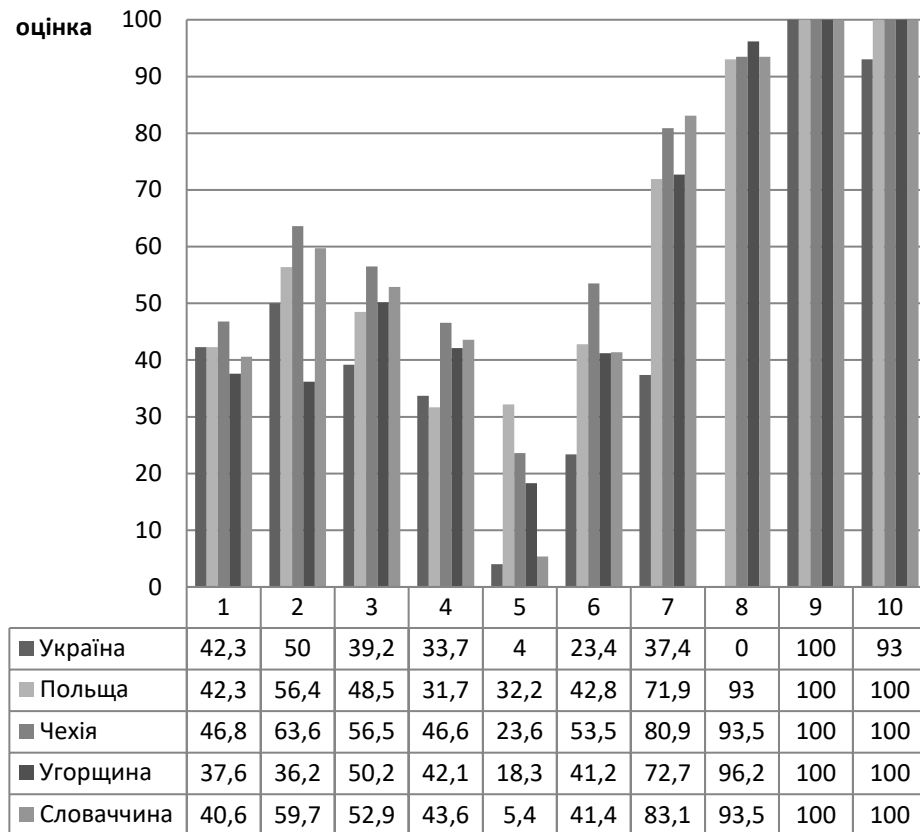
Найгіршими у структурі інтегральної оцінки розвитку фінансової системи України у 2019 р. є показники проблемних позик, ринкової капіталізації, страхових внесків, платоспроможності банків, доступності венчурного

капіталу, хоча у рейтинговій оцінці результати дещо інші – найгіршими є проблемні кредити, платоспроможність банків, ринкова капіталізація, фінансування малих і середніх підприємств. Найкращим показником за значенням є кредитний розрив – 100 зі 100 балів. Утім це можна пояснити не результатами якісних змін у розвитку фінансової системи, а загальними тенденціями, пов'язаними із системною нестабільністю, кризами 2008-2009 рр., 2014-2015 рр., а також методикою оцінки, яка не орієнтована на такий тривалий час нестабільності фінансової системи, що характерно для України.

Якщо оцінити розвиток фінансової системи структурно, то можна відзначити, що він в основному забезпечується банківським сектором, хоча останній і характеризується низьким рівнем стабільності та якості кредитів. Щодо фондового ринку та ринку страхування, то рейтинги відображають сучасний стан секторів, що характеризується низьким рівнем активності та ефективності, оскільки їх динаміка в більшій мірі, ніж банківський сектор, залежить від інвестиційної привабливості національної економіки, її фінансової стабільності, позитивної динаміки виробництва, доходів, споживання та заощаджень, розвиненості та ефективності фінансової інфраструктури і головне – від інституційного середовища.

Порівняння показників розвитку фінансової системи України з країнами Вишеградської групи демонструє значне її відставання (рис. 3.14). У цих країнах, як і в Україні, сформована банкоорієнтована фінансова система. Втім їх банківські системи стабільні, що забезпечує достатнє внутрішнє кредитування приватного сектору, розвиток малого і середнього підприємництва.

У Польщі поряд із банками функціонує фондовий ринок, де Варшавська фондова біржа (WSE) є центральною для країн Центрально-Східної Європи, у т. ч. для України, оскільки при виході на зовнішній фондовий ринок українські компанії використовували переважно її (агрохолдинг «Овостар», агрохолдинг «Агротон», «Астарті», «Кернел»). Загалом на Варшавську фондову біржу вийшли 13 українських компаній: 11 – на основний майданчик, 2 – на альтернативній NewConnect. Найбільш розвинена фінансова система в Чехії і Словаччині, хоча в останній ринок цінних паперів характеризується достатньо низькою капіталізацією. У Чехії найбільш розвинений з цих країн сегмент страхових послуг, чому сприяла активна фінансова інтеграція з Австрією.



1 – Фінансова глибина; 2 – Внутрішні кредити приватному сектору; 3 – Фінансування МСП; 4 – Доступність венчурного капіталу; 5 – Ринкова капіталізація; 6 – Страхові внески; 7 – Платоспроможність банків; 8 – Проблемні позики; 9 – Кредитний розрив (Credit gap); 10 – Відсоток регулятивного капіталу банків

Рис. 3.14. Оцінка фінансової системи у рейтингу Global Competitiveness.

*Index 4.0 України та країн Вишеградської групи*

Джерело: складено за даними [22]

Всі країни мають потенціал зростання фінансової глибини та внутрішнього кредитування приватного сектору, що може сприяти зростанню національних економік (до 100%). Про це свідчать значення відповідних показників. При цьому всі країни демонструють відносно однаковий рівень фінансової глибини, хоча для України більшість показників, які характеризують якість фінансового розвитку, значно гірші. Така ситуація для України свідчить про неефективність фінансових потоків, відображає високий рівень непрацюючих кредитів.

Відповідно звіту Global Competitiveness Index 4.0 за 2019/2020 рр. за рівнем «Якість інституцій» Україна зайняла 104 місце зі 141 країн світу з оцінкою 47,9 зі 100 балів максимально можливих. Компонентами загальної оцінки якості інституцій є: надійність поліцейських служб – 46,2 балів із 100



(рейтинг – 101), соціальний капітал – 45 балів зі 100 (109), система «стримувань і противаг» – 47 (84), прозорість бюджету – 54 (39), незалежність судової системи – 33 (105), ефективність законодавства в оспорюванні регулювання – 33,6 (95), свобода преси – 67,5 (81), вантаж державного регулювання – 43,9 (62), ефективність правової системи при вирішенні спорів – 39,9 (88), електронна участь – 68,5 (72), прозорість – 32 (104), рівень корупції – 32 (104), права власності – 38,6 (128), захист інтелектуальної власності – 39,4 (118), якість управління земельними ресурсами – 48,3 (76), корпоративне управління – 54,1 (91), удосконалення стандартів аудиту та обліку – 47,6 (118), регулювання конфлікту інтересів – 53 (85), права акціонерів – 63,0 (55), забезпечення стабільності урядом – 34,3 (115), регулювання урядом з огляду на зміни – 37,6 (99), адаптованість нормативно-правової бази до цифрових моделей – 39,0 (89), довгострокове бачення уряду – 35,7 (104), регулювання енергоефективності – 62,7 (47), регулювання відновлювальних джерел енергії – 62,7 (42), кількість договорів, пов'язаних із охороною навколишнього середовища – 69,0 (95). Отже, можна засвідчити достатньо низький рівень сформованості та якості загального інституційного середовища.

Враховуючи, що фінансова система сприяє економічному розвитку при умові якісного інституційного середовища і макроекономічної стабільності, розглянемо детально складову Global Competitiveness Index 4.0 «Макроекономічна стабільність» за 2019/2020 рр. Загальна оцінка фактору становить 57,9 зі 100, що відповідає 133 місцю у рейтингу країн. За окремими компонентами фактору країна отримала наступні оцінки: інфляція – 75,8 (131), динаміка державного боргу – 40 (114).

Отже, в цілому слід відзначити, що за GCI 4.0 інституційне середовище і макроекономічна стабільність не сприяють формуванню конкурентоспроможної фінансової системи України, яка б створювала умови для забезпечення зростання соціально-економічного добробуту. Головні інституційні фактори ефективної фінансової системи, зокрема, захист прав власності, розвиток контрактних відносин, доступ та якість інформації, ефективне правозастосування, є незадовільними.

Індекс фінансового розвитку МВФ [366], демонструє знов ж таки низький рівень розвитку фінансової системи України, і FDI відображає подібну тенденцію до GCI 4.0 (рис. 3.15).

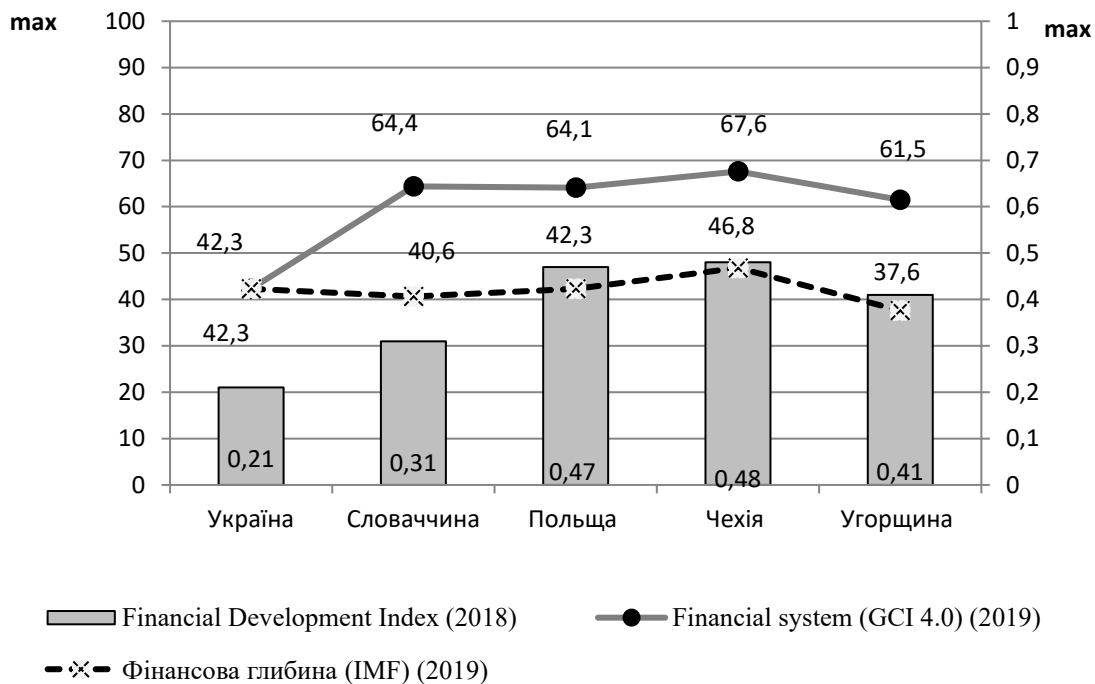


Рис. 3.15. Оцінка фінансового розвитку України та країн Вишеградської групи  
Джерело: складено за даними IMF [23], World Bank [22]

Не зважаючи на близький рівень фінансової глибини, як основного індикатору фінансового розвитку, рівень України значно нижче, ніж інших країн ЦСЄ, що обумовлено низьким рівнем стійкості банків і капіталізації фондового ринку, великою часткою проблемних кредитів, недоступністю фінансування для малого і середнього підприємництва. Дані, представлені у табл. 3.20, свідчать, що Україні значно відстає від інших країн Вишеградської групи і за розвитком фінансових інститутів, і за розвитком фінансових ринків.

Серед спільних трендів можна відзначити наступне. Не зважаючи на достатньо високий рівень розвитку фінансової інфраструктури в країнах групи, ефективність її функціонування залишається невисокою, що є наслідком світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. та боргових криз в окремих європейських країнах. Це посилювало невизначеність на європейських ринках капіталу, впровадження в країнах ЄС нових вимог до регулювання банківської діяльності (Базель III, банківський союз), що стрімко зменшило приток ПІІ у фінансовий сектор, оскільки банківські та страхові групи розвинених країн, які до цього агресивно інвестували в ці країни з метою отримання надприбутків, були вимушені повернути фінансові потоки у материнські компанії для забезпечення стабільності та достатності капіталу.

**Індекс фінансового розвитку (Financial Development Index) МВФ для  
України та країн Вишеградської групи в 2018 р.**

країна	Індекс фінансового розвитку	Індекс доступу фінансових установ	Індекс глибини фінансових установ	Індекс ефективності фінансових установ	Індекс фінансових установ	Індекс доступу до фінансових ринків	Індекс глибини фінансових ринків	Індекс ефективності фінансових ринків	Індекс фінансових ринків
<b>Україна</b>	<b>0,21</b>	0,11	0,45	0,52	<b>0,37</b>	0,05	0,01	0,05	<b>0,04</b>
Словаччина	<b>0,31</b>	0,29	0,57	0,79	<b>0,57</b>	0,07	0,02	0,03	<b>0,04</b>
Польща	<b>0,47</b>	0,28	0,66	0,76	<b>0,59</b>	0,17	0,41	0,41	<b>0,32</b>
Чехія	<b>0,48</b>	0,029	0,5	0,81	<b>0,55</b>	0,18	0,06	0,94	<b>0,38</b>
Угорщина	<b>0,41</b>	0,27	0,44	0,57	<b>0,45</b>	0,14	0,57	0,41	<b>0,36</b>

*Джерело:* складено за даними IMF [23]

Разом із тим, ті країни групи (Польща, Чехія), які здійснили реформування фінансових систем, зорієнтувавшись на зростання частки національного капіталу у фінансовому секторі, різноманіття фінансових інститутів, виважену політику держави щодо розвитку фінансової системи, забезпечення комплементарності зв'язків реального і фінансового секторів, демонструють вищий рівень та якість фінансового розвитку, незважаючи на уповільнення економічного зростання у посткризовий період та глобальну невизначеність. Вплив здійснює також посилення конкуренції на глобальних фінансових ринках, незважаючи на високий рівень їх ліквідності, до якої все більше долучаються розвинені країни на основі нетрадиційних методів монетарної політики, окремі країни Південно-Східної та Східної Азії, Африки, Південної Америки, які демонструють достатньо високі темпи економічного зростання.

Огляд інституційного середовища країн Вишеградської групи свідчить, що успіх розвитку фінансових систем безпосередньо залежить від інституційних факторів. Зокрема, Польща займає 31 місце за GCI 4.0, що

забезпечується 60 місцем у рейтингу за якістю інституцій (56,4 балів) та 1 місце за макроекономічною стабільністю (100 балів). Чехія посідає 44 місце в загальному рейтингу і 28 місце (86,2) та 1 місце (100 балів) відповідно за якістю інституцій та макроекономічною стабільністю. Угорщина займає 47 місце в загальному рейтингу (56 балів) та 63 місце (56 балів) за якістю інституцій, 43 місце (90 балів) за макроекономічною стабільністю. Позитивний вплив на фінансовий розвиток фінансової системи Польщі здійснюють такі компоненти, як свобода преси, електронне урядування, бюджетна прозорість, нетерпимість до корупції, кількість угод, пов'язаних із захистом навколишнього середовища; Чехії – захист прав власності, свобода преси, бюджетна прозорість, система «стримувань і противаг», нетерпимість до корупції, захист інтелектуальної власності, якість управління земельними ресурсами та те, що пов'язано із використанням альтернативних джерел енергії на захистом навколишнього середовища; Угорщини – захист прав власності, якість управління земельними ресурсами, удосконалення стандартів аудиту та обліку, регулювання енергоефективності та відновлювальних джерел енергії, кількість договорів щодо охорони навколишнього середовища.

Слід відзначити, що інституційне середовище в цій групі країн сприяє тому, що ресурси фінансової системи спрямовуються у реальний сектор економіки, зокрема, пов'язаний із виробництвом середньо- та високотехнологічних товарів і послуг, виробництво товарів і послуг для експорту, впровадження новітніх технологій, розвиток сільського господарства, який в цих країнах відіграє значущу роль у структурі національної економіки, забезпечує зайнятість населення. Саме фінансові потоки у ці сектори сприяють економічному розвитку та соціальному прогресу. При цьому інноваційна зорієнтованість національної економіки підвищує ефективність фінансових потоків.

Дослідження [24], присвячене оцінці взаємодії між різними аспектами державного управління та розвитком фінансової системи 15 країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) за період 2002-2015 рр. виявило, що всі компоненти державного управління, включаючи політичну стабільність, якість органів управління та регуляторного середовища (ефективність влади, якість регулювання, контроль за корупцією), верховенство права, крім голосу та підзвітності мав позитивний вплив на її розвиток. Також було виявлено, що глобальна фінансова криза негативно позначилася на фінансовому розвитку в

результаті втрати довіри та збільшення банкрутств фінансових установ, а членство в ЄС позитивно, оскільки сприяло підвищенню рівня інституційного забезпечення фінансової системи.

Незважаючи на тривалий період реформування соціально-економічних систем країн Вишеградської групи, з одного боку, їх фінансові системи залишаються недостатньо розвиненими та ефективними у порівнянні з провідними країнами ЄС, а, з іншого, фінансові системи стали провідниками розвитку національної економіки шляхом мобілізації ПІІ та їх спрямування в найбільш продуктивні підприємства і види господарської діяльності. Хоча залишають і деякі проблеми, зокрема, фінансові інвестори та фінансові організації все ж таки більше зосереджені на отриманні значних прибутків, ніж на інвестуванні в реальний сектор економіки; висока присутність іноземних інвесторів, особливо в базових галузях економіки, обумовлює високий рівень залежності від стабільності економіки і фінансової системи країн-донорів і країн-партнерів; приток фінансових ресурсів переважно у великі іноземні компанії, або галузі, які вони контролюють; репатріація прибутку. Існують обмеження щодо доступу до фінансових ресурсів вітчизняних суб'єктів малого і середнього бізнесу, що стримує економічний розвиток, обумовлює зростання диференціації доходів населення. Політика щодо збільшення частки національного капіталу в банківському та інших секторах фінансової системи призводить до обмеження притоку інвестицій у фінансовий сектор, зростання витрат і зменшення доходів, рентабельності фінансових операцій та фінансових установ. З іншого боку, іноземний банківський капітал впливає на кредитну політику і валютну рівновагу, обмежуючи доступ до фінансових ресурсів малих і середніх вітчизняних підприємств, новостворених та тих, що мають тимчасові труднощі. Банківські системи із домінуванням іноземного капіталу в період кризи не лише обтяжує її, а й додатково поглиблює негативні наслідки. У цих умовах розвиток фінансових систем визначається динамікою національних економік, які, в свою чергу, все більше залежать від здатності фінансової системи задовольняти потреби реального сектору. Сприятливим в цих умовах є високий рівень довіри до банківської системи, що забезпечує зростання депозитної бази, активна політика урядів щодо сприяння економічному розвитку, обмежуючим – необхідність посилити регуляторну політику в банківському секторі відповідно до вимог ЄС (Базель III, Банківський Союз).

Отже, можна узагальнити, що важливим для забезпечення конкурентоспроможності фінансової системи є: збільшення капіталізації національних фінансових установ за рахунок зростання національних економік; підвищення ефективності національних банків і небанківських установ, крупних банківських установ, вітчизняного ринку цінних паперів; зменшення витрат і ризиків банківської діяльності; сприяння подальшому вирішенню проблемних кредитів, у т.ч. пов'язаних із нерухомістю, без негативних наслідків для іноземних інвесторів, стабільності національної фінансової системи; розширення асортименту фінансових послуг, підвищення рівня їх доступності для суб'єктів господарювання, населення тощо.

Наступний індекс, який також розкриває рівень сформованості та якості інституційного середовища, є Індекс економічної свободи (Index of Economic Freedom) [23]. Він демонструє (рис. 3.16), що найбільший рівень свободи в Україні характерний для торговельних операцій, що в цілому відповідає дійсності, оскільки це є результатом вступу України до СОТ, тривалої політики сировинного експортоорієнтування на основі металургійної промисловості, а сьогодні й сільського господарства, дією Асоціації «Україна – ЄС». Високий рівень податкової свободи забезпечується відносно невисоким рівнем податкового навантаження у порівнянні з іншими країнами, особливо, враховуючи рівень тіньової складової, поширенням спрощеної системи оподаткування, неврегульованості оподаткування щодо виведення капіталу. У порівнянні з попередніми роками у 2019 р. зростає рівень захисту прав власності та свобода бізнесу. Разом із тим, зменшився рівень фінансової свободи і найнижчим за рівнем залишається свобода інвестицій. Якщо порівняти за цим індексом Україну з іншими країнами (рис. 3.16), то можна побачити, що по всіх компонентах економічної свободи Україна значно відстає від країн групи.

Апробація науково-методичного підходу до аналізу інституційного розвитку фінансової системи в 2009-2019 рр. на основі даних Index of Economic Freedom [23], World Bank [24], НБУ [7] на основі кореляційного аналізу між індикаторами сформованості інституційного середовища та показниками розвитку фінансової системи дозволила виявити прямий зв'язок (+) та обернений (-), а також в залежності від коефіцієнту кореляції – сильний, середній, слабкий зв'язок або відсутній зв'язок (табл. В.1, табл. В.2, табл. В.3). Враховуючи роль банкоцентричності фінансової системи та особливості банківської системи

здійснено оцінку впливу окремих факторів інституційного середовища банківської системи на розвиток фінансової системи в цілому (табл. В.3).

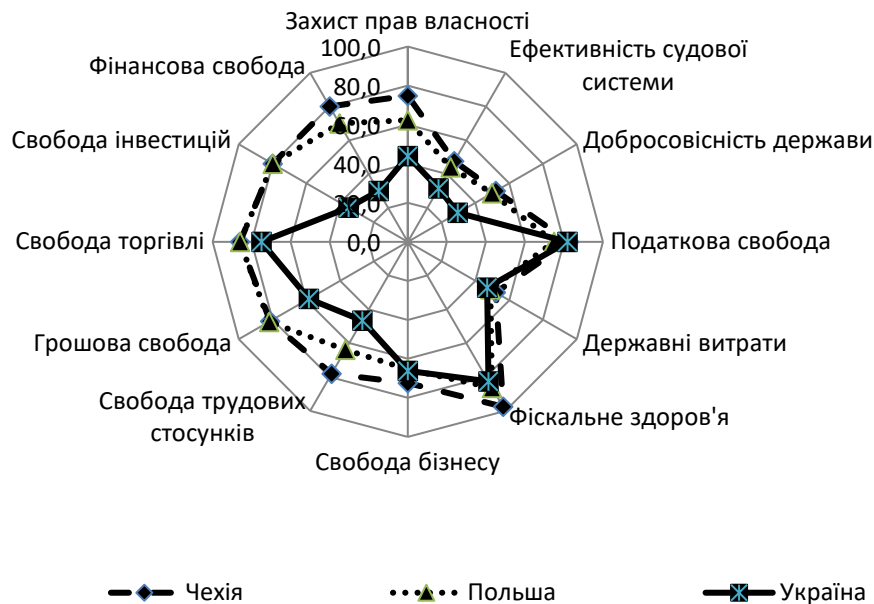


Рис. 3.16. Складові Індексу економічної свободи України, Польщі, Чехії за 2019 р.

Джерело: складено за даними [25]

У порівнянні з 2008-2012 рр. (табл. В.2) вплив інституційного середовища на фінансову систему в 2013-2019 рр. (табл. В.1) посилюється, що є наслідком змін у 2014-2015 рр. У цілому це свідчить про зростання рівня сформованості інституційного середовища, що відображається у посиленні його впливу на розвиток фінансової системи. Однак вплив неоднозначний, не відповідає нормативним парадигмам, що свідчить про неефективність інституцій.

За результатами розрахунків (табл. В.3, табл. В.4) виявлені наступні особливості сформованості інституційного середовища фінансової системи та його вплив на її розвиток в період 2013-2019 рр. (табл. 3.22; табл. 3.23):

- Якщо в період 2009-2013 рр. економічна свобода в цілому і портфельні інвестиції не впливають на розвиток фінансової системи, то в період 2013-2019 рр. економічна свобода має середній рівень зв'язку з усіма секторами фінансової системи, крім ринку цінних паперів. Також в період 2013-2019 рр. виявлено позитивний середній зв'язок із прямими портфельними інвестиціями і преміями страхового ринку.

Таблиця 3.22

**Взаємозв'язок між розвитком фінансової системи України  
та сформованістю її інституційного середовища (2013-2019 рр.)**

	<b>Премії страхового ринку</b>	<b>Кредити фінансового сектору</b>	<b>Капіталізація ринку акцій</b>	<b>Обсяг внутрішнього боргового ринку</b>
Економічна свобода	середній / «-»	середній / «-»	відсутній	сильний / «-»
Присутність держави в економіці	середній / «-»	середній / «-»	відсутній	сильний / «-»
Правова системи і захисту прав власності	слабкий / «-»	сильний / «-»	відсутній	сильний / «-»
«Здорові гроші	середній / «+»	сильний / «+»	середній / «+»	середній / «+»
Вільна торгівля на міжнародних ринках	середній / «+»	сильний / «+»	слабкий / «+»	сильний / «+»
Якість регулювання бізнесу	сильний / «-»	середній / «-»	середній / «-»	слабкий / «-»
Державні витрати на кінцеве споживання	середній / «-»	сильний / «-»	середній / «-»	сильний / «-»
Депозити банків	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»
Внутрішні кредити приватному сектору	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»	середній / «+»
Корпоративні облігації	середній / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»
Зовнішній борг	середній / «-»	відсутній	середній / «-»	середній / «+»
Державний борг	середній / «-»	відсутній	відсутній	середній / «+»
ПП	відсутній	відсутній	середній / «-»	слабкий / «+»
Портфельні інвестиції	середній / «+»	відсутній	відсутній	відсутній
Чисті іноземні активи	середній / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»
ОДЗП	середній / «+»	відсутній	середній / «-»	середній / «+»



**Взаємозв'язок між розвитком фінансової системи України  
та сформованістю інституційного середовища  
банківської системи (2013-2019 рр.)**

<b>Показник</b>	<b>Кредити фінансового сектору</b>	<b>Капіталізація ринку акцій</b>	<b>Корпоративні облигації в обігу</b>	<b>ОДВП в обігу</b>
Якість регулювання бізнесу	середній / «-»	середній / «-»	середній / «-»	сильний / «+»
Державні витрати на кінцеве споживання	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»	середній / «+»
Частка активів державних банків	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»	середній / «+»
Частка активів 5 найбільших банків	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «+»
Депозити банків	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»	відсутній
Внутрішні кредити приватному сектору	сильний / «+»	сильний / «+»	середній / «+»	середній / «-»
Зовнішній борг	слабкий / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «+»
Державний борг	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «+»	сильний / «-»
Іноземний капітал у банківській системі	сильний / «-»	сильний / «-»	сильний / «-»	слабкий / «+»

*Джерело:* розраховано авторкою

- Найбільший вплив на розвиток фінансової системи має правова система і захист прав власності, якість регулювання бізнесу, «здорові гроші», державні витрати на кінцеве споживання, внутрішні кредити приватному сектору, корпоративні облигації, державний борг, у т.ч. зовнішній, чисті іноземні активи. Найбільший позитивний вплив здійснює індикатор «здорові гроші», а негативний – якість регулювання бізнесу.

- Найбільший вплив інституційного середовища виявлено на ринок кредитування і внутрішній борговий ринок суб'єктів господарювання. Сильний вплив факторів інституційного середовища на обсяг внутрішнього боргового ринку відповідає високому рівню залежності діяльності суб'єктів господарювання від зовнішнього фінансування.

- Розвиток банківської складової в більшій мірі залежить від сформованості інституційного середовища, ніж фінансової системи в цілому.

- Позитивний вплив на страховий ринок мають такі індикатори інституційного середовища фінансової системи, як внутрішні кредити приватному сектору, корпоративні облігації, негативний – якість регулювання бізнесу, державні витрати на кінцеве споживання, державний борг, у тому числі зовнішній, чисті іноземні активи.

- Позитивний вплив на кредитний ринок мають такі складові інституційного середовища фінансової системи, як «здорові» гроші, вільна торгівля на міжнародному ринку, банківські депозити, корпоративні облігації, негативний – правова система та захист прав власності, якість регулювання бізнесу, державні витрати на кінцеве споживання, державний борг, у тому числі зовнішній, чисті іноземні активи.

- Позитивний вплив на капіталізацію ринку цінних паперів здійснюють такі індикатори інституційного середовища фінансової системи, як внутрішні кредити приватному сектору, корпоративні облігації, негативний – якість регулювання бізнесу, державні витрати на кінцеве споживання, державний борг.

- Позитивний вплив на борговий ринок (всі зобов'язання суб'єктів господарювання) має державний борг, у тому числі зовнішній, негативний – присутність держави в економіці, правова система та захист прав власності, якість регулювання бізнесу, прямі іноземні інвестиції.

- Якісні індикатори інституційного середовища фінансової системи мають найбільший вплив на ринок кредитування, борговий ринок.

- Внутрішні кількісні індикатори інституційного середовища фінансової системи впливають достатньо сильно на страховий ринок, ринок кредитування, ринок акцій і не впливають на борговий ринок. Відсутність взаємозв'язку із борговим ринком можна пояснити високим рівнем міжфірмового кредитування у господарській практиці вітчизняних суб'єктів господарювання, яке знаходиться поза фінансовою системою, і, на жаль, часто є вимушеним.

- Зовнішні кількісні індикатори інституційного середовища фінансової системи в більшій мірі впливають на ринок страхування, ринок кредитування, борговий ринок суб'єктів господарювання, слабо впливають на ринок акцій.

- Покращення інституційного середовища фінансової системи у високій мірі залежить від сформованості та ефективності внутрішньої інституційної структури фінансової системи та ділового середовища, що формується, у тому числі, в результаті інституційної координації та регулювання держави.

- Виявлено сильний негативний вплив на розвиток фінансової системи в цілому та окремих компонентів державної власності у банківському секторі, крім ринку ОДВП.

- Негативно впливає на розвиток фінансової системи та її компонентів, крім обороту ОДВП, і висока концентрація банківської системи, що стримує розвиток конкуренції та не сприяє підвищенню ефективності та стабільності фінансових потоків.

- Сильно негативно впливає на розвиток фінансової системи та її компонентів, крім обороту ОДВП, присутність іноземного капіталу в банківському секторі. Це не відповідає виявленим вище тенденціям, коли експансія іноземного капіталу в Україну до кризи 2009 р. в цілому позитивно сприяла розвитку національної економіки та фінансової системи. Втім це можна пояснити структурою та стратегіями поведінки іноземних банків, про що йшла мова вище.

Для оцінки якості та прогнозування розвитку інституційної структури фінансової системи здійснено моделювання зв'язку між показниками розвитку фінансової системи та індикаторами сформованості інституційної системи на основі багатофакторної регресійної моделі, врахувавши значимість кореляції, відсутність сильної кореляції в одній моделі. Для вибору оптимальних моделей врахуємо  $R^2 > 0,5$ ; критерій Дарбіна-Уотсона, який наближається до 2,0; сума квадратів залишків наближається до мінімуму.

На основі кореляційного аналізу, згідно обраних вище критеріїв були побудовані:

- 90 моделей діагностики якості інституційної структури фінансової системи в період 2013-2019 рр., в тому числі 1 чотирьохфакторна, 7 трьохфакторних, 71 двофакторних, 11 однофакторних моделей;

- 36 моделей діагностики якості інституційної структури банківської системи в період 2013-2019 рр., в тому числі 3 трьохфакторних, 17 двофакторних, 16 однофакторних моделей. За результатами розрахунків запропоновані оптимальні моделі (табл. 3.24; табл. 3.25), які дозволяють діагностувати якість інституційної структури фінансової системи України та прогнозувати її розвиток під впливом інституційних факторів, визначати та обґрунтувати стратегічні напрями інституційної модернізації фінансової системи України.

**Оптимальні моделі діагностики якості інституційної структури  
фінансової системи України**

Показник	Моделі
ПСР, % до ВВП	$Y_1 = 5,4 - 0,04 \cdot \text{ІАД} - 0,07 \cdot \text{Іес};$ $Y_2 = 1,7 - 0,03 \cdot \text{ЧА} + 0,57 \cdot \text{ПФІ};$ $Y_3 = 3,6 - 0,04 \cdot \text{Іярб};$
ВКФС, % до ВВП	$Y_4 = 157 - 1,04 \cdot \text{Іярб} - 3,29 \cdot \text{ЧА};$ $Y_5 = -216,1 + 1,11 \cdot \text{Ізг} + 2,63 \cdot \text{Івтмр};$ $Y_6 = -12 + 2,57 \cdot \text{ДБ};$ $Y_7 = 114,1 + 11,45 \cdot \text{КО} - 1,32 \cdot \text{Іпде};$
КФР, % до ВВП	$Y_8 = 206,6 - 8,44 \cdot \text{ПП} - 9,27 \cdot \text{ДВКС};$ $Y_9 = -39,8 + 1,4 \cdot \text{ДБ};$
ОВБР, % до ВВП	$Y_{10} = -346,8 + 7,32 \cdot \text{Івтмр};$ $Y_{11} = 381,8 - 3,56 \cdot \text{Іпс-зпв};$ $Y_{12} = 74,79 + 1,26 \cdot \text{ЗБорг} + 1,97 \cdot \text{Ізг};$ $Y_{13} = 223,8 + 3,81 \cdot \text{ІАДО} - 4,43 \cdot \text{ЧА};$ $Y_{14} = 43,3 + 5,93 \cdot \text{ОВДП} + 2,3 \cdot \text{БД};$ $Y_{15} = 576,8 + 4,84 \cdot \text{ОВДП} - 22,02 \cdot \text{ДВКС};$

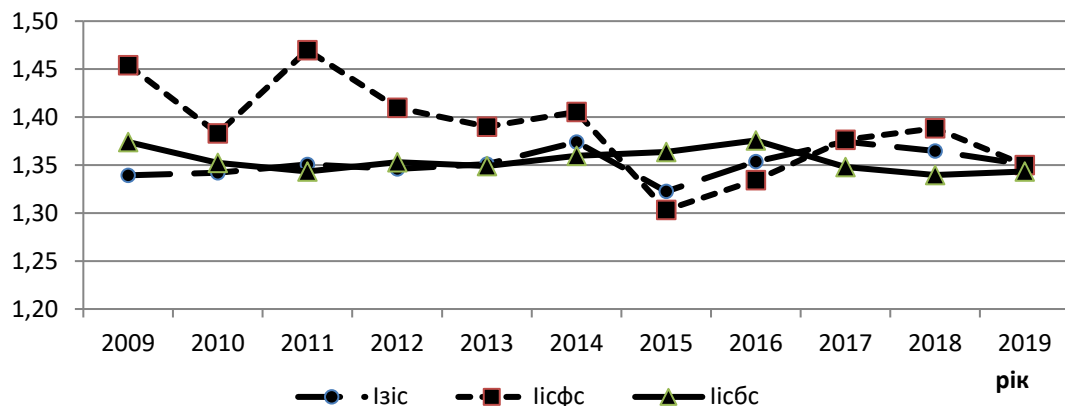
*Джерело:* розраховано авторкою

Розрахунок Інтегрального індексу зовнішнього інституційного середовища (Ізіс) (якісні показники – Іес, Іпс-зпв, Ізг, Івтмр, Іярб), Інтегрального індексу інституційного середовища фінансової системи (Іісфс) (кількісні внутрішні показники – ДВКС, ДБ, ВКПС, КО, ОВПОб), Інтегрального індексу інституційного середовища банківської системи (Ізіс) (кількісні внутрішні показники – ДВКС, ЧАДБ, ЧАНБ, ДБ, ВКПС, ЧКАБ) демонструє, що Ізіс та Іісфс мали подібний тренд до 2014 р. Далі ситуація змінилась у зв'язку із кризою банківської системи, її очищенням і рефорсуванням.

**Оптимальні моделі діагностики якості інституційної структури  
банківської системи України**

Показник	Моделі
ВКФС, % до ВВП	$Y_{16} = -80,4 - 0,95 \cdot \text{ЧАНБ} + 0,59 \cdot \text{Ізг} + 2,01 \cdot \text{ІвТмр};$ $Y_{17} = 173,6 - 0,9 \cdot \text{Іпс-зпв} - 1,3 \cdot \text{Іярб};$ $Y_{18} = 160,4 - 0,99 \cdot \text{Іпс-зпв} - 0,99 \cdot \text{ЧАДБ};$
КФР, % до ВВП	$Y_{19} = 83,07 - 1,67 \cdot \text{ЧІКАБ};$ $Y_{20} = -15,1 - 0,34 \cdot \text{ЗБорг} + 1,13 \cdot \text{ДБ};$ $Y_{21} = 52,3 - 0,87 \cdot \text{ЧАНБ};$ $Y_{21} = 30,8 - 0,58 \cdot \text{ЧАДБ};$
КО, % до ВВП	$Y_{21} = -1,09 + 0,11 \cdot \text{ДБ} - 0,04 \cdot \text{ЗБорг};$
ОДВП, % до ВВП	$Y_{22} = 16,36 + 0,28 \cdot \text{ЗБорг} - 2,57 \cdot \text{ПІІ};$

*Джерело: розраховано авторкою*



*Рис. 3.17. Динаміка Інтегральних індексів інституційного середовища*

*Джерело: розраховано авторкою за даними [22; 25; 26]*

На основі кореляційно-регресійного аналізу залежності Ісер та Ізс, Ісфс, Ісбс за період 2013-2019 рр. не виявлено зв'язку соціально-економічного розвитку і інституційного середовища банківської системи, що є результатом значних трансформацій останнього. Втім зовнішнє інституційне середовище позитивно впливає на соціально-економічний розвиток, а інституційне середовище фінансової системи негативно:

$$I_{сер} = 0,2436 + 2.613 * I_{зіс} - 1,652 * I_{ісфс} \quad (3.27)$$

Модель значима:  $R^2=0,541$ ,  $t_{набл} > t_{критич.}$ .

В результаті розрахунків також було отримано рівняння, що свідчить про позитивний вплив інституційного середовища фінансової системи на її розвиток. Зовнішнє інституційне середовище впливає негативно:

$$I_{рфс}^2 = 0,713 - 0,617 * I_{сер} + 1,085 * I_{ісфс} \quad (3.28)$$

Модель значима:  $R^2=0,919$ ,  $t_{набл} > t_{критич.}$ .

Отже, на внутрішні кредити приватного сектору позитивно впливають «здорові гроші», банківські депозити, корпоративні облігації, вільна торгівля на міжнародних ринках, що слід урахувати в майбутньому при визначенні пріоритетів і напрямів інституційної модернізації фінансової системи, а негативно – якість регулювання бізнесу, чисті інвестиційні активи, присутність держави в економіці. Негативний вплив якості регулювання бізнесу свідчить, що регуляторна політика не сприяє діловій активності, ефективності фінансових потоків. Утім, для цього періоду це можна пояснити і посиленням вимог до достатності капіталу, формування резервів, вимог до відкриття інформації щодо власників, виведення з ринку неплатоспроможних фінансових установ тощо. Однак, в довгостроковому періоді при відповідному інституційному регулюванні це може забезпечити позитивні ефекти, і, навпаки, сприяти ефективності та стабільності фінансової системи.

Крім того, негативно впливає на внутрішнє кредитування частка державного капіталу у банківській системі України та високий рівень концентрації капіталу в секторі, що відображає низький рівень конкуренції. Отже, для того, щоб збільшити внутрішнє кредитування приватного сектору, підвищити його продуктивність, слід зменшити рівень втручання держави в економіку, зокрема, частку державної власності та рівень концентрації у банківській системі, покращити якість регулювання бізнесу шляхом переорієнтування держави від функцій контролера до функцій адаптивного регулятора, який створює стимули до добросовісної конкуренції, зростання ділової, інвестиційної, інноваційної активності бізнесу, корпоративно-соціальної та екологічної його відповідальності, забезпечує інвестиційну привабливість країни, та обмеження щодо порушення прав власності, акціонерів, кредиторів, інвесторів, споживачів та економічних і соціальних, індивідуальних і суспільних інтересів та цінностей. На капіталізацію фондового ринку впливає позитивно зростання банківських депозитів і негативно ПШ,

державні витрати кінцевого споживання, іноземний банківський капітал, висока концентрація у банківському секторі, висока частка державного капіталу у банківській системі, зовнішній борг. Це відображає високий рівень конкуренції за ресурси у фінансовій системі, що може свідчити й про їх дефіцит. Можна відзначити, що зростання капіталізації фондового ринку стримується обмеженим обсягом та спекулятивним короткостроковим характером ПП, недостатнім рівнем схильності до заощаджень, що є наслідком фінансово-економічної нестабільності та низької довіри населення до фінансової системи та держави.

Оптимальні рівняння для ринку внутрішнього боргового ринку демонструють пряму залежність із вільною торгівлею на міжнародних ринках, «здоровими грошима», банківськими депозитами, ОДВП, зовнішнім боргом держави, іноземними активами в державних облігаціях і непрямий з державними витратами кінцевого споживання, чистими інвестиційними активами, правовою системою і захистом прав власності. Отже, зростання зовнішньої торгівлі обумовлює зростання боргового ринку суб'єктів господарювання, у тому числі в результаті банківських депозитів, як ресурсної бази для банківських кредитів, та зростання емісії ОДВП, що стимулює сукупний попит. Утім для забезпечення стабільності та ефективності фінансової системи доцільно, враховуючи частку запозичених коштів у структурі капіталу суб'єктів господарювання (68% по економіці), створити умови для нарощування власного капіталу за рахунок зростання прибутковості, докапіталізації, у т. ч. шляхом залучення іноземних інвестицій, як у реальний сектор економіки, так і фінансовий, відповідної амортизаційної політики, орієнтованої на інноваційне оновлення необоротних активів. Важливим також є стимулювання заощаджень, що буде збільшувати ресурсну базу КБ, утім це потребує створення стимулів для розширення кредитування реального сектору економіки, а не торгово-посередницьких операцій.

### Список використаної літератури до розділу 3

1. Де би була Україна, якби всі 27 років економіка росла так, як останні 3 роки. 16.07.2019. URL : <https://www.strategy.ua/articles/269>
2. Про внутрішнє і зовнішнє становище України у 2000 р. URL : <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/n0002100-01#Text>
3. Офіційний сайт Міністерства фінансів України. URL : <https://www.mof.gov.ua/uk>
4. Офіційний сайт Державної служби статистики України. URL : <http://www.ukrstat.gov.ua>
5. Офіційний сайт Рахункової палати України. URL : <https://rp.gov.ua/home/>
6. Кравчук О. Історія формування боргової залежності України. *Спільне: журнал соціальної критики*. 30 квітня 2015. URL : <https://commons.com.ua/uk/formuvannya-zalezhnosti/>
7. Офіційний сайт Національного банку України. URL : <http://www.bank.gov.ua>.
8. Генезис антикризового регулювання економіки України. /Олешко А./ *Ефективна економіка*. 2012. № 7. URL : [http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek\\_2012\\_7\\_8](http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2012_7_8)
9. Реформи в Україні: ідеї та заходи / за ред. Я. Ширмера, Д. Снелбекера. К. : Альтерпрес, 2000. 220 с
10. Лаптев С. М. Банківська діяльність (вітчизняний та зарубіжний досвід) : навч. посіб. / С. М. Лаптев, М. П. Денисенко, В. Г. Кабанов, О. С. Любунь. К. : Вид-во "Професіонал", 2004. 320 с.
11. Офіційний сайт Пенсійного Фонду України. URL : <https://portal.pfu.gov.ua/>
12. Лисицький В. Світло і тінь вітчизняної економіки. *Вісник НБУ*. 1999. №4. С. 9-10.
13. Кочетков В. М., Мостиський Т. А. Діяльність банків з іноземним капіталом в Україні. *Ефективна економіка*. 2014. № 5. URL : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2979>
14. Кузнєцова Л. В. Сутність та основні складові системи управління фінансами банку. *Науковий вісник національного лісотехнічного університету України*. 2009. Вип. 19.9. С.196-205.
15. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку. URL : <https://www.nssmc.gov.ua/>



16. Офіційний сайт Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL : <https://www.nfp.gov.ua>
17. Ніколайчук С. Стабілізація обмінного курсу гривні в умовах військової агресії. К.: НБУ, 2019. 19 с. URL : <https://bank.gov.ua/>
18. Ломачинська І. А., Мумладзе А. О., Кесарь Я. П. Вплив банкінгу на розвиток національної економіки. *Вісник Одеського національного університету. Економіка*. 2020. Том 25, вип. 2 (81). С. 29-36.
19. Сильна двадцятка. Топ-20 найбільш надійних банків України – рейтинг НВ і Dragon Capital. 7 листопада 2019. <https://biz.nv.ua/ukr/finance/top-20-naybilsh-nadiynih-bankiv-ukrajini-reyting-nv-novini-ukrajini-50052089.html>
20. Global Financial Development. DataBank. *The World Bank*. URL : <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database>.
21. Рівень тіньової економіки в Україні перевищив 30%. *Фінклуб*. 24.09.2020. URL: <https://finclub.net/ua/news/riven-tinvoi-ekonomiky-v-ukraini-perevshchyv-30protsent.html>
22. The Global Competitiveness Index. The Global Competitiveness Report 2013-2019. World Economic Forum. URL : <https://www.weforum.org/reports>
23. Financial Development Index Database. IMF. URL : <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b&sId=1480712949562>
24. Bayar Y. Governance And Financial Development In Central And Eastern European Countries. *Ekonomске ideje i praksa*. 2017. №24. P. 53-65.
25. Index of Economic Freedom. URL : <https://www.heritage.org/index/>
26. World Bank Open Data. The World Bank. URL : <https://data.worldbank.org/>
27. Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets. IMF. URL : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1508.pdf>

## РОЗДІЛ 4

### ТРАНСФОРМАЦІЯ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В НОВІЙ ЕКОНОМІЦІ

#### 4.1. Інституційний розвиток фінансової системи в умовах технологічних змін

Аналіз сучасного суспільного розвитку дозволяє виявити формування нової економіки, основними рушійними силами якої є інтенсифікація знань, зростання корисності інформаційно-комунікаційних технологій, мережеві організаційні структури, глобалізація. У цьому контексті до основних факторів сучасних перетворень слід віднести технології, зміни, знання, конкуренцію, людський капітал, глобалізацію. Відповідно, інституційна трансформація фінансової системи в новій економіці повинна базуватися на принципах: знання – це основний ресурс, а найцінніший – людський капітал; розвиток – це стрімкі хаотичні зміни; зміни швидкі та їх складно передбачити; розвиток – це інновації; короткий життєвий цикл фінансових продуктів і послуг та їх сильна диференціація; глобальна конкуренція; домінуючі конкурентні стратегії – інноваційне та креативне підприємництво, «швидкий з’їдає повільного»; домінуюча сила в економіці – споживач; джерело інновацій – управління знаннями, венчурний бізнес, новий бізнес, нові бізнес-моделі та бізнес-процеси; працівник – це інвестиція.

Поява й удосконалення фінансових інновацій як складової фінансової політики завжди було і залишається важливою умовою стабільного соціально-економічного розвитку країни. Процес реформування наявної практики та методики направлений на пошук нових інструментів та способів фінансової взаємодії суб’єктів економіки, і, як результат, отримання майбутньої вигоди. При цьому інноваційний процес передбачає створення не лише нових технологій та інструментів, а й повноцінних інституціональних структур (ЄЦБ, ОЕСР, МБРР та інші). Саме тому процес дослідження розвитку інновацій у фінансовій системі відіграє важливу роль для розуміння сучасних процесів щодо забезпечення її конкурентоспроможності та стійкого зростання соціально-економічного добробуту.

Фінансові технології (FinTech) – це одна зі змістовних форм фінансових інновацій, які описують певний результат інноваційного процесу по створенню нових продуктів, послуг, технологій задля отримання прибутку, зменшення ризиків, підвищення ефективності фінансових операцій. Хоча слід відзначити, що саме фінансові технології є основою розвитку інших форм фінансових інновацій – фінансові продукти, фінансові послуги, організаційні форми тощо.

Огляд 200 спеціалізованих робіт дозволив узагальнити, що FinTech – це галузь, яка використовує інформаційні технології для поліпшення діяльності у сфері фінансів [1]. Вони включають нові додатки, процеси, продукти, бізнес-моделі в галузі фінансових послуг, що складаються з однієї або декількох додаткових фінансових послуг і надаються як комплексний процес через Інтернет. Основними відмінними характеристиками FinTech у порівнянні з технологічними або науковими інноваціями є юридична непатентоспроможність, короткий термін виконання, декомпозиція та адаптивність, залученість множини стейкхолдерів, але з обмеженою участю споживачів [289]. Як правило, FinTech впроваджують нові способи здійснення фінансової діяльності або змінюють існуючі. Це, в свою чергу, сприяє зручності, швидкості, зниженню вартості послуг, а також створює мережі, які здатні легко поєднати людей зі спільними інтересами, зокрема, тих, хто щось має, і тих, хто це шукає, або тих, хто шукає партнерів для спільного споживання (наприклад, шерінгова економіка). Крім того, поява і розповсюдження FinTech обумовлюють зниження операційних ризиків, їх диверсифікацію, зростання ліквідності, збільшення джерел і інструментів фінансування й ін.

З точки зору економічної теорії FinTech є результатом того, що гравці ринку намагаються подолати такі обмеження, як транзакційні витрати, інформаційну асиметрію й інші форми ринкових непорозумінь на додаток до мотивів прибутку акціонерів [2].

На нашу думку, поширенню FinTech окрім технологічних можливостей сприяють очікування клієнтів, особливо враховуючи, що все більшу їх частку становлять міленіали. Втім, провідну роль у поширенні FinTech відіграє саме розвиток інформаційно-комунікаційних технологій, які назавжди змінили принцип взаємодії суб'єктів фінансових процесів, сприяють спрощенню як повсякденного життя звичайного споживача, так і діяльності великих корпорацій. Особливістю сучасних ІКТ є те, що вони частково диктують майбутній напрям удосконалення і розробки інновацій.

Незважаючи на стрімке поширення FinTech, у спеціалізованій літературі існує неоднозначна думка щодо них. Прихильники FinTech широко визнають переваги FinTech, а інші звертають увагу на неправильне використання або зловживання фінансовими технологіями, що призводить до нестабільності та фінансових потрясінь (наприклад, світова криза 2008 року)[3]. Крім того, слід визнати, що фінансові технології ускладнюють транзакції, а це може негативно впливати на учасників фінансових транзакцій. Разом із тим, слід відзначити, що сьогодні поширення FinTech є незворотнім процесом.

Хоча термін «фінансові технології» з'являється на початку 1990-х років, FinTech мають давню історію розвитку. Виділяють три етапи їх еволюції: FinTech 1.0 (1866-1967 рр.), FinTech 2.0 (1967-2008 рр.), FinTech 3.0 (2009 – по теперішній) [4].

Етап FinTech 1.0 розпочався з комерційного використання телеграфу в 1838 р. та прокладення першого трансатлантичного телеграфного кабелю в 1866 р., що з'єднав Західну Європу з Північною Америкою, а також створення телекомунікаційної системи обробки платежів Fedwire (Federal Reserve Wire Network) в США (1918 р.). Це дозволило миттєво здійснювати зв'язок між основними фінансовими ринками Лондона та Нью-Йорка, який згодом поширювався на інші фінансові центри Європи та Азії протягом десятиліть.

Період 1867-1914 рр. відзначають як перший період фінансово-економічної глобалізації, що ознаменувався формуванням основи технологічної інфраструктури. Розвиток телеграфу, залізниць, каналів та пароплавів сприяв швидкому здійсненню платежів і транзакцій, обміну фінансовою інформацією по всьому світу. А з іншого боку, фінансова система мала забезпечити розвиток цих технологій необхідними ресурсами. Це й сприяло стрімкому розвитку фінансових технологій у цей період. Але Перша світова війна і крах фондового ринку в 1929 р., а потім Велика депресія зупинили подальший розвиток протягом наступних 25-ти років.

Наступна віха розвитку FinTech була пов'язана з початком Другої світової війни, коли було розроблено значну кількість кодів для безпечної комунікації, перш за все, для військових операцій.

Основний бум розвитку інновацій у фінансовій сфері відбувся до другої половини ХХ ст., коли бурхливо розвиваються великі фінансові центри (Нью-Йорк, Лондон). Саме в цей період відбувається значна диверсифікація існуючих та поява нових операцій, послуг, інструментів, а пізніше стрімке удосконалення

комп'ютерних технологій. Усе це було відповіддю на тогочасну ситуацію на ринках: нестабільність і волатильність валютних курсів та відсоткових ставок, постійне реформування норм оподаткування та регулювання фінансової діяльності, непередбачувані зміни темпів інфляції та інших макроекономічних показників. В 1967 р. почалося оцифрування аналогових систем у цифрові середовища, що стало стартом другого етапу розвитку FinTech (FinTech 2.0).

Важливим винаходом стала автоматизована касова машина (АТМ), яка була розміщена в Barclays Bank (Велика Британія). Іншим важливим винаходом став портативний калькулятор TI 2500 Data Math від Texas Instruments, випущений в 1972 р., який і є попередником сучасного смартфона. В 1967 р. почалося оцифрування аналогових систем у цифрові середовища. У 1968 р. у Великій Британії було створено Inter-Computer Bureau (основа сьгоднішніх BACS (Bankers' Automated Clearing Services)), а в 1970 р. в США створена CHIPS (Clearing House Interbank Payments System). В цей період прогресивно розвиваються ранні технології FinTech, які широко поширені сьогодні.

Також можна відмітити наступні тенденції, що склалися з початку 1970-х до кінця 1980-х [256]: створення внутрішніх та міжнародних платіжних систем, зокрема, SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications), яка забезпечує комунікаційний канал між фінансовими установами, що сприяє великому обсягу транскордонних платежів між ними; в 1971 р. була створена NASDAQ – перша цифрова біржа світу; вже до 1980-х років відбувається заміна паперових документів на електронні, розробляються і впроваджуються ІТ-технології управління внутрішніми ризиками; 1980-і рр. ознаменували початок Інтернет-банкінгу паралельно з появою Інтернету; на початку 1980-х років Майкл Блумберг розробляє комп'ютерну систему аналізу інформації для трейдерів, а пізніше відкриває онлайн-службу для торгівлі акціями; в 1990-і рр. почали з'являтися гіганти Інтернету, такі як Amazon, Google, Alibaba, які впроваджують FinTech для оптимізації власної роботи.

В період 1987-2008 рр. розвиваються традиційні цифрові фінансові послуги, відбувається лібералізація та дерегулювання фінансових ринків. Все більше фінансових операцій здійснюється в мережі Інтернет. До початку XXI ст. внутрішні процеси фінансових установ, взаємодія з аутсайдерами і роздрібними клієнтами стали повністю оцифрованими. Вже до 2005 р. у Великій Британії з'явилися перші direct banks без фізичних відділень (ING Direct, HSBC Direct).

Особливо бурхливий розвиток FinTech відбувається в третю епоху FinTech 3.0 після глобальної кризи 2008 р., оскільки саме в часи кризи з'являються проблеми, які починають вирішувати за допомогою стартапів. Криза спричинила масове скорочення робочих місць у фінансовому секторі, змушуючи людей шукати нові можливості. Так і почали з'являтися стартапи FinTech на чолі з висококваліфікованими безробітними особами. Особливістю FinTech 3.0 є й те, що фінансові послуги починають надавати нефінансові установи, зокрема BigTech-компанії. При цьому рівень довіри до BigTech-компаній вище, ніж до традиційних фінансових установ і він зростає.

Отже, сучасні FinTech, розвиток яких відбувається в результаті того, що Інтернет (в т.ч. мобільний, зокрема 4G) став поширеним явищем, стрімко розвиваються соціальні мережі, поширюються мобільні пристрої та мобільні додатки, існує потреба у нових альтернативних системах платежів, джерелах фінансування, напрямках інвестування, характеризуються новітніми принципами функціонування завдяки інформаційним технологіям. При цьому New Tech створюють безліч перспектив використання FinTech. У результаті з'являється можливість в автоматичному режимі збирати, систематизувати та обробляти великі масиви інформації, легко поєднувати людей зі спільними інтересами в мережу, наприклад, у віртуальні міні-ринки, ближче і зручніше пов'язати приватний попит і приватну пропозицію тощо. Отже, відбувається трансформація господарських і фінансових відносин на основі оцифрування та децентралізації фінансових процесів, персоніфікації фінансових послуг, що забезпечує розвиток нових способів взаємодії виробників фінансових продуктів з попитом споживачів у реальному часі.

Дуже складно оцінити яким буде наслідок активного впровадження фінансових послуг, оскільки багато інновацій ще не пройшли випробування у повному фінансовому циклі. Результати SWOT-аналізу поширення FinTech в банківський сектор (табл. 4.1) демонструє як переваги, так і недоліки цього процесу.

Але, поряд з цим, можна відзначити дві тенденції. По-перше, фінансовим установам доведеться вкладати значні кошти в технології, щоб конкурувати між собою і з новими учасниками ринку. А, по-друге, структура фінансової системи буде радикально трансформуватися в найближчі десять років з введенням нових небанківських фінтех-компаній.

**SWOT-аналіз поширення FinTech у банківському секторі**

<b>STRENGTHS</b>	<b>WEAKNESSES</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Значні інвестиції в сектор FinTech;</li> <li>- Очолюють банкіри та програмісти топ-рівня; <ul style="list-style-type: none"> <li>- Клієнтоорієнтованість;</li> </ul> </li> <li>- Постійна модернізація послуг; <ul style="list-style-type: none"> <li>- Гнучкість;</li> </ul> </li> <li>- Швидка адаптація до змін;</li> <li>- Ефективне управління ризиками; <ul style="list-style-type: none"> <li>- Широкий доступ до послуг;</li> <li>- Низька вартість послуг;</li> <li>- Відсутність жорсткої територіальної приналежності;</li> <li>- Цифрова довіра.</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Потреба в розвинутій інфраструктурі; <ul style="list-style-type: none"> <li>- Проблема з даними;</li> <li>- Відсутність підтримки на законодавчому рівні;</li> </ul> </li> <li>- В деяких країнах не достатньо поширені смартфони;</li> <li>- Недостатня безпека;</li> <li>- Потреба у додаткових інвестиціях у нові технології.</li> </ul>
<b>OPPORTUNITIES</b>	<b>THREATS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Створення інфраструктури для посилення комунікації та співпраці між галузями; <ul style="list-style-type: none"> <li>- Зміна в законодавстві;</li> </ul> </li> <li>- Співпраця з великими банками;</li> <li>- Зростання клієнтської бази;</li> <li>- Зниження вартості інтернет-послуг та збільшення проникнення мобільних та смартфонів у малі країни та в ті, що розвиваються.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Кіберзлочинність може потенційно підірвати цілісність всієї фінансової системи; <ul style="list-style-type: none"> <li>- Порушення конфіденційності;</li> <li>- Інтенсивна конкуренція;</li> </ul> </li> <li>- Зміна споживчої поведінки покупців;</li> <li>- Легкий доступ до фінансування може стимулювати ризиковану поведінку (надмірне запозичення та високий рівень накопичення особистих боргів).</li> </ul>

Центром модернізації фінансових відносин і процесів в результаті розвитку FinTech стає споживач. FinTech змінюють способи виробництва, розподілу, обміну, споживання фінансових послуг, бізнес-моделі у фінансовому секторі, очікування і поведінку споживачів, що в цілому обумовлює модифікацію функцій фінансової системи та по суті моделей ведення бізнесу в усіх сферах, пов'язаних із фінансовими операціями, зміни системи фінансового регулювання тощо. Роль традиційних фінансових інститутів зменшується, їх

стратегії та бізнес-моделі все більше орієнтуються на клієнта, а дизайн фінансових продуктів визначається на основі агрегованих персоніфікованих цінностей, історичних тенденцій, у т.ч. нефінансових, когнітивних розрахунків.

Спочатку термін FinTech застосовується лише до back-end системи фінансових установ, утім з часом, коли відбувається перехід до більш орієнтованих на споживачів послуг, вони поширилися на будь-які технологічні інновації та автоматизацію фінансового сектора, включаючи: фінансову грамотність, консультації, освіту; управління капіталом; кредитування та запозичення; роздрібний бізнес; фандрейзинг, грошові перекази/виплати; управління інвестиціями й ін.

FinTech підвищують ефективність роботи існуючих процесів, запускають абсолютно нові, створюють системи лояльності та зацікавленості клієнтів.

Отже, можна констатувати, що кожного дня розробляються нові цифрові технології, які поступово змінюють поведінку клієнтів і традиційні бізнес-моделі. Також FinTech допомагають фінансовим організаціям відповідати вимогам регуляторних органів, забезпечуючи перевірку та захист даних, автоматизацію звітності й т.п. У результаті з'являються спеціалізовані регулятивні технології RegTech та наглядові технології SupTech. RegTech – це сукупність технологій, які оптимізують комплаєнс банку, тобто його систему контролю над виконанням нормативних вимог. SupTech – це набір технологій, які використовують наглядові органи та регулятори ринків (зокрема, центральні банки) для виконання своїх функцій та адміністративних задач.

На основі аналізу концептуальних основ глобальних трендів розвитку фінансових інновацій, а також аналізу кейсів впровадження FinTech рішень можна виділити три ключових моделі:

1) Американсько-китайська модель або «бігтехівській» FinTech. У цій моделі переважають рішення, які пропонують великі технологічні компанії (наприклад, FAMGA (Facebook, Apple, Microsoft, Google, Amazon) в США, а також BAT (Baidu, Ant Financial, Tencent) в Китаї. Іншими словами, центром екосистеми є Big-компанії.

2) Європейська модель або стартаповський FinTech. У цьому варіанті розвитку FinTech переважають рішення, які пропонують стартапи і нові компанії, що, зазвичай, спеціалізуються на одному або декількох нішевих пропозиціях. Іншими словами, центром екосистеми є FinTech-стартапи.



3) Традиційний FinTech. Дана модель передбачає розвиток FinTech всередині традиційних учасників ринку фінансових послуг (наприклад, банки, платіжні системи). Іншими словами, центром екосистеми є традиційні посередники на ринку фінансових послуг.

Згідно з індексом Fintech Adoption [5] глобальне сприйняття FinTech кожні два роки подвоюється: у 2015 р. 16% споживачів у світі використовує дві і більше фінансових технологій, в 2017 р. – 33%, а в 2019 р. вже дві третини (64%). У 2019 р. 99% споживачів знає хоча б про один грошовий переказ чи платіж через FinTech сервіси, 75% використовують грошові перекази та платежі через сервіси FinTech, 48% споживачів використовує послуги FinTech страхування. Найбільш популярні FinTech-сервіси – онлайн-платежі, сервіси для страхування авто і здоров'я, додатки для інвестування і примноження капіталу, онлайн-платформи для позики, інструменти фінансового планування.

В середньому споживачі демонструють високий рівень глобальної обізнаності про послуги FinTech: грошові перекази та платежі – 96%, бюджетування та фінансове планування – 71%, заощадження та інвестиції – 78%, запозичення – 76%, страхування – 86%. Високий рівень FinTech обізнаності демонструють малі і середні підприємства – 25%. При цьому 56% середніх і малих підприємств користувалися банківською та платіжною послугою FinTech, 46% середніх і малих підприємств використовують фінансову послугу FinTech. За кількістю користувачів Fintech-сервісів лідирують Китай та Індія – 87% діджитал активного населення, Росія і Південно-Африканська Республіка – 82%, Нідерланди – 73%, Ірландія і Великобританія – 72%, Гонконг, Сінгапур, Південна Корея – 67%.

Якщо у 2017 р. основним чинником вибору споживачами FinTech послуг була його простота, то в 2019 р. основним є привабливі збори або ціни. На думку експертів [5], це є ознакою зрілості FinTech ринку. Крім того, споживачі все більше довіряють FinTech послугам. 33% тих, хто сприймає FinTech при розгляді нового фінансового продукту перед тим, як звернутися до свого основного банку або страховика розглянуть пропозиції інших установ. 46% тих, хто сприймає FinTech послуги, готові поділитися своєю банківською інформацією в обмін на більш вигідні умови отримання фінансових послуг або продуктів.

Отже, процес цифрової трансформації фінансових ринків відбувається досить швидко, і на нього впливають глобальна нестабільність, технологічні,

соціальні, поведінкові, демографічні зміни, посилення взаємозв'язку між розвиненими ринками і ринками, що розвиваються, піднесення державного капіталізму, посилення конкуренції за природні ресурси тощо. При цьому цифрова трансформація буде успішна лише тоді, коли буде клієнтоорієнтована, тобто будуть враховані персоніфіковані інтереси, пріоритети, можливості споживачів. Отже, зростання фінансових установ залежить від залучення нових клієнтів та зростання продуктового набору. Втім їх ROE вперто залишаються низькими, клієнти очікують зниження цін на послуги та зростання їх якості, а конкурентні переваги визначають фактори, які потребують значного інвестування: інновації, розробка нових продуктів, розвиток таланту персоналу тощо.

Серед основних загроз зростання фінансових організацій виявлено [6] швидкість технологічних змін (85%), зміну поведінки споживача (69%), дефіцит кадрів (72%) (у галузі страхування – 81%), кібератаки (73%), збереження та укріплення довіри клієнтів в умовах швидкого поширення цифрових технологій (70%) (зокрема, банківські послуги і ринок капіталів – 76%, страхування – 72%). 54% топ-керівників великих фінансових установ США, Європи, Азії вважають, що лідерство в найближчі роки на ринку залишиться за крупними банками, а 55% вважають, що нетрадиційні постачальники фінансових послуг є загрозою для традиційних банків.

У результаті поширення FinTech вже сьогодні можна виділити такі явища, що суттєво змінюють інституційне середовище фінансової системи та обумовлюють її інституційну трансформацію:

По-перше, в новій фінансовій екосистемі з'являються провайдери фінансових послуг, які завдяки інноваціям знижують витрати і час проведення операцій, роблять їх простими, зручними, максимально комфортними для споживачів. Це впливає на ринок і поведінку традиційних фінансових організацій, оскільки більша ефективність провайдерів або надає додаткові конкурентні переваги для традиційних фінансових установ, або створює додаткові ризики. Таким чином, внутрішньогалузева конкуренція трансформується у міжгалузеву.

По-друге, фінансові установи все частіше звертаються до третіх осіб – постачальників послуг для надання інформації, інтернет-провайдерів, хмарних сервісів й ін. У результаті у фінансовому секторі зростає частка постачальників третіх послуг, що збільшує системні операційні ризики та ризики кібербезпеки, якщо ними вмiло не управляти. При цьому ризики змінюються структурно, що

потребує нових підходів і методів управління ними. При цьому основною організаційною формою функціонування є мережева форма.

По-третє, поряд із FinTech-компаніями з'являються BigTech-компанії (Amazon, Facebook, Google, Apple, Microsoft, Alibaba, Tencent). Це високотехнологічні компанії з нетрадиційними структурами, налагодженими мережами, накопиченими великими даними, які починають надавати інноваційні послуги та продукти у фінансовому просторі та вступають у конкуренцію з традиційними фінансовими установами. Більш того, вони формують нові стандарти якості, зручності, швидкості для споживача. 68% споживачів готові розглянути продукт фінансових послуг, запропонований нефінансовою компанією [5]. Такі зміни обумовлюють зменшення здатності контролювати фінансові потоки, застосовувати примусові методи регулювання фінансової діяльності, що потребує нових норм, правил та механізмів їх реалізації, іншого співвідношення формальних і неформальних інституцій. Принаймні в умовах лібералізації фінансової діяльності зростає роль якісних неформальних інституцій, що забезпечують мінімізацію ризиків, зокрема, комплаєнсу, корпоративно-соціальної відповідальності тощо.

Новітні технології все більше переміщують фінансові операції і послуги у мережу, обсяг готівкових значно зменшується, а, отже, потреба у традиційних філіалах зменшується. 77% осіб у віці 18-21 років з тих, хто витрачає кошти вже сьогодні, здійснюють P2P-платежі [7]. В цих умовах надмірно зростають витрати на утримання філіалів, а, отже, єдиний аргумент щодо їх подальшого існування стати більш продуктивними або значно скоротити витрати. Зрозуміло, що кількість філіалів буде зменшуватися, але зовсім відмовлятися від них не доцільно. Вони повинні трансформуватися і стати консультаційними центрами, зокрема «центрами взаємодії» або «розумними кіосками». Привабливою стратегією розвитку при цьому є партнерські відносини між традиційними установами і FinTech-компаніями, провайдерами, що дозволить побудувати більш широкую екосистему і підвищити таким чином власну конкурентоспроможність.

Як результат, поширення FinTech знижує бар'єри входу на ринок та виходу з нього; посилює диференціацію фінансових продуктів за рахунок, перш за все, формування дизайну фінансових продуктів; обумовлює появу нових учасників ринку, які відрізняються принципами функціонування і регулювання з боку держави; змінює форми взаємодії між учасниками ринку; сприяє

децентралізації системи надання фінансових послуг; підвищує економію на ефекті масштабу; знижує витрати на операції, пов'язані із інформаційною асиметрією, а також транзакційні витрати; збільшує прозорість фінансових операцій. В цілому, це сприятиме різноманіттю та конкурентоспроможності фінансових ринків.

Втім слід відзначити, що роль традиційних фінансових інститутів-організацій буде знижуватися та модифікуватися – залишаться ті з них, які будуть здатні розуміти мотивацію і потреби споживачів фінансових послуг та продуктів, а їх бренд буде відображенням довіри, чесності, безпеки, якості; зможуть продуктивно співпрацювати з FinTech-компаніями, а не конкурувати з ними. BigTech-компанії, поряд із цим, з одного боку, ще більше будуть збільшувати конкуренцію, фінансову інклюзивність, тиск на традиційні інститути щодо впровадження інновацій та підвищення загальної ефективності фінансової діяльності, а, з іншого, їх діяльність призводитиме до появи нових форм концентрації та ринкової влади, продукуватиме нові системні ризики, масштаб і наслідки яких значно ширше, ніж у традиційних фінансових інститутах.

Такі тенденції потребують перегляду парадигми регуляторної політики, як на фінансових ринках, так і суміжних, в контексті забезпечення правильного балансу між захистом споживачів, просуванням конкурентних ринків, заохоченням інновацій, захистом стабільності й надійності фінансової системи. При цьому питання співпраці між суб'єктами ринку і регуляторами має вирішуватися не лише національною координацією, а й міжнародною, що є принциповим в умовах цифровізації сучасного суспільства. Серед пріоритетних напрямів міжнародного співробітництва має бути: підвищення рівня поінформованості про FinTech, регулярна оцінка ризиків та розробка мікро- та макропруденційних регуляторних рамок. Особливої уваги в контексті цього заслуговує управління операційними ризиками від сторонніх постачальників послуг, зниження кібер-ризиків, моніторинг макрофінансових ризиків.

Взагалі регулювання діяльності FinTech все ще знаходиться на стані зародження, у різних країнах нормативні бази істотно відрізняються. Отже, основним завданням регулювання FinTech має бути досягнення правильного балансу між сприянням інновацій та конкуренції, з одного боку, та збереження цілісності фінансових ринків і забезпечення захисту споживачів, з іншого. Регулювання та нагляд держави має бути гнучким, що буде заохочувати

інноваційні проєкти та уникати будь-яких перешкод на шляху до змін, які з часом вплинуть і на пропозицію технологічно-інтенсивних послуг у майбутньому.

Модернізація ролі регулюючих фінансових органів має відбуватися на основі дотримання наступних умов [8]:

- від жорсткої системи контролю до «арбітру ринку»;
- забезпечення балансу між інноваціями та ризиком, справедливістю та технологічною нейтральністю;
- забезпечення нових способів взаємодії між суб'єктами нової фінансової екосистеми (трейдери капіталу, провайдери капіталу, користувачі капіталу, FinTech-компанії, менеджери з ризику, посередники, представники фундаментальних транзакцій, регулюючі органи й ін.);
- забезпечення балансу між сприянням інновацій та конкуренції, з одного боку, та збереженням цілісності фінансових ринків і забезпеченням захисту прав споживачів фінансових послуг, з іншого;
- забезпечення захисту інформації та прав інтелектуальної власності, інформування останніх про можливі ризики, координація фінансової освіти й ін.

Виконання цих умов потребує концептуальної зміни регуляторної діяльності від інститутів, компаній на фінансові послуги, продукти, як на національному, так і міжнародному рівні.

Отже, інновації у фінансовій системі є винятковим інструментом для досягнення прогресу. Впровадження цифрових технологій та більш інтенсивне використання Big Data дозволить скоротити витрати та підвищити якість фінансових послуг. Все це створює потенційні переваги для виробників фінансових послуг, споживачів та для економіки в цілому.

Втім фінансові інновації – це новий процес, продукт, парадигма, яка вводить фінансовою або нефінансовою організацією. І важливо розуміти, що є «добрі» або «погані» FinTech. На відміну від технологічних або наукових інновацій FinTech не можна протестувати до їх дифузії, а ефекти можна побачити лише в майбутньому. А, отже, невдалі експерименти фінансових установ з FinTech можуть закінчитися втратою довіри, репутації.

Прискорення темпів технологічних змін є як найбільш творчою силою, так і найбільш руйнівною. Отже, формування нових фінансових відносин супроводжується посиленням нових ризиків, зокрема, захисту інформації, невизначеності, у т.ч. щодо стабільності фінансових потоків, недостатнього контролю за неформальним рухом фінансових ресурсів, недостатнього рівня обізнаності та грамотності, ін.

Історія появи FinTech-компаній в Україні датується 2006 р., хоча стрімкий розвиток починається у 2014 р., коли з'являється зразу 9 технологічних компаній. На початок 2020 р. в країні функціонують понад 100 FinTech-компаній, половина з яких орієнтована на міжнародні ринки. 72% так чи інакше планують працювати на міжнародних ринках [9]. Потенціал FinTech-ринку в Україні обумовлений чисельністю населення, 4 місцем по кількості безконтактних платежів у світі, наявністю 79,5% платіжних терміналів, що підтримують безконтактну оплату, 63% населення, яке постійно використовує Інтернет, 45% населення, яке користується смартфонами, активне користування смартфонами, наприклад, біля половини вебтрафіку та переглядів Youtube здійснюється зі смартфона, місце країни у першій п'ятірці країн за NFC-платежами, які пропонують понад 20 банків, 4% ВВП становить ІТ-індустрія й ін. [10]. Розвитку FinTech-послуг сприяла і пандемія COVID-19, а також проактивність Уряду і НБУ.

Важливим чинником, що обмежує розвиток FinTech-компаній в Україні, є обсяг і структура їх фінансування. 61% з них функціонують на основі виключно власного капіталу, 9% залучають кошти друзів, родичів, знайомих. Не планує використовувати банківські кредити для бізнес-діяльності 92,7% FinTech-компаній [9]. Лише 30% FinTech-компаній залучило зовнішні інвестиції приватних інвесторів та ангельські інвестиції, і лише одна компанія через ICO. 98% компаній серед акціонерів немає банків, а це означає, що останні, як основні споживачі FinTech-рішень у фінансовій системі на сьогодні, не беруть участь в їх фінансуванні та розробці. Це є особливістю українського ринку – FinTech-компанії та банківські установи розвиваються незалежно, що є результатом дефіциту коштів у них для інноваційного розвитку та орієнтованістю FinTech-компанії на іноземних споживачів. Хоча є й Monobank, який демонструє успішний приклад поєднання FinTech і банківських операцій, що на додаток до стратегії, орієнтованої на інтереси і потреби споживачів фінансових послуг, забезпечило стрімкий приріст клієнтів, незважаючи на пропозицію обмеженої кількості банківських послуг. Розуміючи значимість FinTech-рішень для конкурентоспроможності, українські банки купують їх саме у FinTech-компанії, але бюджети значно відстають від міжнародної практики. Лише Приватбанк на сьогодні має достатні ресурси, у тому числі людські, для власних ІТ-розробок, а також ІТ-платформи, які більш гнучкі та готові для впровадження масових FinTech-розробок.

**Залученість українських банків до співпраці з FinTech-компаніями**

<b>Банк</b>	<b>Спільні проєкти</b>	<b>Власна розробка інноваційних проєктів</b>	<b>Власна розробка / акселерація</b>	<b>Інвестиції в стартапи</b>
Приватбанк	Ні	Так	Планується	Ні
Ошадбанк	Так	Планується	Ні	Ні
Укргазбанк	Так	Так	Ні	Ні
Райффайзен Банк Аваль	Так	Так	Планується	Ні
Альфа Банк	Так	Так	Ні	Ні
УкрСиббанк	Так	Ні	Так	Ні
ПУМБ	Так	Так	Ні	Ні
Credit Agricole	Планується	Так	Планується	Ні
OTP Bank Ukraine	Так	Ні	Так	Ні
ТасКомБанк	Планується	Так	Ні	Ні
Мегабанк	Так	Так	Ні	Ні

*Джерело: складено на основі [9]*

Проблемним є недосконала нормативно-правова база, низький рівень інвестиційної та інноваційної активності, нестабільна економічна та соціально-політична ситуація в країні, недостатній рівень обізнаності та цифрової і фінансової грамотності населення, високі ризики кібербезпеки, комплаєнс-ризиками, безпеки фінансової системи, оскільки FinTech – це фінансові інновації, які не всі є успішними.

Втім важливим розвиток FinTech в Україні є вже зараз, враховуючи, що рівень безготівкових зменшується, зменшується обсяг коштів у неформальному секторі економіки, знижуються транзакційні та операційні витрати, що в цілому сприяє зростанню конкурентоспроможності фінансової системи. Більш того, позитивними ефектами є розвиток альтернативного фінансування, фінансова інклюзія, прискорення обороту фінансових потоків, інтеграція у світовий фінансовий простір. Однак, слід розуміти, що в основі FinTech є лібералізація фінансових потоків, що знижує рівень контролю над їх рухом в глобальному масштабі та знижує регуляторні спроможності НБУ.

Визначаючи значимість розвитку FinTech для національної економіки та фінансової системи, у 2019 р. уряд створив «Український національний фонд стартапів» обсягом 345 млн грн, а НБУ організував Експертну раду з питань комунікацій з інноваційними компаніями з тим, щоб зрозуміти потреби і напрями інноваційного розвитку фінансової системи, розробив Стратегію розвитку фінтеху в Україні до 2025 року та Дорожню карту реалізації стратегії розвитку фінтеху в Україні до 2025 року [10]. В цілому це сприяє поживленню ринку FinTech і появі нових FinTech-компаній.

Отже, узагальнюючи, слід виділити наступні напрями інституційних змін фінансової системи, що обумовлюють відповідні зміни фінансової поведінки під впливом FinTech:

По-перше, управління даними. Інформації стає все більше, її аналіз потребує застосування нових Tech-рішень. При цьому цінність отриманої інформації в результаті аналізу даних має перевершити інвестиції у відповідні технологічні рішення. Крім того, існує конфлікт, пов'язаний з тим, що, з одного боку, існує очікування того, що дані про клієнтів будуть доступні третій стороні, а, з іншого, слід забезпечити конфіденційність інформації про своїх клієнтів. Це може також призводити до зростання операційних витрат, оскільки обсяг інформації збільшується, вона має різну якість, не вся інформація структурована. Важливим аспектом є й те, що фінансові організації мають забезпечувати якісною інформацією клієнтів, партнерів, що підвищує рівень довіри до них, формує конкурентні переваги.

По-друге, всі фінансові організації розуміють необхідність цифрової модернізації, але реалізують вони її по-різному. Це пов'язано з тим, що перед ними виникає питання, які системи слід модернізувати в першу чергу, оскільки, наприклад, банки можуть бути одно- або багатопрофільними, або різні процеси (кредитування, збереження, оплати, інвестування, страхування, ін.) потребують різного часу, різного обсягу капіталовкладень на оцифрування. Виникає питання і яку технологію (автоматизація, штучний інтелект, хмарні сховища, великі дані й ін.) або їх набір використати для оцифрування конкретного процесу. В результаті формуються системи, які розрізнені, складні, негнучкі, мають різний рівень ризику. Отже, в основі цифрової модернізації фінансових організацій мають бути компактні, прості, організаційно гнучкі, орієнтовані на досвід і рішення клієнта процеси.



По-третє, в результаті оцифрування фінансової діяльності формуються нові системи, платформи, програмне забезпечення, інструменти, ефективність яких буде залежати від того, як стратегія, технологія, операції взаємодітимуть спільно сьогодні та у майбутньому. Тому доцільно замість того, щоб мислити у вертикалі «виробництво–реалізація», а також у горизонталі «бізнес-процеси–технологічні платформи», використовувати модель діагоналей, яка створює новий спосіб вирішення проблем, розкриває нові бізнес-можливості, дозволяє вирішувати найскладніші проблеми творчим, креативним шляхом. Отже, формується «симфонічне підприємство» як контрольоване зіткнення тенденцій зі стратегією, технологіями та операціями, які працюють у гармонії, з тим, щоб уявити собі завтра в контексті реалій сьогодні [11]. Перевагою цієї моделі є й те, що вона дозволяє з метою досягнення оперативних і стратегічних цілей використовувати декілька цифрових технологій не лише одночасно, але й гармонійно, таким чином, щоб одна доповнювала іншу для подальших бізнес-цілей.

По-четверте, на роздрібному ринку фінансові організації, зокрема, банки вимушені конкурувати з nonbanks. Tech змінює не лише банківську діяльність, а й інші. В результаті банківські операції надають і nonbanks, зокрема, наприклад, технологічні компанії Apple, Amazon, Google. Частка онлайн-кредитів, особистих кредитів, кредитів на житло, яка приходить на FinTech, з кожним роком лише зростає. Це потребує від банківських установ більших технологічних витрат, вищої активності у просторі FinTech або шляхом запуску окремих цифрових банків, або через партнерство з іншими банками, FinTech-компаніями, небанківськими установами.

По-п'яте, невизначеність і нестабільність в результаті оцифрування, автоматизації, екстернаціоналізації потребують подальшого вдосконалення управління існуючими та новими ризиками фінансової діяльності. Особливої уваги заслуговує ризик щодо кібербезпеки. В контексті цього система оцінки ризиків фінансових послуг та їх контролю має розвиватися за такими напрямками [12]: посилення уваги до стратегічних ризиків (геополітика, FinTechs, нетрадиційні конкуренти); використання Tech для підвищення ефективності та дієвості системи управління ризиками (штучний інтелект, великі дані й ін.); застосування «розумного» управління ризиками, особливо на стадіях виявлення та запобігання (профілактичні заходи); поширення стратегічного мислення на систему управління, зокрема шляхом підвищення

відповідальності першої та другої лінії оборони (модель «Три лінії захисту»), чіткішого визначення обов'язків другої лінії, виключення конфлікту інтересів; підвищення ефективності управлінських рішень; впровадження культури управління ризиком (розробка етичних стандартів; підвищення прозорості, відповідальності, розкриття інформації; реалізація програми поведінки і культури ризику), що підвищить довіру клієнтів, забезпечить конкурентні переваги; удосконалення ринкової інфраструктури; співпраця з іншими агентами, зокрема державою й ін.

По-шосте, цифрова модернізація фінансової системи змінює й ринкову інфраструктуру, оскільки змінюються способи, технології, операції щодо фінансових процесів. Окрім того, природно, що використання Tech характерно не лише для раціоналізації фінансових операцій, а й для вдосконалення ринкової інфраструктури. Значимість модернізацій ринкової інфраструктури пов'язано і з тим, що вона має поєднати розрізнені технологічні платформи, які з'являються в результаті того, що використовуються різні технології або їх набори для одного й того ж процесу. Відповідно, інфраструктура має розвиватися від прогностичних моделей ринкового нагляду, запобігання хижих торговельних стратегій до інтелектуальних систем узгодження для підвищення ефективності їх експлуатації.

По-сьоме, оцифрування, автоматизація, екстернаціоналізація фінансових процесів обумовлюють високий рівень невизначеності попиту на фінансові послуги. Отже, фінансові організації повинні бути зацікавлені у формуванні унікального досвіду клієнта, що досягається за рахунок високого рівня довіри та безпеки (персоналізація та розуміння потреби клієнта, швидкість та якість обслуговування, наявність стратегії розвитку та задовільний фінансовий стан банку, прозорість та відкритість, соціальна відповідальність), агрегованої персоніфікації цінностей та розуміння історичних тенденцій клієнта, програм лояльності (винагорода або в якості балів, які в подальшому можна обміняти на подарунок, або в якості знижок, або їх комбінація), Private Banking (окрім індивідуальної стратегії, індивідуальних тарифів, персонального менеджменту з банківського обслуговування забезпечує юридичний, податковий, фінансовий, інвестиційний консалтинг, страхування, lifestyle management) й ін. У свою чергу результативність складових в «customer experience» забезпечується рівнем та ефективністю використання новітніх технологій.

## **4.2. Концепти розвитку новітніх бізнес-моделей та моделей поведінки у фінансовій системі**

В умовах розвитку нового технологічного циклу відбувається кардинальна трансформація господарських та фінансових відносин, в результаті чого формуються й новітні підходи до розвитку фінансових систем, а також ролі в цьому процесі різноманітних інституцій.

Одним із головних трендів модернізації фінансової системи є те, що формується нова фінансова екосистема як система взаємодії між провайдерами фінансових послуг, регуляторами, споживачами на основі конкуренції та співробітництва з тим, щоб задовольнити потреби клієнта-споживача. Базис нового ландшафту фінансової екосистеми формує єдина технологічна платформа, в основі якої Blockchain і DLT, алгоритм машинного навчання та штучний інтелект, засоби онлайн та офлайн доступу до послуг, ефективні дистанційні комунікації (смартфон, біометрична ідентифікація, хмарні сховища, мобільні додатки, чат-боти, онлайн-помічники, соцмережі) й т.п. В якості провайдерів сьогодні можуть виступати, як фінансові, так і нефінансові установи, зокрема FinTech- та BigTech-компанії. За оцінками, 68% споживачів фінансових послуг вже готові споживати їх від нефінансових компаній [5].

Сьогодні можна спостерігати, як FinTechсвдосконалюють традиційні фінансові послуги і формують новий ландшафт фінансової екосистеми, в основі якої нетрадиційні банки, інвестиційні та страхові компанії, фондові біржі як такі, що забезпечують трансформацію заощаджень в інвестиції, а єдина технологічна платформа, в основі якої Blockchain і DLT, алгоритм машинного навчання та штучний інтелект (AI), засоби онлайн та офлайн доступу до фінансових послуг, ефективної дистанційної комунікації (смартфон, біометрична ідентифікація, хмарні сховища, мобільні додатки, чат-боти, онлайн-помічники, соціальні мережі). Базовими елементами цього процесу є хмарні технології, штучний інтелект, аналітика Big Data. Ця технологічна платформа має стати дієздатним менеджером нової фінансової екосистеми, яка збалансує пропозицію фінансових продуктів з попитом на них у реальному часі. І це змінить не лише інституціональну структуру фінансової системи, а й модернізує функціональну. Отже, роль споживача у функціонуванні фінансової системи зростає, а роль традиційних інститутів та регулюючих органів зменшується.

Споживач поступово стає центром модернізації фінансових відносин. З одного боку, завдяки новим наборам сервісів він отримує можливість найбільш повно задовольняти свої потреби на основі персоніфікації фінансових послуг, що передбачає стратегії та бізнес-моделі, орієнтовані на клієнта, дизайн фінансових продуктів на основі агрегованих персоніфікованих цінностей, історичних тенденцій, у тому числі нефінансових, когнітивних розрахунків. З іншого, перспективи подальшого існування банківських та інших фінансових установ будуть залежати від їх здатності розуміти мотивацію і потреби споживачів фінансових послуг та продуктів, їх бренду як відображення довіри, чесності, безпеки, якості. В результаті, основними тенденціями буде розширення фінансових послуг, підвищення доступності фінансових продуктів і послуг для клієнтів, зниження витрат та зростання швидкості надання фінансових послуг на основі безпеки, аналітики, інтеграції. Великий обсяг даних створюватиме нові можливості для аналізу статистичних даних і збільшить прозорість надання та споживання фінансових послуг.

В умовах цифровізації економіки створення фінансової екосистеми стає важливим фактором конкурентної боротьби національних фінансових систем на мегарівні та фінансових інститутів на макро- та мезорівнях за клієнтів і одночасно способом підвищення прибутковості бізнесу. Поряд з цим, розвиток фінансової екосистеми як сукупності учасників, що прямо чи опосередковано беруть участь у створенні «ланцюжка цінностей», сприяє і стабільності національних фінансових систем та фінансових інститутів.

Історично створення екосистем стало можливим, коли розвиток інформаційних технологій досяг рівня, що дозволяє організаціям збирати, обробляти, зберігати і надавати величезну кількість даних про споживачів продуктів і послуг, вибудовуючи при цьому ефективні комунікації за допомогою використання будь-яких доступних каналів. Базою, що об'єднує організації та компанії, які входять в екосистему, є єдина технологічна платформа з відкритим доступом для всіх учасників, що дозволяє формувати пропозиції для найбільш повного задоволення потреб клієнтів у різних областях (освіта, медицина, ритейл, бізнес, фінанси і ін.) з урахуванням їх споживчих переваг. Головна особливість екосистеми полягає в тому, що клієнт через одну з її компаній-учасників може отримати доступ до всіх інших, що входять до неї організацій через пов'язані сервіси, можливо навіть за особливих (пільгових) умов, які існують лише в межах цієї екосистеми. На сьогодні

лідерами в галузі створення екосистем є американські та китайські компанії. Серед них провідні технологічні компанії.

Оскільки модернізація фінансової системи відбувається в результаті зміни функцій фінансових організацій-інститутів, то розглянемо фінансову екосистему як бізнес-модель фінансових організацій.

Класична (традиційна) бізнес-модель фінансових організацій базується на орієнтованості їх бізнесу, перш за все на «захопленні» ринку і зміцненні ринкових позицій. При цьому взаємодія фінансової організації з клієнтом відбувається тільки в офісах і без широкого використання персоніфікованого підходу. Автоматизація технологічних процесів у банку знаходиться на низькому рівні. Менеджмент банку недостатньо гнучкий і слабо реагує на зовнішні зміни.

Далі з'являється модель фінансового супермаркету, яка передбачає надання клієнтам фінансовими інститутами широкого спектра фінансових продуктів і послуг. Реалізація цієї бізнес-моделі сприяла кардинальному перегляду політики взаємовідносин фінансових установ і клієнтів. На перше місце виходить клієнтоорієнтований підхід, заснований на всебічному вивченні потреб клієнтів. В свою чергу, прагнення до максимального задоволення споживчого попиту призвело до організації на базі фінансового супермаркету спільних продажів (на взаємовигідних умовах) продуктів і послуг організацій його партнерів. Поширенню цієї моделі сприяло і активний розвиток інформаційно-комунікаційних технологій.

Поява фінансової екосистеми значно розширила межі та можливості фінансового супермаркету, взявши за основу базові принципи функціонування. Втім фінансова екосистема значно більша фінансового супермаркету, так як вона здатна на одній ІТ-платформі об'єднувати набагато більшу кількість різного роду послуг і продуктів, використовуючи при цьому в якості провайдерів як структурні підрозділи фінансової установи, так і сторонні нефінансові компанії. Необхідно враховувати і той факт, що створення фінансової екосистеми на базі конкретного фінансового інституту (центру екосистеми) дозволяє значно підвищити його конкурентні переваги на фінансовому ринку і, як наслідок – збільшить прибутковість бізнесу. Крім того, використання моделі фінансової екосистеми сприяє зростанню комісійних доходів від безризикових (посередницьких) операцій та їх частки в структурі загального прибутку банку.

Багато фахівців порівнюють фінансову екосистему з моделлю marketplace оскільки, на їхню думку, наприклад, банк продає не просто окремо взяті продукти, а, будучи фінансовим посередником, вбудований в ланцюжок взаємин господарюючих суб'єктів – економічних контрагентів (постачальника і покупця). Регулярне обслуговування цього процесу за допомогою різних платіжних інструментів та сервісних послуг робить банк невід'ємною частиною цієї системи відносин. При цьому позитивним моментом для банку є присутність постійних клієнтів, вбудованих, як і він сам, в єдину технологічну платформу, що дозволяє за допомогою великої кількості операцій постійно генерувати бізнес-процеси і таким чином відновлювати взаємини банку і його клієнтів. Це дає банку можливість економити на витратах, пов'язаних з пошуком нових клієнтів, і справляє позитивний вплив на його прибутковість.

Однак це досить одностороннє розуміння сутності екосистеми, так як це явище набагато більш багатогранне і включає в себе в тому числі і базові елементи marketplace. Цьому значною мірою сприяє політика держави, спрямована на розвиток інформаційного суспільства.

Сучасна фінансова екосистема надає значні переваги для її користувачів (клієнтів), які полягають у тому, що пропонований для них сервіс вкрай простий, зрозумілий і зручний, оскільки клієнт може отримати в одному місці («єдиному вікні») всі необхідні йому послуги не тільки в режимі offline, але і в режимі online з використанням сервісу «24/7», тобто в будь-який час доби. Цьому сприяє і зміна концепції взаємин банку з клієнтами: перехід від багатоканальні до омніканальності в обслуговуванні клієнтів. Сьогодні значна частина суспільства вже звикла вирішувати більшу частину своїх проблем (у тому числі і фінансових) в режимі оффлайн, в тому числі за допомогою мобільних додатків, чат-ботів, offline-консультантів та ін. Фінансова екосистема дає їм цю можливість і стає безумовним центром цифрового світу.

В нових умовах зміна поведінки споживача на фінансовому ринку у сучасних умовах відбувається під впливом різноманітних факторів, зокрема соціальних, поведінкових, демографічних. Так поведінкові зміни, зокрема, проявляються в результаті того, що все більше жінок контролюють споживчі витрати, являються головним годувальником сім'ї, топ-менеджерами великих компаній, зокрема фінансових та інвестиційних. Все більша частка багатства і капіталу переходить до міленіалів. Обидві ці групи не цікавлять імпульсивні інвестиції, й переважна їх частка розглядає інвестування як спосіб вираження

своїх соціальних, політичних, екологічних цінностей. Жінки-інвестори у два рази більш схильні до соціально-орієнтованого інвестування та Імпакт-інвестицій, ніж чоловіки [13]. Все більшу частку споживачів і робочої сили становить Z-покоління, для якого важливі враження і вони добре розпізнають несправжній бренд; їх повсякденне життя – це Інтернет, миттєвий бездротовий зв'язок по декількох каналах, електронна комерція з доставкою на наступний день, голосові помічники, соціальні мережі. Вони турбуються про своє майбутнє, зокрема кар'єру; гроші для них є одним з найбільших стресів; втім вони люблять людські відносини і для них важливі сім'я і друзі. Поряд з цим, вони віддають перевагу простим технологіям, які якісно і швидко працюють. [7].

Значний вплив на споживчі очікування мають і демографічні зміни, зокрема: посилюється урбанізація; зростає середня тривалість життя, а це потребує тривалішого пенсійного забезпечення; старіє населення в розвинених країнах, що змінює споживчі пріоритети від споживання і кредитування на заощадження та інвестиції; збільшується частка молодого покоління в країнах, що розвиваються, а отже збільшується попит на споживче кредитування в цих країнах. Це потребує кардинальних змін в будь-якій точці контакту протягом всього шляху співпраці між фінансовою установою і клієнтом.

Для пояснення поведінки споживача застосуємо концепції поведінкової економіки, яка робить висновки з мотивів, що стоять за фінансовими рішеннями людей та психологією їх природи, яка керує діями і рішеннями індивідів. Ірраціональна поведінка найчастіше зустрічається, коли людина стикається з чимось принциповим, емоційно-зарядженим. Зокрема, це відноситься і до управління грошима та фінансами. Так, людина страждає більше від страху втратити щось, ніж придбати. Цю закономірність у 1952 р. виявив М. Алле, сформулювавши «парадокс Алле» [14] – людина спрямовує свої зусилля не на отримання максимального прибутку, а на забезпечення стабільності або надійності. Доповнив його Г. Саймон [15], визначивши, що індивід приймає рішення, базуючись на прагненні отримати задоволення, аніж максимізувати корисність, оскільки володіє обмеженими ресурсами, необхідними для прийняття раціонального рішення.

А. Талер і К. Санстейн [16] визначають, що основними перешкодами раціональної поведінки людини в сучасних умовах є надмірний оптимізм, самовпевненість, ефект помилкового консенсусу, прокляття обізнаності,

неприйняття втрат, помилка «статус-кво», ментальний простір, формування «рамок» та ін. І саме ці обмеження мають враховуватися при визначенні технік впливу при підштовхуванні до «правильного» вибору, що дозволить покращити життя людини і допомогти вирішити багато першочергових проблем суспільства. Особливо це актуально у контексті формування довготривалих відносин клієнта і фінансової організації, яка надає послуги, оскільки саме технологія «поштовх» є ефективною технікою забезпечення клієнтоорієнтованості бізнесу. А. Талер і К. Санстейн [16] відрізняють «поштовх» від «маніпуляції»: метою першого є загальне благо і свобода вибору, другого – непряме використання інших людей для досягнення власних цілей. І «поштовх» лише допомагає індивідам прийняти рішення, а не є способом прийняти рішення за них. Хоча і з боку держави, і приватних осіб можливі зловживання щодо використання поштовхів, а також хибні поштовхи. Але в цьому випадку клієнт стане «випадковим», і забезпечити конкурентоспроможність бізнесу буде складно.

При розробці та використанні технік впливу при підштовхуванні А. Талер виділяє дві групи індивідів в залежності від типу системи мислення – еконів (*Homo economicus*) та гуманів (*Homo sapiens*) [17]. Екони – це дещо ідеалізована категорія людей, які більш розсудливо та зважено відносяться до вибору, ретельно обмірковують усі варіанти вибору, мотивуючись стимулами. Екони здатні швидко навчатися, і, якщо вони роблять помилку, то вони її виправляють. Гумани пасивні при виконанні своїх обов'язків, безініціативні, при можливості будуть уникати відповідальності, самовираження й т.п. Якщо екони базуються на рефлексивній системі мислення, то гумани – на «автоматичній». При цьому А. Тайлер робить прогноз [17], що екони поступово будуть ставати більш емоційними і еволюціонувати в гуманів, почнуть втрачати свій IQ, стануть повільніше навчатися. Отже, існує потреба у нових підходах і рекомендаціях щодо практичного застосування спеціальних технік управління індивідуальними рішеннями та фінансовою поведінкою.

Поширення гуманів може обумовлювати зростання зловживань поштовхами, роблячи їх фактично маніпуляціями. Втім, слід розуміти, що особливо в умовах діджиталізації, поширення FinTechs конкурентні переваги отримує той суб'єкт, який забезпечить персоніфікований клієнтоорієнтований підхід, орієнтований на квазіраціональну поведінку. А застосування



«маніпуляцій» суперечить цьому, в той час, як «поштовх» є найкращим інструментом досягнення мети.

Отже, кожен клієнт має відчувати підтримку та персоніфікований підхід, навіть будучи на відстані від фінансової установи. І ці відносини будуть ґрунтуватися, перш за все, на розумінні того, ким насправді є клієнти, на аналізі їх поведінки. Фінансові установи отримають більш широку перспективу діяльності клієнтів, транзакцій, психічного стану, емоцій, що дозволить їм стати більш корисними та контекстуальними. Використання поведінкової економіки визначить уявлення про споживчу поведінку та емоційні рішення щодо грошей та бюджету.

При цьому фінансові організації мають значний вплив на клієнтів, інформуючи людей про їх свідомі та несвідомі упередження через можливі фінансові рішення. Мало хто з клієнтів має час або схильність продумати свої дії, перш ніж приймати фінансові рішення, оскільки обсяг інформації зростає і частка гуманів серед споживачів збільшується. І саме принципи поведінкової економіки дозволяють створити інформаційну основу та прозорість взаємовідносин між банком і клієнтом завдяки сучасним цифровим технологіям (онлайн-калькулятори, платформи-агрегатори). Втім фінансові організації мають розуміти, що конкурентні переваги отримають ті з них, які вибудують «бізнес-модель», що буде орієнтована на зростання своєї цінності для клієнта. Тобто, вони мають стати «помічниками» в реалізації потреб клієнтів, забезпечивши тих, у тому числі, якісною інформацією.

Серед особливостей споживачів фінансових послуг є те, що вони по-різному відносяться до грошей в залежності від джерела їх отримання. Непередбачувані або пасивні доходи, кишенькові витрачаються зазвичай найлегше. В той же час, зарплата буде витрачатися на «відповідальні» речі, оскільки вона відноситься до «серйозних» грошей. Відстрочка оплати може різко збільшити бажання споживачів купувати – банки, розуміючи це, надають кредити. Це ж стосується купонів на знижку, кешбеку. Одна з причин роботи із відстрочкою платежів цілком логічна: часова вартість грошей робить майбутні платежі менш дорогими, ніж негайні. Є й інша, ще менш раціональна основа цього – виплати, як і збитки, надзвичайно неприємні. І навіть незначна відстрочка платежу може пом'якшити негайне «розставання» із грошами та усунути бар'єр для покупки.

Споживачі відчують певну форму болю, коли здійснюють платіж. Коли індивід платить за щось, спрацьовують ділянки мозку, які беруть участь в обробці фізичного болю. А, отже, інтернет-банкінг, використовуючи кредитні картки, електронні гаманці, автоматичну оплату рахунків, створений для того, щоб зменшити біль при виплаті. Коли індивіди не відчують болю від оплати, вони не звертають уваги на свій фінансовий вибір і не враховують можливі витрати, чим і «користуються» банки. Крім того, психологічний біль від втрати вдвічі перевищує задоволення від вигоди. І розуміння цієї основної емоційної реакції на ризик має ключове значення для поліпшення досвіду клієнта-споживача. Тому маркетологи у фінансовій галузі схильні просувати продукти, демонструючи, що покупка допоможе їм уникнути втрат. Отже, фінансові організації мають використовувати технології зменшення тертя між можливістю відхилитися від витрат та задоволенням від покупки.

Таким чином, фінансова поведінка споживачів буде залежати від того, що вони відчують, отримуючи дохід або витрачаючи. При цьому одним із головних чинників вибору є альтернативна вартість, тобто втрачена можливість витратити гроші на щось інше, заощадити, інвестувати, зараз або в будь-якому часі у майбутньому. Отже, фінансові організації, зокрема, банківські установи мають вибудовувати довгострокові відносини з клієнтом, акцентуючи увагу на його підштовхуванні до заощаджень, що дозволить знизити рівень болю при витратах, зокрема аналізуючи їх доходи та витрати та надаючи їм рекомендації щодо найбільш ефективних рішень.

Одним із найвпливовіших принципів економіки поведінки та життя людини є самоконтроль. Самоконтроль – це та якість, яка заважає робити те, що хочеться, навіть якщо це не відповідає інтересам індивіда. У психології це аспект саморегулювання, який дозволяє користувачам досягати цілей. Тож навіть, якщо клієнти банків розуміють будь-який інший аспект своїх фінансових ухилень, навіть якщо вони складають план їх подолання та прийняття ефективних рішень, самоконтроль все одно може скасувати найбільш обережні та добре обізнані наміри.

Втім у фінансовій діяльності самоконтроль обмежений тим, що людина емоційно пов'язана, перш за все, з теперішнім, а не майбутнім, і потребує відповідного рівня фінансової грамотності. Самоконтроль визначається, перш за все, схильністю до раціональності. Втім все частіше ірраціональність перемагає. Як стверджують Г. Аркес і К. Блюмер [331], згідно з ефектом

безповоротних витрат індивід більш схильний до інвестицій у ті галузі, де вже були вкладені гроші, зусилля або час. Тобто, безповоротні витрати стають сильним поштовхом для продовження проєкту, навіть невдалого. Психологічне обґрунтування такої поведінки засновано на бажанні індивідів не виглядати марнотратними, тобто нерациональними.

Чим меншою інформацією володіє клієнт, чим менше він фінансово грамотний, тим більше він залежить від «якорів». Прив'язка відбувається тоді, коли людина робить висновок, що вона має відношення до нашого рішення. Так, якщо споживач звик здійснювати плату за комунальні послуги у мобільному додатку, то це впливає на те, як він визначає вартість тієї чи іншої послуги. Як тільки «якір» входить у підсвідомість, він стає тим, що індивід приймає інстинктивно і вірить, що він релевантний, поінформований, обґрунтований. Втім це потребує високого рівня довіри до банку, що забезпечується здатністю розуміти мотивацію і потреби споживачів, фінансовим брендом як відображенням довіри, чесності, безпеки, якості.

Необхідність урахувати поведінкові аспекти рішень клієнтів обумовлюють появу спеціальної посади у сучасних фінансових установах. У 2019 р. у ПАР з'явився перший поведінковий банк Discovery Bank, який функціонує у цифровому форматі. Згідно концепції банк має допомогти клієнтам через свою унікальну стратегію продажів зробити їх фінансову поведінку «здоровою», що є надзвичайно важливим, оскільки культура заощаджень південноафриканців вкрай низька, а приватна заборгованість занадто висока. Завдяки впровадженню поведінкового банкінгу з'являється можливість покращити ландшафт «фінансового здоров'я» населення та фінансової стійкості країни в цілому.

Бізнес-модель Discovery Bank [19] заснована на правилі «5-3-80», що означає – існує п'ять моделей поведінки (витрачати менше, ніж заробляти; регулярно економити; мати страховку на випадок серйозних подій; оплачувати майно; інвестувати у довгострокові перспективи), які дозволяють знизити три ризики (непомірна заборгованість, непередбачені витрати, недостатній дохід при виході на пенсію), на які приходиться 80% невиконаних фінансових зобов'язань. В контексті цього банк задає своїм клієнтам певні цілі, досягнення яких підвищує ефективність та результативність їх фінансової поведінки, рівень фінансової безпеки та незалежності. Так, якщо клієнти здійснюють аналіз своїх

фінансових потреб і фінансових витрат, то це забезпечує знижки на внески на страхування життя.

Ще одним інструментом є динамічні процентні ставки – ставка безпосередньо пов'язана з активністю та ефективністю фінансової поведінки клієнта: якщо клієнт демонструє «здорову» фінансову поведінку, то він кваліфікується для отримання знижок на послуги, вищих процентних ставок за депозитами або нижчих – при кредитуванні. Крім того, Vitality дозволяє отримати додаткові бонуси за відвідування тренажерного залу, щеплення від грипу, купівлю корисних продуктів, які потім можна використати на динамічні знижки при купівлі товарів і послуг. Чим більше інформації клієнт надає банку, тим більшу винагороду він отримує. При цьому система винагороди стимулює турбуватися про власне здоров'я і здоров'я членів сім'ї.

Отже, розвиток і реалізація технологій поведінкової економіки допомагає більш глибоко розуміти суб'єктів фінансової системи, розробляти і надавати відповідні послуги, збільшуючи ефективність та результативність, як споживачів, так і банківських установ. В умовах посилення невизначеності у індивіда посилюється й пересторога, упередження щодо вибору, і завданням надавача послуг є допомогти зробити цей вибір, зокрема використовуючи «поштовх», який також дозволить значно ефективніше просувати ці послуги.

Емоції, пересторога, упередження є ключовою рушійною силою багатьох рішень щодо витрат, заощаджень, інвестування, що суттєво впливає на фінансовий вибір. Розуміючи реальні мотивації користувачів, фінансові організації можуть заохочувати та надавати їм можливість досягти більш здорового фінансового існування, забезпечуючи максимізацію і власних вигід. Тобто фінансові організації мають формувати оточуюче клієнта середовище так, щоб підштовхнути його до правильного рішення, а не змінювати його природу у власних інтересах. Це передбачає перехід від моделі сегментації клієнтів за доходами до моделі «доходи плюс поведінка», в основі якої заохочення до витрат менше за доходи, регулярної економії, страхування на випадок непередбачених витрат, інвестування у довгострокові перспективи й т.п. Отже, для забезпечення конкурентоспроможності фінансові організації мають обирати бізнес-моделі персоніфікованої клієнторієнтованості, оцифровувати свою діяльність, створювати бренди як відображення довіри, чесності, відкритості, безпеки, якості.

У контексті цього, важливим аспектом є формування кардинально нової, як внутрішньої, так і зовнішньої культури фінансових організацій, управління персоналом, а також переосмислення парадигми лідерства. В основі цього, впровадження нової стратегії мислення фінансової установи від стратегії до операцій – прийняти «образ мислення клієнта». 90% споживачів вважають, що персоналізація дуже приваблива, 80% споживачів більш схильні вести бізнес з компанією, яка пропонує персоналізований досвід. Втім 94% банківських установ за опитуваннями не можуть виконати своїх обіцянок щодо персоналізації [318].

Отже, фінансові організації, орієнтовані на зростання в умовах цифровізації, повинні враховувати:

- не продавати продукти або послуги, а обслуговувати клієнтів (потреби, почуття, емоції, поведінка клієнтів), забезпечуючи їм реальну цінність, змінюючи життя споживачів на найкраще;

- клієнта, що споживає цифровий продукт, приваблюють емоції, а не інформація;

- переваги для клієнта створюють не функції, а рішення, які максимально задовольняють його потреби; отже, клієнти не готові платити за функції і віддають перевагу простим, але результативним сервісам;

- архітектура фінансового продукту, орієнтованого на споживача, має бути цілісною, а не фрагментованою; продукт – це досвід, який може тривати роками;

- не захищати свій продукт, клієнта, організацію від конкурентів тощо, а зруйнувати його, приймати зміни, ризикувати, зруйнувати себе (дилема новатора за Й. Шумпетером);

- конкурентні переваги отримують ті установи, які не будуть очікувати і приймати інноваційні зміни ззовні, а будуть ініціювати і здійснювати цифрове перетворення всередині організації на основі стратегії «образ мислення новачка»;

- персоналізація – це не сегментація, диференціація або перехресний продаж; вона є результатом ефективного використання аналітики;

- перевагу споживачів щодо анонімності повинні поважати, і в цих умовах фінансовим установам слід бути готовими до спротиву персоналізації, помилкових і нещирих позицій клієнтів при опитуванні;

- бренд не для покупця, а покупець як частка бренду;

- партнерство дозволяє створити більш широку екосистему, створюючи тим самим додаткові конкурентні переваги фінансових установ або фінансових продуктів.

Незважаючи на стрімкі темпи поширення новітніх технологій у фінансовій сфері, рівень задоволення фінансовими послугами залишається невисоким. За оцінками у 2018 р. лише кожний п'ятий клієнт відчув суттєве покращення рівня банківського обслуговування в результаті впровадження інновацій. І серед причин цього ефект, що лише 28% ініціатив по цифровій трансформації починається з потреб споживача. У 68% ініціативи зосереджені на бізнес-процесах і у 4% – на співробітниках [20]. З одного боку, фінансові організації орієнтовані на те, щоб надавати послуги 24/7/365, а, з іншого, цифрові споживачі все ж бажають за потребою взаємодіяти з людиною.

Отже, для створення успішної цифрової фінансової організації не достатньо забезпечити лише онлайн та мобільну функціональність. Цифрова організація – це всеохоплюючий процес, який включає дії і поведінку співробітників, як всередині, так і зовні, що орієнтований на клієнта та дозволяє прийняти рішення від його імені. При цьому має бути забезпечений високий рівень довіри клієнта до організації щодо теперішньої і майбутньої співпраці. Отже, значущими складовими цифрової трансформації фінансових організацій на сучасному етапі є: залучення інновацій і технологій, необхідних для їх розвитку; своєчасна модернізація структури організацій; впровадження нових бізнес-моделей розвитку, орієнтованих на клієнта; оптимізація розподілу фінансових послуг і продуктів; формування ефективної цифрової культури організації зверху вниз, політики щодо підбору, мотивації і розвитку талантів; попереджуваче управління ризиками, регулюваннями та капіталом.

Слід зауважити, що, якщо в основі розвитку сучасного фондового ринку інформаційні технології, то банківський сектор є більш традиційним, а отже найбільші трансформації під впливом FinTech у фінансовій системі можна очікувати саме у банківській діяльності. Сьогодні дані про те, як споживачі думають, приймають рішення та взаємодіють із продуктами та послугами, визначають, як бізнес орієнтує свої зусилля на досягнення максимальної ефективності. І зміна парадигми у банкінгу, безперечно, потребує трансформації, акцентуючи увагу на потребах, бажаннях та діях клієнтів.

Все більшого впливу на цей процес набувають FinTech. Завдяки Big Data, технології машинного навчання, штучному інтелекту звички клієнтів стають

більш зрозумілими і доступними на основі точних моделей прогнозування, що дозволяє моделювати майбутню поведінку та її мотиви. При цьому, з одного боку, FinTechs знижують витрати і час проведення фінансових операцій, роблять їх простими, зручними, доступними, максимально комфортними [20], а, з іншого, цифровізація буде успішною лише у випадку її клієнтоорієнтованості. І саме поведінкова економіка дозволяє успішним банкам глибоко досліджувати та правильно визначати життєву цінність кожного клієнта, що дозволяє направити обмежені ресурси на тих замовників, які, швидше за все, будуть клієнтами найближчим часом, та на тих, хто буде залишатися клієнтом у довгостроковій перспективі.

Перевагами бізнес-моделі FinTech-компаній у порівнянні з традиційними фінансовими організаціями є те, що вони швидко впроваджують інновації, не схильні боятися помилок, не обтяжені регулюванням, застарілими ІТ-системами і негнучкими структурами, зосереджені на інтерфейсах, орієнтованими на клієнта, мають значно менші витрати, оскільки для цифрових технологій характерна значна вбудована економія масштабу. Якщо традиційно фінансові організації орієнтовані на надання продуктів, то цифрові компанії розвинули бізнес-модель до більш цілісного підходу, який орієнтований на вирішення проблем клієнтів і встановлення нових стандартів обслуговування – орієнтованість на клієнта, що передбачає створення позитивного досвіду для клієнта шляхом максимізації пропозиції послуг і/або продуктів і побудови відносин. Проте, унікальністю, наприклад, традиційних банків є наявність великої клієнтської бази, досвіду роботи з регуляторами, пропозиції більш широкого набору продуктів і послуг. На відміну, FinTech конкурують за окремі напрямки діяльності. Крім того, FinTech знижують витрати, час проведення операцій, роблять їх простими, зручними, доступними, максимально комфортними, втім це не гарантує успіху цифровізації, якщо вона не клієнтоорієнтована. За оцінками лише кожний п'ятий клієнт відчув суттєве покращення рівня банківського обслуговування в результаті впровадження інновацій. Серед причин той факт, що лише 28% ініціатив по цифровій трансформації пов'язані з потребами споживача. У 68% інтереси зосереджені на бізнес-процесах, у 4% – на співробітниках [20]. Доцільно було б розвивати інтеграцію банку і FinTech, втім часто існують обмеження: по-перше, інтеграція інновацій FinTech в ІТ-платформу великих банків може бути проблематичною

чи нездійсненою, і, по-друге, велика складна диверсифікована структура банку, обтяжена персоналом, регулюванням.

BigTech як високотехнологічні компанії з нетрадиційними структурами, налагодженими мережами, накопиченими BigData, починають, як правило, надавати послуги платежів для полегшення власного «основного» бізнесу (електронна комерція, реклама). Лише у 2019 р. Apple Pay обігнала Starbucks, яка була до цього найбільшою компанією в США, що надавала послуги мобільних платежів. Поступово BigTech, надаючи інноваційні послуги та продукти у фінансовому просторі, вступають в конкуренцію з традиційними фінансовими установами. Цьому сприяє незадоволений споживчий попит на фінансові послуги, споживчі переваги в умовах, коли нові технології з'являються швидше, ніж їх впроваджують традиційні фінансові установи, велика клієнтська база, доступ таких компаній до даних, технологічні переваги, відсутність регулювання і конкуренції. Більш того, BigTech можуть сприймати інновації FinTech набагато легше, ніж банки, оскільки вони вже мають цифрову платформу, в яку ці інновації можна інтегрувати. Як результат, BigTech-компанії потенційно більше загрожують майбутньому банків, ніж фірми FinTech. Переваги BigTech проявляються у споживчому фінансуванні та кредитуванні МСП, але не в інвестиційному банкінгу.

Отже, в результаті агресивного розвитку FinTech- і BigTech-компаній знижуються бар'єри входу на фінансовий ринок, посилюється диференціація фінансових продуктів за рахунок, перш за все, формування їх дизайну, з'являються нові учасники ринку з іншими принципами функціонування і регулювання з боку держави, змінюються форми взаємодії між учасниками ринку, відбувається децентралізація системи надання фінансових послуг, зростає економія на ефекті масштабу, знижуються витрати на операції, пов'язані із інформаційною асиметрією, зростає прозорість операцій. Більш того, формуються нові стандарти якості, зручності, швидкості для споживача.

Поширення інновацій FinTech значно впливає на ринок і поведінку традиційних фінансових установ, оскільки більша ефективність провайдерів або надає додаткові конкурентні переваги для них, або створює додаткові ризики. В результаті того, що традиційні фінансові організації все частіше звертаються до третіх осіб (постачальники інформації, інтернет-провайдерів, хмарних сервісів) збільшуються системні операційні ризики, ризики



кібербезпеки, якщо ними вміло не управляти. При цьому ризики змінюються структурно, що потребує нових підходів, методів управління ними.

Отже, слід відзначити, що роль традиційних фінансових організацій повинна модифікуватися, оскільки фінансові послуги, продукти стають більш оптимізованими, комплементарними, клієнтоорієнтованими. В результаті бізнес-моделі щодо фінансових послуг і продуктів все більше стосуватимуться агентських відносин. Завдяки Big Data, технології машинного навчання, штучному інтелекту звички клієнтів стають більш зрозумілими і доступними на основі точних моделей прогнозування, що дозволяє моделювати майбутню поведінку та її мотиви. В результаті залишаться на ринку, зокрема, ті з банків, які будуть здатні розуміти мотивацію і потреби споживачів послуг та продуктів, а їх бренд буде відображенням довіри, чесності, безпеки, якості; зможуть продуктивно співпрацювати з FinTech-компаніями, а не конкурувати з ними. BigTech компанії, поряд із цим, з одного боку, ще більше будуть збільшувати конкуренцію, фінансову інклюзивність, тиск на традиційні інститути щодо впровадження інновацій та підвищення загальної ефективності діяльності, а, з іншого, їх діяльність призводитиме до появи нових форм концентрації та ринкової влади, продукуватиме нові системні ризики, масштаб і наслідки яких значно ширше, ніж у традиційних банківських інститутів

Важливим аспектом розвитку фінансових організацій є управління людськими ресурсами. Незважаючи на цифровізацію, за результатами опитування [6] лише 19% фінансових установ протягом найближчого часу (12 місяців) планувало скоротити персонал, 51% навпаки збільшити, 30% – залишити незмінним. Виявлено, що головною тенденцією є зміна посадових обов'язків (85% опитаних топ-керівників). 91% зауважують на необхідності укріплення soft skills, розвивати креативність, емоційний інтелект; 75% керівників стурбовані недостатнім рівнем цифрових навиків персоналу у галузі, 76% – в їх організаціях. У результаті 63% установ впровадили навчальні курси з цифрових технологій в програми підвищення кваліфікації співробітників; 49% аналізують переваги спільної роботи співробітників і автоматизованих систем; 41% прогнозують вплив автоматизованого інтелекту на те, які навички будуть актуальними у майбутньому.

Отже, з одного боку, поширення новітніх технологій зменшує попит на людські ресурси, а, з іншого, існує дефіцит фахівців, які б відповідали сучасним потребам. Кадровий дефіцит визнають одним з головних факторів можливого уповільнення зростання фінансового сектора і зниження рівня довіри клієнтів

найближчим часом. У цих умовах персонал має розвиватися таким чином, щоб стати куратором, інструктором, консультантом, співробітником, який допомагає кожному клієнту отримати індивідуальний персоніфікований набір продуктів і послуг. При цьому трансформація фінансової системи потребує не лише нових навичок і компетентностей від персоналу, а й нової політики управління персоналом, орієнтованої на пошук і розвиток талантів. Це потребує індивідуального навчання персоналу протягом усього життя, участі у конференціях і коворкінг-спільнотах, спілкування з лідерами в галузі, «цифровий туризм» тощо. Важливим аспектом є формування кардинально нової, як внутрішньої, так і зовнішньої культури фінансових організацій, а також переосмислення парадигми лідерства.

Отже, поширення Tech не означає відмову від людського ресурсу. Технології мають не конкурувати з людиною, а зробити її більш ефективною та продуктивною, й, відповідно, цифрові компетенції, якими має володіти робоча сила, – це вміння і навички використовувати цифрові технології. Відповідно нові умови потребують перехід від моделі управління персоналом до управління людським капіталом, тобто вміннями, талантом, інтелектом, досвідом. Оскільки технології постійно перетворюють характер роботи, то обов'язковим є підвищення кваліфікації працівника на основі парадигми пожиттєвого навчання. Поряд із цим, незважаючи на поширення цифрових консультаційних платформ, поступове вбудовування цифрових консультацій у пропозиції банку, подальша децентралізація та персоналізація фінансових послуг буде обумовлювати попит на талановитих фахівців для формування і зміцнення лідерських команд, розробки та впровадження Techs у фінансові процеси, розширення консультативного простору й т.п.

Отже, фінансові організації мають розуміти, що конкурентні переваги отримують ті з них, які вибудують «бізнес-модель», орієнтовану на зростання своєї цінності для клієнта. Вони мають стати «помічниками» в реалізації потреб клієнтів, забезпечивши їх, у тому числі, якісною інформацією. Кожен клієнт має відчувати підтримку та персоніфікований підхід, навіть будучи на відстані від банку. І ці відносини будуть ґрунтуватися, перш за все, на розумінні того, ким насправді є клієнти, на аналізі їх поведінки. При цьому фінансові організації повинні впливати на клієнтів, інформуючи їх і про їх свідомі та несвідомі упередження через можливі банківські рішення. Отже, в основі майбутнього фінансової системи повинно бути технології та дані, сприяння зміні поведінки споживачів, переваги в управлінні ризиками.

### 4.3. Фінансування та інвестування в контексті сталого розвитку

Надто довго фінансова система експлуатувалась за власним набором принципів, орієнтованих на залучення клієнтів та максимізацію короткострокових прибутків. Ці принципи, орієнтовані на чисту ринкову економіку, більше не підходять для кругової (циркулярної) та спільної економіки, орієнтованої на потреби споживачів, а також на екологічні, соціальні та правила управління, що відповідають ідеї сталого та інклюзивного розвитку національної економіки. Більш того, сьогодні сформувалися передумови до формування нових рамок і принципів, орієнтованих на сталий розвиток, соціальні інновації та підходи, людину тощо. У цих умовах фінансовій системі відводиться ключова роль у стимулюванні економічного зростання до цінностей сталості та інклюзії, заснованих на сприянні, серед інших факторів, більшій екологічній відповідальності, стійкості до клімату, низько вуглецевого розвитку, прав людини, гендерної рівності, соціальної інтеграції та стійкого розвитку.

Отже, в контексті сучасного економічного розвитку актуальності набуває питання відповідального інвестування та сталого фінансування, що базується на принципах сталого розвитку, передбачає максимізацію доходності, що направлена на зниження ризиків, усунення негативних наслідків у довгостроковому періоді. Це є результатом не лише потреби вирішення глобальних проблем розвитку сучасності, забезпечення фінансової стабільності в умовах глобальної невизначеності, а і зміни цінностей індивідів у бізнес-середовищі та суспільстві, як на рівні споживачів, так і виробників, працівників, роботодавців тощо.

Поштовхом для стрімкого розвитку відповідального та сталого інвестування та фінансування стала світова фінансово-економічна криза 2008 р. Це було пов'язано з тим, що інвестори більше не були готові робити капіталовкладення у короткострокові високоприбуткові та ризикові проекти. Окрім того, спостерігається зростання дефіциту благодійних грошей, а глобальні екологічні та ресурсні проблеми поглиблюються, демографічна ситуація не сприяє зростанню добробуту населення. За оцінками ООН [21] щорічно на досягнення цілей сталого розвитку до 2030 р. слід виділяти 4-7 трлн дол. США, а інвестиційний розрив у країнах, що розвиваються, становить 2,5

трлн дол. При цьому потенціал ринкових можливостей, зокрема лише імпаکت-інвестування оцінений у 12 трлн дол. США і 300 млн робочих місць до 2030 р. Поряд із цим, все більша частка світових активів перерозподіляється на користь міленіалів і жінок, яких не цікавлять імпульсивні інвестиції, та й інвестиційні рішення вони розглядають як спосіб висловити свої соціальні, політичні, екологічні цінності.

Трансформація суспільства та світової економіки на «зеленій основі» вимагає активної участі всіх суб'єктів фінансового ланцюжка вартості – від інституційних та професійних інвесторів до фінансових посередників, бухгалтерських компаній, рейтингових агентств та бізнесу загалом. Для просування цієї нової парадигми міжнародні установи вже впроваджують ефективну правову базу для перегляду фінансових інвестицій на шляху до більш сталої економіки. В 2006 р. ООН запровадила Принципи відповідального інвестування (PRI), які включають добровільний набір питань ESG в інвестиційній практиці. З тих пір кількість підписантів зросла зі 100 до понад 1800 установ у всьому світі, при цьому активи в управлінні перевищили 87,1 трлн. доларів США, вкладені в цілі ESG протягом 2018 р. Багато інвесторів також включають стратегії ESG у свої власні портфелі: 21% пенсійних фондів і страхових компаній розробили стратегії впливу на інвестування. Більше того, Порядок денний ООН зі сталого розвитку до 2030 року, Паризька угода про зміну клімату визначають принципи, що спрямовують на перехід до стійкого, всеосяжного та стійкого суспільства, економіки та фінансової системи. Іншим прикладом є прийняття Європейською комісією Плану дій зі сталого фінансування у 2018 р., зосередженого на перетворенні європейської економіки на більш екологічну та кругову. Незважаючи на такий набір політичних та законодавчих ініціатив, поточний рівень інвестицій недостатній для підтримки змін. За даними Європейської комісії, досягнення цілей ЄС на 2030 р., включаючи зменшення викидів парникових газів на 40%, потребуватиме біля 180 млрд. євро на рік.

Під впливом процесів глобального розвитку поведінка індивідів стає ірраціональною, все більше залежить від поведінкових, когнітивних, емоційних чинників. Багатство асоціюється з фінансовою безпекою та стабільністю. Все більше людей готові брати участь у вирішенні суспільних проблем і розглядають цей пріоритет поряд із фінансовою вигодою свого бізнесу. Все більше споживачів вважають, що компанії повинні досягати свої бізнес-цілі,

покращуючи суспільство й навколишнє середовище, підтримуючи благодійні та неприбуткові організації, доброчинність. Споживачі віддають перевагу кращим практикам ведення бізнесу і готові за це платити. Все більше працівників при виборі місця працевлаштування звертають увагу на соціальну відповідальність компанії, яка, в свою чергу, впливає на моральний стан організації, рекрутинг, продуктивність. Все більше ощадна та інвестиційна поведінка індивідів залежить не лише від ризику і доходності, а й соціального та екологічного впливу фінансових організацій і фінансових продуктів.

Отже, бізнес-моделі стають все більш клієнтоорієнтованими, і максимізацію ринкової вартості компанії та збалансування запитів зацікавлених сторін забезпечує «спільна цінність» як економічна цінність, що створює переваги для суспільства, вирішує його потреби і виклики. Особливої значимості набуває це питання в умовах потреби відновлення стійкого зростання національних економік після пандемії COVID-19. Згідно з опитуванням Morgan Stanley за 2019 р. 85% індивідуальних інвесторів зацікавлені у сталому інвестуванні порівняно з 75% у 2017 р. Кількість варіантів для сталого інвестування також зростає: в 2018 р. функціонувало 303 стійких відкритих пайових фонди та фонди, що торгують на біржі, порівняно зі 111 у 2014 р.[22]

На першому етапі вирішення цієї проблеми увагу приділяють соціально-відповідальному фінансуванню та інвестуванню, втім з часом доцільно уточнити термінологію в контексті реалій сучасності і говорити про стале фінансування та інвестування.

Соціально відповідальне фінансування та інвестування можна в цілому визначити як фінансування та інвестування на різних рівнях економічної системи, що має на меті збільшити фінансові вигоди та соціальний ефект. Компанії, які займаються соціально відповідальною інвестиційною діяльністю, отримують не лише прибуток, а й орієнтовані на вирішенні соціальних та/або екологічних проблем, створюють певний позитивний образ перед клієнтами, споживачами, громадянами, працівниками, що сприяє розвитку конкурентних переваг. Важливим аспектом соціально відповідальних інвестицій є те, що їх слід відрізнити від доброчинності та філантропії. В умовах нестабільності та невизначеності саме підприємства, які займаються соціально відповідальним інвестуванням, мають можливість залучити нових інвесторів, які проводять оцінку компаній за допомогою підходу ESG (environmental, social, governance) –

екологія, соціальна відповідальність та прозорість, ефективність управління. Як правило, цінні папери компаній, які мають доволі високий рейтинг ESG, стають більш привабливими для управлінців та інвесторів, що призводить до зростання ринкової вартості компанії.

В сучасній спеціалізованій літературі виділяють три основні напрями соціально відповідального фінансування та інвестування, а саме: соціальний, етичний та екологічний:

- до соціального можна віднести корпоративне управління, безпеку населення, заборону використання дитячої праці тощо;

- до етичного – бажання підприємств відмовитися від співпраці з компаніями, які мають відношення до продукції зі вмістом алкоголю та тютюну, азартних ігор, холодної та вогнепальної зброї й ін.;

- до екологічного – збереження та охорону навколишнього середовища.

Концептуальні основи соціально відповідального фінансування та інвестування знаходяться на етапі подальшого розвитку. Втім уже сьогодні виділяють наступні види соціально відповідальних інвестицій [23]:

- Інвестиції «сталого розвитку» – це інвестиції, які орієнтовані на напрями, пов’язані зі сталим розвитком – екологія, соціальна відповідальність та прозорість, ефективність управління.

- Інвестиції в найефективніші компанії – характеризуються тим, що при виборі об’єкта інвестування застосовуються соціальні, етичні та екологічні критерії як складові ефективності та прогресивності.

- Інвестиції, що використовують метод скринінгу – відрізняється тим, що при відборі компаній застосовується скринінг, що відповідає міжнародним стандартам, прийнятим ООН. Скринінг покликаний знайти краще з можливих рішень у заданих умовах і показати, як проєкт може видозмінити ці умови.

- Інвестиції, що використовують метод «негативного» скринінгу – виключають компанії, які не відповідають етичним критеріям.

- Інвестиції з урахуванням критеріїв сталого розвитку в контексті фінансового результату – на відміну від інвестицій «сталого розвитку» враховують можливі інвестиційні ризики.

- Інвестиції, що використовують метод активних дій – тобто інвестори мають можливість впливати на діяльність компанії завдяки розгляду пропозицій щодо сталого розвитку на загальних зборах.

- Імпакт-інвестиції – це свідомий відбір та підтримка інвестором організацій і проєктів, які поділяють його соціальну та/або екологічну місію, і здатних генерувати прибуток.

Втім, подальший розвиток і поширення соціально-відповідального фінансування та інвестування, їх теоретичне обґрунтування дозволяють на сьогодні виділити наступні основні напрями:

Стале (відповідальне, ефективне) фінансування або фінансування на основі цінностей передбачає приватно-державне фінансування економічного зростання при одночасному зменшенні тиску на навколишнє середовище та врахуванні соціальних і корпоративно-управлінських аспектів (ESG), що спрямовано в кінцевому результаті на підтримку досягнення цілей сталого розвитку. Екологічні міркування можуть стосуватися пом'якшення наслідків зміни клімату та адаптації до них, навколишнього середовища, зокрема збереження біорізноманіття, запобігання забрудненню, розвитку відновлювальних джерел енергії й т.п. Соціальні міркування, як правило, стосуються питань нерівності, інклюзивності, трудових відносин, інвестицій у людський капітал та громади, а також питань прав людини, недискримінації тощо. В свою чергу, управління компаніями та установами, зокрема щодо вибору моделі та структури управління, трудових відносин, оплати праці, винагороди та мотивації та ін., відіграє визначальну роль у забезпеченні включення соціальних і екологічних міркувань у процес прийняття фінансових та інвестиційних рішень. Важливим при цьому є прозора звітність та реалізація управлінських дій щодо нетерпимості до зловживань та корупції.

На відміну від інших концепцій інвестування на основі нефінансових чинників, стале (відповідальне, свідоме, ефективне) інвестування не передбачає відмови від високих показників доходності заради досягнення позитивних нефінансових ефектів (екологічних, соціальних, етичних тощо). Навпаки, в межах сталого інвестування врахування нефінансової вигоди дозволяє підвищити доходність вкладень в цілому.

Стале фінансування та інвестування – це фінанси та інвестиції, які є відповідальними, перш за все, в контексті діяльності, яку здійснює компанія. Соціально та екологічно відповідальне фінансування та інвестування передбачає недопущення шкоди, позитивний вплив (захист прав людини, навколишнього середовища, споживачів) як результат фінансування та інвестування; припускає включення інвесторів у вирішення соціально

значущих проблем суспільства, виконання етичних зобов'язань, створення механізмів громадського контролю за виконанням державою своїх соціальних зобов'язань. Воно виключає вкладення в компанії, які продають продукти, що шкодять здоров'ю, навколишньому середовищу або викликають залежність (тютюн, алкоголь), на користь тих суб'єктів, які турбуються питаннями соціальної справедливості, екологічної стійкості, альтернативних джерел енергії й т.п. Як правило, соціально та екологічно відповідальне фінансування та інвестування імітує соціальний і політичний клімат суспільства.

Оскільки кожна людина має різні цінності, а отже вибір стратегії, способу і методу фінансування та інвестування буде залежати від індивіда-інвестора. В контексті цього розглянемо різноманіття сталого інвестування.

Перш за все, слід відрізнити соціально-відповідальні або соціально-свідомі інвестиції (SRI). Це інвестиції, які вважаються соціально відповідальними через характер бізнесу, який веде компанія. Головною їх відмінністю є те, що вони включають ухилення від інвестицій у компанії, які виробляють або продають речовини, що викликають залежність (наприклад, алкоголь, азартні ігри, тютюн – «морально недобрі»), на користь пошуку компаній, які займаються соціальною справедливістю, екологічною стійкістю та зусиллями щодо альтернативної енергетики та чистих технологій.

Соціально відповідальне інвестування – це інвестування, яке має на меті збільшити фінансові вигоди та соціальний ефект. Компанії, які займаються соціально відповідальною інвестиційною діяльністю, отримують не лише прибуток, а й орієнтовані на вирішенні соціальних та/або екологічних проблем, створюють певний позитивний образ перед клієнтами, споживачами, громадянами, працівниками, що сприяє розвитку конкурентних переваг. Важливим аспектом соціально відповідальних інвестицій є те, що їх слід відрізнити від доброчинності та філантропії. В умовах нестабільності та невизначеності саме підприємства, які займаються соціально відповідальним інвестуванням, мають можливість залучити нових інвесторів, які проводять оцінку компаній за допомогою підходу ESG (environmental, social, governance) – екологія, соціальна відповідальність та прозорість, ефективність управління. Як правило, цінні папери компаній, які мають доволі високий рейтинг ESG, стають більш привабливими для управлінців та інвесторів, що призводить до зростання ринкової вартості компанії.



Поряд з цим виокремлюють інвестиції ESG, які базуються як на довгостроковій фінансовій віддачі, так і на тому, наскільки вони відповідають екологічним, соціальним та корпоративним (ESG) критеріям управління. На відміну від SRI, інвестиції ESG можуть як виключати інвестиції, які не є «морально добрими», так і включати компанії, які, як вважається, створюють позитивний вплив в екологічній, соціальній та управлінській сферах.

Також існує етичне інвестування, для якого характерне те, що фільтром для вибору інвестицій є етичні та/або моральні принципи. В результаті індивід отримує можливість інвестувати в компанії, практика та цінності яких відповідають його особистим переконанням у сфері, наприклад, екології, релігії, політики тощо. В останній час все частіше використовують терміни «зелене фінансування» та «зелене інвестування», що відображає фінансування проєктів та політик, пов'язаних зі створенням «екологічної»/«зеленої» економіки. Отже, можна виділити наступні основні методи сталого інвестування, що відповідає класифікації European SRI Study 2012 [24]:

- Тематичне інвестування – інвестиції пов'язані з конкретними питаннями сталого розвитку, тобто відбуваються вкладення за конкретними чітко визначеними напрямками, наприклад, в рішення проблем зміни клімату, охорони здоров'я та ін.

- Скринінг – це інвестиційні стратегії, які засновані на принципах/нормах або їх комбінації, що передбачають відбір та рішення компанії на основні відповідності щодо екологічних, соціальних, управлінських критеріїв (ESG) міжнародним стандартам, зокрема ООН.

- Інвестиційний вибір на підставі відбору «кращих» компаній в своєму секторі (best-in-class) з урахуванням ESG-аналізу.

- Виключення – передбачає виключення можливості інвестування в компанії з таких галузей, як алкогольна і тютюнова промисловість, азартні ігри і т.д. Виключення з допустимого інвестиційного середовища може стосуватися конкретних інвестицій або класу інвестицій, а також компаній, секторів, країн. Цей підхід також називають етичним.

- Інтеграція ESG-критеріїв у фінансовий аналіз. Цей метод включає детальний аналіз ESG-критеріїв поряд з фінансовими показниками і спрямований на виявлення потенційного впливу (негативного чи позитивного) соціальних, екологічних, управлінських факторів на розвиток компанії.

– Активна участь акціонерів у забезпеченні впливу на діяльність емітентів в контексті корпоративної соціальної відповідальності, що реалізується, наприклад, шляхом голосування на зборах акціонерів або взаємодією з іншими стейкхолдерами.

– Impact інвестиції – поряд з фінансовою прибутковістю передбачають також позитивні соціальні та екологічні зміни.

Одним із найбільш перспективних проявів сталого фінансування та інвестування є поширення Impact Investing (імпаکت-інвестування), що забезпечує створення більш інклюзивних і стійких економік. Вперше термін «Impact investment» (імпакт-інвестиції) був використаний в 2007 р., хоча практика зменшення негативних наслідків ділової активності на соціальну сферу завдяки приватним інвестиціям існувала вже до цього. А вже в кінці 2018 р. понад 1340 організацій управляють активами у 502 млрд. дол. США, які класифікують як імпакт-інвестиції [25]. Більша частка цих інвестицій базується на розвинених ринках, включаючи США та Канаду (58%) і Західну, Північну та Південну Європу (21%). 6% приходить на Африку на південь від Сахари, 4% – на Латинську Америку та Карибський басейн, 3% – на Південну Азію. Більшість організацій, які здійснюють управління Impact investment є невеликими, втім є й ті, що управляють активами понад 1 млрд. дол. США.

Значна кількість досліджень, присвячених імпакт-інвестиціям, є оглядами і звітами міжнародних організацій, фондів (Global Impact Investing Network, The Rockefeller Foundation's), фінансових і консалтингових компаній (Ernst&Young, GIST, Deloitte, Barclays, Cleary Gottlieb, JP Morgan). Це пов'язано, перш за все, з тим, що практика імпакт-інвестування пішла вперед від теорії. Разом із цим, у наукових дослідженнях, присвячених Impact investment, розглядається їх сутність, моделі, підходи до виміру і оцінки ефектів [26]. Актуальними питаннями щодо розвитку імпакт-інвестицій є розуміння їх норми прибутковості, ефективного розподілу фінансової вигоди і соціальних або екологічних ефектів між стейкхолдерами, доходів від капіталу і доходів від праці [27]. Крім того, науковці [28] звертають увагу на те, що держава повинна стимулювати імпакт-інвестиції, сприяти вирішенню їх обмежень, оскільки структурні бар'єри призводять до недооцінки соціальних благ, приватні компанії можуть перекладати негативні зовнішні ефекти на суспільство, інвестори можуть не вловити позитивні екстерналії, інвестори функціонують в умовах асиметрії інформації та не мають досвіду в нових інвестиційних секторах.

Отже, імпакт-інвестиції – це інвестиції, які крім фінансової віддачі, покликані забезпечити соціальний та екологічний вплив (ефект). Їх особливістю є норма окупності на рівні ринкової або менше, довгостроковий характер. Як результат, управління імпакт-інвестиціями – це управління ризиком і фінансовою прибутковістю, а також соціальними і/або екологічними показниками.

Всесвітня мережа імпакт-інвестування (Global Impact Investing Network (GIIN)) визначає імпакт-інвестиції як інвестиції, що мають намір створити щось позитивне, і мають поряд із фінансовою вигодою (або як мінімум повернення капіталу) вимірюваний соціальний та екологічний ефект. Як правило, але не обов'язково, вони спрямовуються в інноваційний бізнес. GIIN [29] постійно уточнює ключові елементи імпакт-інвестицій і сьогодні це, зокрема: інтенціональність, фінансова віддача, ранжування класів активів, вимірюваний вплив. Інтенціональність передбачає, що імпакт-інвестиції навмисно сприяють соціальним та екологічним рішенням. При цьому основною характеристикою залишається фінансова віддача, яка може коливатися від прибутковості нижче ринкової (пільгової) до середньоринкової з урахуванням ризиків і може залежати від класу активів. Опитування GIIN 2019 [29] показали, що більшість імпакт-інвесторів орієнтовані на отримання середньоринкової віддачі від інвестицій і вище – 66%. При цьому понад 90% повідомили, що отримали те, що очікували, а у 15% очікування були перевершені. Норма доходності для різних класів активів повинна відрізнятися, і повинна відображати зв'язок між соціальним результатом, імпакт-ефектами і економічною вигодою. Характерною особливістю імпакт-інвестицій є й те, що інвестор зобов'язаний вимірювати та звітувати про соціальні та екологічні ефекти з тим, щоб продемонструвати, що соціальна мета досягнута.

Отже, інвестиції відносяться до імпакт-інвестицій, якщо відповідають таким практикам: цілеспрямовані на значну соціальну та екологічну вигоду, використовуються загальні для галузі цільові показники ефективності відповідно напрямкам впливу (фінансовий, соціальний, екологічний), здійснюється моніторинг і управління ефективністю впливом (impact), присутня звітність щодо соціальних і екологічних показників для всіх стейкхолдерів, відбувається передача успішного досвіду щодо сприяння соціального та екологічного впливу.

Імпакт-інвестиції стають все більш впливовою частиною широкої екосистеми філантропічного приватного і державного капіталу, яка визначає глобальний розвиток. Але слід їх відрізнити від філантропії, стійких та етичних, соціальних або соціально-орієнтованих інвестицій тощо.

Філантропія орієнтована на суспільні ініціативи і передбачає просування інноваційних ідей в соціальній сфері. Не дивлячись на те, що філантропія направлена на короткострокові проєкти, вона не орієнтована на вирішення поточних соціальних проблем, а передбачає створення соціальних інститутів, які приносять користь у довгостроковому періоді, а також механізмів вирішення соціальних проблем, які саморозвиваються і дуплікують. Особливістю соціальних інвестицій і філантропії є те, що вони спрямовані на якісні зміни в соціальній сфері і не переслідують фінансову вигоду. Втім, імпакт-інвестиції, крім як на соціальний і екологічний ефект, орієнтовані і на кількісний результат (прибутковість), не обмежені в часі.

Соціально-відповідальні інвестиції (SRI) або стійкі, або соціально усвідомлені, або етичні, або, в окремих сферах, «зелені» (збереження природних ресурсів та їх відтворення, чисте повітря і чиста вода, альтернативні джерела, екологічна безпека) – це інвестиції, які є соціально відповідальними в контексті діяльності, яку здійснює компанія. Соціально-відповідальне інвестування передбачає недопущення шкоди, позитивний вплив (захист прав людини, навколишнього середовища, споживачів) як результат інвестування; припускає включення інвесторів у вирішення соціально значущих проблем суспільства, виконання етичних зобов'язань, створення механізмів громадського контролю за виконанням державою своїх соціальних зобов'язань. Воно виключає вкладення у компанії, які продають продукти, що шкодять здоров'ю, навколишньому середовищу або визивають залежність (тютюн, алкоголь), на користь тих суб'єктів, які турбуються питаннями соціальної справедливості, екологічної стійкості, альтернативних джерел енергії й т.п. Як правило, соціально-відповідальне інвестування імітує соціальний і політичний клімат суспільства.

Імпакт-інвестування – це свідомий відбір та підтримка інвестором організацій і проєктів, які поділяють його соціальну та/або екологічну місію, і здатні генерувати прибуток. Імпакт-інвестиції є різновидом соціально-відповідальних і вони орієнтуються на позитивний вплив проактивно. Вони також відмінні від стратегій негативного відбору, стратегій, що оцінюють

екологічні, соціальні, управлінські фактори (ESG) в інвестиційних рішеннях, від корпоративної соціальної відповідальності як бізнес-моделі, що дозволяє бути соціально підзвітною собі і стейкхолдерам.

Особливістю і значимістю імпаکت-інвестицій є те, що в їх основі ідея навчити використовувати приватний капітал для вирішення традиційних проблем суспільного сектору. Р. Коен звертає увагу на те, що імпакт-інвестиції повинні стати важливим джерелом розвитку некомерційних організацій з метою збільшення виробництва послуг соціальної сфери з продуктивністю приватного сектора [30]. Отже, імпакт-інвестиції покликані вирішити не лише «провали» ринку, а і держави. Основними напрямками імпакт-вкладень є житлове будівництво, мікрофінансування, енергетика, фінансові послуги, продовольство, сільське господарство. Швидко зростають імпакт-інвестиції в таких секторах, як адаптація до змін клімату, охорона здоров'я, освіта.

Розвиток і зростання імпакт-інвестування на сучасному етапі пов'язані з рядом обмежень.

По-перше, практика імпакт-інвестування пішла вперед теорії. Це можна пояснити тим, що, по-перше, імпакт-інвестування – це нове явище, а, по-друге, переважна більшість теоретичних розробок щодо інвестицій розглядає традиційне інвестування. Традиційні теорії інвестування виходять з того, що інвестори раціональні, а їх рішення засновані на максимізації прибутку при обмеженому ризику. Сучасні теорії інвестування припускають, що рішення інвесторів схильні до впливу психологічних і емоційних факторів. У той же час, концепції традиційного інвестування не можуть в повній мірі пояснити парадигму успішної імпакт-інвестиційної поведінки: якщо характеристики ризику та доходності властиві і традиційним, і імпакт-інвестиціям, то імпакт (вплив) – це характеристика, яка не властива для перших.

По-друге, бажання отримати соціальний і екологічний ефект від проєкту не означає, що люди вміють це робити, існують сприятливі для цього умови (достатній обсяг ресурсів; наявність хороших проєктів; інфраструктура, що забезпечує зниження витрат, залучення і розміщення капіталу, зниження ризиків), інвестори це роблять. Менш ніж кожен 10-ий інвестор (9%) прийняв рішення брати участь в імпакт-інвестуванні [31]. Для цього часто не вистачає знань, інвестори не володіють необхідними управлінськими навичками, недостатні емоційні переваги (особиста задоволеність, моральне зобов'язання, фінансова безпека) від соціального добробуту та ін.

По-третє, нерозвиненість інфраструктури імпакт-інвестування призводить до зростання, зокрема організаційних, транзакційних, трансформаційних витрат, у порівнянні з аналогічними інвестиціями в приватний або венчурний капітал. Це також збільшує ризики, знижує готовність інвестувати, розширює практику недобросовісної поведінки стейкхолдерів (наприклад, недостовірна інформація щодо очікуваного соціального, екологічного ефекту).

По-четверте, невід'ємним учасником ринку імпакт-інвестицій є держава, яка може мати як позитивний, так і негативний вплив. Держава здійснює свою політику по двох напрямках: безпосередня участь в імпакт-інвестуванні та вплив на попит, пропозицію, ринок. Пропозицію формують постачальники капіталу (уряд, приватні особи, фонди, банки, інвестиційні та пенсійні фонди), попит – це ті, хто потребує капітал (компанії, проекти), ринок забезпечує обмін і регулює правила і умови обміну, встановлює ціни в результаті взаємодії попиту і пропозиції.

Потреба стимулювати імпакт-інвестиції підтверджується результатами досліджень [30; 32], які демонструють сильну позитивну кореляцію між сильними екологічними, соціальними, управлінськими практиками (ESG) і корпоративними фінансовими показниками для компаній у кожному регіоні світу, для всіх видів активів. Надійні стандарти стійкості (ESG) покращують операційну діяльність, знижують вартість капіталу компанії, позитивно впливають на котирування акцій, знижують ризики. В результаті поширення імпакт-інвестицій з'являються нові бізнес-моделі, вигоди від яких зростають швидше, ніж основна економіка. Це відбувається за рахунок зростання соціального ефекту. Крім того, це дозволяє генерувати більший талант.

Отже, політика сприяння розвитку імпакт-інвестицій має передбачати участь держави в інвестуванні (соінвестування, державно-приватне партнерство) і вплив на пропозицію капіталу шляхом встановлення інвестиційних правил або вимог; політика скерованості капіталу забезпечує збільшення ефектів впливу на основі регулювання ринкових цін, ризику, відкритості інформації (податки, субсидії, вимоги до звітності, посередництво); політика щодо розвитку попиту спрямована на його збільшення завдяки створенню інституційного потенціалу, сприятливих структур, сприяння розробці та реалізації проектів імпакт-інвестування (створення «корпоративної» структури, державно-приватне партнерство). Втім з розвитком імпакт-інвестування інвестори зможуть отримувати високу прибутковість без

підтримки з боку держави, і тому роль держави буде змінюватися. Однак, політика держави може бути й неефективною в результаті законодавчих бар'єрів, неоптимальної структури урядових установ, політики нав'язування. Як наслідок, держава буде субсидіювати приватний сектор, захищати неефективні підприємства від конкуренції, збільшувати транзакційні витрати інвесторів, не буде реально знижувати бар'єри для приватного капіталу, відволікатиме ресурси від вирішення важливих завдань тощо. Отже, політика стимулювання імпаکت-інвестицій повинна відповідати таким критеріям: цілеспрямованість, універсальна прозорість, координація, залученість стейкхолдерів, прихильність, імплементація, інституційний потенціал тощо.

По-п'яте, важливим інститутом успішного інвестування є довіра. Але є кілька аспектів. По-перше, довіру до імпаکت-інвестицій окремі компанії можуть використовувати в маркетингу без будь-якого подальшого соціального та екологічного ефекту. По-друге, не завжди всі учасники ринку однаково визначають і вимірюють вигоди, оскільки ринок новий і постійно модернізується, а інтереси (цінності) інвесторів недостатньо ідентифіковані та визначені, відсутня чітка кластеризація інвестицій за сектором, класом активів, профілем «ризик-прибутковість», типом очікуваного впливу, способом впливу та ін. Це провокує невизначеність та інформаційну асиметрію. По-третє, на ринку присутній ризик у зв'язку з тим, що, з одного боку, основним інвестором сьогодні є старше покоління і воно керується насамперед оцінкою «ризик-прибутковість», а з іншого, на ринку присутні нові фінансові інструменти, інформація асиметрична, оскільки він не структурований, відсутні стандарти.

Серед бар'єрів розвитку імпакт-інвестицій також слід визначити проблеми інвестування в неефективні сектори економіки, депресивні регіони; перевага великих компаній в порівнянні з малими, на які орієнтовано соціальне підприємництво, в підтримці найбільш важливих секторів для бідних, а саме інфраструктура, охорона здоров'я, сільське господарство, логістика.

Отже, можна узагальнити, що, з одного боку, існує висока зацікавленість в бажанні отримати соціальний і екологічний ефект від інвестування, а з іншого, слід констатувати невисоку активність імпакт-інвестування. Це обумовлено тим, що сектор новий і його учасникам часто не вистачає інформації, знань для прийняття ефективних рішень.

У зв'язку з цим, доцільно, обґрунтовуючи заходи держави та міжнародних організацій щодо стимулювання розвитку імпакт-інвестицій, появи нових

імпакт-інвестиційних продуктів для різних груп інвесторів, ураховувати існуючі мотиви, цінності, стереотипи щодо імпакт-інвестиційних рішень. Зокрема, важливим чинником є те, що існує сильний зв'язок між імпакт-інвестуванням і віком інвесторів, особистими цінностями, соціальними та екологічними цілями інвестування. До імпакт-інвестування більш схильні молоді вікові групи, жінки, індивіди з рівнем доходів вище середнього, в той час, як люди похилого віку, інвестори, мають застаріле уявлення про ризикованість інвестицій і розглядають імпакт-інвестиції як новий інвестиційний інструмент, а, отже, ризиковий. При цьому важливим є забезпечення необхідного рівня фінансової та емоційної віддачі, що можна досягнути, перш за все, завдяки освіті та обміну знаннями. Проблемою подальшого розвитку і зростання імпакт-інвестицій є необхідність зміни культури інвестування – всі інвестиції повинні мати імпакт, а для цього вкрай важливо розвивати міждисциплінарний набір навичок щодо прийняття рішень, зростання ресурсів, вибору і моніторингу імпакт-інвестицій. Важливим при цьому є підвищення фінансової та інвестиційної обізнаності й грамотності..

Отже, переваги імпакт-інвестицій для вирішення чисельних глобальних проблем сучасності безперечні. І, на думку провідного ідеолога імпакт-інвестування Р. Коена, швидке зростання галузі досягне переломного моменту і «викличе ланцюгову реакцію у створенні впливу», торкаючись інвесторів, крупного бізнесу, фондів, громадських організацій [30]. Втім це стане можливим, коли будуть сформовані чіткі принципи, стандарти і практики щодо ідентичності імпакт-інвестицій, способів і методик оцінки соціального та екологічного впливу; забезпечення сучасної новітньої парадигми фінансової та емоційної віддачі імпакт-інвестиційних рішень; підходів до проектування привабливих імпакт-інвестиційних інструментів, послуг, продуктів у відповідності до потреб різних типів інвесторів; політики регулювання, стимулювання і усунення перешкод щодо імпакт-інвестування в контексті збалансованості інтересів держави, суспільства і приватного капіталу; відповідної системи освіти і навчання як фахівців і професіоналів, так і всіх інших стейкхолдерів. Серед важливих аспектів подальшого розвитку імпакт-інвестування має стати розширення партнерських відносин між лідерами інвестування та передача успішного досвіду іншим учасникам ринку, зміцнення інвестиційної готовності суб'єктів господарювання, демонстрація соціальних ефектів там, де це має найбільше значення.



Отже, важливо відзначити, що головною відмінністю і перевагою сталого фінансування та інвестування є те, що воно націлене на забезпечення співпраці економічних і фінансових інтересів інвесторів з екологічними, соціальними інтересами індивідів, суспільства та держави. При цьому інвестори мають можливість розподіляти свої активи таким чином, щоб здійснювати вплив та висловлювати свої цінності.

Розвинені країни, зокрема США, країни ЄС, Ізраїль та ін., вже мають успішний досвід відповідального фінансування та інвестування. Разом із тим, розглядаючи фінансову та інвестиційну діяльність українських компаній та їх ставлення до соціально відповідальних інвестицій, можна узагальнити, що саме цей напрям інвестування не є достатньо розвиненим, і на те є певні причини, зокрема, непрозора діяльність значної кількості підприємств, які не бажають надавати повну інформацію щодо ведення бізнесу. Окрім того, компанії часто неосвічені щодо таких інвестицій, а, отже, не розуміють їх переваг. Проте, орієнтуючись на співпрацю із компаніями розвинених країн, бажаючи залучати інвестиції з цих країн, все більша кількість вітчизняних підприємств проявляє до них інтерес. А, отже, можна очікувати розвиток цього напрямку інвестування в Україні, особливо в контексті потреби вирішення соціальних, екологічних, кліматичних проблем, що буде сприяти вирішенню важливих питань для економіки і суспільства, покращення умов життя людей. При цьому важливо, щоб ці процеси підтримала держава. Важливо відзначити, що серед основних причин незадовільного поширення сталого фінансування та інвестування в Україні є вкрай низький рівень фінансової та інвестиційної грамотності. Разом із цим, їх розвиток дозволив би вирішити не лише «провали» ринку, а і «провали» держави щодо сприяння притоку іноземних інвестицій, активізації внутрішніх інвестицій, і, поряд із цим, важливих для суспільства соціальних та екологічних проблеми.

## Список використаної літератури до розділу 4

1. Schueffel Patrick. Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech. *Journal of Innovation Management*. 2017. 4 (4). P. 32–54.
2. Khraisha T., Arthur K. Can we have a general theory of financial innovation processes? A conceptual review. *Financial Innovation*. 2018. 4(4). P. 1-27.
3. Boz E., Mendoza E. G. Financial innovation, the discovery of risk, and the US credit crisis. *Journal of Monetary Economics*. 2014. Vol. 62(C). Pp. 1-22.
4. Douglas W. Arner, Janos Barberis & Ross P. Buckley. The Evolution of FinTech: A New Post Crisis Paradigm? University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper. 2016. No. 2015/047. 45 p.
5. EY. Global FinTech Adoption Index 2019. As FinTech becomes the norm, you need to stand out from the crowd. URL : <https://eyfinancialservicesthoughtgallery.ie/wp-content/uploads/2019/09/ey-global-fintech-adoption-index.pdf>
6. PwC. Further and faster Accelerating workforce transformation – Key findings in the financial services sector. 21st CEO Survey. 2018. URL : <https://www.pwc.com/gx/en/ceo-survey/2018/deep-dives/ceo-survey-financial-services-talent-report-web.pdf>
7. Cocheo S. Things Banks & Credit Unions Must Know Before Targeting Gen Z. *The Financial Brand*. June 10, 2019. URL : <https://thefinancialbrand.com/84367/bank-credit-union-marketing-gen-z-generation/>
8. Ломачинська І. А., Мумладзе А. О. Вплив технологічних змін на трансформацію фінансових систем. *Право, економіка та управління: генезис, сучасний стан та перспективи розвитку* : матер. міжнар. наук.-практ. конф. 14-15 верес. 2018 р., м. Одеса. Одеський нац. ун-т. Одеса : Фенікс, 2018. С. 49-54.
9. Опитування українських банків та фінтехкомпаній – 2019. Проєкт USAID «Трансформація фінансового сектору». URL : [http://www.fst-ua.info/wp-content/uploads/2019/12/FinTech-Survey-Report\\_UKR\\_12-12-2019.pdf](http://www.fst-ua.info/wp-content/uploads/2019/12/FinTech-Survey-Report_UKR_12-12-2019.pdf)
10. Стратегія розвитку фінтеху в Україні до 2025 року. Сталий розвиток інновацій, кешлес, фінансової грамотності. НБУ, липень 2020 р. URL : <https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy/fintech2025>

11. Deloitte Consulting LLP, Tech Trends 2018: The symphonic enterprise. Deloitte Insights. December 6, 2017. URL : <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/tr/Documents/technology-media-telecommunications/TechTrends-2018.pdf>
12. Майбутнє управління ризиками фінансових послуг. Офіційний сайт Deloitte Ukraine. URL : <https://www2.deloitte.com/ua/uk/pages/financial-services/articles/gx-future-risk-in-financial-services.html>
13. VanderBrug Jackie. Women, millennials, and investing for impact. How Gender and Generation Could Help Reshape the World. Investments & Wealth Institute, formerly IMCA. 2017.
14. Allais M. Le comportement de l'homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l'école américaine. *Econometrica*. 1953. V.21, no 2. P. 503-549.
15. Simon H. A. A Behavioral Model of Rational Choice. *Quarterly Journal of Economics*. 1955. Vol. 69. No 1. P. 99-118.
16. Талер Р., Санстейн, К. Поштовх. Як допомогти людям зробити правильний вибір. К.: Наш формат, 2017. 312 с.
17. Thaler Richard H. From Homo economicus to Homo sapiens. *Journal of Economic Perspectives*. Winter 2000. Vol. 14. № 1. P. 133–141.
18. Pakulyte V. Behavioral Economics in Digital Banking: Taking the pain out of Finances. URL : <https://blog.strands.com/behavioral-economics-in-digital-banking>
19. Discovery Bank. URL : <https://www.discover.com/online-banking/>
20. Marous J. Digital Banking Transformation Strategies Neglect The Customer Experience. The Financial Brand. 2018. July 17. URL : <https://thefinancialbrand.com/85798/digital-banking-transformation-customer-experience-trends/?internal-link>
21. Niculescu M. Impact investment to close the SDG funding gap. 2017. URL : <https://www.undp.org/content/undp/en/home/blog/2017/7/13/What-kind-of-blender-do-we-need-to-finance-the-SDGs-.html>
22. O'Shea A., Benson A. What Is Socially Responsible Investing (SRI) and How to Get Started. NerdWallet, September 15, 2020. URL : <https://www.nerdwallet.com/article/investing/socially-responsible-investing>

23. Сардак С. Е., Єгорова І. І. Зміст і спрямування соціально-відповідального інвестування. *Миколаївський національний університет імені В. О. Сухомлинського*. 2017. Вип. 19. С. 236-240.
24. European SRI Study 2012. European institutions on sustainable finance. URL : <http://www.eurosif.org/sri-study-2012/>
25. Global Impact Investing Network. Sizing the Impact Investing Market. 2019. URL : [https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market\\_webfile.pdf](https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf)
26. Review of the Academic and Practitioner Literature on Impact Investing. Literature Scan. Lee-Chin Institute, May 2018. 21 p.
27. Wendy Abt. Almost Everything You Know About Impact Investing Is Wrong. *Stanford Social Innovation Review*, Dec. 18, 2018. URL : [https://ssir.org/articles/entry/almost\\_everything\\_you\\_know\\_about\\_impact\\_investing\\_is\\_wrong#](https://ssir.org/articles/entry/almost_everything_you_know_about_impact_investing_is_wrong#)
28. Wood D., Thornley B., Grace K., Sullivant S. Impact Investing: A framework for policy design and analysis. InSight at Pacific Community Ventures &The Initiative for Responsible Investment at Harvard University, Jan. 2011. 101 p.
29. GIIN. Core characteristics of impact investing. 2019. URL: <https://thegiin.org/characteristics>
30. Barton D. The changing landscape of social-impact investing. Interview Sir Ronald Cohen. *Mckinsey*, July 2017. URL : <https://www.mckinsey.com/industries/private-equity-and-principal-investors/our-insights/the-changing-landscape-of-social-impact-investing>
31. Bhargava A., Davie Greg B. The Value of Being Human: A Behavioural Framework for Impact Investing and Philanthropy. *Barclays Wealth and Investment Managemen*, 2015. URL : <http://www.centapse.com/wp-content/uploads/2016/10/Value-of-Being-Human.pdf>
32. French Sh. Understanding ESG InvestingAnswers to advisors' and investors' most pressing questions about ESG. NY, November 27, 2017.
33. Ломачинська І. А. Концептуальні підходи до визначення сутності імпаکت-інвестицій. *Бізнес Інформ*. 2020. № 2. С. 16-22.
34. World Bank Open Data. The World Bank. URL : <https://data.worldbank.org/>

## РОЗДІЛ 5

### СТРАТЕГІЧНІ ПРІОРИТЕТИ ІНСТИТУЦІЙНОЇ МОДЕРНІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ УКРАЇНИ

#### 5.1. Науково-прикладні підходи до прискорення інституційної трансформації фінансової системи

Деструкції, деформації, інституційні пастки, що закріпилися в інституційному середовищі фінансової системи України, потребують її інституційної модернізації у контексті заміни неефективних інституцій на нові, які б були ефективними і сучасними, забезпечували якісні контрактні відносини, ефективну та стабільну координацію і комунікацію взаємодії між компонентами фінансової системи, добросовісну конкуренцію, нарощування потенціалу та інноваційний розвиток.

При обґрунтуванні інституційної модернізації слід урахувати наступні деструктивні елементи інституційного середовища розвитку фінансової системи України:

- Високий рівень транзакційних витрат у результаті нерозвиненості інфраструктури фінансового ринку, високого рівня невизначеності, незакріплення прав власності, неефективності механізму правозастосування. В результаті якісно не розвиваються такі важливі елементи, як власність, конкуренція, регулювання, корпоратизація, ефективність, ризик-менеджмент.

- Формальні інституції фінансової системи часто неефективні, їх реалізація деформована, мають низький рівень компліментарності. Часто це стосується базових інститутів (права власності, конкуренція, управління, ефективність). В результаті формується інституційний вакуум у фінансовій системі, що проявляється у наявності інституційних аномій, рутин, пустот, інституційні розриви у фінансових відносинах і процесах та їх регулюванні, як наслідок невідповідності інституцій сучасним умовам, відсутності системних контрактних відносин як формальних і неформальних механізмів координації взаємодії між суб'єктами фінансових відносин, нерозвиненості «м'яких» інституцій, що обмежує адаптивність фінансової системи до зміни зовнішнього середовища.

- Домінуючий розвиток неформальних інституцій у фінансовій системі, їх антиринковий характер, конкуренція з формальними інституціями, що призводить до надмірного обсягу неформального сектора, доларизації, готівкового обігу, подальшої монополізації та пригнічення конкуренції. Обмежений розвиток при цьому якісних неформальних інституцій, зокрема, пов'язаних із соціальною та екологічною відповідальністю, етикою фінансової діяльності.

- Конкуренція між формальними і неформальними інституціями призводить до зростання транзакційних витрат на експлуатацію існуючої фінансової системи та її трансформацію, чому сприяє і поведінка держави. В результаті поведінка суб'єктів фінансових відносин не є суспільно ефективною, пов'язана із порушенням формальних норм і правил, підтримує розвиток неформальних інституцій та їх закріплення, обумовлює «хиже» використання формальних інститутів для отримання додаткових вигід, ренти (імітування необхідних вимог для отримання преференцій, або використання вакууму, протиріч у нормативно-правових актах), не сприяє якісній інституційній модернізації національної фінансової системи в інтересах зростання соціально-економічного добробуту.

- Базисні інституції неспроможні протидіяти висококонцентрованому капіталу, олігархічним групам, що обмежує конкуренцію і підтримує монополізацію на окремих сегментах, знижує ефективність механізмів захисту прав власності, ринкового саморегулювання, обумовлює несправедливий розподіл національного багатства, доходів і зростання нерівності, неоптимальний перерозподіл фінансових потоків. Держава в достатній мірі не сприяє формуванню якісного інституційного забезпечення розвитку конкуренції у фінансовому секторі, зокрема, володіючи значною часткою капіталу в банківському секторі, не використовуючи механізм розвитку квазіринків та ін.

- Державні інститути, що встановлюють «правила гри» і норми поведінки, впливають на ідеологію у фінансовій системі, беруть участь у фінансово-економічній діяльності, переслідуючи приватні інтереси, а державні службовці долучаються до суспільного інтрапренерства, лобіюючи та представляючи інтереси бізнес-структур. Це не лише формує привабливість неформальних інституцій, а і знижує довіру до держави, що у середньо- і довгостроковому періоді обмежує спроможність фінансової системи протидіяти

внутрішнім і зовнішнім потрясінням, збільшує транзакції на витрати державного регулювання і контролю.

- Демонтаж старих інституцій, що формують інституційну структуру фінансової системи, не супроводжується в повній мірі їх адаптацією відповідно сучасним умовам, створенням нових або імпортуванням. Відсутність належного інституційного забезпечення призводить часто до половинчастості інституціоналізації нових форм, механізмів, регулювання. Імпорт інституцій, особливо на першому етапі, не відображає національні особливості, не враховує національну ментальність, традиції, звичаї, не орієнтований на формування відповідної ідеології поведінки та прийняття рішень. В результаті рівень довіри до них низький, не зважаючи на їх роль і значущість для ефективного і результативного економічного розвитку.

- Фінансова система характеризується інституційною нерівновагою, оскільки вона нестабільна, присутні протиріччя і невідповідність, конкуренція інституцій, відсутня їх компліментарність, інтереси суб'єктів фінансових відносин незбалансовані і нестабільні, контрактні відносини непостійні та незахищені, що в цілому призводить до посилення невизначеності і зростання транзакційних витрат.

- Недостатньо розвиненими залишаються соціальні норми, основним призначенням яких у фінансовій системі є забезпечення лояльності учасників фінансових відносин і персоналу, фінансова ефективність, ефективність управління ризиками та відповідальність, що проявляється у низькій культурі корпоративно-соціальної відповідальності, зокрема у фінансуванні та інвестуванні, розумного споживання, захисту прав працівників, а також підтримки держави щодо розвитку цього. Це обмежує залучення нових суб'єктів до фінансових відносин, не дозволяє використати потенціал залучення та ефективного використання фінансових ресурсів.

- Інституційний розвиток національної фінансової системи періодично супроводжується макроекономічною нестабільністю. Це не лише знижує якість інституційного середовища в умовах його формування, а і знижує ефективність інституційного регулювання, зокрема за участю держави, оскільки посилює інформаційну асиметрію та невизначеність, призводить до несприятливого вибору і зростання moral hazard.

- Деструкції, деформації, інституційні пастки, що закріпилися в інституційному середовищі фінансової системи України, потребують її

інституційної модернізації як глибоких кардинальних змін (трансформацій) інституцій та їх ієрархії щодо заміни неефективних норм і цінностей на нові, які б були сучасними, забезпечували контрактні відносини, як формальні та неформальні механізми ефективною та стабільною координації взаємодії між суб'єктами фінансової системи, високий рівень довіри та інноваційного розвитку, що, у свою чергу, обмежувало б поширення неформальних інституцій, не допускало подвійних стандартів, конкуренції між інституціями, появу локальних інституцій, розмивання інституційних рамок фінансової системи та її неоднорідність, і сприяло б таким чином усуненню макроекономічних і макрофінансових диспропорцій, відновленню комплементарних зв'язків між реальним і фінансовим секторами, збалансуванню приросту монетизації та операційної діяльності фінансових посередників, розвитку конкуренції фінансових інститутів та їх інноваційної активності, впровадженню систем нагляду і моніторингу за світовими стандартами, розвитку людського капіталу, розвитку цінностей соціальної й екологічної відповідальності.

Отже, подальший інституційний розвиток фінансової системи та забезпечення її конкурентоспроможності потребує якісних змін структури національної фінансової системи, форм, способів фінансової діяльності, її цільового спрямування, зміни мотивів, стимулів, факторів прийняття фінансових рішень та ідеології фінансової поведінки, зміни інституцій та механізмів їх реалізації. При цьому інституційна модернізація фінансової системи України повинна бути зорієнтована на забезпечення її ефективності, стійкого розвитку, формування оптимальної та стабільної організаційно-інституційної структури, забезпечення здатності протистояти внутрішнім і зовнішнім ризикам, відповідати пріоритетам стійкого економічного зростання. Відповідно, передумовою успішної модернізації в Україні є: макроекономічна та макрофінансова стабільність, недопущення розмивання досягнутих раніше результатів, партнерська форма взаємодії держави зі всіма суб'єктами, оптимальне співвідношення самоорганізації та регулювання, здатність оцінювати ефекти інституційних змін і своєчасно здійснювати їх корекцію або створювати нові інституції, відповідні навички та компетенції клієнтів, персоналу й системи професійної освіти, здатність протистояти опортуністичній поведінці та лобізму.



Інституційні корекції та заміна старих інституцій новими в системі інституційного регулювання фінансової системи України в контексті її модернізації повинні врахувати: результати і наслідки попереднього розвитку; інституції та інститути, ідеологію та моделі поведінки всіх суб'єктів, що закріпилися у фінансовому просторі; закріплені навички персоналу й існуючу систему професійної освіти, HRM; витрати на вирощування чи імпортування нових інституцій; трансформаційні витрати як додаткові витрати, пов'язані із інституційними змінами фінансової системи, та їх співвідношення з транзакційними; опортуністичну поведінку всіх учасників щодо неприйняття інституційних новацій; можливість прояву ризиків впровадження нових інституцій та здатність їх уникнути; наявність груп, які мають достатню економічну владу протистояти новим інституціям

Прискорення перетворень в процесі інституційної модернізації фінансової системи передбачає впровадження спеціальних підходів проектування і реалізації інституційних змін в процесі модернізації та забезпечення їх координації фінансовою політикою та соціалізацією.

Основною метою інституційної модернізації фінансової системи визначимо забезпечення конкурентоспроможності інституцій, що формують її інституційну структуру і сприяють покращенню реалізації функцій фінансової системи та її стабільності, стійкості, ефективності. Забезпечення конкурентоспроможності інституцій – це послідовний процес їх проектування, реалізації, удосконалення у відповідності до визначеної цілі. Оскільки більшість інституцій в процесі модернізації є інституційні новації, то, по-перше, ініціатором інституційних змін переважно повинна бути держава, по-друге, держава повинна забезпечити захист і підтримку новацій, поки їх не сприйняла більшість і вони не стали масовою діловою практикою, по-третє, для успішних перетворень у процес розробки, реалізації, удосконалення доцільно долучити всіх суб'єктів фінансової системи на добровільних засадах. До інструментів такої підтримки, які, як правило, є примусовими або мають механізм стимулювання, слід віднести: адміністрування нових правил, моніторинг інституційних змін, навчання новим навичкам

В основі реалізації інституційної модернізації фінансової системи є проектування та реалізація інституційних змін. Інституційне проектування – це діяльність щодо розробки моделей економічних, соціальних, політичних інституцій та свідомого і цілеспрямованого впровадження у масову поведінку

суб'єктів фінансових відносин. При цьому механізм інституційного проєктування інституцій повинен передбачати цілеспрямовану діяльність упорядкування взаємовідносин суб'єктів фінансової системи, подолання фрагментарності фінансового простору, локалізації невизначеності на принципах системності, етапної повноти проєкту, достатньої різноманітності стимулів і обмежень, максимальної захищеності від опортуністичної поведінки. Він забезпечує компенсацію негативного ефекту інституційної нерівноваги та інституційної неефективності фінансової системи.

Визначимо інституційне проєктування як послідовний процес наступних етапів: визначення цілі проєктування, розробка плану проєктування, що включає варіанти досягнення цілі, експертиза та відбір найкращого варіанту досягнення цілі на основі визначених критеріїв (витрати, вигоди), реалізація проєкту, впровадження інституції та її тиражування, контроль результатів, корекція проєктування з метою зниження витрат, зміни тривалості життєвого циклу інституції. При здійсненні інституційного проєктування слід урахувати наступні принципові положення:

- Проєктування повинно бути цілеспрямованим.
- Проєктування повинно стосуватися всіх компонентів інституційної зміни і бути комплексним: об'єкт впливу або перетворення, новатор, суб'єкти, гарант, знання, які дозволяють зміни, об'єкт, цілі, ідеологія, мотиви, стимули, обмеження тощо.
- Інституційні зміни повинні стосуватися всіх суб'єктів фінансової системи, не зважаючи на конфлікт індивідуальних і групових інтересів. Отже, необхідні ефективні механізми примусу, які, у той же час, не створюють опортуністичну поведінку. Також можуть бути застосовані компенсації у випадку негативних результатів змін.
- Структура суб'єктів фінансової системи повинна бути ієрархічною (держава, фінансова система, фінансові організації, споживачі та продавці фінансових послуг), оскільки в процесі інституційних змін кожному рівню характерні власні задачі, стимули та обмеження.
- Проєктування інституцій та інституційних змін повинно включати розробку та впровадження інституції та її ув'язку з іншими інституціями, тобто створення компліментарності.
- При проєктуванні повинна бути передбачена достатня кількість стимулів та вони повинні застосовуватися і бути дієвими.

- При проектуванні слід передбачити опортуністичну поведінку та включити стимули щодо її обмеження.

- Співучасть, що залучить максимальну кількість суб'єктів та їх груп, буде сприяти швидшій генерації інституції та її поширенню у випадку, коли вона виявиться ефективною.

- Проектування повинно бути типологічним, тобто при розробці, реалізації, удосконаленні інституції слід враховувати її особливості та відмінності від інших.

- Проектування доцільно доповнювати плануванням інституційних змін, що передбачає упорядкування інституційної структури та її оцінку, визначення перспектив змін, доповнення інституційної новації елементами заміщення, корекції, трансплантації.

- Проектування повинно передбачити забезпечення сприйняття змін суб'єктами фінансової системи.

- Проектування і реалізація змін – це безперервний процес, а, отже, воно повинно супроводжуватися дотриманням принципу процесності.

- Проектування повинно бути адаптивним, тобто здатним враховувати зміни внутрішнього та зовнішнього середовища.

Базуючись на принципах проектування економічних та технічних систем, можна запропонувати наступні стратегії інституційного проектування фінансової системи:

- Лінійна – послідовне вирішення завдань, що забезпечують досягнення цілі інституційних змін.

- Циклічна – вирішення завдань, що передбачає повернення на вихідні позиції з тим, щоб здійснити корекцію.

- Адаптивна – вирішення завдань у відповідності до попереднього стану та характеристик системи.

- Змішана – передбачає принципи та елементи всіх інших.

Отже, в контексті цього застосуємо інституційне проектування щодо прискорення модернізації фінансової системи України і запропонуємо Стратегію інституційної модернізації фінансової системи щодо покращення реалізації її функцій.

Формування стратегії інституційної модернізації зорієнтуємо на посилення механізмів саморозвитку фінансової системи, в основі якої є її здатність виконувати власні функції та забезпечувати задоволення потреб та

інтересів суб'єктів фінансових відносин на основі внутрішньої самодостатності фінансової системи, сприятливого бізнес-середовища, сприятливих зовнішніх макроекономічних та інституційних умов. Призначенням механізму саморозвитку та самоорганізації є концентрація та використання внутрішніх джерел, факторів, ресурсів розвитку (ендогенний розвиток), залучення зовнішніх можливостей щодо найкращої реалізації функцій фінансової системи. Оскільки фінансова система – це відкрита система, то саморозвиток і самоорганізація призначені забезпечити не лише її ефективність, а й стійкість та стабільність, що передбачає розуміння факторів дестабілізації, наявності джерел саморозвитку, наявності адаптаційної спроможності, прогнозування та попередження кризових ситуацій.

Складовими саморозвитку фінансової системи визначимо: самоідентифікація (відношення до того, що відбувається в системі), самоконфігурація (визначення функціональних особливостей та призначення), самоініціювання (розробка проєктів щодо досягнення цілей, вирішення завдань), самотрансформація (зміна напрямів розвитку щодо визначених цілей). У контексті того, що розвиток фінансової системи сильно залежить від макроекономічного стану та найближчого бізнес-середовища, посилення саморозвитку, самоорганізації, самокоординації, адаптації фінансової системи не можливо без макроекономічної та макрофінансової стабільності, координуючої ролі держави у забезпеченні сформованого та якісного зовнішнього інституційного середовища. Більш того, враховуючи, що найбільш значущими ресурсами саморозвитку фінансової системи є знання та технології, саме держава в якості ініціатора інституційних змін та їх гаранта найкращим чином здатна забезпечити умови для розвитку людського капіталу, удосконалення системи професійної підготовки для забезпечення сучасних потреб фінансової системи, сприяти інноваційному розвитку тощо. У контексті цього стимулювання інноваційних та освітніх процесів державою поряд із макроекономічною та макрофінансовою стабільністю є важливим для посилення саморозвитку та самоорганізації фінансової системи в процесі її інституційної модернізації.

Отже, ключовими напрямками стратегії інституційної модернізації визначимо:

*І. Забезпечення стабільності та ефективності фінансової системи.*

В контексті цього доцільно передбачити наступні інституційні зміни:

- Формування конкурентного середовища у фінансовій системі.

У контексті цього доцільним є: роздержавлення банківської системи, зниження рівня її концентрації, зокрема, шляхом виходу держави з капіталу банківських установ, підтримки розвитку приватних вітчизняних банків, зокрема, сприяння регуляторам удосконалення бізнес-стратегій, бізнес-моделей, моделей управління банківськими установами, залучення потужних іноземних банківських груп, подальшого сприяння зростання капіталізації фінансових організацій та спроможності їх протистояти макроекономічним та зовнішнім потрясінням. Проблемою є також недостатній рівень захисту кредиторів, велика частка непрацюючих кредитів, що обмежує подальший розвиток базових посередницьких функцій банківських та небанківських організацій. Відповідно, необхідно забезпечити прозоре функціонування вторинного ринку проблемних кредитів та ціноутворення на проблемні активи, підвищити ефективність правозастосування у відносинах кредитора і боржника, упорядкування майнових вимог щодо застави.

- Оптимізація структури фінансової системи та удосконалення фінансової інфраструктури.

Конкурентоспроможність фінансової системи можна забезпечити лише за рахунок розвитку всіх її компонентів – банківського і небанківського сектору, фондового ринку. Це потребує наступного.

Якщо банківська система та фондовий ринок в цілому очищені, то у небанківському секторі ще існує проблема неплатоспроможних та пасивних організацій, а також тих, фактична діяльність яких не пов'язана із функціональним призначенням. В контексті цього, запровадження ефективної процедури ліквідації неплатоспроможних та пасивних організацій, підвищення вимог до капіталу небанківських установ, впровадження механізмів гарантування, зокрема, окремих страхових операцій, вкладів в кредитні спілки, пруденційний нагляд НБУ щодо небанківських установ, запровадження ним практик управління ризиками після спліту буде цьому сприяти.

Незважаючи на очищення, фондовий ринок залишається малоактивним, що є результатом нерозвиненості та неефективності його інфраструктури. В першу чергу, удосконалення потребує біржова, розрахункова, клірингова складові на принципах відкритості, доступності, прозорості, ефективності, безпеки, що також могло б сприяти розвитку торгівлі форвардами і ф'ючерсами, особливо враховуючи потенціал сільськогосподарського ринку. а

також ринку енергоносіїв. Доцільним є й зменшення присутності держави на ринку цінних паперів, що фактично створює конкуренцію за ресурси на ринку капіталу.

Потребує подальшої імплементації у національне законодавство і практики європейських норм та міжнародних стандартів, зокрема, для страхової діяльності це: IAIS, IOPS, IOSCO, Solvency II, MiFID II та MiFIR, MAR та MAD, CRR та CRDIV, BRRD, для ринку цінних паперів – IOSCO, CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, для недержавного пенсійного страхування – IOPS.

- Розширення фінансового потенціалу фінансової системи.

Розвиток фінансової системи України на сучасному етапі обмежений ресурсною базою. В контексті цього доцільним є, по-перше, залучення внутрішнього потенціалу в активні фінансові операції, по-друге, залучення нових суб'єктів до фінансових операцій, по-третє, залучення нових інвесторів у фінансову систему.

У контексті першого доцільно: залучити кошти, які знаходяться поза банками, у фінансову систему шляхом зменшення тіньового сектору, готівкового обороту, відновлення довіри до банківських та інших фінансових організацій і держави як гаранта інституційних змін, зменшення непрацюючих кредитів, дедоларизації економіки, розвитку поведінкових фінансів та їх включення у стратегії розвитку суб'єктів фінансової системи.

У контексті другого напряму доцільним є розвиток фінансової інклюзивності шляхом підвищення рівня доступності фінансових послуг і продуктів фізичним особам, малим і середнім підприємствам. Сприяти цьому буде зростання доходів населення і прибутковості підприємницької діяльності, ефективні механізми державної підтримки розвитку малого і середнього бізнесу, зокрема, щодо інноваційної активності, імпортозаміщення, самозайнятості тощо, зменшення готівкового обороту, захист споживачів фінансових послуг, обізнаність щодо альтернативного фінансування, грантів та підтримки держави, спеціальних фондів, зокрема, ЄС.

У контексті третього напряму важливим є підвищення інвестиційної привабливості фінансової системи та її складових шляхом: 1) посилення формальних інституцій, закріплених у законодавстві у відповідності до європейських та міжнародних стандартів і вимог, та їх ефективності, забезпечення ефективності правозастосування, захист прав власності та всіх суб'єктів фінансових відносин, створення якісної та привабливої системи

регулювання бізнесу; 2) розвитку неформальних інституцій, орієнтованих на поширення практик соціально-корпоративної та екологічної відповідальності, ділової етики та етичної поведінки суб'єктів фінансової системи та їх закріплення на рівні галузевих Кодексів. Важливим для підвищення інвестиційної привабливості фінансової системи є подальше удосконалення корпоративного управління, забезпечення її відкритості, прозорості та публічності, розвиток її інфраструктури та цифровізації, що сприятиме зниженню операційних і транзакційних витрат, рівня втручання людського фактора в фінансові процеси. Отже, формування привабливого інвестиційного клімату, орієнтованого на зростання потенціалу фінансової системи, потребує проєктування та удосконалення інституцій на основі інноваційного розвитку, забезпеченості кваліфікованим персоналом, ресурсної забезпеченості, розвиненості інфраструктури, ризик-орієнтованого управління фінансовими операціями, зростання ефективності використання потенціалу, соціально-політичної стабільності.

Стратегічно в контексті всіх трьох напрямів важливим є забезпечення оптимальної пропорції перерозподілу фінансових потоків через реальний та фінансовий сектор, що можна забезпечити інструментами фінансової політики та соціалізації (податки, відсотки по кредитах, цільове кредитування, гранти, селективна підтримка), стимулювання зменшення спекулятивної складової у фінансових потоках, збільшення строків вкладень та кредитування. При цьому необхідним є підвищення підприємницької, цифрової та фінансової грамотності, набуття сучасних навичок і компетентностей професійних учасників фінансових відносин. Потребує підтримки й загальна зміна стратегій фінансових організацій, орієнтованих на впровадження нових бізнес-моделей та бізнес-стратегій, спрямованих на персоніфікацію послуг і продуктів. Доцільним є впровадження новітніх підходів і практик комунікативної політики між регуляторами і суб'єктами фінансової системи та між суб'єктами фінансових відносин зокрема.

- Ефективне пруденційне регулювання.

Оцінка системних ризиків та недопущення їх прояву є важливим не лише для забезпечення стійкості фінансової системи, а й її ефективності, оскільки дозволяє своєчасно реагувати та протидіяти внутрішнім та зовнішнім потрясінням і не допускати зниження ділової активності, прибутковості, відтоку капіталу тощо. В контексті цього, не зважаючи на те, що небанківські

установи на сьогодні не створюють передумови для системних криз, запровадження прудентійного регулювання після спліту, як для банківських, так і небанківських установ, сприятиме вирішенню проблеми з неплатоспроможними небанківськими установами, відновленню їх посередницьких функцій в контексті їх функціонального призначення, забезпечити загальну координацію фінансових організацій-інститутів. Більш того, макропруденційне регулювання небанківських установ сприятиме зростанню конкуренції та прозорості, підвищенню інвестиційної привабливості фінансової системи.

В контексті цього дотримуватися рекомендацій ESRB [1] щодо недопущення накопичення дефіциту ліквідності та надмірного кредитування, обмеження концентрації ризиків та впливу викривлених стимулів, забезпечення стійкості фінансової інфраструктури. Стабільності фінансової системи буде сприяти і підвищення вимог і нормативів до капіталу небанківських організацій. Зокрема, для кредитних спілок в межах Угоди асоціації з ЄС передбачено вимоги до початкового та регулятивного капіталу (5 млн. євро), нормативу достатності регулятивного капіталу (не менше 8%), нормативу концентрації кредитних ризиків на одного контрагента (не більше 25%), нормативу миттєвої ліквідності (понад 60%) [329], а капітал страховиків, які здійснюють страхування життя повинен бути не менше 3,2 млн євро, для інших страховиків – 2,2 млн євро [2].

В Україні сьогодні існує Стратегія макропруденційного регулювання, але її слід розширити щодо і небанківських установ, та спільної координації з іншими регуляторами.

## *II. Забезпечення макроекономічної та макрофінансової стабільності*

### *1. Цінова та валютна стабільність.*

Цінова стабільність як збереження купівельної спроможності національної валюти в середньостроковому періоді на основі низьких темпів інфляції є основою забезпечення високого рівня довіри до національної валюти, стійкості відсоткових ставок за депозитами та кредитами, стабільності ділової активності. Її відсутність призводить до пригнічення економічного зростання.

Цінова стабільність на сьогодні – це результат політики інфляційного таргетування, орієнтованого на досягнення цільового показника інфляції, а



також стабілізації валютного курсу, у тому числі в результаті політики валютної лібералізації, упорядкування субсидювання ЖКП для населення.

Втім цінова стабільність призвела до достатньо високої вартості грошей, що стримує кредитування. Більш того, залишаються ризики зростання цін, зокрема, адміністративне регулювання тарифів на електроенергію, житлово-комунальні послуги, залізничні перевезення, орієнтоване на їх підвищення, що, з одного боку, відповідає економічно обґрунтованим цінам, а, з іншого, провокує зростання загального рівня цін, скорочує сукупний попит та реальні доходи населення, знижує конкурентоспроможність національного виробництва. Негативно впливають й інфляційні очікування у зв'язку із пандемією COVID-19, соціально-політичною нестабільністю, посиленням невизначеності ділової активності, а також зниженням конкуренції у роздрібно-оптовій торгівлі. Враховуючи сировинну спрямованість експорту та малий розмір економіки з точки зору міжнародної торгівлі, слід визнати суттєвий вплив валютно-курсового чинника, не зважаючи на впровадження вільного курсоутворення.

Отже, важливим в забезпеченні цінової стабільності на основі зниження витрат, зокрема, за рахунок раціонального використання ресурсів, розвиток стратегії експортоорієнтування й імпортозаміщення, а також оптимізації їх структури, посилення економічної конкуренції у роздрібно-оптовій торгівлі, зниження фактору коливання світових цін на основні експортні та імпортні товари, зокрема, за рахунок розвитку біржової торгівлі базовими активами, зниження інформаційної асиметрії та антиринкової поведінки, зниження фіскального тиску на рівень цін, підвищення ефективності трансмісійного механізму відсоткової ставки НБУ.

## 2. Монетарна політика.

Сучасні монетарні органи не лише контролюють грошову масу, а й призначені спрямувати її у ті сфери, які в першу чергу стимулюють зростання реального сектору економіки. Отже, актуальним є перехід монетарної політики від «єдина ціль – єдиний інструмент» до режиму «кілька цілей – кілька інструментів». При цьому серед цілей економічне зростання, зайнятість, сприяння новій індустріалізації, цінова, валютно-курсова та фінансова стабільність.

Використання інфляційного таргетування, що забезпечило цінову стабільність, має як переваги, зокрема, відповідність цілей і пріоритетів

монетарного регулювання, достатньо швидке зниження рівня інфляції та створення умов для стійкого економічного зростання, зростання незалежності та відкритості НБУ, зростання професіоналізму та публічної відповідальності НБУ, зростання рівня економічної аналітики та прогнозування й ін., так і окремі обмеження. Слід визнати, що інфляція може залежати не лише від монетарної політики, а і фіскальної, і інфляційне таргетування не може бути ефективним за умов одночасної наявності структурних проблем і стагфляції, системних ризиків, валютних шоків, а також не відображає структурні дисбаланси у динаміці грошових потоків. Отже, монетарне регулювання сьогодні потребує структурного підходу до оптимального управління ліквідністю та процесами продуктивного кредитування, що стимулюватиме економічне зростання разом із забезпеченням цінової, валютно-курсової і фінансової стабільності, а також ефективної координації монетарної та фіскальної політики з тим, щоб розширити стимули до зайнятості та зростання реального сектору економіки, враховуючи, що сьогодні лише стимулювати сукупний попит недостатньо.

В контексті цього уваги заслуговує підхід А. Тернера [4], який пропонує для системного забезпечення цінової й фінансової стабільності та економічного зростання більш глибоке та системне управління кредитуванням. Це передбачає декомпозицію кредитування та виокремлення кредитних агрегатів в залежності від їх впливу на макроекономічну динаміку; їх діагностику, яка дозволить виявити ключові монетарні диспропорції; вирішити завдяки цифровізації диспропорції у грошових потоках на основі селективного управління. Селективне управління кредитними агрегатами дозволить стимулювати продуктивне кредитування, тобто те, що позитивно впливає на економічне зростання, і обмежити непродуктивне, орієнтоване на короткострокові спекулятивні операції. Це дозволяє забезпечити НБУ оптимальну ліквідність на основі переорієнтування грошових потоків з фінансового сектору в реальний, зокрема у виробництво, пов'язане з новою індустріалізацією 4.0, розвитком високих технологій, малий і середній бізнес, а також збалансувати приватне кредитування зростання економіки та монетарне фінансування.

### 3. Податкова система.

Удосконалення податкової системи на основі підвищення її функціональності, прозорості, мінімізації витрат адміністрування, відповідності європейському законодавству, що передбачає:

- Діджиталізація податкової системи, у тому числі митного контролю, яка зменшить сукупні витрати на адміністрування, ризики втручання людського фактору, а також буде сприяти подальшій детінізації. Втім це потребує підвищення цифрової та податкової грамотності, посилення консультаційної підтримки суб'єктів оподаткування податкових органів. Слід урахувати, що діджиталізація з одного боку зменшує витрати на проведення операцій, а, з іншого, потребує високих витрат на обслуговування системи та збільшення кількості фахівців для цього, захист від кіберзлочинності.

- Податкова система – інструмент стимулювання економічного розвитку, що здатний впливати на ділову, інвестиційну, інноваційну, підприємницьку активність, здійснює вплив на макроекономічну та макрофінансову стабільність. Отже, податкова політика повинна бути узгоджена з іншими напрямками економічної та фінансової політики, мати адаптивний характер. Автоматичні стабілізатори повинні відповідати діловій активності, що дозволить за рахунок зниження податкового навантаження або його збільшення знизити ризики та втрати суб'єктів оподаткування в умовах невизначеності та нестабільності.

- Податкова система – стимул інвестиційно-інноваційного розвитку. Цьому буде сприяти розширення можливостей використовувати прискорену амортизацію суб'єктами господарювання, впровадження пільг щодо реінвестування прибутку в інвестиційні проекти, що, крім того, може надати можливість селективної координації інвестиційних процесів на рівні галузі або країни. Враховуючи наслідки пандемії COVID-19 та Industry 4,0, які кардинально змінюють практики господарювання, доцільно прискорити інноваційну активність суб'єктів господарювання незалежно від його розміру.

- Створення ефективних інституцій щодо обмеження виведення грошей за кордон та ухилення від податків суб'єктами крупного бізнесу. Важливим аспектом при цьому є подальше упорядкування національного податкового законодавства у відповідності до стандартів ЄС, вимог BEPS, подальша співпраця з FATCA, CRS та СьС, МВФ, MONEYVAL, що дозволить підвищити, у тому числі, ефективність трансфертного ціноутворення.

- Соціалізація оподаткування. Відповідно дослідженням [5] зниження соціальної нерівності суспільства лише на 50% залежить від соціальної допомоги, інший вплив обумовлений підвищенням податкових надходжень (рівень збираємості податків), зниженням ухилення від сплати податків,

ефективними ставками оподаткування. При цьому, низький рівень перерозподілу ВВП через бюджет (близько 20%) значно обмежує роль держави в поліпшенні якості життя населення. В контексті цього важливим питанням є упорядкування майнових податків, зокрема податків на майно і на землю у відповідності до їх реальної вартості, зменшити податкове навантаження на товари першої необхідності, спростити процедури отримання соціальних пільг і податкових знижок фізичними особами.

- Оподаткування нових форм зайнятості. В останній час з'являються нові форми зайнятості, зокрема, фрілансерство, що переважно не передбачає трудових договорів. Основною формою реєстрації самозайнятих є ФОП, втім недоліками є самостійність обліку і сплати податків, необхідність сплачувати ЄСВ, незважаючи на відсутність доходів, відповідальність за зобов'язаннями всім майном. Проблемою є й відсутність соціального захисту фрілансерів, що посилює соціальну несправедливість, знижує рівень довіри до держави і суспільства. У результаті значна частка самозайнятих не сплачують податки. Більш того, відсутність формальних відносин у цьому випадку призводить до порушення усних домовленостей між замовником і виконавцем. Ураховуючи, що самозайнятість стає трендом, доцільно запровадити цільову систему оподаткування: вільні професії як суб'єкт оподаткування, оподаткування в залежності від доходу, податкова декларація, соціальний захист.

#### 4. Бюджетна політика.

– Середньострокового планування на основі прогнозів макроекономічного розвитку та фіскальних ризиків, врахування ризиків зовнішньої нестабільності на всіх рівнях бюджетної системи. Запровадити механізм планування і прийняття бюджету на 3 роки.

– Ефективність формування, розподілу та використання коштів бюджету на основі дотримання плану доходів і витрат бюджетів всіх рівнів, забезпечення прозорості бюджетного процесу, інформаційно-аналітичних платформ, підвищення прозорості та подальшого удосконалення фінансового контролю.

– Фіскальна безпека. Забезпечення величини бюджетного дефіциту, державного боргу на рівні, визначеного законодавством, та середньостроковим плануванням.

– Бюджетна політика, орієнтована на інноваційний розвиток національної економіки. Це передбачає розширення програм, орієнтованих на підтримку інноваційного розвитку суб'єктів господарювання, галузей, окремих

територій, на основі принципів чітко визначеного цільового призначення, відповідальності, стимулів і обмежень, ефективності і результативності.

– Фіскальна децентралізація. Створення умов для стимулювання бюджетної самостійності та фінансової незалежності місцевих бюджетів на основі середньострокового планування.

– Пенсійна реформа. Зростаючі витрати державного бюджету на покриття дефіциту Пенсійного Фонду України (ПФУ) потребують вирішення, оскільки це посилює навантаження на бюджет та обмежує бюджетні видатки на розвиток економіки. Реформування пенсійної системи потребує поряд із солідарною системою створення дієвої добровільної та примусової накопичувальної складової пенсійного забезпечення. З одного боку, це потребує зростання витрат на перехід до нової моделі, з іншого, це не уможливорює вирішення проблеми в умовах зростання частки економічно неактивного населення, трудової еміграції, поширення самозайнятості. Більш того, слід визнати, що найбільш ефективні пенсійні системи – це системи, орієнтовані на зростання тривалості активної зайнятості, високі внески на пенсійне страхування, спільна відповідальність за забезпечене майбутнє держави, працівника, роботодавця. Отже, важливими аспектами впровадження накопичувальної системи є відсутність опортунізму з боку працівника і роботодавця, зростання реальних доходів населення, розвиток відповідної інфраструктури фінансової системи. Проблемою її реалізації на сьогодні є відсутність ефективних недержавних пенсійних фондів, фінансових інструментів для вкладення залучених коштів. У контексті цього привабливим є залучення успішних іноземних пенсійних фондів, що, окрім досвіду, може сприяти залученню до системи пенсійного забезпечення трудових мігрантів. Заслуговує уваги використання в якості інвестиційного активу цінних паперів держави при умові переорієнтування залучених за їх допомогою коштів з покриття бюджетних та боргових розривів на продуктивне використання щодо розвитку національної економіки. Це зменшить конкуренцію за ресурси на фінансовому ринку та сприятиме його оздоровленню, інвестиційній привабливості, підвищенню активності вкладників, інвесторів, зберігачів, появи нових фінансових інструментів тощо. Більш того, держава отримає можливість розширити фінансовий потенціал розвитку національної економіки, виступаючи ініціатором та гарантом продуктивного використання коштів відповідно визначеним пріоритетам, залучених від накопичувальної складової пенсійної системи.

## 5. Боргова політика.

– Боргова стійкість – зменшення частки боргу в іноземній валюті, збільшення середнього терміну залучення державних кредитів, вирівнювання графіка обслуговування державного боргу та його компліментарність зі стратегічним бюджетним плануванням, диверсифікація структури джерел та інвесторів. Використання коштів, які залучаються державою, повинні забезпечувати інвестиційно-інноваційний, інституційний, соціальний розвиток національної економіки при умові сталості показника державного боргу до ВВП (не більше 50%).

– Узгодженість із бюджетно-податковою та монетарною політикою.

– Стабільність та ефективність співпраці з міжнародними фінансовими організаціями.

– Ефективність формування, розподілу та використання коштів бюджету на основі дотримання плану доходів і витрат бюджетів всіх рівнів, забезпечення прозорості бюджетного процесу, інформаційно-аналітичних платформ, підвищення прозорості та подальшого удосконалення фінансового контролю.

– Управління державним боргом на основі середньострокового планування, інформаційно-аналітичних платформ, контролінгу та аудиту.

– Упорядкування законодавства щодо державного боргу та методик і практик щодо його обслуговування у відповідності до вимог ЄС.

## **5.2. Методичний підхід до оцінювання ефективності інституційних змін фінансової системи в процесі її модернізації**

Важливим аспектом інституційної модернізації фінансової системи є проєктування і реалізація інституційних змін. Як правило, результатом інституційних змін є перерозподіл вигід та витрат між суб'єктами фінансових відносин на основі заміни однієї інституції іншою, або реалізації новоствореної, або інституційної новації. При цьому важливо контролювати витрати, які супроводжують інституційні зміни, з тим, щоб вони у підсумку не перевищили вигоди, які отримують суб'єкти відповідно індивідуальним і суспільним, економічним і соціальним інтересам. При цьому механізм інституційних змін можна представити як ринок інституцій (норм, правил), де суб'єкти обирають ті з

них, які вважають для себе найбільш привабливими. Втім це не гарантує інституційну рівновагу та інституційну ефективність, оскільки індивідуальні та групові, економічні та соціальні інтереси не завжди співпадають, а механізмів саморозвитку, самоорганізацію, адаптації для їх збалансування часто виявляється недостатньо. В цьому випадку важливим є інституційне регулювання, що сприяє координації інтересів, вигід і витрат інституційних змін.

Важливим аспектом обґрунтування інституційних змін в процесі інституційної модернізації є наступне:

- Інституційні зміни – це складний процес, який пов'язаний із вигодами і витратами різних суб'єктів фінансових відносин, інтереси яких не співпадають і можуть знаходитися в протиріччі. Це може призводити до опортуністичної поведінки, що буде призводити до додаткових витрат.

- Інституційні зміни слід розглядати на основі концепції життєвого циклу, тобто інституційна зміна – це зародження інституційної новації, функціонування інституції та її відмирання. В контексті цього, по-перше, життєвий цикл інституції можна змінити – або збільшити, або зменшити; по-друге, відмирання старої інституції супроводжується зародженням нової. Продовження життєвого циклу відносно ефективної інституції може зменшити загальний обсяг витрат на інституційні зміни та зменшити термін їх проєктування і реалізації.

- Інституційні новації можуть відбуватися або шляхом запозичення інституцій, або цілеспрямованим створенням, або цільовим проєктуванням.

- Інституційні зміни можуть відбуватися або примусово або добровільно.

- Інституційні зміни можуть відбуватися еволюційно, революційно, шляхом запозичення.

- Інституційні зміни можуть відбуватися як адаптація інституцій до змін зовнішнього середовища, або як форма заміни неефективних інституцій.

Для обґрунтування інституційних змін в процесі інституційної модернізації фінансової системи побудуємо модель оцінки ефективності інституційних змін, яка дозволить, по-перше, обґрунтувати інституційний розвиток фінансової системі відповідно до існуючих можливостей, по-друге, дозволить виявити можливості зростання ефективності інституційних змін, по-третє, прискорити позитивні ефекти та обмежити негативні ефекти інституційних змін.

Отже, запропонуємо алгоритм оцінки ефективності інституційних змін (рис. 3.1), який включає три послідовних етапи:

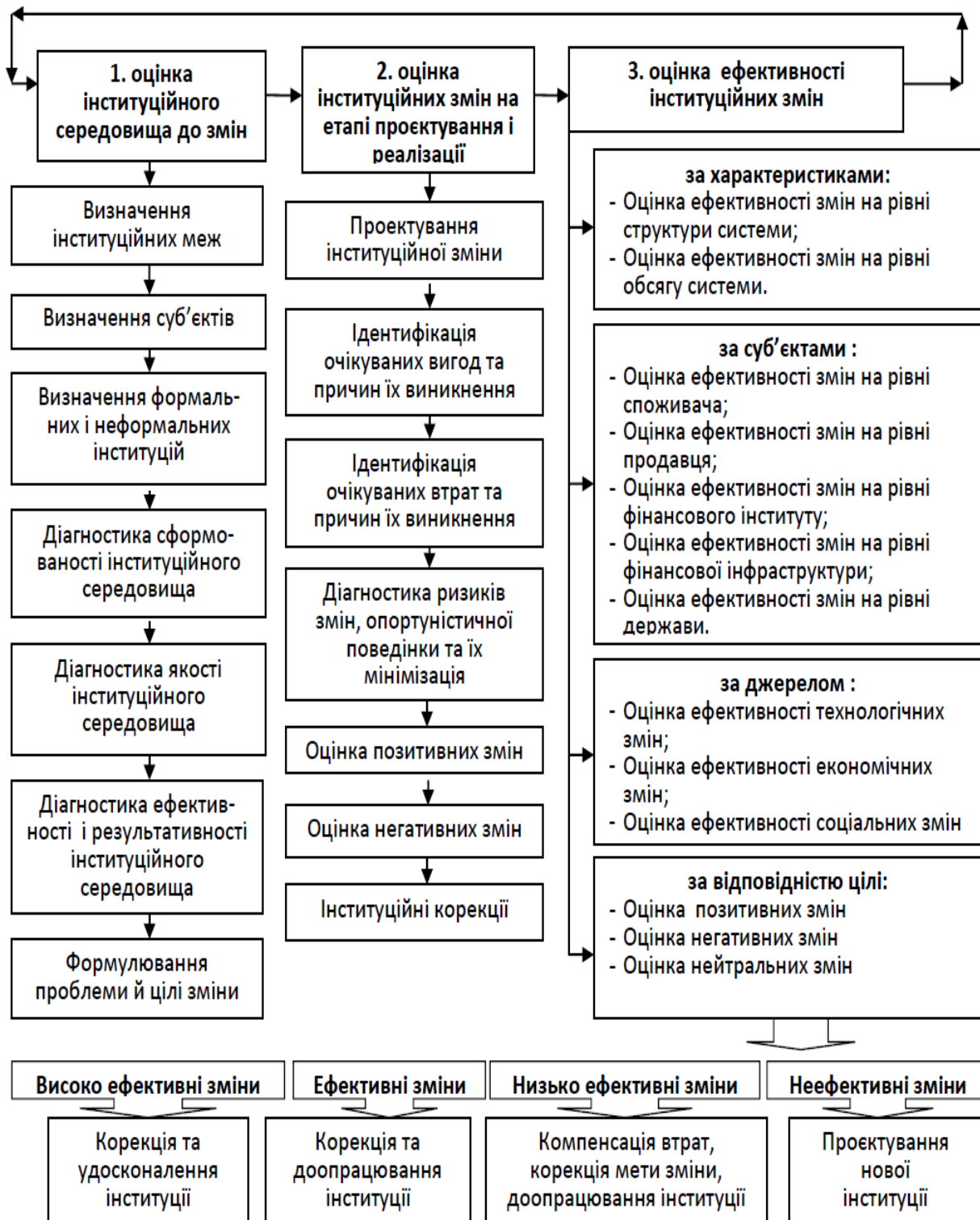


Рис. 5.1. Схема оцінювання ефективності інституційних змін  
Джерело: складено авторкою



1) Аналіз існуючого інституційного середовища фінансової системи, що передбачає визначення інституційних меж, суб'єктів, кількісних та якісних характеристик, що відображають рівень його сформованості та якості.

Інституційні межі – норми, правила, які регламентують функціонування фінансової системи. Інституційні межі включають формальні і неформальні інституції, а також інституції різного рівня, зокрема, конституційного, загальноекономічного, на рівні системи, на рівні окремих суб'єктів та їх об'єднань.

Суб'єкти – ті, хто діють в межах фінансової системи на основі норм, правил її функціонування у відповідності до конкретних інтересів і цінностей. Втім суб'єкт фінансових відносин у сучасних умовах є квазіраціональним і характеризується часто опортуністичною поведінкою, що слід урахувати при проєктуванні, реалізації, оцінці ефективності інституційних змін.

Визначимо наступні основні групи суб'єктів, які беруть участь в інституційних змінах фінансової системи: споживачі фінансової послуги; постачальники фінансової послуги; фінансова організація-установа; інфраструктура фінансової системи; держава. Інституційні зміни можуть ініціюватися будь-ким з цих суб'єктів, які вважають, що їх інтереси не задовольняються. І будь-хто з них може виступати в якості гаранта інституції, тобто суб'єкта, який виконує, контролює реалізацію інституції, забезпечує стимули та її обмеження. Однак, враховуючи, що найбільш успішні зміни пов'язані із використанням формальних інституцій, гарантом інституційних змін фінансової системи повинна бути держава та/або відповідні державні установи, або в якості регулятора (нормативно-правове забезпечення), або в якості координатора (цифрова та фінансова грамотність) Більш того, саме держава здатна забезпечити масове поширення інституції серед всіх суб'єктів фінансових відносин саме у відповідності до того призначення, заради якого вона проєктувалась. Можливі ситуації, коли інституційні зміни, які ініціюються окремими групами суб'єктів фінансових відносин з метою задоволення власних інтересів, практично перетворюються в опортуністичну поведінку.

2) Ідентифікація інституційних змін фінансової системи.

Інституційні зміна – це динаміка стану та характеристик фінансової системи, які відображають її конкурентоспроможність, зокрема, стабільність, стійкість, безпеку, ефективність. В контексті цього, ідентифікація інституційних змін фінансової системи повинна бути орієнтована на наступне.

По-перше, наскільки існуючі інституції ефективні, сучасні, відповідають інтересам всіх суб'єктів фінансової системи, якими механізмами (стимулювання чи обмеження) забезпечується реалізація, що дозволяє визначити інституційний потенціал.

По-друге, чи можливо змінити життєвий цикл інституцій – для ефективних інституцій збільшити, а неефективних – відповідно зменшити.

По-третє, чи існує попит на новостворені інституції і з боку яких суб'єктів. Тобто, чи здатні і готові суб'єкти до інституційних новацій. Чи сприяють цьому умови і обставини.

По-четверте, наскільки очікувані інституційні зміни відповідають політичним, соціальним, економічним очікуванням.

По-п'яте, чи відповідає рівень ресурсного забезпечення (людські, фінансові, інституційні) існуючим інституціям та очікуваним інституційним змінам.

По-шосте, чи існує компліментарність або субституція існуючих інституцій, наявність конфлікту інституцій.

По-сьоме, сприятливі чи несприятливі інституційні очікування, чи наявні стимули та обмеження щодо нестримування інституційних змін.

По-восьме, чи передбачена компенсація втрат суб'єктам у разі несприятливих змін.

Важливим аспектом ідентифікації інституційних змін фінансової системи є їх характер в залежності від наступних ознак:

– В залежності від характеристики змін фінансової системи в цілому визначимо зміни на рівні структури (частка банківського сектора, частка небанківського сектора, частка безготівкових платежів) фінансової системи та інституційні зміни на рівні обсягу (капіталізація банківської системи, капіталізація фондового ринку, ПІІ, фінансова та кредитна глибина) фінансової системи.

– В залежності від суб'єктів визначимо інституційні зміни на рівні споживачів фінансових послуг (динаміка, обсяг, структура депозитів, інвестицій, кредитів, динаміка і структура пасивних доходів населення), на рівні постачальників (динаміка, структура емісії цінних паперів), на рівні фінансової інфраструктури (обсяг безготівкових платежів, обсяг безконтактних платежів), на рівні держави (ПІІ, державний борг, частка непрацюючих кредитів, облікова ставка НБУ).

– В залежності від джерела: технологічні зміни (фінансові інновації та цифрова трансформація, зокрема. Fintech, криптовалюти), економічні зміни (рівень інфляції, економічне зростання, чистий експорт, ВВП на душу населення), соціальні зміни (рівень диференціації суспільства, підприємницької активності, освіти, безробіття. тривалість життя).

– В залежності від відповідності цілі визначимо позитивні зміни (стан і характеристики фінансової системи щодо стабільності, стійкості, ефективності покращилися), негативні зміни (стан і характеристики фінансової системи погіршилися), нейтральні зміни (стан і характеристики фінансової системи не змінилися).

### 3) Аналіз інституційних змін та оцінка їх ефективності.

Оцінка інституційних змін – це аналіз набору стану та динаміки характеристик фінансової системи з метою оцінки ефективності та результативності змін. Визначимо ефективність змін як позитивні ефекти розвитку фінансової системи в результаті перетворень та їх перевага над витратами на ініціювання та гарантування інституції. Як правило, це супроводжується мінімізацією транзакційних витрат фінансових рішень, фінансової поведінки, усталеністю набору контрактів, що обслуговує фінансові відносини, і, відповідно принципу Парето, стан, коли жоден із суб'єктів фінансових відносин не вважає для себе вигідним нести витрати на зміну угод щодо кооперації та конкуренції. Більш того, величина витрат на інституційні зміни повинна бути не лише прийнятною для суб'єктів фінансових відносин, а й достатньою для повної та якісної їх реалізації, не викликати негативних наслідків (корупцію, тіньову економіку, відмову від фінансової операції). Характеристикою інституційних змін є також їх результативність, яку визначимо як міру відповідності результату цілі та завданням перетворень.

Оцінка ефективності інституційних змін потребує залучення наступних показників: якісних та кількісних; тих, що характеризують вигоди і витрати інституційних змін; ті, що характеризують ефекти змін у коротко- та довгостроковому періоді. Більш того, ефективність суб'єктів фінансових відносин і ефективність фінансової системи – це різні види ефективності, які передбачають різні критерії, показники і можуть бути у протиріччі. Це ж стосується і різних суб'єктів фінансових відносин, оскільки серед них як кінцеві споживачі і постачальники, так і фінансові посередники, і для перших важливо, перш за все, задовольнити потреби, других – реалізувати основний

продукт діяльності, а для третіх – фінансова рента. Наприклад, ефективність для суб'єкта фінансових відносин може визначатися максимізацією доходності, втім для фінансової системи це буде посилювати ризики і призводити до втрати стабільності. Це слід ураховувати при проектуванні інституційних змін.

Разом з тим, характеристика ефективності інституційних змін фінансової системи повинна відображати її основні характеристики: стабільність, стійкість, ефективність, і може бути оцінена показниками, що відображають ефекти змін у фінансовій системі та характеризують кількість, обсяг, структуру, динаміку, зокрема, фінансових операцій; фінансових та інвестиційних потоків; кредитування; банківських депозитів; торговельних операцій з цінними паперами; операцій банківських і небанківських установ; ПП; доходів і витрат зведеного бюджету, рівень розподілу між державним і місцевими бюджетами; податкове навантаження; державного боргу й ін.

Разом з тим, щоб оцінити більш детально ефективність інституційних змін, доцільно обрати показники, які безпосередньо характеризують дану інституцію в динаміці. В контексті цього доцільно звернутися до пропозиції застосування якісних індикаторів, зокрема на основі міжнародних рейтингів або експертних оцінок, як це було представлено у розділі 2 і розділі 3. Хоча за можливістю доцільно залучити і кількісні показники. Наприклад, обсяг штрафних санкцій, кількість судових позовів, частка міноритарних акціонерів, середній термін кредиту, середній термін депозиту, динаміка ПФТС і т.п.

Отже, для оцінки ефективності інституційних змін ( $E_{змін}$ ) запропонуємо експертний розрахунок коефіцієнта ефективності змін, що містить наступні складові: оцінка вигід; оцінка витрат результату цілі.

4) Оцінка вигід – визначаємо сукупність показників, які відображають стан та характеристики фінансової системи та оцінюємо їх – якщо, показник покращився у порівнянні зі станом до змін, то оцінюємо «1», якщо не погіршився чи не змінився-- «0». Далі всі оцінки складаємо і розраховуємо показник ефективності ( $E_1$ ):

$$E_1 = \text{сума оцінок показників} / \text{максимальна кількість балів.}$$

Максимальна кількість балів – кількість показників, обраних для оцінювання. Якщо всі показник оцінені в «1» бал, то  $E_1 = 1$ .

5) Оцінка витрат – визначаємо сукупність показників, які відображають витрати в результаті інституційних змін фінансової системи та оцінюємо їх:

якщо фактичні витрати не перевищили заплановані, то оцінюємо «1», якщо перевищили заплановані (очікувані)-- оцінюємо «0». Далі всі оцінки складаємо і розраховуємо показник ефективності ( $E_2$ ) за таким же принципом, як і  $E_1$ .

б) Оцінка відповідності очікуванням: якщо результати відповідають запланованим, то оцінюємо «1», якщо результати не відповідають планам-- оцінюємо «0». Далі всі оцінки складаємо і розраховуємо показник ефективності ( $E_3$ ) за таким же принципом, як і  $E_1$ .

Складові даного методу можуть бути модифіковані в залежності від особливостей змін та показників, що їх характеризують, та цілі дослідження. Так, наприклад, можна додати компонент, який дозволить включити в оцінку ступінь адаптивності фінансової системи до інституційних змін.

Далі на основі експертної оцінки визначаємо ваги ( $\alpha$ ) кожного компоненту або встановлюємо однакові, і розраховуємо коефіцієнт ефективності змін:

$$E_{змін} = \alpha_1 * E_1 + \alpha_2 * E_2 + \dots + \alpha_n * E_n \quad (3.1)$$
$$\alpha_1 + \alpha_2 + \dots + \alpha_n = 1$$

Далі оцінюємо значимість отриманих показників та відповідність результатів цілям.

Якщо результати інституційних змін фінансової системи дозволили досягнути ціль, то:

$E_{змін} \approx 1$  - зміни високоефективні;

$0.5 \leq E_{змін} \leq 1$  – зміни ефективні;

$0 \leq E_{змін} \leq 0.5$  – зміни малоефективні;

Якщо результат інституційних змін фінансової системи не відповідає цілі, то:

$E_{змін} \approx 1$  - зміни ефективні;

$0.5 \leq E_{змін} \leq 1$  – зміни малоефективні;

$0 \leq E_{змін} \leq 0.5$  – зміни неефективні;

І, як це визначено на рис. 3.1., приймається рішення: якщо зміни високоефективні, то підтримуємо інституційні зміни, удосконалюючи та корегуючи інституції, якщо зміни ефективні, то здійснюємо корекцію інституцій та доопрацьовуємо їх, якщо інституційні зміни неефективні, то

здійснюємо корекцію мети інституційних змін, суттєво доопрацьовуємо інституцію та для мінімізації опортуністичної поведінки і неприйняття інституційних змін здійснюємо компенсацію негативних ефектів суб'єктів фінансової системи.

Запропонований методичний підхід до оцінювання ефективності інституційних змін у процесі інституційної модернізації фінансової системи України сприятиме її результативності та ефективності.

### **5.3. Стратегічні доміанти підвищення конкурентоспроможності фінансової системи України**

У контексті забезпечення конкурентоспроможності фінансової системи її інституційний розвиток повинен забезпечувати стійке економічне зростання, що передбачає наступне:

- забезпечення економічного розвитку на основі зростання ВВП, ВВП на душу населення, продуктивності праці та капіталу, самозайнятості населення, нарощування довгострокових інвестицій та їх спрямування на модернізацію національної економіки, ефективного та результативного впровадження досягнень Industry 4.0, забезпечення добробуту і рівних можливостей теперішніх та майбутніх поколінь;

- фінансове забезпечення збалансованого розвитку національної економіки, подолання диспропорцій у структурі національного господарства (галузевій, регіональному рівні), підтримка пріоритетних видів економічної діяльності, що забезпечують досягнення цілей стійкого зростання соціально-економічного добробуту, підвищення внутрішньої та зовнішньої конкурентоспроможності національного виробника в контексті експортоорієнтованості та імпортозаміщення, євроінтеграційного вектору;

- збалансоване фінансове забезпечення всіх суб'єктів економічної системи (домогосподарства, підприємства, держава), оптимальний та раціональний розподіл і перерозподіл ВВП і НД, розподіл і використання фінансових ресурсів суб'єктів господарювання, зокрема щодо достатнього обсягу та темпів зростання виробництва, досягнення максимальної ефективності використання ресурсів і капіталу, створення умов для розширення

внутрішнього фінансового потенціалу на основі «заощадження-інвестиції» та залучення продуктивного іноземного капіталу, механізмів страхування потенційних загроз у відповідності до цілей і пріоритетів сталого та інклюзивного розвитку суспільства;

- забезпечення фінансової стабільності національної економіки, що передбачає антициклічне регулювання, оптимальне співвідношення і темпи розвитку реального і фінансового сектора економіки, горизонтальну та вертикальну гармонізацію фінансових відносин, розвиток інфраструктури та підвищення стійкості фінансового ринку, забезпечення стабільності окремих секторів фінансової системи, ефективне фінансове регулювання, забезпечення фінансової безпеки національної економіки;

- забезпечення трансформації та удосконалення фінансової системи у відповідності до процесів модернізації, прогресу, зростання, що відповідають цілям та пріоритетам сталого та інклюзивного розвитку національної економіки, Industry 4.0, глобальним змінам у світовому господарстві та світовій фінансовій системі.

З метою підвищення конкурентоспроможності національної фінансової системи розглянемо можливості використання в Україні фінансової стратегії модернізації національної економіки – фінансовий форсаж, в основі якої стрімке розширення потенціалу фінансової системи для кратного економічного зростання. Фінансовий форсаж характеризують як режим фінансової системи, створений для того, щоб простимулювати економіку зростати; як зростаюча фінансоалізація, фінансовий розвиток національної економіки; налаштування ключових параметрів, механізмів фінансової системи на економічне зростання [6]. Успішна реалізація стратегії фінансового форсажу реалізовувалась в країнах, що обрали розвиток через стратегію наздоганяючої модернізації та «економічного дива». Прикладами є Німеччина, Італія, Іспанія, Австрія після Другої світової війни, пізніше Ірландія, а також країни Східної та Південно-східної Азії, зокрема Китай, Південна Корея, Індонезія, Гонконг, Японія, Сінгапур. Сьогодні політику фінансового форсажу цілеспрямовано реалізує Китай з тим, щоб забезпечити необхідний рівень економічного зростання в умовах уповільнення зростання світової економіки та пандемії COVID-19.

Основними складовими фінансового форсажу визначено наступні:

- Зростання монетизації (фінансова глибина). Характеризується кратним рівнем зростання насиченості економіки грошима, фінансовими інструментами, випереджаючим зростанням попиту грошей над їх пропозицією.

- Зростання норми накопичення активів. Країни, що знаходяться у застої, мають норму накопичення в межах 10-15% до ВВП, країни, що реалізують політику фінансового форсажу, в період модернізації – 28-46%. Вважається, що мінімальна норма накопичення активів до ВВП повинна бути не менше 20%. Разом із тим, в період Індустрія 4.0 ця норма природно зростає.

- Зростання насиченості економіки борговими активами (кредитна глибина). В межах політики фінансового форсажу зростання монетизації повинно бути орієнтовано на кредитування економіки щодо її модернізації. Більш того, фінансова та кредитна глибина повинні корелювати між собою. Інакше, якщо зростання монетизації не трансформується в кредити, це призводить до інфляції та зниження мотивів до ділової активності.

- Нормалізація рівня відсотка. Збільшення насиченості економіки грошима, розширення кредитування знижує вартість грошей і, як правило, вартість кредитів – відсоткова ставка по кредитах зменшується.

- Приборкання інфляції. Незважаючи на зростання грошової маси, рівень цін повинен бути мінімальним, оскільки в протилежному випадку зростання рівня цін знижує реальне економічне зростання та реальні доходи населення, знижує ділову активність, схильність до заощаджень.

- Занижений курс національної валюти. З метою стимулювання експорту, притоку ПІІ, відтоку капіталу валютна політика повинна бути орієнтована на зниження курсу національної валюти до світових валют.

- Низький рівень податкового навантаження. З метою зростання фінансового потенціалу, по-перше, на інвестування переорієнтовуються всі можливі ресурси, по-друге, держава використовує інструментарій стимулювання ділової активності та забезпечення інвестиційної привабливості. І податок є одним з таких інструментів. Більш того, це може забезпечити детінізацію, що також збільшує фінансовий потенціал.

- Обмеження витрат держави. Оскільки податкові надходження скорочуються, це потребує скорочення та оптимізації видатків державного бюджету. З одного боку, це не відповідає парадигмі соціального добробуту, а з іншого, це терміново – на період модернізації, з часом зростання ВВП, заробітних плат, забезпечить приріст податкових надходжень.

- Фінансовий дирижизм. Передбачає зростання регулюючої ролі держави, застосування адміністративних методів, деглобалізацію, локалізацію, протекціонізм, інтервенціонізм. Ступінь репресивності державного регулювання



залежить від рівня розвитку ринкових механізмів і, як правило, вище в перехідних країнах, постконфліктних країнах, країнах з деформованими механізмами ринку. Разом з тим, в малих країнах, країнах, де розвинені механізми ринку, можуть застосовуватися м'які форми репресивного регулювання. Поступово репресивне регулювання переходить до лібералізації по мірі отримання позитивних ефектів реалізації стратегії. Втім, важливі й інші чинники. Зокрема, важливим є готовність економічних суб'єктів до посилення державного регулювання в умовах змін, відсутність опортуністичної поведінки до змін. Саме це пояснює успішність даної стратегії для країн Східної та Південно-Східної Азії, де в основі соціально-економічного розвитку колективний азійський менталітет, що сприймає жорсткі форми регулювання заради спільної цілі. Разом із тим, домінування ісламу в Малайзії часто називається причиною того, що стратегія виявилась менш успішною, ніж в інших країнах регіону. При цьому роль ЦБ також посилюється і, в залежності від етапу реалізації стратегії, може бути як шокова, як ініціатора інституційних змін (розвиток фінансових ринків, пруденційний нагляд, формування довіри, розкриття інформації), як головного банку розвитку.

Стратегія фінансового форсажу – це тривалий поступовий процес, що реалізується у відповідності до чітко визначеного плану, який не доцільно пролонговувати, оскільки фінансова система втрачає здатність до саморозвитку, самоорганізації, самокоординації, адаптації. Більш того, не обов'язково всі складові одночасно закладати як інструменти фінансового розвитку. Слід обирати ті, що є найбільш дієвими, мають довгострокові ефекти, не визивають опортуністичної поведінки, мають сформоване інституційне середовище для ефективної реалізації. Так, наприклад, прискорене зростання монетизації як базовий інструмент політики фінансового розвитку, обрала Південна Корея, управління відсотком – Японія, Південна Корея, Китай, управління кредитом – раціонування кредитів по видах економічної діяльності, селективне кредитування (Сінгапур, Японія), кредитні квоти (Китай), пряме кредитування ЦБ (Китай, Південна Корея), гарантування банківських позик (Японія), таргетування кредиту (Південна Корея), кредитні рекомендації (Сінгапур) й ін. Крім того, в межах стратегії фінансового форсажу було застосовано одержавлення фінансових інститутів в Японії, Китаї, Сінгапурі, Південній Кореї, в цих же країнах були запроваджені стимули надшвидкого зростання.

Моделлю фінансового форсажу можна розглядати й політику залучення ПІІ країнами Вишеградської групи. З початку розбудови ринкової економіки ці країни обрали стратегію забезпечення економічного зростання на основі залучення ПІІ та їх спрямування у розвиток експортоорієнтованих підприємств. Успішній реалізації сприяло й вступ до ЄС. В результаті країни ЄС стали основними інвесторами та суб'єктами розвитку експортно-імпоротної діяльності Польщі, Чехії, Словаччини, Угорщини. Ці країни стали лідерами серед країн ЦСЄ по залученню ПІІ, а Чехія, Угорщина, Словаччина є лідерами ЄС по накопиченим ПІІ на душу населення. Країни залучали ПІІ не лише у реальний сектор, а і фінансовий. В результаті частка іноземного капіталу в банківських системах ЦСЄ в 2015 р. перевищила 80%.

Втім цілеспрямована політика нарощування національного капіталу у банківському секторі з часом зменшила присутність іноземного капіталу і сприяла стабільності фінансових систем. Результати залучення ПІІ у ці країни різні щодо економічного розвитку та розвитку фінансових систем, втім успішними є ті країни, в яких держава не лише створювала сприятливі умови для залучення ПІІ, а й сформувала відповідне інституційне середовище як економіки в цілому, так і у фінансовій системі.

Більш того, значимість інституційного середовища з часом зростала і тому, що у зв'язку зі вступом до ЄС країни відмовилися від вільних економічних зон, як інструменту залучення ПІІ, і повинні були замінити їх на інші, що не створюють дискримінаційні умови по відношенню до інших країн та національних суб'єктів господарювання. І саме сформованість інституційного середовища та інституційна якість стали основою успішної політики залучення ПІІ та розширення потенціалу національної фінансової системи.

Отже, для обґрунтування напрямів підвищення ефективності та конкурентоспроможності національної фінансової системи України здійснимо оцінювання впливу факторів «фінансового форсажу», зокрема, монетизації, капітальних вкладень, обсягу кредитування, відсотка по кредитах суб'єктам господарювання, банківських депозитів, інфляції, валютного курсу, податкового навантаження, державних витрат на кінцеве споживання, ПІІ, як стратегії, орієнтованої на кратне зростання соціально-економічного добробуту.

За результатами кореляційного аналізу (Додаток Г) виявлено сильний взаємозв'язок між ВВП та монетизацією (обернена), кредитами суб'єктам господарювання (обернена), банківськими депозитами (обернена), валютним

курсом (пряма), податковим навантаженням (пряма), залежність ВВП та інших факторів слабка. На основі комплексного аналізу фінансової системи та оцінки її інституційної структури можна визначити, що це є наслідком деформації організаційно-інституційної структури фінансової системи, відриву фінансового сектору від реального, накопичених диспропорцій у системі кредитування, несформованості інституційного середовища.

Слід відзначити високий рівень проблемних кредитів, переважно спекулятивне, короткострокове використання тимчасово вільних фінансових ресурсів, низьку капіталізацію фінансових інститутів, олігополістичну структуру ринків з концентрацією на вузькій групі учасників, обмеженій кількості фінансових інструментів, відсутність моніторингу потоків іноземних портфельних інвестицій в архітектурі торгових систем, недостатню ліквідність ринку для підтримки стійкості, обмежений набір фінансових продуктів для диверсифікації фінансових потоків, слабкість систем управління ризиками та відсутність нагляду за фінансовим станом професійних учасників ринку, відсутність компенсаційних фондів на фондовому ринку; інформаційну асиметрію тощо.

На основі регресійного аналізу спрогнозуємо вплив значущих факторів «фінансового форсажу» на динаміку ВВП. В результаті виявлено, що найбільший позитивний вплив може забезпечити розширення приватного кредитування фінансовим сектором (ПКФС):

$$\text{ВВП} = -1248,1 + 2,16 * \text{ПКФС}; R^2 = 0,787, F > F_{\text{кр}} \quad (3.1.)$$

На основі розрахунків визначено, що для забезпечення економічного зростання у 2020-2022 рр. на рівні 5% річних загальний обсяг кредитів приватному сектору повинен зрости на 40% за умови збільшення в перший рік на 27,9%. Втім зрозуміло, що таке стрімке зростання потребує збільшення монетизації, що не відповідає монетарній та макропруденційній політиці НБУ. Однак, якщо врахувати частку непрацюючих кредитів (понад 48% на 1.01.2020 р.) доцільно передусім покращити якість кредитних портфелів фінансових інститутів на основі подальшої їх реструктуризації, розвитку мотиваційної системи регулювання і нагляду, підвищити ефективність правозастосування щодо спорів між кредиторами і боржниками, сприяти розвитку вторинного ринку проблемних активів. Важливим є підвищення продуктивності фінансових ресурсів національної економіки на основі скерування інвестицій у реальний сектор та забезпечення їхньої якості, розширення джерел фінансування, особливо для МСП, що потребує відповідного інституційного регулювання з боку держави.

Для удосконалення політики управління кредитами, перш за все доцільно застосувати світовий досвід, зокрема, на рівні політики НБУ щодо цілеспрямованого розвитку декомпозиції кредитування, впровадження кредитних агрегатів залежно від впливу на економічний розвиток, селективного управління грошовими потоками. Крім того, в межах державної підтримки суб'єктів господарювання, зокрема в умовах пандемії COVID-19, запровадити декомпозицію державної підтримки суб'єктів господарювання на основі пропозиції [7]. Пропонується розподілити суб'єктів господарювання на групи щодо державної підтримки, як інструментами монетарної, так і фіскальної політики в залежності від їх фінансового левериджу, попиту на продукцію, рівня інноваційного розвитку: фірми з низьким фінансовим левериджем, але попит на продукцію яких, як і раніше, високий (допомога не потрібна); фірми з високим і зростаючим попитом, високою інноваційною активністю, але й зростаючою борговою залежністю (пріоритетна підтримка держави); фірми з високим і зростаючим попитом, низькою інноваційною активністю, але зростаючою борговою залежністю (другорядна підтримка держави); фірми, продукція яких перестає користуватися попитом, і вони вже не повернуться до нормального функціонування (допомога не доцільна). При цьому доцільно спрямувати розширення інвестицій в інфраструктуру «зеленої» економіки та НДДКР, витрат на підвищення енергоефективності будівель, інвестицій в освіту та професійну підготовку, інвестицій у відновлення екосистем, що не лише створить нові робочі місця, а й забезпечить умови для вирішення екологічних проблем, сприяння технологічному розвитку національної економіки, а також уникнення непродуктивних кредитів, неефективних активів, не допустити створення непрацюючих робочих місць

Отже, в межах політики забезпечення конкурентоспроможності та ефективності національної фінансової системи доцільно:

- Забезпечити зростання фінансової глибини економіки при недопущенні дисбалансів фінансової системи. Це передбачає зростання насиченості грошей в економіці, що супроводжується диверсифікацією фінансових інститутів-організацій, зростанням кількості суб'єктів фінансової системи, фінансових інструментів, продуктів, спеціалізованих фінансових ринків, розвиток фінансової інфраструктури. Важливим аспектом є зниження залежності фінансової системи від короткострокового спекулятивного капіталу на основі

ефективного пруденційного регулювання, виваженої інвестиційної, податкової, бюджетної, боргової політики.

- Зменшити участь держави в капіталі банківської системи та змінити модель поведінки держави на ринку внутрішніх запозичень з метою відходу від моделі конкуренції за фінансові ресурси з іншими суб'єктами фінансової системи, запозичень на фінансовому ринку, пов'язаних з бюджетними та борговими розривами. Зорієнтувати ресурси, залучені державою на фінансовому ринку, у розвиток реального сектору, інфраструктури, людський капітал. Здійснити подальшу деофширizaцію, зменшити надлишкову концентрацію власності, сприяти створенню конкурентного середовища у фінансовій системі.

- Здійснити перехід від банківсько-орієнтованої системи фінансування до змішаної моделі, яка передбачає гармонійний розвиток всіх складових фінансової системи: банківського і небанківського сектору, ринку цінних паперів. Стимулювати активізацію небанківського сектора на основі його оздоровлення та мережевої інтеграції, що буде сприяти зниженню операційних та транзакційних витрат, зростанню його капіталізації, застосувати до небанківських установ макро- та мікро- пруденційне регулювання. Здійснити реструктуризацію ринку цінних паперів, інституційних інвесторів, зокрема за рахунок розширення фінансових інструментів, зростання конкуренції, зростання вимог до власних коштів, удосконалення пруденційного нагляду і вимог до систем управління ризиками та публічного розкриття інформації, створення компенсаційних фондів професійних учасників, що покривають ризики невиконання ними зобов'язань перед клієнтами, або централізованої системи резервування коштів за участю держави; забезпечення інформаційної прозорості операцій на всіх сегментах фінансового ринку.

- Одним із головних завдань НБУ – стати центром розвитку фінансової системи на основі конкурентного різноманіття фінансових інститутів, інструментів, ринків, сприяння зростанню капіталізації фінансових інститутів-організацій та фінансової системи в цілому.

- Активізація продуктивної інвестиційної діяльності шляхом збільшення довгострокових інвестицій в реальний сектор економіки (переважно швидкозростаючі та високотехнологічні сектори, орієнтовані на експорт, знижуючи рівень енерго-, імпортозалежності національної економіки), модернізацію, забезпечення економічного зростання.

- Забезпечити орієнтованість на приток іноземного капіталу, перш за все, на основі довгостроковості, спрямованості в інноваційний розвиток економіки, розвиток сучасних технологій, ефективне управління, людський капітал. Важливим є зниження спекулятивної складової ПІІ, забезпечення випереджаючого зростання ПІІ у порівнянні з портфельним інвестуванням. Орієнтованість на ПІІ не означає дискримінацію по відношенню до національних інвесторів. Політика сприяння інвестицій повинна бути безпристрасна, втім відрізнятися за інструментарієм їх підтримки, селективного спрямування інвестиційних потоків.

- Пріоритетне забезпечення фінансовими ресурсами швидкозростаючі, експортоорієнтовані види економічної діяльності, ті, що пов'язані із виробництвом середньо- та високотехнологічної продукції на основі залучення коштів із різноманітних джерел, зокрема, альтернативного, венчурного фінансування, розвитку інвестиційного та проєктного фінансування, фінансування за участю інститутів розвитку.

- Збільшення витрат державного бюджету з метою підтримки пріоритетних видів економічної діяльності, інноваційного оновлення національної економіки, розвитку середнього та малого бізнесу, орієнтованого не на виживання, а створення середнього класу в умовах невизначеності і нестабільності.

- Забезпечення умов для розвитку моделі масового інвестування на основі залучення населення, МСП у фінансову систему в якості зберігача й інвестора, формальних і неформальних інституцій закріплення прав власності, розвитку інфраструктури щодо фінансової інклюзії, високого рівня довіри до фінансової системи та держави, захисту прав споживачів фінансових послуг, ризик-орієнтованого управління фінансовими потоками на всіх рівнях системи, зростання доходів населення і формування середнього класу, розвитку фінансової грамотності, застосування стимулів, зокрема, податкових.

- Розвиток і подальше удосконалення системи корпоративного управління щодо захисту прав та інтересів акціонерів, інвесторів, прозорості, відкритості та публічності діяльності акціонерних товариств, відкритого та справедливого оцінювання власності акціонерних товариств, впровадження позитивних практик корпоративної та соціальної відповідальності, залучення акціонерних товариств на фондовий ринок.

- Підвищення ефективності фінансового регулювання, орієнтованого, з одного боку, на лібералізацію фінансових потоків, а з іншого, на відповідальність, відкритість, прозорість. При цьому важливо забезпечити його операційну ефективність, відкритість та прозорість, незалежність від політичних чинників.

На основі критеріїв фінансової безпеки, визначених законодавством України, визнаних світовою, зокрема європейською, практикою, розроблених рекомендацій узагальнимо концепцію інституційної модернізації фінансової системи України (табл. 3.2), спрямованої на підвищення ефективності реалізації її функцій, що сприятиме її конкурентоспроможності та ефективності.

В контексті цього запропонуємо детермінанти інституційної модернізації фінансової системи України, що враховують результати дослідження, зокрема:

1) захист прав і відповідальність усіх суб'єктів фінансових відносин, ефективність правозастосування, сучасні компетентності персоналу;

2) інформаційна ефективність, відкритість, доступність, довіра;

3) здатність протистояти внутрішнім і зовнішнім викликам на основі належного інституційного забезпечення, інституційної спроможності та ефективності регулювання і нагляду, ризик-орієнтованого підходу до прийняття рішень;

4) баланс саморегулювання ринку, ринкової дисципліни, регулювання і нагляду, управління «зростання-безпека-стабільність»;

5) стійкість та ефективність державних фінансів, їх включення у соціально-економічні процеси на основі стимулів і ринкової дисципліни, взаємозв'язку і збалансованості напрямів фінансової політики, ефективної взаємодії регулюючих органів із суспільством;

6) розвиток суб'єктів фінансової системи на основі добросовісної конкуренції, мережевої інтеграції, інноваційного розвитку;

7) зростання фінансового потенціалу на основі раціоналізації кредитних відносин, оптимізації організаційно-інституційної структури фінансової системи, альтернативного фінансування, виваженої фінансової політики;

8) фінансова грамотність та зростання доступності до фінансових ринків для всіх суб'єктів, соціалізація та відповідальність;

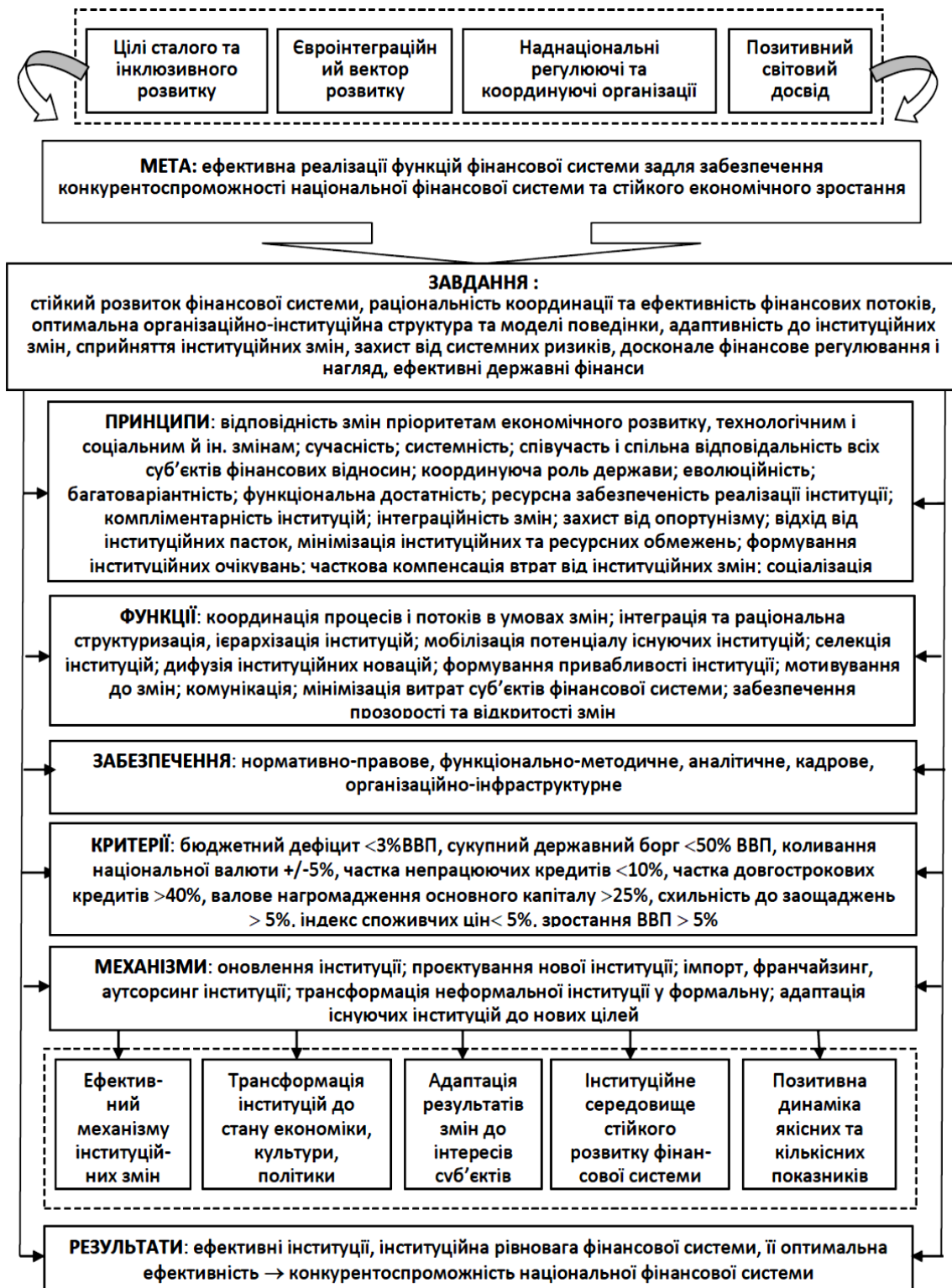


Рис. 5.2. Концептуальний контур інституційної модернізації фінансової системи України

9) цифровізація фінансів та їх безпека, створення ефективної фінансової екосистеми національної економіки;

10) включення національної фінансової системи у європейський та глобальний фінансовий простір.



## Список використаної літератури до розділу 5

1. ESRB handbook on operationalising macroprudential policy in the banking sector. URL : [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180115\\_handbook~c9160ed5b1.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report180115_handbook~c9160ed5b1.en.pdf)
2. On prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending: Regulation of the European Parliament and of the Council: of 26.06.2013 № 575/2013/EU. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/AUTO/?uri=CELEX:32013R0575&qid=1564831084828&rid=1>
3. López Ramón E., Vinod Thomas, and Yan Wang. The Effect of Fiscal Policies on the Quality of Growth. Washington, DC: World Bank, 2010. 60 p.
4. Turner A. *Between debt and the devil. Money, credit and fixing global finance*. Princeton University Press, 2016. 320 p.
5. López Ramón E., Vinod Thomas, and Yan Wang. The Effect of Fiscal Policies on the Quality of Growth. Washington, DC: World Bank, 2010. 60 p.
6. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. Под ред. Я.М. Миркина. М.: Магистр, 2014. 496 с.
7. Feltri S. What Comes Next for Economic Policies to Combat Covid-19? A Conversation Between Six Booth Faculty. *Promarket*. 1 July, 2020. URL: <https://promarket.org/2020/07/01/what-comes-next-for-economic-policies-to-combat-covid-19-a-conversation-between-six-booth-faculty/>

## ВИСНОВКИ

На основі систематизації та узагальнення теоретичних підходів до визначення фінансової системи уточнено її суть як сукупність взаємовідносин і взаємодій між економічними суб'єктами, що створюють органічно цілісну систему щодо формування і розподілу множини фінансових ресурсів, фінансових активів, фінансових послуг у просторі й у часі та раціонального їх використання з метою максимального задоволення економічних і соціальних, індивідуальних та суспільних потреб на основі економії транзакційних та операційних витрат, зменшення асиметричності інформації, вирішення проблеми несприятливого відбору, обмеження опортуністичної поведінки.

Запропоновано розширити методологію дослідження фінансової системи на основі змістовного (якісні характеристики системи) та структурного (структура та принципи її побудови, поведінки і розвитку) підходів, визначити її як надбудову економічної системи, механізм координації руху фінансових потоків, економічний інститут, інституційну структуру. У контексті цього визначено її суть як систему прямих і непрямих відносин між попитом і пропозицією фінансових ресурсів, продуктів, послуг, капіталу, які є динамічними, базуються на формальних і неформальних інституціях, постійно змінюються під впливом умов інституційного середовища. Це обумовлює якісні та кількісні зміни інститутів, інституцій, ринків, інструментів тощо, а також поведінку та розвиток фінансової системи.

Необхідність вирішення суперечностей між суб'єктами фінансових відносин у результаті зміни зовнішнього середовища та посилення його впливу зумовлює зміну порядку (структури) в інституційному середовищі фінансової системи як сукупності інституцій, тобто формальних і неформальних правил, традицій, організацій та механізмів їх реалізації, які визначають обмеження та стимули, ідеологію фінансових рішень, що безпосередньо впливає на рух і напрями фінансових потоків. Це дозволило визначити інституційний розвиток фінансової системи як складний безперервний процес кількісних та якісних змін і перетворень інституцій (правила, стимули, обмеження, способи примушування до їх виконання) та інституційної структури (упорядкована сукупність (порядок) інституцій), що усуває асиметрію інформації, знижує витрати і ризики і, таким чином, поліпшує реалізацію функцій фінансової

системи. Запропоновано розглядати системну інституційну трансформацію фінансової системи як масштабну, якісну, кардинальну зміну порядку її інституційної структури, яка змінює стереотипи і моделі фінансової поведінки. Індивідуальний набір інституцій та інституційних обмежень визначає модель національної фінансової системи, її розвитку та її впливу на національну економіку.

Визначено внутрішню будову організаційно-інституційного порядку (системи) фінансової системи як фінансову архітектуру. Обґрунтовано, що побудова і розвиток фінансової архітектури є результатом реалізації набору проєктних рішень, який організовує (систематизація та структуризація) певну сукупність елементів фіксованої у просторі фінансової системи, що відповідає конкретному цільовому призначенню, забезпечує ефект емерджентності, еквіфінальність, ієрархічну підпорядкованість елементів, їх взаємодію й регламентування відповідно до визначених принципів, методів, технологій. Зміна інституцій в системі, взаємозв'язків між ними означає трансформацію впорядкованості в цій системі. І базовим каркасом такої інституційної системи виступає інституційна матриця, що включає в різній мірі інституції ринкової і неринкової підсистем.

На основі діалектики, гносеології, теорії конфліктів до розуміння змін визначено інституційні зміни фінансової системи як результат колективних та індивідуальних інтересів, оскільки вони можуть призводити до нерівномірних вигід для різних суб'єктів (груп суб'єктів) фінансових відносин. Таким чином, в основі інституційної трансформації фінансової системи взаємодія або конфлікт інтересів, їх координація або конкуренція.

На основі еволюційно-інституційного, системного, синергетичного підходів та концепцій раціонального та суспільного вибору, соціального відбору, конституціоналізму обґрунтовано науково-методологічний базис інституційної трансформації фінансової системи, що включає: інституція – це соціальний контракт; інституції виникають спонтанно, саморозвиваються, самоорганізуються; колективні інтереси стимулюють інституційні зміни; інституції стабільні, хоча адаптуються та еволюціонують; інституції з часом змінюються і не можуть бути просто перероблені свідомими діями; ефекти інституційних змін розподіляються між суб'єктами непропорційно, що породжує конфлікт; критерієм існування інституції є здатність задовольняти інтереси, конфлікт інтересів є рушійною силою змін; загальний ефект від змін

більшою мірою отримують ті, хто використовує ефективні та формальні інституції; інституційні зміни повністю детерміновані економічними чинниками; держава ініціює зміни; основою механізму інституційних новацій є мотиваційний механізм корекцій інституційного середовища.

Методологія дослідження інституційної трансформації фінансової системи визначає, що колективний інтерес змін забезпечується тим, що вона виступає чинником соціально-економічного добробуту. В основі цього здатність фінансової системи забезпечувати довгострокові кумулятивні соціально-економічні ефекти на основі зростання ефективності використання ресурсів за рахунок скороченням ризику ліквідності; полегшення контролю за ризиком з боку інвесторів, зберігачів; розширення набору інвестиційних можливостей; полегшення відбору інвесторами найбільш привабливих проєктів, диверсифікації портфелю активів; розширення доступу до якісної інформації; скорочення витрат обігу, неповноти ринків, транзакційних витрат та ін.

Узагальнено, що інституційна трансформація фінансової системи в контексті соціально-економічного розвитку підпорядковується наступним закономірностям: 1) позитивний вплив фінансової системи на економіку найбільш характерний для країн із середнім рівнем розвитку, позитивний, але менш виражений, для розвинених; 2) позитивний вплив фінансів на економічне зростання з досягненням граничного рівня кредитної глибини розсіюється; 3) зростання фінансової глибини призводить до зниження волатильності ВВП, що знижує вплив реальних зовнішніх шоків на економіку; 4) між розвитком фінансової системи, економічним зростанням, доходами, нерівністю відсутній лінійний зв'язок, і він залежить від рівня розвитку економіки, інституційної системи реалізації та координації господарських і фінансових відносин; 5) в міру зростання доходів населення фінансові системи, як правило, рухаються до небанківського фінансування і ринкове посередництво зростає швидше, ніж банківське; 6) банківська конкуренція, з одного боку, пов'язана зі зниженням доходів і гендерної нерівності, а з іншого, створює можливості для самозайнятості; 7) структура фінансової системи впливає на ліквідність фінансових ринків, що визначає її здатність забезпечувати адаптивний розвиток в умовах зміни внутрішнього та зовнішнього середовища; 8) розвиток фінансового посередництва, фінансова лібералізація розширюють доступ до фінансових послуг, здатність банків мобілізувати заощадження, розподіляти капітал в найкращі інвестиційні проєкти, контролювати надані кредити тощо.

Запропоновано алгоритм оцінювання та прогнозування впливу сформованості інституційного середовища фінансової системи на її розвиток включає: оцінку взаємозв'язку сформованості інституційного середовища за допомогою кореляційного аналізу, вибір індикаторів, які демонструють сильний вплив інституційного середовища на розвиток сегментів фінансової системи, побудову регресійних моделей впливу інституційного середовища на розвиток фінансової системи, відбір оптимальних моделей на основі оцінки їх значимості та якості. Для оцінки сформованості інституційного середовища фінансової системи запропоновано використовувати дві групи показників, що відображають якісні та кількісні характеристики. До першої групи включено індекс економічної свободи та його компоненти: індекс присутності держави в економіці, індекс правової системи та захисту прав власності, індекс «здорових грошей», індекс вільної торгівлі на міжнародних ринках, індекс якості регулювання бізнесу. До другої групи – державні витрати на кінцеве споживання, депозити банків, внутрішні кредити приватному сектору, корпоративні облігації, що відображають внутрішні умови, та зовнішній борг, державний борг, прямі іноземні інвестиції, портфельні інвестиції, чисті іноземні активи, іноземні активи в державних облігаціях як індикатори впливу зовнішнього середовища. Для оцінки якості інституційного середовища включено показники, що відображають рівень розвитку фінансової системи: внутрішні кредити фінансового сектору, капіталізація ринку акцій, премії страхового ринку, обсяг боргового ринку суб'єктів господарювання.

Для забезпечення координації інституційних змін фінансової системи та її трансформації відповідно індивідуальним і груповим інтересам запропоновано механізм інституціонального регулювання фінансовою системою як множини альтернатив взаємодій між інституціями та суб'єктами фінансових відносин, орієнтованих на раціоналізацію поведінки останніх в даних економічних, політичних, соціальних умовах з метою забезпечення інституційної рівноваги та інституційної ефективності фінансової системи як базису її конкурентоспроможності. Визнаючи різноманіття цілеспрямованості механізму інституційного регулювання фінансової системи, зокрема в залежності від впливу на її властивості, структуру, потенціал, обґрунтовано системне регулювання, регулювання поведінки, регулювання структури, регулювання властивостями, регулювання розвитком, регулювання призначенням.

Визначено, що в умовах глобалізації та інформаційно-мережевого суспільства відбувається ускладнення та поглиблення фінансових процесів, що безпосередньо впливає на процес інституційної трансформації фінансової системи. Це актуалізує питання фінансіалізації як «випереджаючого розвитку» фінансів, що дозволяє розширити методичні підходи до дослідження та проектування інституційної трансформації фінансової системи, визначити нові тенденції та вектори інституційних змін. Відповідно, важливими стратегічними напрямками інституційного розвитку фінансової системи визначено розвиток кешлес-економіки, високий рівень фінансової та цифрової грамотності ключових гравців і споживачів, FinTech-системи на принципах стабільності, ефективності, проінноваційності, безпеки та захисту, прозорості, відповідальності та цілісності. Важливим аспектом також є зниження доларизації національної економіки, що дозволить зменшити ризики імпорту зовнішньої нестабільності, підвищити здатність національної економічної політики протидіяти потрясінням і кризам, впливати на дисбаланси та нестабільність, стимулювати зростання соціально-економічного добробуту.

Комплексний аналіз розвитку фінансової системи України дозволив виявити, що її динаміка, організаційно-інституційна структура характеризується нестабільністю, відображає кризові явища в національній та світовій економіці, накопичені структурні та циклічні дисбаланси попереднього розвитку, не створює умови для відновлення реального сектору. Не сприяє розвитку і стан фінансів держави, яка, крім того, посилює конкуренцію за фінансові ресурси. Фінансова система України є банкоорієнтованою, втім стан банківського сектору незадовільний, незважаючи на «очищення», і характеризується високим рівнем проблемних кредитів, надмірною збитковістю, високою часткою державної участі й концентрації в секторі, високим рівнем доларизації, нестабільністю комісійних доходів, високим юридичним ризиком, повільними антикорупційними реформами, несистемною співпрацею з МФО тощо. Небанківський сектор становить лише 15 % активів фінансового сектору, характеризується низьким рівнем активності, високою часткою операцій, відмінних від посередницьких, низьким рівнем взаємопов'язаності та концентрації, що не створює, на відміну від банків, передумов для генерування системних криз. Останні інституційні трансформації у секторі пов'язані зі «сплітом», орієнтованим на спільну координацію фінансового сектору, ефективний розвиток інфраструктури, захист прав споживачів.

Виявлено деструктивні елементи та диспропорції інституційного розвитку фінансової системи України, що проявляється у високому рівні транзакційних витрат, невизначеності та ризиків, низькій діловій та інноваційній активності, також встановлено причини такого стану. До них віднесено: неефективне інституційно-правове забезпечення змін; низька якість інституційного середовища; незадовільний стан інституційно-організаційного забезпечення змін; відсутнє системне стратегічне проектування інституційних змін фінансової системи на рівні держави, яке б відповідало забезпеченню її конкурентоспроможності та стійкому економічному зростанню; відсутнє належне інституційне забезпечення розвитку людського капіталу; неефективність та нерівновага інституційної структури фінансової системи, що поглиблюється макроекономічною та макрофінансовою нестабільністю.

Оцінка сформованості інституційного середовища та якості інституційної структури фінансової системи України виявила, що вплив інституційних факторів на розвиток фінансової системи в 2013-2019 рр. посилюється, що є наслідком змін у 2014-2015 рр. Втім вплив неоднозначний, не відповідає нормативним парадигмам. Виявлено найбільший вплив інституційного середовища на ринок кредитування і внутрішній борговий ринок суб'єктів господарювання. Визначено чинники, що негативно впливають на ефективність та рівновагу інституційного розвитку національної фінансової системи: нестабільність регуляторної політики, її фрагментарність та неефективність, нестабільність національної валюти та інфляція, зменшення обсягу зовнішньої торгівлі та протекціонізм, зростання витрат держави та її активна присутність в економіці та у фінансовому секторі, обмеження конкуренції та концентрація капіталу, відтік капіталу, зростання зовнішнього боргу, низький рівень довіри до фінансової системи та зниження вкладів, надмірний обсяг непрацюючих кредитів, низький рівень продуктивності кредитів загалом.

Визначено, що стрімкий розвиток технологічних інновацій та їх проникнення у сферу фінансів створює FinTech як нову модель фінансових інновацій. Їх розвиток сприяє впровадженню нових форм і способів фінансової діяльності або змінює існуючі, змінює як процес виробництва фінансових продуктів і послуг, так і їх надання та споживання, зменшує асиметрію інформації, трансформує систему нагляду та регулювання фінансової системи. Доведено, що у цих умовах повинна змінитися парадигма регуляторної політики як на фінансових ринках, так і на суміжних щодо забезпечення

оптимального балансу між захистом споживачів, просуванням конкурентних ринків, заохоченням інновацій, захистом стабільності й надійності фінансової системи.

З'ясовано, що центром трансформації фінансових відносин і процесів під впливом FinTech стає споживач, поведінка якого динамічно змінюється. У результаті бізнес-стратегії та бізнес-моделі дедалі більше орієнтуються на клієнта, дизайн фінансових продуктів визначається на основі агрегованих персоніфікованих цінностей, історичних тенденцій, а в основі їх зростання – здатність залучати нових клієнтів і збільшувати продуктивний набір. Процес цифрової трансформації фінансів відбувається досить швидко, і на нього впливають не лише технологічні, соціальні, поведінкові зміни, посилення конкуренції за природні ресурси, а і глобальні виклики (пандемія COVID-19). Роль традиційних фінансових організацій знижується та змінюється – залишаються ті, які стануть «центрами взаємодії», будуть здатні розуміти мотивацію і потреби споживачів, а їхній бренд буде відображенням довіри, чесності, безпеки, якості, зможуть продуктивно співпрацювати, а не конкурувати з FinTech-компаніями. BigTech-компанії, поряд із цим, з одного боку, ще більше посилюватимуть конкуренцію, фінансову інклюзію, тиск на традиційні інститути щодо впровадження інновацій, підвищення загальної ефективності фінансової діяльності, а з іншого – їхня діяльність призводитиме до появи нових форм концентрації та ринкової влади, продукуватиме нові системні ризики, масштаб і наслідки яких значно ширше, ніж у традиційних інститутів. Трансформація фінансової системи в новій економіці формує нові вимоги до навичок і компетентностей, політики управління персоналом, кардинально нової культури організації, переосмислення парадигми лідерства.

В контексті трансформації фінансової системи в умовах технологічних змін запропонована модель поведінки, що призначена забезпечити стратегічний розвиток, створити конкурентні переваги фінансової організації на основі принципів: від стратегії до операції; прийняття образу мислення клієнта; не продаж продукту, а обслуговувати клієнта, забезпечуючи їм реальну цінність, змінюючи їх життя на краще; клієнта приваблює не інформація, а емоції, не функції, а рішення; архітектура продукту не фрагментарна, а цілісна; продукт – це досвід; персоналізація – це не диференціація, а результат ефективного використання аналітики; бренд не для клієнта, а клієнт – частина бренду; повага



анонімності та довіри клієнта; не захищати свій продукт від конкурентів, а удосконалювати руйнуючи; не приймати інновації, а впроваджувати їх.

Сучасні суспільні перетворення зумовлені й формуванням нових рамок і принципів, орієнтованих на сталий розвиток, соціальні інновації та підходи, людину, що визначають ключову роль фінансової системи у стимулюванні економічного зростання до цінностей сталості й інклюзії. У контексті цього відповідальне фінансування та інвестування передбачає максимізацію дохідності, яка спрямована на спільну цінність як економічну цінність, що, крім індивідуальної вигоди, створює переваги для суспільства, вирішує його потреби і виклики, знижує ризики, усуває негативні наслідки у довгостроковому періоді. Виявлено, що стимули і обмеження фінансових рішень, їх реалізація, проблеми розвитку, забезпечення довіри, напрями державної підтримки та вплив на попит, пропозицію, ринок, інфраструктуру залежать саме від сформованості та якості інституційного середовища фінансової системи.

Доведено, що деструкції, деформації, інституційні пастки, що закріпилися в інституційному середовищі фінансової системи України, потребують її інституційної модернізації у контексті заміни неефективних інституцій на нові, які були б ефективними і сучасними, забезпечували якісні контрактні відносини, ефективну та стабільну координацію та комунікацію взаємодії між компонентами фінансової системи, добросовісну конкуренцію, нарощування потенціалу та інноваційний розвиток. У контексті цього пріоритетами інституційної модернізації фінансової системи визначено забезпечення ефективності та стійкого розвитку фінансової системи, формування оптимальної та стабільної організаційно-інституційної структури, забезпечення здатності протистояти внутрішнім і зовнішнім ризикам, відповідність пріоритетам стійкого економічного зростання. При цьому умовами її реалізації визначено: макроекономічна та макрофінансова стабільність, недопущення розмивання досягнутих раніше результатів, партнерська форма взаємодії держави з усіма суб'єктами, оптимальне співвідношення самоорганізації та регулювання, здатність оцінювати ефекти інституційних змін і своєчасно здійснювати їх корекцію або створювати нові інституції, відповідні навички та компетенції клієнтів, персоналу й системи професійної освіти, здатність протистояти опортуністичній поведінці та лобізму.

Для визначення пріоритетів інституційної модернізації фінансової системи України на основі кореляційно-регресійного аналізу залежності ВВП і факторів

стратегії фінансового форсажу виявлено сильний обернений зв'язок між ВВП та монетизацією, кредитами суб'єктам господарювання, банківськими депозитами, сильний прямий – валютним курсам, податковим навантаженням, залежність ВВП та інших факторів слабка. Як результати прогнозування виявлено, що розширення кредитування сприятиме економічному зростанню, що повинно бути враховано при інституційній модернізації фінансової системи. В контексті цього доцільно вирішити проблему непрацюючих кредитів, відновити кредитний процес для суб'єктів господарювання, запровадити декомпозицію кредитування, кредитні агрегати залежно від впливу на економічний розвиток, селективне управління грошовими потоками, декомпозицію державної підтримки суб'єктів господарювання на основі левериджу, попиту, рівня інноваційного розвитку.

Запропоновано детермінанти інституційної модернізації фінансової системи України, що враховують результати дослідження, зокрема: 1) захист прав і відповідальність усіх суб'єктів фінансових відносин, ефективність правозастосування, сучасні компетентності персоналу; 2) інформаційна ефективність, відкритість, доступність, довіра; 3) здатність протистояти внутрішнім і зовнішнім викликам на основі належного інституційного забезпечення, інституційної спроможності та ефективності регулювання і нагляду, ризик-орієнтованого підходу до прийняття рішень; 4) баланс саморегулювання ринку, ринкової дисципліни, регулювання і нагляду, управління «зростання-безпека-стабільність»; 5) стійкість та ефективність державних фінансів, їх включення у соціально-економічні процеси на основі стимулів і ринкової дисципліни, взаємозв'язку і збалансованості напрямів фінансової політики, ефективної взаємодії регулюючих органів із суспільством; 6) розвиток суб'єктів фінансової системи на основі добросовісної конкуренції, мережевої інтеграції, інноваційного розвитку; 7) зростання фінансового потенціалу на основі раціоналізації кредитних відносин, оптимізації організаційно-інституційної структури фінансової системи, альтернативного фінансування, виваженої фінансової політики; 8) фінансова грамотність та зростання доступності до фінансових ринків для всіх суб'єктів, соціалізація та відповідальність; 9) цифровізація фінансів та їх безпека, створення ефективної фінансової екосистеми національної економіки; 10) включення національної фінансової системи у європейський та глобальний фінансовий простір.

## **ДОДАТКИ**

**Додаток А**  
**Оцінювання інституційного розвитку фінансової системи**

Таблиця А.1

**Основні рейтинги, що відображають інституційні аспекти розвитку фінансової системи та соціально-економічного розвитку**

<b>Назва індексу</b>	<b>Основні елементи</b>	<b>Місце України у 2019 р.</b>
Індекс глобальної конкурентоспроможності	Якість інститутів; Інфраструктура; Макроекономічна стабільність; Здоров'я і початкова освіта; Вища освіта і професійна підготовка; Ефективність на ринку товарів і послуг; Ефективність на ринку праці; Розвиненість фінансового ринку; Рівень технологічного розвитку; Розмір внутрішнього ринку; Конкурентоспроможність компаній; Інноваційний потенціал.	85 місце зі 147 країн
Індекс легкості ведення бізнесу Doing Business	Відкриття бізнесу; Робота з дозволами на будівництво; Отримання електропостачання; Реєстрація майна; Отримання кредиту; Захист прав інвесторів; Сплата податків; Міжнародна торгівля; Забезпечення контрактів; Закриття підприємства.	71 місце зі 190 країн
Індекс економічної свободи	Свобода бізнесу; Свобода торгівлі; Податкова свобода; Державні витрати; Грошова свобода; Свобода інвестицій; Фінансова свобода; Захист прав власності; Свобода від корупції; Свобода трудових стосунків.	52,3 зі 100 балів (160 місце зі 179 країн) – країна в основному із невеликою економікою
Рейтинг добробуту країн	Суб'єктивна задоволеність життям людьми; Очікувана тривалість життя; «Екологічний слід».	96 місце зі 167 країн
Індекс людського розвитку	Довготривале та здорове життя; Доступ до знань; Гідний рівень життя.	0,779 (74 місце зі 187 країн)
Індекс прав власності	Правове і політичне середовище (незалежність судової системи, верховенство закону, рівень корупції); Права на фізичну власність (доступність позик, реєстрація та захист власності); Права на інтелектуальну власність (рівень «піратства», захист патентного права, захист прав інтелектуальної власності).	4,4 з 10 балів (109 місце зі 129 країн)
Індекс екологічної ефективності	Екологічне здоров'я; Забруднення повітря, що впливає на здоров'я людини; Забруднення повітря, що впливає на стан екосистем; Вода (що впливає на здоров'я людини); Водні ресурси (що впливає на екосистему); Біорізноманіття; Ліс; Риболовля; Сільське господарство; Зміна клімату та енергетика.	30 місце зі 180 країн

*Джерело:* складено за даними [55; 56; 57; 58; 59]

## Підходи до оцінки інституційного середовища

Підхід	Методи
Дисфункційний підхід (В. Вольчик [71])	Якість інституційного середовища розглядається через кількість та глибину дисфункцій, можливість та витратність їх вирішення. Об'єктом оцінювання є відповідність цілям, витрати на корекцію, відновлення інституційної рівноваги, ймовірність опортуністичної поведінки, ресурсоємність фінансової системи та ефективність координації. Базується в більшій мірі на оцінці якісних характеристик, хоча залучаються й кількісні показники.
Ентропійний підхід (Є. Балацький [72], С. Дятлов)	Оцінка якості інституційного середовища на основі зміни дезінтегрованості, якості структурно-функціональної системи, потенціалу системи та її окремих компонентів. Кількісно оцінюється на основі показників інформаційної ентропії, який демонструє ймовірність альтернативних подій при використанні суб'єктами конкретної інституції.
Результативний підхід (Є. Балацький [72]; Є. Попов, М. Власов, А. Веретенникова [73])	Розраховується рентабельність інституції та її ефективність. Інтегральна оцінка базується на оцінці адекватності, результативності, ефективності інституції поставленим цілям. Результат досягається за рахунок економії транзакційних витрат, вигод носія інституції, ресурсоємність системи.
Витратний підхід (Є. Попов, М. Власов, А. Веретенникова [73])	Розрахунок транзакційних витрат, витрат на створення та експлуатацію інституцій, вигід носія інституції, ресурсоємності системи.
Соціальний підхід (В. Вольчик, І. Бережной [71])	На думку авторів, інституції мають соціальний характер, який відображають показники розвитку людського та соціального капіталу.
Порівняльний підхід (J. Alonso, C. Garcimartín [74], J. LiPuma, S. Newbert, J. Doh [75])	Передбачає порівняння якості інституційного середовища з інституційним середовищем інших країн. Базується на використанні загальнопоширених авторитетних рейтингів та індивідуальних індикаторів.
Нормативний підхід (S. Voigt [76], L. Feld, S. Voigt [77], Armour [78])	Передбачає оцінку поведінки акторів у контексті того, що повинно бути, і того, що є фактично. Об'єктом оцінювання є відповідність поведінки акторів правилам, нормам, що відображається кількістю судових позовів.

<p>Лексиметричний підхід підхід (La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny [79; 80]; J. Buchanan, D. Chai, S. Deakin [81])</p>	<p>Лексиметрія – кількісний вимір закону [91]. Об'єктом оцінювання, як правило, є формальні інституції, які оцінюються на основі контекстного аналізу законодавства, зокрема, з точки зору зміни у часі.</p>
<p>Індексний підхід («SPI-10» [83], Lele-Siems [84])</p>	<p>Передбачає розробку комплексних індексів оцінки інституцій та інституційного середовища на основі найбільш значущих елементів.</p>
<p>Економетричний підхід (Н. Остапенко [85], J. Amorós [86], J. Gwartney [87], Ahlering [88], Deakin [89])</p>	<p>Оцінюється зв'язок між показниками інституцій та інтегральними індексами, що характеризують результат дії цієї інституції, на основі економетричного аналізу.</p>
<p>Якісний підхід (Poteete [90], Sarkar [91])</p>	<p>Передбачає якісний аналіз інституцій на основі описової статистики, документального, ретроспективного аналізу, польових досліджень (інтерв'ю, спостереження, опитування), лонгітюдні дослідження.</p>

*Джерело:* складено авторкою

## Додаток Б

### Розвиток фінансової системи та її інституційна трансформація

Таблиця Б.1

#### Основні положення антикризової програми 1991-1993 рр.

<b>Мета антикризової програми:</b>
Створення механізмів протидії процесам дестабілізації економіки України шляхом реалізації заходів, спрямованих на зростання обсягів виробництва, обмеження надходження на споживчий ринок грошових ресурсів понад товарну масу, призупинення зниження життєвого рівня населення.
<b>Ключові пріоритети програми:</b>
Регулювання і стимулювання нарощування обсягів виробництва та стабілізації господарських зв'язків. Розвиток та державне регулювання підприємництва. Демоніполізація виробництва і роздержавлення та приватизація власності. Створення державного валютного фонду та зовнішньоекономічна діяльність. Впровадження спеціальних грошових знаків на Україні. Впровадження надзвичайних заходів щодо виконання державного та місцевих бюджетів. Регулювання та стимулювання виробництва продовольчих товарів, підтримка агропромислового комплексу. Стимулювання науково-технічної діяльності, структурна перебудова економіки та розвиток інвестиційної діяльності. Соціальні гарантії та захист населення в перехідний період.
<b>Очікувані результати:</b>
Стабілізація економічного стану країни, припинення поглиблення кризи, забезпечення соціального захисту населення в перехідний період; поглиблення ринкових відносин, які ґрунтуються на свободі підприємництва та мотивації високоефективної праці у поєднанні із державними регулюючими підйомами; стимулювання й регулювання господарських відносин, нарощування обсягів виробництва, збалансованість народного господарства та формування ринкової економіки.

Джерело: [8; 9].

## Антикризова політика України у 1994-1999 рр.

<b>Мета антикризової програми</b>
Зупинення кризи, стабілізація соціально-економічного становища в Україні, виведення України на шлях побудови суспільства прогресивного розвитку при реальному підпорядкуванні держави інтересам громадян.
<b>Ключові пріоритети програми</b>
Структурні зміни – політика державних пріоритетів на основі впровадження національних програм. Реформування відносин власності та приватизація. Державне регулювання економічних процесів із застосуванням важелів: ціноутворення, податкової, бюджетної, кредитної, валютної, інвестиційної, науково-технічної, зовнішньоекономічної політики та політика зарплати. Регулювання у сфері споживання регулювання, зокрема: захист прав споживачів, державне стимулювання зростання споживчого попиту, встановлення прожиткового мінімуму, виходячи з мінімально необхідних потреб людини та можливостей їх задоволення. Правова політика стабілізації і розвитку економіки. Посилення вимог до державного апарату.
<b>Очікувані результати</b>
<i>В економічній сфері</i> – створення високо розвинутої виробничої, фінансової науково-технічної інфраструктури економіки; забезпечення високотехнологічного енерго- та ресурсозберігаючого й екологічно безпечного розвитку та конкурентноздатності галузей економіки на світовому ринку, рівноправне входження України в світове економічне співтовариство. <i>У сфері національної безпеки</i> – забезпечення високої військової могутності країни, здатності захистити і відстояти її територіальну цілісність і національні інтереси. <i>У соціальній та духовній сфері</i> – зміцнення позицій української науки в світі на основі підвищення загальноосвітнього рівня громадян, гарантування їм можливостей одержання відповідної освіти і кваліфікації, створення умов для культурного розвитку.

Джерело: [8; 9].



Таблиця Б.4

## Основні напрями реалізації економічних реформ у 2010-2014 рр.

Мета	Завдання
<b>Стабілізація Державного бюджету</b>	
Створення системи управління державними фінансами, спрямованої на забезпечення сталого економічного зростання й гарантованого виконання державою своїх соціальних зобов'язань.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- зниження рівня дефіциту й темпів зростання державного боргу;</li> <li>- підвищення ефективності й гнучкості фіскальних видатків;</li> <li>- оптимізації управління державними фінансами.</li> </ul>
<b>Податкова реформа</b>	
Забезпечення економічного зростання на інноваційно-інвестиційній основі зі збільшенням податкових надходжень до бюджетів усіх рівнів і державних цільових фондів.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- зміцнення позиції вітчизняного бізнесу в міжнародній конкурентній боротьбі за рахунок зменшення частки податків у витратах підприємств і скорочення витрат часу платників на нарахування й сплату податків;</li> <li>- підвищення ефективності адміністрування податків;</li> <li>- зменшення глибини соціальної нерівності;</li> <li>- побудова цілісної законодавчої бази з питань оподаткування, гармонізованої із законодавством ЄС;</li> <li>- встановлення податкової справедливості задля рівних умов конкуренції в економіці.</li> </ul>
<b>Розвиток фінансового сектору</b>	
Підвищення спроможності фінансового сектору забезпечувати стале зростання економіки України.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- забезпечення низького рівня інфляції разом із забезпеченням гнучкого валютного курсу;</li> <li>- збільшення рівня капіталізації фінансової системи;</li> <li>- збільшення обсягу надання фінансових послуг з урахуванням посилення оцінювання фінансових ризиків;</li> <li>- зниження частки проблемних активів у загальному портфелі активів банків та інших фінансових установ;</li> <li>- забезпечення щорічного підвищення капіталізації й обсягу торгів організованого фондового ринку.</li> </ul>
<b>Розвиток науково-технічної та інноваційної сфери</b>	
Активізація інноваційних процесів, повноцінне використання потенціалу науки в процесі технологічної модернізації економіки.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- підвищення конкурентоспроможності сектору наукових досліджень і розробок, забезпечення інтеграції вітчизняного сектору наукових досліджень у Європейський дослідницький простір;</li> <li>- підвищення ефективності бюджетного фінансування наукової сфери;</li> <li>- спрямування науково-технічного потенціалу на забезпечення реальних потреб інноваційного розвитку економіки, організацію виробництва високотехнологічних товарів і послуг;</li> <li>- здійснення заходів з підвищення ефективності національної інноваційної системи.</li> </ul>

Джерело: [8].

## Динаміка показників економічного розвитку України в 1991-2019 рр.

Показник	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Динаміка ВВП, річний %	-6,3	-8,4	-9,7	-14,2	-22,9	-12,2	-10,0	-3,0	-1,9	-0,2	9,2	5,2	9,5	12,1
Дефлятор ВВП (річний %)	16,3	95,6	1761,2	3334,8	953,5	415,8	66,1	18,1	12,0	27,4	23,1	9,8	5,1	8,1
ВНД на душу населення, ПКС (у постійних міжн. доларах 2017 р.)	14707,0	12938,8	10861,9	8531,9	7537,8	6840,6	6694,2	6579,0	6581,6	7025,5	7842,0	8355,9	9247,9	10460,2
Зовнішній торговий баланс, % до ВВП	-1,1	2,2	2,0	-0,3	-3,2	-3,1	-2,6	-3,1	-2,3	5,5	1,0	3,7	1,9	6,7
Експорт товарів та послуг (річний приріст)	27,6	26,1	24,0	25,9	35,4	47,1	45,7	40,6	41,9	53,7	62,4	52,5	52,2	54,7
Експорт товарів та послуг (% від ВВП)	27,6	26,1	24,0	25,9	35,4	47,1	45,7	40,6	41,9	53,7	62,4	52,5	52,2	54,7
Валові національні витрати (% ВВП)	97,8	98,0	100,3	103,2	103,1	102,6	103,1	102,3	94,5	94,9	100,6	97,7	99,7	94,6
Прямі іноземні інвестиції, чистий приток (% ВВП)	н/д	0,3	0,3	0,3	0,6	1,2	1,2	1,8	1,6	1,9	2,1	1,6	2,8	2,6
Індекс реального ефектив. курсу (2010 = 100)	н/д	н/д	н/д	98,5	170,4	97,9	115,6	136,8	125,0	98,5	97,8	108,1	103,9	95,6
Витрати на кінцеве споживання дом-ств (% від ВВП)	57,1	54,1	46,0	48,0	48,5	55,1	58,1	54,2	56,8	57,2	54,3	56,6	56,7	56,0
Валові заощадження (% ВВП)	н/д	н/д	н/д	32,3	23,4	20,0	18,8	18,3	22,5	24,4	26,8	28,9	29,1	33,0
Валові внутрішні заощадження (% ВВП)	26,4	28,5	36,4	36,0	32,2	23,6	20,1	18,4	18,5	23,0	24,7	24,8	25,8	25,9
Прямі іноземні інвестиції, чистий приплив (% ВВП)	н/д	0,3	0,3	0,3	0,6	1,2	1,2	1,8	1,6	1,9	2,1	1,6	2,8	2,6

Продовження табл. Б. 3

Показник	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Динаміка ВВП, річний %	3,0	7,4	7,6	2,3	-14,8	3,8	5,5	0,2	0,0	-6,6	-9,8	2,2	2,5	3,4	3,2
Дефлятор ВВП (річний %)	24,2	14,7	23,1	28,6	13,0	13,9	14,2	7,8	4,3	15,9	38,9	17,3	22,1	15,4	8,1
ВНД на душу населення, ПКС (у постійних міжн. доларах 2017 р.)	10840,0	11673,9	12761,7	13073,7	11077,5	11607,5	12179,5	12309,8	12335,8	12256,0	11272,9	11706,9	12144,0	12657,3	13215,9
Зовнішній торговий баланс, % до ВВП	0,3	-3,2	-5,9	-8,1	-2,0	-4,0	-6,6	-8,7	-9,2	-3,5	-2,6	-6,9	-7,7	-8,7	-7,8
Експорт товарів та послуг (річний приріст)	48,7	44,1	42,5	44,4	43,9	47,1	49,8	47,7	43,0	48,6	52,6	49,3	48,0	45,2	41,2
Експорт товарів та послуг (% від ВВП)	48,7	44,1	42,5	44,4	43,9	47,1	49,8	47,7	43,0	48,6	52,6	49,3	48,0	45,2	41,2
Валові національні витрати (% ВВП)	106,6	108,7	109,2	103,5	102,6	106,9	107,7	108,7	107,8	106,6	108,7	109,2	103,5	102,6	106,9
Прямі іноземні інвестиції, чистий приток (% ВВП)	9,1	5,2	7,1	6,0	4,1	4,7	4,4	4,7	2,5	0,6	-0,4	4,2	3,5	3,5	3,8
Індекс реального ефективного курсу (2010 = 100)	103,3	107,6	108,4	117,4	97,9	100,0	99,4	101,5	97,9	76,7	71,4	71,0	74,7	79,5	91,6
Витрати на кінцеве споживання домогосподарств (% від ВВП)	53,2	57,9	59,2	59,2	61,8	64,0	63,8	66,8	68,3	72,2	71,4	67,8	66,6	67,1	69,4
Валові заощадження (% ВВП)	24,7	23,2	23,8	21,3	16,8	16,8	15,8	13,1	9,3	9,9	13,3	14,8	12,3	9,9	4,8
Валові внутрішні заощадження (% ВВП)	26,9	24,5	25,8	22,1	17,0	17,6	15,8	13,1	8,8	9,9	17,7	20,3	17,8	15,2	12,1

Джерело: розраховано і складено за даними [26]

### SWOT-аналіз розвитку національної економіки та фінансової системи України в 1991-1999 рр.

STRENGTHS	WEAKNESSES
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Формування основних атрибутів національного господарства згідно вимогам ринкового господарства і управління змішаною економікою;</li> <li>- Формування ринкових відносин створює умови для розвитку підприємництва, що на основі конкуренції дозволяє максимально задовольнити потреби споживачів і виробників, власників ресурсів;</li> <li>- Рестрикційна політика НБУ стримала інфляцію, що дозволило ввести національну валюту;</li> <li>- Введення національної валюти – гривня;</li> <li>- Привабливі умови для створення банківських установ;</li> <li>- Роздержавлення і приватизація як механізм формування потужної національної економіки на основі великих і середніх підприємств;</li> <li>- Людський потенціал;</li> <li>- Окремі механізми захисту внутрішнього ринку, підтримку імпортозаміщення, розширення експорту, залучення інвестицій.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Непослідовність економічної політики країни як всередині країни, так і зовні;</li> <li>- Деформованість національного господарства;</li> <li>- Монополізація національної економіки;</li> <li>- Скорочення середньо- та високотехнологічної продукції;</li> <li>- Зростання енергоємного та екологічно небезпечного виробництва;</li> <li>- Демонетизація національної економіки;</li> <li>- Демотивація людського потенціалу;</li> <li>- Неефективна система оподаткування;</li> <li>- Рестрикційна політика НБУ обмежувала розвиток реального сектору економіки;</li> <li>- Відсутність ефективної системи регулювання та нагляду банківської діяльності;</li> <li>- Непрозора і неефективна приватизація та корпоратизація;</li> <li>- Знецінення доходів населення, зубожіння і зростання нерівності у суспільстві;</li> <li>- Зростання тіньового сектору і доларизації національної економіки;</li> <li>- Інституційна недосконалість та тіньова економіка, корупція;</li> <li>- Відсутність наукового обґрунтування реформ та достатнього рівня освіченості працівників та населення щодо принципів ринкової економіки.</li> </ul>
OPPORTUNITIES	THREATS
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Відкриття зовнішніх ринків товарів і послуг для вітчизняних виробників;</li> <li>- Нові джерела фінансування та інвестування національної економіки та фінансового сектору;</li> <li>- Доступ до нових технік та технологій;</li> <li>- Доступ до нових ринків ресурсів;</li> <li>- Співпраця з міжнародними фінансовими організаціями.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Зниження конкурентоспроможності національного виробництва в результаті лібералізації зовнішньої торгівлі;</li> <li>- Висока мобільність іноземного капіталу;</li> <li>- Глобалізація світового господарства та фінансового простору;</li> <li>- Посилення глобальної конкуренції;</li> <li>- Стандартні положення Вашингтонського консенсусу.</li> </ul>

*Джерело:* складено авторкою

**SWOT-аналіз розвитку національної економіки та фінансової системи України в 2000-2008 рр.**

<b>STRENGTHS</b>	<b>WEAKNESSES</b>
<p>Реструктуризація державного боргу;  Зниження ставок по банківських кредитах;  Зростання експорту;  Зростання доходів населення, розширення доступу населення до кредитних ресурсів, що сприяло зростанню рівня життя;  Державна підтримка окремих галузей промисловості;  Розвиток та вдосконалення інфраструктури фінансового сектору;  Розвиток нормативно-правового забезпечення.</p>	<p>Політична нестабільність;  Сировинна структура промисловості, орієнтована на зовнішні ринки;  вужька спеціалізація експорту;  Монополізація національної економіки;  Посилення імпортозалежності; випереджаюче зростання імпорту у порівнянні з експортом; доларизація національної економіки;  Деградація державного управління, непрофесіоналізм, корупція;  Множинність програм державної підтримки та розпорошеність їх фінансування;  Застаріла інфраструктура;  Суперечності між внутрішньою та зовнішньою політиками;  Ситуативна політика уряду щодо соціально-економічного розвитку.</p>
<b>OPPORTUNITIES</b>	<b>THREATS</b>
<p>Сприятлива кон'юнктура на світових ринках, зокрема на сировинних;  Нові джерела фінансування та інвестування національної економіки та фінансового сектору;  Доступ до нових технік та технологій;  Доступ до нових ринків ресурсів;  Вступ до СОТ;  Експансія іноземного капіталу у банківський сектор.</p>	<p>Волатильність світової кон'юнктури;  Висока мобільність іноземного капіталу;  Глобалізація світового господарства та фінансового простору;  Посилення глобальної конкуренції;  Приток спекулятивного приватного капіталу;  Зростання ціни сировини та енергоресурсів на світовому ринку;  Співпраця з міжнародними фінансовими організаціями.</p>

*Джерело:* складено авторкою

## PEST-аналіз банківської системи України

<b>Політичні</b>	<b>Економічні</b>
Політична нестабільність Анексія частини території країни Операція об'єднаних сил на Сході України Захист інтелектуальної власності Рівень корупції Антимонопольне законодавство Незалежність монетарної політики Європейський вектор розвитку	Темпи зростання економіки Динаміка ВВП Цінова стабільність Валютна стабільність Відсоткові ставки Європейський вектор розвитку Інвестиції Рівень розвитку малого та середнього бізнесу Стабільність банківської системи Рівень конкуренції у банківській системі Ступінь глобалізації та відкритості економіки Платоспроможність населення Рівень безробіття Торговий та платіжний баланс
<b>Соціальні</b>	<b>Технологічні</b>
Розвиток людського капіталу Фінансова грамотність населення Демографічні зміни Рівень охорони здоров'я Добробут населення Зміна цінностей та стилю життя Рівень міграції Гендерна рівність Захист навколишнього середовища Популяризація соціальної відповідальності та екологічних звичок	Цифрова революція Розвиток технологій бази даних та штучного інтелекту Он-лайн ідентифікація населення Кіберзлочинність Цифрова грамотність Цифрова довіра Курс на безготівкову економіку Витрати на розробку технологій Доступ до новітніх технологій FinTech BigTech

*Джерело* : складено авторкою

## Індекс фінансового розвитку України та світу в 1992-2018 рр.

		1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Світ	Індекс фінансового розвитку	0,21	0,23	0,23	0,24	0,24	0,26	0,27	0,27	0,28	0,28	0,28	0,28	0,29	0,30	0,31	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,33	0,33	
	Індекс доступу фінансових установ	0,21	0,22	0,23	0,24	0,24	0,25	0,26	0,26	0,26	0,27	0,27	0,27	0,28	0,29	0,30	0,32	0,33	0,34	0,35	0,36	0,36	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	
	Індекс глибини фінансових установ	0,17	0,18	0,18	0,19	0,19	0,20	0,20	0,20	0,21	0,21	0,22	0,22	0,23	0,23	0,24	0,25	0,24	0,25	0,25	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,27	0,27	0,27
	Індекс ефективності фінансових установ	0,51	0,53	0,53	0,55	0,56	0,56	0,56	0,56	0,55	0,56	0,57	0,57	0,58	0,60	0,61	0,61	0,61	0,60	0,60	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,61	0,62	0,62	0,64
	Індекс фінансових установ	0,30	0,31	0,32	0,33	0,33	0,34	0,35	0,35	0,35	0,35	0,36	0,36	0,37	0,38	0,39	0,40	0,40	0,41	0,41	0,41	0,42	0,42	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	0,44
	Індекс доступу до фінансових ринків	0,12	0,14	0,14	0,14	0,15	0,17	0,17	0,17	0,18	0,19	0,19	0,19	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21	0,20	0,21	0,20	0,19	0,20	0,20	0,20	0,19	0,20	0,23	0,22
	Індекс глибини фінансових ринків	0,10	0,11	0,11	0,11	0,12	0,14	0,16	0,17	0,18	0,17	0,17	0,18	0,19	0,20	0,22	0,24	0,20	0,23	0,22	0,21	0,21	0,21	0,22	0,22	0,22	0,23	0,23	0,22
	Індекс ефективності фінансових ринків	0,14	0,15	0,16	0,15	0,16	0,20	0,21	0,19	0,22	0,21	0,19	0,18	0,19	0,19	0,20	0,22	0,25	0,21	0,20	0,20	0,17	0,16	0,18	0,18	0,17	0,16	0,17	0,17
	Індекс фінансових ринків	0,12	0,13	0,14	0,13	0,14	0,17	0,18	0,18	0,19	0,19	0,18	0,19	0,19	0,20	0,20	0,21	0,22	0,22	0,21	0,21	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,21	0,21	0,21

Джерело: [23; 27]

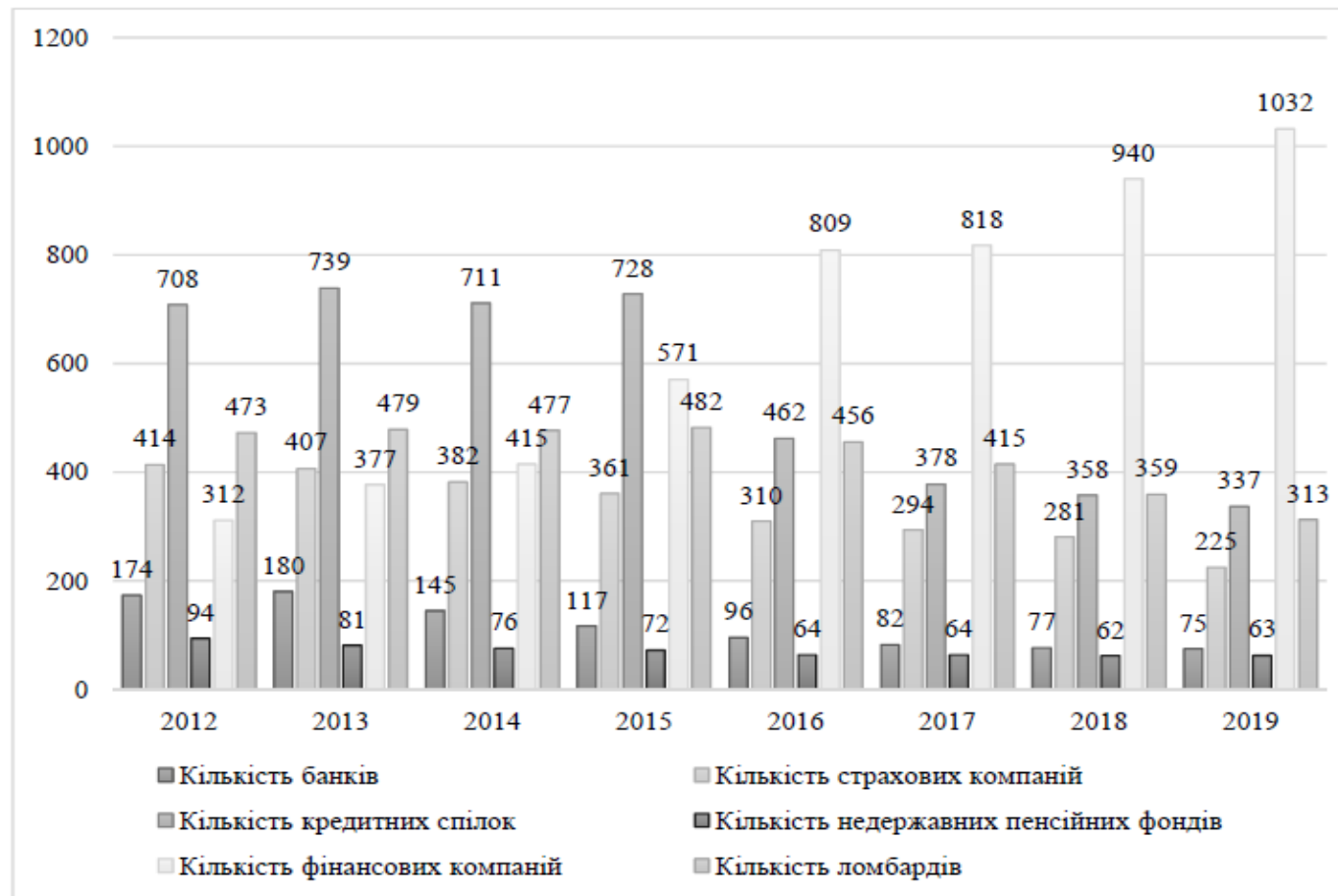


Рис. Б.1. Динаміка фінансових організацій у фінансовій системі України, од.

Джерело: складено за даними [ 7; 15; 16]



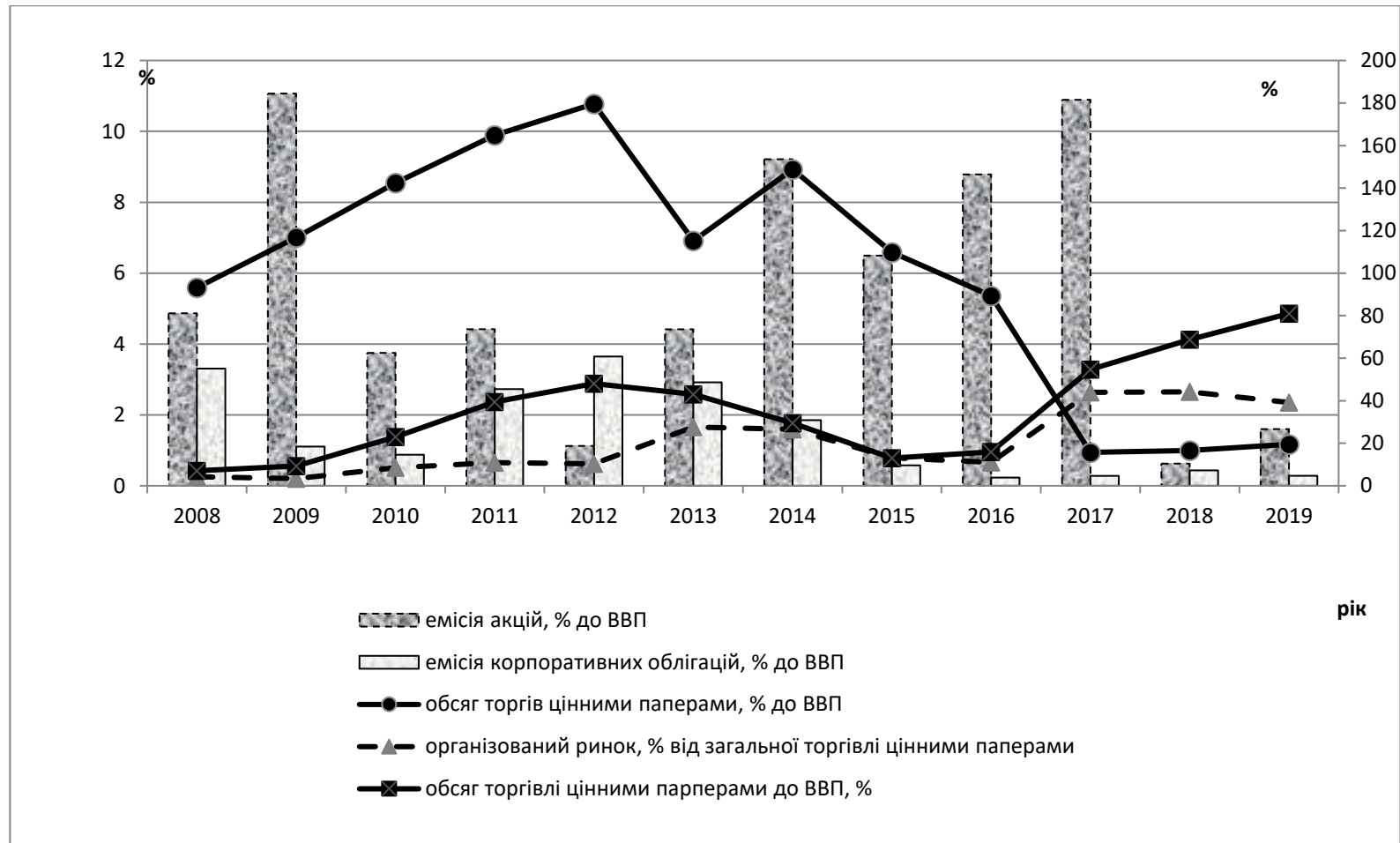
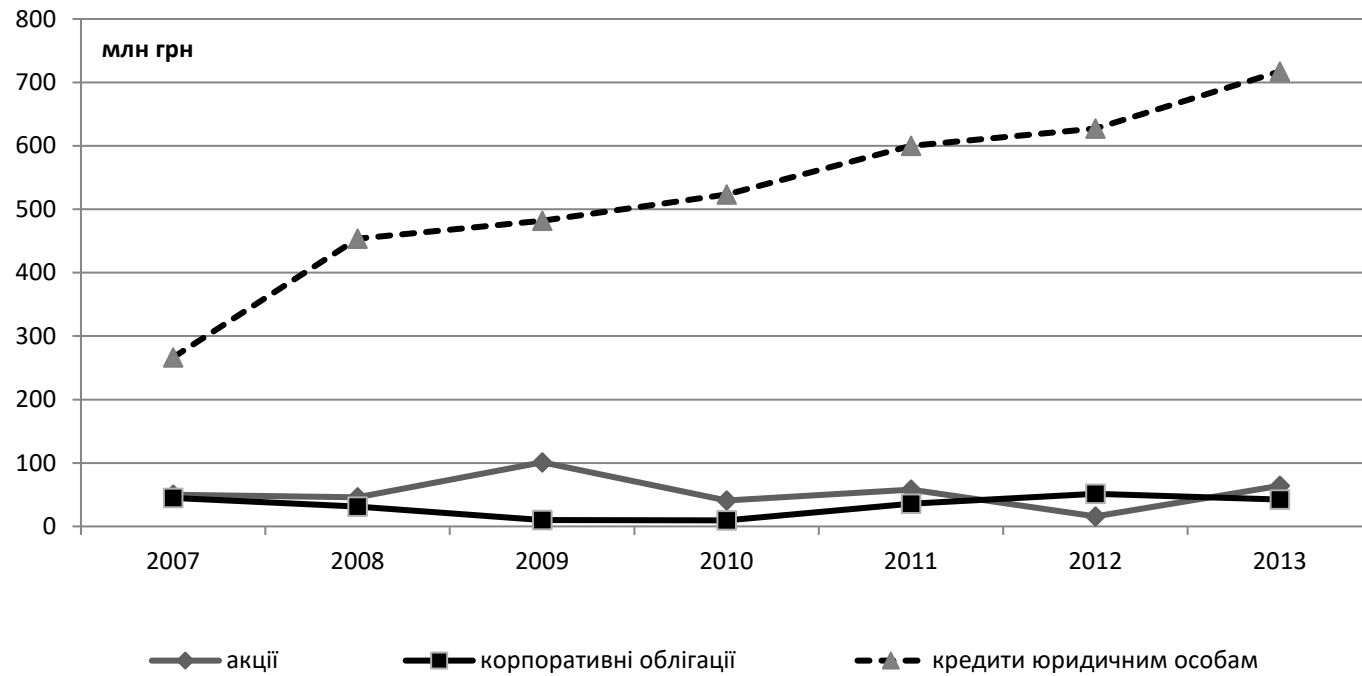


Рис. Б.2. Динаміка випуску цінних паперів та їх торгівлі в Україні

Джерело: складено автором на основі [15]



*Рис. 3.8. Динаміка залучення коштів суб'єктами господарювання через емісію акцій, облигацій, кредитування*

*Джерело : розраховано за даними [4; 7; 15]*

## Структура небанківського сектору України за величиною активів

<b>Фінансові посередники</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Страхові компанії	76,04	75,97	74,24	74,05	85,52	59,08	54,87	44,44	43,27	33,38	32,26	27,14
Недержавні пенсійні фонди	1,11	1,55	1,88	2,14	2,53	1,86	1,93	1,45	1,65	1,43	1,39	1,34
Кредитні спілки	11,00	7,64	5,63	3,67	4,04	2,31	1,83	0,45	0,52	0,45	0,44	0,49
Фінансові компанії	10,90	13,72	16,79	18,30	5,54	35,40	40,03	52,04	52,00	62,55	63,67	68,93
Ломбарди	0,95	1,12	1,46	1,85	2,37	1,35	1,34	1,62	2,56	2,19	2,23	2,10

*Джерело:* складено за даними [15; 16]

## Показники цифровізації України

Рік	Держателі електронних засобів, тис осіб	Кількість безготівкових операцій, млн. шт	Електронні платіжні засоби, тис. шт	Платіжні термінали, шт
2009	39 395	77	29 104	74 510
2010	39 942	121	29 405	80 544
2011	35 179	214	34 850	94 741
2012	44 339	348	33 106	133 964
2013	49 719	584	35 622	192 331
2014	51 649	879	33 042	178 875
2015	43 058	1 287	30 838	174 293
2016	41 746	1 775	32 389	199 796
2017	41 721	2 311	34 858	232 063
2018	42 304	3 073	36 949	278 993
2019	46 576	4 167	42 158	333 840

*Джерело:* складено автором на основі [34]

**Позиція України за рейтингом цифрової конкурентоспроможності**

<b>Показник / Роки</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Загальний рейтинг	50	59	59	60	58	60
Знання	29	40	44	45	39	40
Талант	46	55	58	57	55	57
Навчання та освіта	4	15	20	26	22	21
Наукова концентрація	42	39	45	45	40	49
Технології	58	60	60	62	61	61
Нормативна база	47	55	55	56	54	54
Капітал	56	60	60	62	61	62
Технологічні основи	58	60	58	60	57	60
Готовність до майбутнього	58	61	61	61	61	62
Адаптивні установки	58	60	60	58	53	59
Гнучкість бізнесу	42	58	59	56	53	45
Інтеграція ІТ	58	61	60	60	61	61

*Джерело:* складено на основі [34]

## Показники комерційних банків України, млрд. грн.

рік	Активи (усього)	Надані кредити	Кредити суб'єктам господарювання	Кредити фізичним особам	Резерви за активними операціями банків
2010	942088	755030	508288	186540	148839
2011	1054280	825320	580907	174650	157907
2012	1127192	815327	609202	161775	141319
2013	1278095	911402	698777	167773	131252
2014	1316852	1006358	802582	179040	204931
2015	1254385	1009768	830632	175711	321303
2016	1256299	1005923	847092	157385	484383
2017	1336358	1042798	870302	170938	516985
2018	1360764	1118618	919054	196634	555871
2019	1494460	1033539	822020	206761	492069

*Джерело:* складено на основі даних [7]

## Показники розвитку страхового ринку в Україні в 2010-2019 рр.

Рік	ВВП України, млн грн	Чисельність населення України, млн. осіб	ВВП на душу населення, млн. осіб.	Валові страхові премії, млн. грн	Показник щільності страхування, грн	Страхові премії зі страхування життя, млн. грн	Страхові премії з ризикового страхування, млн. грн	Показник проникнення страхування життя	Показник проникнення ризикового страхування
2010	1082569	45,865	0,023603379	23081,7	503,2530252	906,5	22175,2	0,00083736	0,020483868
2011	1316600	45,693	0,028814042	22693,5	496,6515659	1346,4	21347,1	0,001022634	0,016213808
2012	1408889	45,577	0,03091228	21508,2	471,9090769	1809,5	19698,7	0,001284345	0,013981726
2013	1454931	45,483	0,031988457	28661,9	630,1673153	2476,7	26185,2	0,00170228	0,017997555
2014	1566728	43,722	0,035833859	26767,3	612,2158181	2159,8	24607,5	0,001378542	0,0157063
2015	1979458	42,836	0,04621015	29736	694,1824633	2186,6	27549,4	0,001104646	0,013917648
2016	2383182	42,668	0,055854083	35170,3	824,2781476	2756,1	32414,2	0,001156479	0,013601227
2017	2982920	42,477	0,070224356	43431,8	1022,478047	2913,7	40518,1	0,000976795	0,013583368
2018	3558706	42,269	0,084191866	49367,5	1167,936313	3906,1	45461,4	0,001097618	0,0127747
2019	3974564	42,019	0,094589686	53001,2	1261,362717	4624	48377,2	0,001163398	0,0121717

Джерело: складено автором [16]

## Додаток В

### Оцінка сформованості інституційного середовища та якості інституційної структури фінансової системи України

Таблиця В.1

#### Компоненти Індексу економічної свободи, що демонструють інституційне середовище

Рік	Індекс ЕС	Індекс ПДЕ	Індекс ПС-ЗПВ	Індекс ЗГ	Індекс ВТМР	Індексу ЯРБ
2008	51,00	43,00	30,00	69,90	82,20	44,40
2009	18,80	39,00	30,00	68,10	84,00	40,50
2010	46,40	41,10	30,00	61,20	82,60	38,70
2011	45,80	32,90	30,00	63,20	85,20	47,10
2012	46,10	29,40	30,00	67,70	84,40	46,20
2013	46,30	29,40	30,00	71,00	84,40	47,60
2014	49,30	37,50	30,00	78,70	86,20	59,80
2015	46,90	28,00	20,00	78,60	85,80	59,30
2016	46,80	30,60	25,00	66,90	85,80	56,80
2017	48,10	38,20	41,40	47,70	85,90	62,10
2018	51,90	45,00	41,00	60,10	81,10	62,70
2019	52,30	46,90	43,90	58,60	75,00	66,10

Джерело: складено за даними [25; 26].



**Коефіцієнт кореляції між показниками розвитку фінансової системи  
України та індикаторами її інституційного середовища (2008-2019 рр.)**

Показники / індикатори		Показники розвитку фінансової системи			
		премії страхово го ринку (ПСР % до ВВП)	внутрішні кредити фінансового сектора (ВКФС% до ВВП)	капіталізація фондового ринку (КФР % до ВВП)	об`єм внутрішнього боргового ринку (ОВБР % до ВВП)
ЯКІСНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНДИКАТОРИ	Індекс ЕС	-0,350	-0,460	0,003	-0,126
	Індекс ПДЕ	0,132	-0,399	-0,011	-0,613
	Індекс ПС- ЗПВ	-0,306	-0,698	-0,306	-0,608
	Індекс ЗГ	-0,268	0,668	0,496	0,461
	Індекс ВТМР	0,075	0,602	0,173	0,668
	Індексу ЯРБ	-0,794	-0,694	-0,565	0,214
ВНУТРІШНІ КІЛЬКІСНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНДИКАТОРИ	ДВКС (% до ВВП)	-0,587	-0,622	-0,712	-0,020
	ДБ (% до ВВП)	0,522	0,875	0,733	0,236
	ВКПС (% до ВВП)	0,841	0,916	0,793	-0,042
	КО (% до ВВП)	0,520	0,560	0,816	-0,300
	ОДВПоб	-0,783	-0,315	-0,547	0,687
ЗОВНІШНІ КІЛЬКІСНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНДИКАТОРИ	ЗБорг (% до ВВП)	0,717	-0,377	-0,702	0,681
	ДБорг (% до ВВП)	-0,676	-0,306	-0,558	0,740
	ПП (% до ВВП)	0,628	0,297	0,362	-0,326
	ПфІ (% до ВВП)	0,318	0,124	0,149	-0,220
	ЧА (% до ВВП)	-0,557	-0,792	-0,661	-0,403
	ІАДО (% від загального обсягу)	-0,721	-0,434	-0,572	0,644

*Джерело: розраховано за даними [25; 26].*

**Коефіцієнт кореляції між показниками розвитку фінансової системи  
України та індикаторами її інституційного середовища (2013-2019 рр.)**

Показники / індикатори		Показники розвитку фінансової системи			
		премії страхового ринку (ПСР % до ВВП)	внутрішні кредити фінансового сектора (ВКФС% до ВВП)	капіталізація фондового ринку (КФР % до ВВП)	об`єм внутрішнього боргового ринку (ОВБР % до ВВП);
ЯКІСНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНДИКАТОРИ	Індекс ЕС	-0,593	-0,638	-0,251	-0,758
	Індекс ПДЕ	-0,577	-0,683	-0,271	-0,802
	Індекс ПС-ЗПВ	-0,392	-0,711	-0,290	-0,877
	Індекс ЗГ	0,482	0,782	0,620	0,590
	Індекс ВТМР	0,437	0,730	0,358	0,813
	Індексу ЯРБ	-0,910	-0,653	-0,529	-0,433
ВНУТРІШНІ КІЛЬКІСНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНДИКАТОРИ	ДВКС (% до ВВП)	-0,622	-0,791	-0,597	-0,721
	ДБ (% до ВВП)	0,922	0,934	0,879	0,503
	ВКПС (% до ВВП)	0,785	0,991	0,892	0,610
	КО (% до ВВП)	0,592	0,754	0,911	0,124
	ОДВПооб	-0,280	0,363	0,077	0,700
ЗОВНІШНІ КІЛЬКІСНІ ІНСТИТУЦІЙНІ ІНДИКАТОРИ	ЗБорг (% до ВВП)	-0,546	-0,068	-0,518	0,550
	ДБорг (% до ВВП)	-0,446	0,145	-0,280	0,688
	ПШ (% до ВВП)	-0,108	-0,204	-0,582	0,338
	ПфІ (% до ВВП)	0,577	0,059	-0,001	-0,064
	ЧА (% до ВВП)	-0,555	-0,953	-0,759	-0,730
	ІАДО (% від загального обсягу)	0,564	-0,020	-0,431	0,581

Джерело: розраховано за даними [25; 26].

**Коефіцієнт кореляції між показниками розвитку фінансової системи  
України та індикаторами інституційного середовища банківської системи  
(2013-2019 рр.)**

<b>Показники / Індикатори</b>	<b>внутрішні кредити фінансового сектору ВКФС ( % до ВВП)</b>	<b>капіталізація фінансового ринку КФР ( % до ВВП)</b>	<b>корпоратив ні облигації КО ( % до ВВП)</b>	<b>державні облигації ОДВПоб (%до ВВП)</b>
Індекс ЕС	-0,460	0,003	0,026	0,329
Індекс ПДЕ	-0,399	-0,011	-0,317	-0,215
Індекс ПС-ЗПВ	-0,698	-0,306	-0,279	0,043
Індекс ЗГ	0,668	0,496	0,390	0,040
Індекс ВТМР	0,602	0,173	0,217	0,217
Індексу ЯРБ	-0,694	-0,565	-0,550	0,794
ДВКС ( % до ВВП)	-0,622	-0,712	-0,731	0,489
ЧАДБ	-0,869	-0,802	-0,764	0,645
ЧАНБ	-0,840	-0,807	-0,741	0,757
ДБ ( % до ВВП)	0,875	0,733	0,727	-0,237
ВКПС ( % до ВВП)	0,916	0,793	0,628	-0,649
ПІ ( % до ВВП)	0,297	0,362	0,424	-0,808
Зборг ( % до ВВП)	-0,377	-0,702	-0,723	0,856
ЧІА ( % до ВВП)	-0,792	-0,661	-0,383	0,101
ЧКАБ	-0,919	-0,839	-0,706	0,395

*Джерело: розраховано за даними [25; 26].*

## Додаток Г

**Оцінювання впливу факторів фінансового форсажу для ВВП України на основі даних 2008-2019 рр.**

Таблиця Г.1

### Показники фінансового форсажу розвитку національної економіки України

Рік	Монетизація, у % до ВВП	Капітальні вкладення, у % до ВВП	Кредити суб'єктам господарювання, у % до ВВП	Кредитний відсоток	Банківські депозити, у % до ВВП	Інфляція	Валютний курс	Податкове навантаження, у % до ВВП	Державні витрати кінцевого споживання, у % до ВВП
2008	54,5	25,9	95,08	15,5	37,95	22,3	5,27	22,9	16,98
2009	53,4	18,4	103,84	17,7	36,67	12,3	7,79	22	19,17
2010	55,4	17,1	94,17	13,7	38,49	9,1	7,94	21,7	19,38
2011	52,7	17,7	87,27	13,4	37,35	4,6	7,97	24,8	17,36
2012	55	19	87,87	14,7	40,62	-0,2	7,99	24,7	18,65
2013	62	16,9	95,02	13,6	46,05	0,5	11,89	23,2	18,58
2014	60,3	14,2	108,46	14,4	43,09	24,9	21,84	23,2	18,66
2015	50	13,6	85,19	16,6	36,21	43,3	25,55	25,5	18,92
2016	46,2	15,5	78,71	14,8	33,29	12,4	26,6	27,3	18,60
2017	40,5	15,8	65,54	13,6	30,13	13,7	26,6	27,8	20,66
2018	35,9	17,7	57,33	16,7	26,22	9,8	27,2	27,7	20,77
2019	36,2	18,1	48,69	16,4	26,96	4,21	25,8	26,9	19,91

Джерело : World Bank Open Data. The World Bank. URL : <https://data.worldbank.org/>

## Оцінювання впливу факторів фінансового форсажу для ВВП України на основі даних 2008-2019 рр.

<b>Фактор-показник</b>	<b>Значення кореляції</b>
Монетизація	-0,894
Капітальні вкладення	-0,268
Кредити суб'єктам господарювання	-0,932
Відсоток по кредитах суб'єктам господарювання	0,239
Банківські депозити	-0,825
Інфляція	-0,090
Валютний курс	0,836
Податкове навантаження	0,866
Державні витрати кінцевого споживання	0,717
Прямі іноземні інвестиції	-0,598

**Додаток Д**  
**Індикатори фінансової безпеки України 2014-2019 рр.**

Таблиця Д.1

**Динаміка індикаторів бюджетної та боргової безпеки України у 2014-2019 рр.**

Показник	Значення						Стан <sup>1</sup>					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Відношення дефіциту / профіциту державного бюджету до ВВП, %	-4,98	-2,28	-2,95	-1,60	-1,66	-2,09	2	1	1	1	1	1
Дефіцит/профіцит державних бюджетних та позабюджетних фондів, % від ВВП	-0,23	-2,69	0,13	0,03	-0,21	-0,67	1	2	2	2	1	1
Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет, %	29,11	32,94	32,84	34,09	33,28	31,15	2	3	3	4	4	3
Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування та погашення держборгу до доходів держбюджету, %	47,27	57,07	33,62	59,74	37,84	47,12	5	5	5	5	5	5
Відношення обсягу держ та гарантованого боргу до ВВП, %	69,37	79,06	80,90	71,78	60,90	52,38	5	5	5	5	5	4
Відношення обсягу валового зовнішнього боргу до ВВП, %	95,8	131,0	121,7	103,9	87,8	78,5	5	5	5	5	5	5
Середньозважена дохідність ОВДП на первинному ринку, %	13,4	13,1	9,2	10,5	17,8	15,2	5	5	4	4	5	5
Індекс ЕМВІ+Україна	2226	2375	860	574	571	568	5	5	4	3	3	3
Відношення обсягу офіційних міжнародних резервів до обсягу валового зовнішнього боргу, %	5,96	11,20	13,69	16,13	18,15	20,78	5	5	5	5	5	4

<sup>1</sup> Стан: 1 – оптимальний, 2 – задовільний, 3 – незадовільний, 4 – небезпечний, 5 – критичний.

## Динаміка індикаторів грошово-кредитної безпеки України у 2014-2019 роках

Показник	Значення						Стан <sup>2</sup>					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Питома вага готівки поза банками в обсязі грошової маси (M0/M3), %	29,57	28,44	28,51	27,51	28,46	26,73	4	4	4	4	4	4
Різниця між процентними ставками за кредитами та за депозитами, %	4,55	5,93	5,46	6,28	6,32	5,62	2	3	3	4	4	4
Рівень середньозваженої процентної ставки за кредитами, наданими депозитними корпораціями в національній валюті, відносно ІСЦ, %	5,52	- 26,87	4,64	1,96	8,23	7,46	2	5	1	3	3	3
Частка споживчих кредитів, наданих домогосподарствам, у загальній структурі кредитів, наданих резидентам, %	13,24	10,68	10,17	12,01	14,13	17,87	3	2	2	3	3	4
Питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі наданих кредитів, %	21,29	21,81	25,88	26,44	22,76	19,63	5	5	4	4	5	5
Загальний обсяг вивезення фінансових ресурсів за межі країни, млрд дол. США	11,90	15,60	15,10	14,30	13,87	13,52	4	5	5	4	4	4

<sup>2</sup> Стан: 1 – оптимальний, 2 – задовільний, 3 – незадовільний, 4 – небезпечний, 5 – критичний.

## Динаміка індикаторів валютної безпеки України у 2014-2019 роках

Показник	Значення						Стан <sup>3</sup>					
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Індекс зміни офіційного курсу національної грошової одиниці до долара США, середній за період, %	148	148	183	117	104	102	5	5	5	4	2	1
Різниця між форвардним і офіційним курсом гривні, грн	-454,18	-454,18	-2,73	9,09	-8,78	-2,17	5	5	5	5	5	5
Валові міжнародні резерви України, місяців імпорту	1,8	1,8	3,0	3,0	3,2	3,3	4	4	1	1	1	1
Частка кредитів в іноземній валюті в загальному обсязі наданих кредитів, %	46,31	46,31	55,81	49,43	43,87	42,78	5	5	5	5	4	4
Сальдо купівлі-продажу населенням іноземної валюти, млрд дол. США	2,41	2,41	-1,54	-2,48	-2,14	-1,48	3	3	1	2	2	1
Рівень доларизації грошової маси, %	34,02	34,02	34,04	34,51	34,94	31,81	5	5	5	5	5	5

<sup>3</sup> Стан: 1 – оптимальний, 2 – задовільний, 3 – незадовільний, 4 – небезпечний, 5 – критичний.



## Динаміка індикаторів банківської безпеки України у 2014-2019 рр.

Показник	Роки						Стан <sup>4</sup>					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Частка простроченої заборгованості за кредитами в загальному обсязі кредитів, наданих банками резидентам України, %	7,81	12,41	13,61	22,21	25,89	26,03	5	5	5	5	5	5
Співвідношення банківських кредитів та депозитів в іноземній валюті, %	152,66	168,65	134,50	109,36	117,04	83,50	4	5	3	2	2	2
Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, %	32,5	43,3	48,84	49,61	50,02	50,34	3	5	5	5	5	5
Співвідношення довгострокових (понад 1 рік) кредитів та депозитів, разів	2,83	3,89	4,13	3,28	3,76	3,76	5	5	5	5	5	5
Рентабельність активів, %	-4,07	-5,46	-12,60	-1,93	1,69	4,35	5	1	5	5	3	5
Співвідношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань, %	86,14	92,87	92,09	98,37	93,52	94,06	1	1	1	1	1	1
Частка активів п'яти найбільших банків у сукупних активах банківської системи, %	37,6	53,62	55,63	56,21	59,97	57,62	4	5	5	5	5	5

<sup>4</sup> Стан: 1 – оптимальний, 2 – задовільний, 3 – незадовільний, 4 – небезпечний, 5 – критичний.

## Динаміка індикаторів небанківської безпеки України у 2014-2019 роках

Показник	Роки						Стан <sup>5</sup>					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Рівень проникнення страхування (страхові премії до ВВП), %	1,68	1,49	1,48	1,45	1,39	1,33	4	4	4	4	4	4
Рівень капіталізації лістингових компаній, % до ВВП	29,21	3,21	0,82	0,41	0,28	0,29	4	5	5	5	5	5
Рівень волатильності індексу ПФТС, кількість критичних відхилень (-10%)	1,00	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2	2	1	1	1	1
Частка надходжень страхових премій трьох найбільших страхових компаній у загальному обсязі надходжень премій, %	15,60	14,70	18,90	21,30	14,90	15,23	4	3	4	5	3	4

<sup>5</sup> Стан: 1 – оптимальний, 2 – задовільний, 3 – незадовільний, 4 – небезпечний, 5 – критичний.

## ДЛЯ НОТАТОК

Наукове видання

Ірина Анатоліївна Ломачинська

**ФІНАНСОВА СИСТЕМА: ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ  
ДОМІНАНТИ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ  
В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ**

**Монографія**

Підписано до друку 11.03.2020. Формат 60×84/16.  
Ум. друк. арк. – 21,39. Тираж 300 пр. Зам. № 550/20.

---

Редакційно-видавничий відділ Чернігівського національного технологічного університету  
14035, Україна, м. Чернігів, вул. Шевченка, 95.

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи до Державного реєстру видавців,  
виготівників і розповсюджувачів видавничої продукції  
серія ДК № 4802 від 01.12.2014 р.