ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА СЛУЖБА УКРАЇНИ
НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

На правах рукопису

КОВАЛЕНКО ЮЛІЯ МИХАЙЛІВНА

УДК 336:336.7

РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ В УМОВАХ ІНСТИТУЦІЙНИХ ТРАНСФОРМАЦІЙ

08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
доктора економічних наук

Науковий консультант
Опарін Валерій Михайлович
доктор економічних наук, професор

Ірпінь – 2014

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ 4
ВСТУП 6

РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ 18
1.1. Фінансовий сектор в організаційно-інституційній матриці фінансової системи 18
1.2. Критерії та засади структуризації фінансового сектору 29
1.3. Фінансові послуги як форма організації економічних відносин у фінансовому секторі 44
1.4. Сфери діяльності фінансових корпорацій: фінансовий ринок і ринок фінансових послуг 56
1.5. Функції і роль сучасного фінансового сектору в економічних процесах 71
Висновки до розділу 1 88

РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ У КОНТЕКСТІ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ПАРАДИГМИ 92
2.1. Взаємозв’язок фінансових інституцій, організацій, інститутів і органів-регуляторів 92
2.2. Інституційна організація фінансового сектору економіки 106
2.3. Економічні чинники розвитку фінансового сектору та інституційна ефективність фінансової діяльності 123
2.4. Процес інституціалізації фінансового сектору і передумови розвитку його інститутів 138
2.5. Вплив неформальних норм на інституційні трансформації у фінансовому секторі 157
Висновки до розділу 2 170

РОЗДІЛ 3. ІНСТИТУЦІЙНІ ДОМІНАНТИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ 174
3.1. Становлення фінансових інститутів та їх інституційного забезпечення 174
3.2. Права власності та контракті відносини як базисні інституції розвитку фінансового сектору 197
3.3. Особливості формування трансакційних витрат у фінансовій діяльності 213

3.4. Фінансова поведінка та фінансова грамотність споживачів фінансових послуг 230
Висновки до розділу 3 244

РОЗДІЛ 4. ІНСТИТУЦІЙНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ В АРХІТЕКТУРІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ 247
4.1. Ідентифікація банківської та ринкової моделі фінансового сектору в економіці 247
4.2. Вплив глобалізації й фінансіалізації на інституційну організацію фінансового сектору 263
4.3. Формування комплементарної моделі фінансових секторів країн світу 283
4.4. Специфічні особливості вітчизняної моделі фінансового сектору 297
Висновки до розділу 4 313

РОЗДІЛ 5. ПЕРСПЕКТИВНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ТА ІНСТИТУЦІАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ 317
5.1. Підвищення конкурентоспроможності фінансового сектору економіки 317
5.2. Зміна ролі держави у формуванні фінансових інституцій та інститутів 336
5.3. Забезпечення фінансової стійкості та стійкого розвитку фінансового сектору 355
5.4. Узгодження інтересів виробників і споживачів фінансових послуг у процесі інституційних перетворень 373
Висновки до розділу 5 390

ВИСНОВКИ 393
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 401
ДОДАТКИ 439

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

АСЕАН – Асоціація країн Південно-Східної Азії (англ. Association of SouthEast Asian Nations, ASEAN);
АТ – акціонерне товариство;
ВАТ – відкрите акціонерне товариство;
ВВП – валовий внутрішній продукт;
ВНД – валовий національний дохід;
ВНК – валове накопичення капіталу;
ГАТС – Генеральна угода про торгівлю послугами (англ. General Agreement on Trade in Services**,** GATS);
ДГ – домогосподарство;
ДКЦПФР – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
ЄС – Європейське союз (англ. European Union, EU);
ЗАТ – закрите акціонерне товариство;
ЗДУ – загальне державне управління;
ЗУ – Закон України;
ІГК – Індекс глобальної конкурентоспроможності;
ІСІ – інститут спільного інвестування;
КВЕД – Класифікація видів економічної діяльності;
КІСЕ – Класифікація інституційних секторів економіки;
КІФ – корпоративний інвестиційний фонд;
КМУ – Кабінет Міністрів України;
КС – компенсаційний сертифікат;
КУА – компанія з управління активами;
МВФ – Міжнародний валютний фонд (англ. International Monetary Fund, IMF);
ММСП – мікро-, малі і середні підприємства;
НАКСУ – Національна асоціація кредитних спілок України;
НАФТА – Північноамериканська зона вільної торгівлі (англ. North American Free Trade Agreement, NAFTA);
Нацкомфінпослуг – Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг;
НБУ – Національний банк України;
НДДКР – науково-дослідні і дослідно-конструкторські роботи;
НКО – некомерційна організація;
НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку;
НПЗ – недержавне пенсійне забезпечення;
НПФ – недержавний пенсійний фонд;
НФК – нефінансова корпорація;

ОВДП – облігація внутрішньої державної позики;
ОЕСР – Організація економічного співробітництва та розвитку (англ. Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD);
ООН – Організація об'єднаних націй (англ. United Nations, UN);
ОПУ – об'єднання професійних учасників;
ПАР – Південноафриканська республіка;
ПАТ – публічне акціонерне товариство;
ПДВ – податок на додану вартість;
ПІІ – пряма іноземна інвестиція;
ПІФ – пайовий інвестиційний фонд;
ПМС – приватизаційний майновий сертифікат;
ПрАТ – приватне акціонерне товариство;
ПФТС – Перша фондова торговельна система;
СНД – Співдружність незалежних держав;
СНР – Система національних рахунків (англ. System of National Accounts, SNA);
СОТ – Світова організація торгівлі (англ. World Trade Organization, WTO);
СРО – саморегулівна організація;
СРСР – Союз Радянських Соціалістичних Республік;
УАІБ – Українська асоціація інвестиційного бізнесу;
УРСР – Українська Радянська Соціалістична Республіка;
ФГВФО – Фонд гарантування вкладів фізичних осіб;
ФДМУ – Фонд державного майна України;
ФК – фінансова корпорація;
ФОН – фонд операцій з нерухомістю;
ФРС – Федеральна резервна система США (англ. Federal Reserve System, FRS);
ФФБ – фонд фінансування будівництва;
ЦБ – Центральний банк;
ЦСЄ – Центральна та Східна Європа;
ЮНКТАД – Конференція ООН з торгівлі та розвитку (англ. United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD);
BRICS – Brazil, Russia, India, China, South Africa;
FINREP – Financial Sector Development Project – Проект розвитку фінансового сектору;
SEDA (**Sustainable Economic Development Assessment) –** Оцінка сталості економічного розвитку**;**
USAID (United States Agency for International Development) – Агентство США з міжнародного розвитку.

ВСТУП

Актуальність теми. У сучасній глобалізованій економіці надзвичайно важлива роль належить фінансовому сектору (сектору фінансових корпорацій), який має забезпечувати процеси трансформації заощаджень в інвестиції, що є ключовою передумовою стійкого економічного розвитку. Нині фінансова глибина (відношення фінансових активів до ВВП) світової економіки перевищує 300 %. В Україні цей показник значно нижчий – 70 %. З одного боку, це вагомий позитивний вплив на світову і національну економіки, з іншого – фінансовий сектор породжує різноманітні системні ризики внаслідок його відриву від потреб суспільного розвитку, що наочно проявилось під час останньої світової фінансової кризи. Як зазначає нобелівський лауреат Дж. Стігліц, «фінансові компанії звеличували свій бізнес і пишалися тими масштабами та прибутковістю, яких вони домоглися. Але фінансова система повинна бути засобом досягнення мети, а не кінцевою метою. Надвисокий прибуток, що отримується у фінансовому секторі, не може досягатися за рахунок принесення в жертву процвітання та ефективності решти економіки» [1].

Основним лейтмотивом виступів провідних вчених, політиків і громадських діячів у кризовий та посткризовий періоди стала теза про необхідність скорочення надміру зростаючого фінансового сектору. Водночас таке бачення проблеми не є виправданим і раціональним, оскільки йдеться не стільки про зменшення його ролі і обсягів, скільки про зміну парадигми розвитку й наближення фінансового сектору до потреб економіки. Суперечності між теорією й практикою, що обумовлюються впливом на цей сектор процесів глобалізації, інформатизації, прискореного руху капіталу й архітектурних зрушень, зміни підходів до його регулювання в умовах системних ризиків і соціальних потрясінь, – це далеко не повний перелік проблем, сприяти

[1] Stiglitz J. E. Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy / Stiglitz J. E. – New York: W.W. Norton & Co., 2010. – P. 45.

вирішенню яких можна шляхом розроблення заходів із забезпечення конкурентоспроможності, стійкості та інституційної ефективності фінансового сектору, а також підвищення довіри до фінансових інститутів.

Особливе значення проблематика подальшого розвитку фінансового сектору набула в Україні у зв'язку із суперечливою взаємодією нових інституцій ринкового типу зі старим неформальним інституційним середовищем, що залишилося у спадок від адміністративно-командної системи. Фактично він став заручником панівних серед реформаторів уявлень про пріоритетність макроекономічних досягнень перед інституційними реформами. Відповідно, розвиток фінансового сектору повинен передбачати інституціалізацію соціальних, економічних і політичних координат, через що специфіка трансформаційних процесів детермінує необхідність адекватної методології економіко-теоретичного аналізу на основі інституційної парадигми.

Дослідженню проблем розвитку фінансового сектору та його інститутів приділили увагу такі західні вчені, як П. Бернстайн, З. Боді, Дж. Ван Хорн, Р. Габбард, А. Грінспен, А. Деміргуч-Кунт, Ф. Додд, Л. Зінгалез, Дж. Кейнс, Р. Колб, П. Кругман, Р. Левін, Х. Мінські, Ф. Мишкін, Р. Мертон, Р. Раджан, Т. Райс, Р. Родрігес, Л. Росс, Дж. Сакс, П. Самуельсон, Дж. Сорос, Дж. Стігліц, Ю. Фама, С. Фішер та ін. Утім їх теоретичні та практичні розробки, що розраховані на розвинені країни, не повною мірою відповідають умовам розвитку вітчизняної економіки. Адаптація зарубіжних напрацювань до умов і специфіки фінансової науки в Україні становить значний науковий і практичний інтерес і потребує спеціальних досліджень. У цьому контексті заслуговують на увагу напрацювання вітчизняних науковців у сфері фінансового сектору, зокрема М. Алексеєнка, Л. Алексеєнко, О. Барановського, Я. Белінської, О. Береславської, Т. Васильєвої, О. Васюренка, О. Вовчак, О. Гаманкової, В. Гейця, В. Гончаренка, В. Грушка, В. Зимовця, С. Єгоричевої, О. Кнейслер, С. Козьменка, В. Козюка, В. Корнєєва, М. Крупки, С. Леонова, І. Лютого, В. Міщенка, С. Міщенко, О. Мозгового, А. Мороза, С. Науменкової, С. Онишко,

В. Опаріна, А. Пересади, О. Петрука, Л. Примостки, В. Смагіна, Н. Ткаченко, В.Федосова, І. Школьник, С. Юрія та ін.

Визнаючи цінність наукових досягнень зарубіжних і вітчизняних учених та їх вагомий внесок у розвиток фінансового сектору, сучасний стан наукової розробки цієї проблематики не можна вважати завершеним. Це пов'язано не лише з новітніми явищами, які зумовлені глобалізацією, фінансіалізацією економічних процесів, загостренням кризових явищ і пошуком способів їх подолання, а й певною фрагментарністю у концептуальних підходах до розуміння сутності та місця фінансового сектору в економіці, неоднозначними поглядами на його функціонування і подальший розвиток. Здебільшого у суспільстві відсутнє розуміння того факту, що економічні процеси відбуваються у певних інституційних середовищах й структурах, які досі в Україні не сформовані. У цьому контексті дуже важливою є комплементарність формальних правил і неформальних норм, що склались в економіці та фінансовому секторі зокрема. Це призводить до поглиблення науково-методологічних і методичних проблем, що безпосередньо відображаються у практичній діяльності фінансових корпорацій і негативно впливають на сучасний стан фінансового ринку.

Нагальна потреба у розв'язанні наукових і практичних питань подальшого розвитку фінансового сектору, що визначається інституційними трансформаціями, обумовили вибір теми дисертаційної роботи, визначили мету, завдання, логіку та зміст дослідження.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконувалась відповідно до плану наукових досліджень, а саме науково-дослідних тем Національного університету ДПС України (далі – НУДПСУ):

– «Фінансовий механізм структурної перебудови економіки України» (номер державної реєстрації 0107U011127), у межах якої автором досліджено витоки відриву фінансового сектору від реального та запропоновано способи його подолання;

– «Регулювання фінансових ринків в умовах глобалізації» (номер державної реєстрації 0113U002843), у межах якої автором запропоновано концепцію розвитку фінансового сектору економіки України;

– «Оподаткування фінансового сектору: міжнародний досвід та шляхи запровадження в Україні» (номер державної реєстрації 0111U007092), у межах якої автором досліджено місце фінансового сектору у фінансовій системі та економіці країни, а також його роль у сучасних економічних процесах.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розроблення теоретико-методологічних засад і формування науково-методичного забезпечення розвитку фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій.

Реалізація поставленої мети зумовила необхідність вирішення таких завдань:

– розкрити теоретико-методологічні засади функціонування фінансового сектору і його місце у фінансовій системі;

– дослідити специфіку організації економічних відносин у фінансовому секторі та сфери діяльності його корпорацій;

– визначити функції та потенціал фінансового сектору в економічних процесах;

– виявити взаємозв’язок фінансових інституцій, організацій, інститутів та органів-регуляторів, а також розробити ієрархію інституційної організації фінансового сектору;

– розкрити наукові основи розвитку фінансового сектору та ефективності його інституційного середовища;

– оцінити вплив інституціалізації та інституційних трансформацій на розвиток вітчизняного фінансового сектору;

– виокремити та охарактеризувати основні етапи становлення фінансових корпорацій та їх інституційного забезпечення в Україні;

– ідентифікувати базисні чинники розвитку фінансового сектору, формування в ньому трансакційних витрат;

– виявити вплив поведінки й грамотності споживачів фінансових послуг на активізацію діяльності фінансових інститутів;

– відстежити визначальні тенденції інституційних змін в архітектурі світового фінансового сектору;

– обґрунтувати пропозиції щодо зміни ролі держави у формуванні фінансових інститутів та інституцій, забезпечення стійкості та стійкого розвитку фінансового сектору;

– розробити науково-практичні рекомендації щодо узгодження інтересів виробників і споживачів фінансових послуг у процесі інституційних перетворень.

Об'єктом дослідження є фінансовий сектор як структурний елемент економіки й інституційно-організаційної архітектури фінансової системи.

Предметом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі функціонування фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій.

Методи дослідження. В основу дисертаційної роботи покладено загальнонаукові методи пізнання: системний (для адаптації інституційних теорій до аналізу фінансової діяльності); наукової абстракції, аналізу та синтезу, функціонального й системного аналізу, індукції та дедукції – для розкриття теоретичних положень діяльності фінансових корпорацій та обґрунтування категоріального апарату; історико-логічний метод – для дослідження еволюції теоретичних поглядів на роль і функції фінансового сектору в економіці, а також періодизації відповідних інституційних трансформацій; системно-структурний метод – для визначення місця цього сектору та його інституційних одиниць у фінансовій системі й економіці країни; аналогії, кількісного і якісного порівняння – щодо оцінювання розвитку вітчизняного фінансового сектору порівняно з секторами інших країн; екстраполяції – при проекції зарубіжного досвіду на вітчизняну практику; графічні, економіко-статистичні методи збору та обробки інформації, зокрема вибіркові дослідження, групування, статистичні порівняння абсолютних та відносних величин, експертні оцінки – у процесі аналізу стану

фінансового сектору та тенденцій його розвитку; метод логічного узагальнення – для обґрунтування концепції розвитку фінансового сектору і кодексу кращої практики фінансової діяльності.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативно-правові документи з питань розвитку фінансового сектору, статистичні дані Державної служби статистики України, Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Організації економічного співробітництва та розвитку, Банку міжнародних розрахунків, Світової федерації бірж, Світової організації торгівлі, Агентства США з міжнародного розвитку, Федеральної резервної системи США, Європейського центрального банку, Бундесбанку Німеччини, матеріали саморегулівних організацій ринку фінансових послуг, інформаційно-аналітичних видань, наукові розробки і звіти науково-дослідних установ, результати досліджень вітчизняних і зарубіжних науковців.

Наукова новизна одержаних результатів. Найістотніші результати дослідження, що містять наукову новизну, полягають у наступному:

вперше:

− розроблено теоретико-методологічні основи ефективної алокації ресурсів фінансового сектору шляхом оцінювання валового нагромадження і заощадження, прийняття фінансових зобов’язань і придбання фінансових активів в економіці, що дало можливість запропонувати визначення потенціалу цього сектору як акумульованої фінансової спроможності до забезпечення країною розширеного відтворення у реальному секторі, акумуляції фінансових ресурсів в інших секторах;

− визначено засади інституціалізації фінансового сектору як виникнення нових, запозичення й видозміну існуючих інституцій, які беруть участь у фінансовій діяльності або сприяють її реалізації. Це дало змогу визначити її вектор у напрямі інституційного проектування і трактувати зміст інституційних трансформацій у цьому секторі як процесу: становлення та

розвитку фінансових інститутів, що впроваджують притаманні їм інституції у фінансову діяльність; упорядкування останньої через правила фінансової поведінки з механізмами примусу за існування неформальних норм;

− розроблено концепцію розвитку фінансового сектору на основі принципів програмно-цільового підходу, що передбачає виконання регуляторно-організаційних і методологічних завдань. Це сприятиме прискореному розвитку вітчизняної економіки через якісне підвищення конкурентоспроможності, стійкості та інституційної ефективності цього сектору, забезпечення інших секторів необхідними фінансовими ресурсами і послугами, підтримання соціальної стабільності та високого рівня життя домогосподарств з урахуванням вимог міжнародних стандартів і національних інтересів;

удосконалено:

− визначення фінансового сектору як сукупності фінансових посередників, допоміжних фінансових корпорацій, інших фінансових корпорацій, специфіка яких полягає у тому, що вони здійснюють фінансову діяльність через виробництво різноманітних фінансових послуг згідно з чинним законодавством, а також пов’язаних з ними некомерційних організацій. Це визначення є комплексним з точки зору суб’єктів і форм організації економічних відносин у фінансовому секторі, що дає змогу окреслити проблеми функціонування та інституційного забезпечення його підсекторів, обґрунтувати напрями їх реформування;

− понятійно-категоріальний апарат у сфері ринку фінансових послуг у частині детермінування фінансової послуги (з проведенням класифікації та паспортизації), фінансового продукту, комплексу фінансових послуг, фінансового посередництва та його суб’єктів, інституційних і кваліфікованих інвесторів, що сприятиме пошуку шляхів розвитку індустрії фінансових послуг, фінансового сервісу, підвищення якості фінансових послуг і гармонізації інтересів учасників ринку;

– змістовну інтерпретацію стійкості фінансового сектору як сукупності його стабільних станів протягом певного періоду в динамічній рівновазі. Це може слугувати базою для визначення принципів його стійкого розвитку, розробки основних макро- і мікропруденційних індикаторів фінансової діяльності, алгоритму її стрес-тестування;

– методичні засади оцінювання конкурентоспроможності фінансового сектору, яка інтегровано визначає його переваги і недоліки порівняно з іншими національними секторами у складі світової фінансової архітектури, на основі матриці характеристик фінансових ринків та інститутів з включенням їх розміру (глибини), доступності, ефективності та стійкості. Це дозволить забезпечити транспарентність фінансових операцій, а також охарактеризувати та порівняти фінансові сектори різних країн у динаміці;

дістали подальшого розвитку:

– науковий підхід до визначення розвитку фінансового сектору як якісних структурних зрушень з використанням нових фінансових технологій та інституцій, який ґрунтується на врахуванні внеску галузей економіки до ВВП, розміру ВВП на душу населення, якості життя населення, сталості економічного розвитку країни. На цій основі сформулювало чинники забезпечення інституційної ефективності фінансового сектору та його інституційного середовища;

– виявлення впливу економічної ментальності та стереотипів фінансової поведінки на розвиток фінансового сектору, що дало змогу запропонувати заходи з підвищення довіри до фінансових інститутів і розробити Кодекс кращої практики фінансової діяльності, що являє собою систему стандартів, які виходять за межі норм чинного законодавства, добровільно приймаються та виконуються фінансовими корпораціями;

– періодизація інституційного забезпечення фінансового сектору, яке формує правові, організаційні й економічні умови для провадження та розвитку фінансової діяльності на теренах України: 1) адміністративно-командна економіка (1920–1987 рр.); 2) формування ринкового механізму (1988–1995 рр.);

3) формування ринково зорієнтованої взаємодії (1996–1999 рр.); 4) формування інноваційно активної взаємодії (2000 р. – перша половина 2008 р.); 5) гарантування фінансової безпеки (друга половина 2008 р. – дотепер). Це дало змогу виявити системні проблеми функціонування цього сектору економіки і передумови розвитку його інститутів;

− типології фінансових секторів на основі специфіки фінансування економічних процесів (через ринки цінних паперів або кредитування), еволюційних чинників розвитку економік світу і фінансових структур. Це дозволило виокремити підвалини комплементарної моделі сектору фінансових корпорацій та довести необхідність її реалізації в Україні;

− ідентифікація визначальних тенденцій розвитку фінансового сектору, де поряд з уже відомими – фінансовою глобалізацією й відривом цього сектору від реального через фінансіалізацію (процес збільшення частки фінансової діяльності у ВВП, наслідком чого є збільшення фінансової нерівноваги, скорочення трансакційних витрат і періоду прийняття рішень, збільшення рівня споживання на противагу накопиченням), виявлено домінування фінансової конвергенції як поступового згладжування інституцій у процесі зростання взаємозалежності фінансових секторів економік світу.

Практичне значення одержаних результатів полягає в розробленні науково обґрунтованих рекомендацій, спрямованих на забезпечення інституційного розвитку фінансового сектору економіки. Окремі висновки та рекомендації автора використано в практичній діяльності:

− Підкомітету з питань страхової діяльності, регулювання ріелторської діяльності та інших операцій на ринку нерухомості, оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності Комітету Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності – при розробці нормативно-правового регулювання державно-приватного партнерства у фінансовому секторі (довідка № 1711-391/14-01 від 04.03.2013 р.);

− Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг – при підготовці проекту Закону України «Про

внесення змін до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» щодо розкриття інформації» у частині паспорту окремої фінансової послуги, а також брошури «Споживачу небанківських фінансових послуг» (довідка № 20/814 від 12.02.2014 р.);

− Державної служби статистики України – щодо конкретизації понятійного апарату у частині фінансової і страхової діяльності фінансових установ відповідно до Класифікації видів економічної діяльності (КВЕД-2010), а також Класифікації інституційних секторів економіки України у частині структуризації сектору фінансових корпорацій (довідка № 14.5-06-122-14 від 04.03.2014 р.);

− АТ (публ.) «Український банк реконструкції та розвитку» – при розробці мікропруденційних індикаторів і механізму стрес-тестування у забезпеченні фінансової стійкості банку (довідка № 01/512-1 від 16.10.2013 р.);

− ВГО «Фінансова грамота України» – у забезпеченні культивування і використання ментальних норм українців на різних рівнях інституційного середовища фінансового сектору, а також впровадженні індексу довіри до фінансових установ (довідка № 1/1-79 від 22.05.2013 р.).

Матеріали дисертаційного дослідження впроваджені у навчальний процес НУДПСУ при викладанні дисциплін «Фінансовий ринок», «Управління фінансовими активами», «Управління фінансовими інвестиціями», «Інвестування», «Фінансово-інвестиційний аналіз» (довідка № 1685/01-12 від 29.05.2013 р.) та Українського інституту розвитку фондового ринку ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при викладанні дисципліни «Інвестування» (довідка № 86/1 від 18.11.2013 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є одноосібно виконаним науковим дослідженням. Наукові положення, висновки і рекомендації, що виносяться на захист, одержані автором самостійно та відображені у друкованих працях. Внесок автора у працях, опублікованих у співавторстві, наведено у списку опублікованих праць.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати дослідження доповідались і обговорювалися на 24 міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях і симпозіумах, зокрема: «Бюджетно-податкові чинники активізації розвитку фінансових ринків та фінансового посередництва» (м. Ірпінь, 2008); «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (м. Київ, 2010); «Бізнес та умови його розвитку: національний та міжнародний дискурси» (м. Донецьк, 2010); «Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та права в умовах глобалізації» (м. Ірпінь, 2010); «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, 2010); «Напрями удосконалення протидії правопорушенням у сфері господарської діяльності» (м. Ірпінь, 2010); «Theory and practice of financial transformations in the conditions of interdependence strengthening of national economics» (м. Ірпінь, 2010); «Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку» (м. Ірпінь, 2011); «Трансформація фінансових відносин в умовах економічної глобалізації» (м. Харків, 2011); «Україна в нових реаліях: політичні, економічні та правові орієнтири розвитку» (м. Ірпінь, 2011); «Фінансові та соціально-політичні проекти модернізації суспільства в умовах відновлення економічного зростання» (м. Ірпінь, 2011); «Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки» (м. Тернопіль, 2011); «Засоби фінансового забезпечення стійкого економічного розвитку» (м. Севастополь, 2011); «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, 2011); «Фінансова безпека в системі забезпечення національних інтересів: проблеми та перспективи» (м. Полтава, 2012); «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (м. Суми, 2012); «Методи та моделі фінансового забезпечення сталого економічного розвитку» (м. Севастополь, 2012); «Концепції та механізми сучасних трансформацій на фінансовому ринку» (Ірпінь, 2012); «Страховий ринок України в умовах фінансової глобалізації» (м. Київ, 2012); «Сучасні проблеми фінансового моніторингу» (м. Ірпінь, 2013); «Регіональний розвиток – основа розбудови української держави» (м. Донецьк,

2013); «Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов» (м. Махачкала, 2013); «Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрями розвитку» (м. Київ, 2013); «Актуальні проблеми економіки 2013–2014» (м. Київ, 2014).

Публікації. За темою дисертації опубліковано 69 наукових праць загальним обсягом 66,44 друк. арк., у тому числі одноосібна монографія (обсягом 31,8 друк. арк.), розділи у 6-ти колективних монографіях (автору належить 4 друк. арк.), 2 колективних підручники, 6 статей у наукових виданнях інших держав та у фахових виданнях України, що включені до міжнародних наукометричних баз, 28 статей у фахових виданнях і 26 в інших.

Структура й обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається із вступу, п’яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 516 сторінок, основний зміст викладено на 397 сторінках. Дисертація містить 43 таблиці та 69 рисунків, із них 3 рисунки займають 3 окремі сторінки. Список використаних джерел містить 389 найменувань на 38 сторінках, 18 додатків розміщено на 78 сторінках.

РОЗДІЛ 1
ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ

1.1. Фінансовий сектор в організаційно-інституційній матриці фінансової системи

Перехід республік СРСР до ринкової економіки змінив розуміння фінансової системи і її структури. Якщо раніше переважна частина фінансових потоків пов'язувалася переважно з купівлею-продажем реальних активів (основних і оборотних засобів), то нині – з обігом фінансових активів. Глобалізаційні процеси привели до появи новітніх форм фінансових потоків, які опосередковують еквівалентний обмін у рамках відтворювальних циклів, а також спричиняють формування гігантського світового пласту фінансового простору, коли саме фінансовий ринок стає базою існування фінансового сектору, який включає банки, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди (далі – НПФ), інститути спільного інвестування (далі – ІСІ), біржі тощо.

Протягом останніх років процес становлення і розвитку фінансових інститутів відбувається прискореними темпами: значно зростають кількісні показники капіталу, зобов'язань і активів (в абсолютних і відносних показниках), удосконалюється відповідна нормативно-правова база, будується необхідна інфраструктура, посилюється конкуренція тощо. Разом із тим відсутність узгодженого комплексного бачення теоретико-методологічних засад формування т розвитку фінансового сектору України та його місця у фінансовій системі держави не дає змоги цьому сектору економіки поліпшити якісні характеристики й повною мірою забезпечити економічні зростання і розвиток.

Дефініція «фінансовий сектор» зустрічається у різноманітних джерелах, проте об'єктиві процеси зміни структури, ролі і функцій фінансового сектору в

економіці поки що не дістають необхідної наукової оцінки в економічній і фінансовій теорії. Її вживання окремими науковцями має випадковий характер і не супроводжується відповідним обґрунтуванням і поясненням. Це відбувається переважно за розгляду таких понять, як «фінансова система», «банківська система», «фінансовий ринок», «ринок фінансових послуг» тощо. Як вважають С. Льовочкін, В. Опарін і В. Федосов, всі ці поняття тісно взаємопов'язані, хоча й не є чітко субординованими. Маючи багато спільного, вони перетинаються між собою, але тільки в певному сегменті [162, с. 61]. Взагалі, чіткого розмежування та однозначного трактування вказаних понять у зарубіжних і вітчизняних джерелах не існує, що пояснюється історичними і національними умовами розвитку економік, але спільне у них насамперед те, що фінансова система «розподіляє дефіцитний капітал між конкуруючими способами використання, намагаючись спрямовувати його найбільш ефективно, туди, де він дає найбільшу віддачу» [247, с. 143]. Важливим при цьому є визначення місця і функцій фінансового сектору у цій системі.

Розпочнемо з того, що у тлумачному словнику С. Ожегова і Н. Шведової подано сім трактувань системи з різних позицій, з яких можна вибрати принаймні два: 1) дещо ціле, що являє собою єдність частин, які закономірно розташовані і перебувають у взаємному зв'язку; 2) сукупність організацій, що є однорідними за своїми завданнями, або установ, що організаційно об'єднані в єдине ціле [197, с. 719]. На основі цього існує два підходи до визначення фінансової системи – широкий і вузький.

Вважається, що у широкому розумінні фінансова система є сукупністю фінансових відносин між різними економічними суб'єктами, що виникають на основі утворення фінансових потоків. Такий підхід історично пов'язаний з працею І. Горлова «Теория финансов» 1841 р. [42]. На початку 1950-х рр. О. Александров, розглядаючи фінанси і кредит разом, давав єдине і вузьке трактування фінансової системи: «Система загальнодержавних фінансів і радянського кредиту являють собою… взаємопов'язані складові єдиної державної фінансово-кредитної системи СРСР, що складається з ряду ланок, які

мають свої завдання і функції» [3, с. 43]. У підручнику «Финансы СССР» 1967 р. [265] банківський кредит також було включено до фінансової системи. У подальшому М. Шерменьов [266] виділив у ній три сфери: фінанси матеріального виробництва, державний бюджет і фінанси невиробничої сфери (див. дод. А табл. А.1). Варто погодитись з Т. Єфименко у тому, що «фінанси «живуть» не тільки на рівні держави – вони являють собою сукупність грошових відносин, які виникають у процесі створення фондів коштів у суб'єктів господарювання» [55, с. 26].

Щодо сучасної широкої структуризації фінансової системи (сутнісної ознаки; внутрішньої (змістовної) ознаки; наукового аспекту; внутрішньої будови), то тут існують різноманітні точки зору (див дод. А табл. А.1). Вони багато в чому збігаються, хоча й використовується різна термінологія. Практично всі вчені включають до цієї системи фінанси суб'єктів підприємницької діяльності, різні ланки державних фінансів і фінансовий ринок (останній – з 2000 р.). Проте найбільш дискусійними залишається питання включення до неї фінансів населення (громадян) і страхування.

На нашу думку, замість фінансів населення (громадян) більш прийнятним є виділення фінансів домогосподарств, що відповідатиме Класифікації інституційних секторів економіки України (далі – КІСЕ) [74], де сектор домогосподарств об'єднує найманих працівників, роботодавців, самостійно зайнятих працівників, одержувачів доходу від власності та трансфертів. При цьому недоцільним є включення фінансів домогосподарств до фінансів суб'єктів господарювання, адже останні складають сектор нефінансових корпорацій.

Щодо страхування, то воно являє собою особливу форму перерозподільчих процесів з приводу формування та використання цільових фондів грошових коштів для захисту майнових інтересів фізичних і юридичних осіб, відшкодування їм матеріального збитку за настання несприятливих явищ і подій [131, с. 11]. При цьому існує два види страхових організацій: 1) різноманітні позабюджетні фонди страхування, тобто їх фінанси є складовою державних

фінансів; 2) фінансові установи, які є юридичними особами, мета діяльності яких полягає в одержанні прибутку, що характерно для комерційних підприємств. Отже, страхування не є окремою сферою фінансової системи України, а структурним елементом фінансів фінансових корпорацій.

Як було зазначено, фінансова система має і вузьке розуміння, коли вона структурується за різними підходами (див. дод. А табл. А.2): організаційним (інституційним) наповненням [203]; організаційною ознакою [264]; організаційною побудовою [185]; прагматичним аспектом [162] тощо.

З метою уніфікації підходів щодо структури фінансової системи потрібно виділити організаційно-адміністративний підхід, за якого фінансова система України включає органи управління і контролю (Міністерство фінансів України (далі – Мінфін), Національний банк України (далі – НБУ), Державну фіскальну службу України, Державну казначейську службу України, Державну фінансову інспекцію України, Рахункову палату України, Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР), Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (далі – Нацкомфінпослуг), Державну службу фінансового моніторингу тощо), а також організаційно-інституційний підхід з включенням певної сукупності фінансових інститутів. Останній є найбільш поширеним у західних джерелах (див. дод. А табл. А.2).

Так, за визначенням Світового банку фінансова система являє собою систему фінансових посередників (financial intermediaries), які забезпечують перерозподіл і ефективне використання вільних фінансових ресурсів у господарстві на основі звернення до широкого спектра фінансових інструментів і різноманітних ринків [377]. Підтримуючи зазначене, М. Савлук пише, що «… і в українській науковій літературі повинен утвердитись ринковий підхід до трактування фінансової системи, характерний для американської літератури» [32, с. 85]. На нашу думку, подібний підхід є дещо спрощеним, адже механізм фінансового посередництва реалізується через фінансовий сектор, кожна складова якого виконує свої функції, і тільки за наявності всього їх комплексу

воно може ефективно здійснювати своє головне завдання із забезпечення ефективної консолідації та алокації фінансових ресурсів, їх трансформації в інструменти фінансування економічних процесів.

Не можна погодись з думкою, що фінансовий сектор, так само, як і фінансова система, може мати дуалістичне трактування – широке і вузьке. Вважається, що у першому він є системою, «… де організуються грошові відносини у сфері розширеного відтворення між усіма суб'єктами відтворювального процесу з розподілу і перерозподілу сукупного суспільного продукту» [71, с. 131]. У вузькому розумінні він означає сукупність різних фінансових інституцій, що беруть участь у створенні національного продукту [264, с. 62]. Фінансова система опосередковує будь-яку господарську діяльність, пронизує всю економіку, не обмежуючись будь-яким окремим її компонентом. Тому за ототожнення цих понять відбувається невиправдане розширення меж фінансового сектору із втратою специфіки цього економічного явища й ускладненням його вивчення [130, с. 82].

Група вітчизняних учених [237] вважає, що фінансовий сектор пов'язаний з фінансами підприємств, бюджетною системою і банками. Звичайно, останні як фінансові посередники завжди займали чільне місце в економічних теоріях, оскільки виступають постачальниками капіталу у реальний сектор економіки. За теорією фінансового посередництва Дж. Герлі і Е. Шоу [316] (яка є винятком з концепцій традиційного економічного аналізу, що ігнорували роль фінансового сектору в економіці), ці установи є посередниками між надлишком і дефіцитом грошових коштів. При цьому автори не розглядають відмінності між банками і небанківськими фінансовими посередниками. Останні могли б виконувати функції перших за певних умов, а обґрунтування існування банків виводиться із ситуації, де вони є єдиними посередниками, і ситуації, в якій фінансового сектору не існує взагалі і фінансування набуває форми самофінансування або прямого фінансування. У документах Світового банку зазначено, що звідси бере початок тенденція вважати банки фінансовим сектором, а індекс Гроші/ВВП

(індекс «фінансової глибини») – індикатором розвитку фінансової системи [377].

Фінансовий сектор включає переважно банки у документах МВФ. На думку С. Науменкової і С. Міщенко, це зумовлено наступним: інформація стосовно банківського сектору є більш доступною; він є основним об'єктом для здійснення поточного обстеження та спостереження за ходом реалізації відповідних заходів фінансової політики; у країнах з недостатньо розвинутими фінансовими ринками на нього припадає переважна частка сукупних фінансових активів; вирішальна роль у здійсненні фінансового посередництва у країнах із нерозвиненими фінансовими ринками належить неорганізованому фінансовому ринку [185, с. 41]. Такого підходу дотримується і В. Зимовець, який розглядає фінансовий сектор як консолідовані активи і зобов'язання банківської системи і НБУ [61, с. 317].

Узагалі, саме слово «сектор» (лат sector, букв. – той, що розсікає) означає частину, галузь народного господарства [240, с. 825]. Тож сектор економіки, зокрема фінансовий, – це, передусім, частина економіки, яку за певними ознаками можна виділити від інших частин економіки в теоретичних або практичних цілях.

У Сучасному економічному словнику «фінансовий сектор економіки – це частина економіки, що пов'язана з діяльністю фінансово-кредитних інститутів» [243, с. 425]. У проекті Стратегії розвитку фінансового сектора України до 2015 року [250] визначено, що він є однією з найважливіших сфер національної економіки, де відбувається формування і розподіл фінансових ресурсів та послуг, що пов'язані з діяльністю фінансових установ. У цьому контексті фінансовий сектор виступає радше «певним інституційним угрупуванням суб'єктів ринку, мета діяльності яких зводиться до опосередкування взаємовідносин щодо руху вільних фінансових ресурсів між суб'єктами інших секторів» [60, с. 72].

У цілому, як свідчить проведений нами аналіз, більшість авторів у визначенні фінансового сектору обмежуються перерахуванням окремих

сегментів цього сектору економіки (банківського, страхового тощо) або фінансових інститутів, що входять до його складу. Ця обставина пов'язана насамперед з використанням Системи національних рахунків (далі – СНР) – системи зведених статистичних показників, що характеризують найважливіші аспекти і результати розвитку економіки понад 150 країн світу з ринковою економікою.

Довгий час статистична звітність у світі базувалась на СНР 1993 р. (СНР'93) [361], яку було розроблено спільно Організацією Об'єднаних Націй (далі – ООН), Міжнародним валютним фондом (далі – МВФ), Світовим банком, Організацією економічного співробітництва та розвитку (далі – ОЕСР) і Євростатом. Основною ланкою економіки в ній є інституційна одиниця – суб'єкт господарювання, який самостійно приймає рішення, що стосуються його економічної діяльності, розпоряджається своїми матеріальними і фінансовими ресурсами та розробляє повний набір бухгалтерських рахунків. В Україні згідно міжнародних стандартів і Класифікації інституційних секторів економіки України (далі – КІСЕ) [74] такі одиниці, що є однорідними з точки зору функцій, які вони виконують в економічному процесі, та способу фінансування витрат, групуються у п'ять секторів:

1) нефінансові корпорації – інституційні одиниці, основною діяльністю яких є виробництво ринкових товарів чи надання нефінансових послуг;

2) фінансові корпорації – всі корпорації, які спеціалізуються на фінансових послугах чи допоміжній фінансовій діяльності;

3) сектор загального державного управління – юридичні особи, для яких основною діяльністю є виконання функцій законодавчої, виконавчої або судової влади відносно інших інституційних одиниць у межах певної території;

4) домашні господарства – наймані працівники, роботодавці, самостійно зайняті працівники, одержувачі доходу від власності та трансфертів;

5) некомерційні організації (далі – НКО), що обслуговують домашні господарства – політичні партії та інші громадські організації, благодійні організації і фонди, соціально-культурні підрозділи нефінансових і фінансових

корпорацій, які надають неринкові товари та послуги домашнім господарствам без оплати або за цінами, що не мають економічного значення.

Логічно, що фінансовий сектор – це частина економіки, яка пов'язана з діяльністю фінансових корпорацій. Сам термін «корпорація» у контексті КІСЕ [74] використовується як узагальнюючий термін для господарських товариств – інституційних одиниць, що створені спеціально з метою ринкового виробництва товарів та послуг і є джерелами прибутку чи іншої фінансової вигоди для своїх власників.

Згідно з Господарським кодексом України [43], корпорації знаходяться у приватній власності акціонерів і пайовиків, відповідальність кожного з яких обмежена розміром капіталу, вкладеного в акції. КІСЕ вводить також поняття квазікорпорації – унітарного підприємства, що створюється одним засновником (власником), а у всьому іншому не відрізняється від корпорацій. Зазначимо, що визначення корпорації в українському законодавстві відрізняється від визначення СНР і МВФ [371], де вона є юридичною особою і колективною власністю акціонерів, квазікорпорація є некорпоративним підприємством, яке функціонує як корпорація. Наприклад, КІСЕ РФ [75] включає до сектору фінансових корпорацій також і квазікорпорації. Розповсюдженим є такий підхід: у банківській системі корпораціями є банки, в квазікорпораціями – їх філії. Можна зустріти і таке: «фінансові корпорації – це кредитні установи, в тому числі Національний банк України, а також страхові компанії» [258]. Наразі на ринках фінансових послуг кредитна установа – фінансова установа, яка має право за рахунок залучених коштів надавати фінансові кредити на власний ризик [230].

Щодо використання термінів «корпорація» і «установа», то у Цивільному кодексі України наявна лише одна закрита класифікація юридичних осіб – на юридичних осіб приватного права та юридичних осіб публічного права [271]. На наступному етапі класифікації законодавець розмежовує юридичних осіб приватного права на товариства (підприємницькі і непідприємницькі), установи та інші юридичні особи.

У ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [230] фінансова корпорація підміняється фінансовою установою (компанією) – юридичною особою, яка надає одну чи декілька фінансових послуг та внесена до відповідного реєстру у порядку, встановленому законом. До фінансових установ належать банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг. Сьогодні замість інвестиційних фондів і компаній, створених у 90-х рр. для сприяння сертифікатній приватизації, на фінансовому ринку України діють ІСІ, і тут виникає питання, чи можна відносити пайовий інвестиційний фонд (далі – ПІФ), який не є юридичною особою, до фінансової установи? У цілому ж наведене поняття останньої є вужчим, ніж у КІСЕ, де фінансова установа спеціалізується не тільки на фінансових послугах, а й на допоміжній фінансовій діяльності [106].

Отже, з метою уникнення неточностей у визначеннях і складі суб'єктів фінансового сектору до нього варто відносити фінансові корпорації/квазікорпорації, а також НКО, що пов'язані з ними. Вони пов'язані не тільки між собою, а й іншими інституційними одиницями економіки через здійснення різноманітних операцій з фінансовими інструментами (купівля-продаж фінансових активів, прийняття фінансових зобов'язань – позики, кредити, рух цінних паперів, приріст депозитів тощо).

На нашу думку, існує нагальна необхідність приведення трактування і структури самої фінансової системи до КІСЕ. Прикладом такої системи, що базується на методології взаємодії секторів економіки, є балансова система Дж. Ван Хорна [24], який вважає, що аналітична та інформаційна статистика Федеральної резервної системи США (далі – ФРС) дозволяє будувати розгорнуту фінансову систему і складати матрицю руху коштів в економіці, яка показує кількісні значення фінансових потоків, активів і зобов'язань. У такий спосіб можна виявити сектори-«донори» і сектори-«реципієнти», а також

фінансових посередників. Таку практику пропонується запровадити і в Україні, адже розкриття механізму взаємодії секторів в економічній системі є методологічним рішенням питань регулювання, розподілу, використання і нарощування фінансового потенціалу кожного сектору (підсектору) і сукупного потенціалу всієї фінансової системи країни.

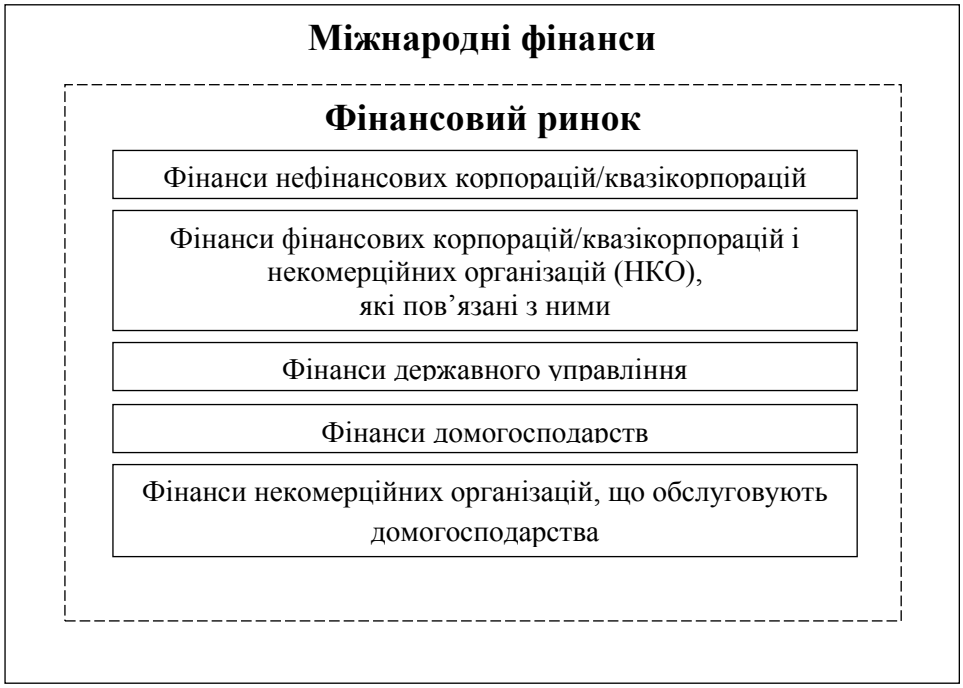


Рис. 1.1. Організаційно-інституційна матриця фінансової системи економіки

Джерело. Побудовано автором.

Узагальнюючи вищезазначене, можна виробити власне бачення сутності і структури фінансової системи, що відповідатиме світовим підходам. Так, фінансова система – це форма організації грошових відносин між інституційними одиницями секторів економіки із трансформації і розподілу фінансових ресурсів. Щодо її структури, то ми відмовляємося від класифікації деяких секторів лише на корпорації, адже вони включать також і квазікорпорації, установи, організації тощо. На рис. 1.1 наведено організаційно-

інституційну матрицю [1] (архітектуру) фінансової системи, де наочно видно місце у ній фінансового сектору, що включає фінансові корпорації/квазікорпорації (далі – фінансові корпорації), а також відповідні НКО. Разом із іншими чотирма секторами він складає організаційно-інституційну матрицю економіки.

Фінанси нефінансових корпорацій представлені фінансовими відносинами, учасниками яких є різні види підприємств і організацій, що виробляють товари чи нефінансові послуги. Фінанси загального державного управління мають суворо регламентований характер формування і використання своїх фінансових ресурсів (бюджетів) і включають фінанси юридичних осіб, для яких основною діяльністю є виконання функцій законодавчої, виконавчої або судової влади відносно інших інституційних одиниць в межах певної території. Вони мають повноваження збирати податки та інші обов'язкові платежі, а також витрачати їх відповідно до урядової політики. Не можемо не включити до фінансової системи країни фінанси НКО, оскільки вони за КВЕД [74] включають політичні партії та інші громадські організації, благодійні організації і фонди, а також соціально-культурні підрозділи нефінансових і фінансових корпорацій. Вони створені для надання послуг головним чином їхнім членам та для задоволення духовних або інших нематеріальних потреб громадян, фінансуються в основному за рахунок членських внесків. Фінансовий ринок не виділяється в окрему сферу фінансових відносин, він лише відображає їх взаємодію і є джерелом грошових коштів для нормального функціонування економіки. І, нарешті, всі підсистеми фінансової системи України разом із фінансовим ринком входять до складу міжнародних фінансів, що можна пояснити сучасним глобалізаційними та інтеграційними процесами.

Звичайно, підходи стосовно сутності і складу фінансової системи можуть істотно відрізнитися залежно від країн, наукових шкіл тощо. Але цілком

[1] Матриця (від лат. matrix (matricis) – матка) – у загальному означає загальну основу, схему, певну вихідну, первинну модель , форму, що породжує подальші відтворення чогось [70].

очевидно, що фінансова система «являє собою відкриту динамічну систему, яка постійно трансформується» [186, с. 49], вона не може бути статичною, і з розвитком економіки паралельно відбувається розвиток фінансових відносин, що відображається у зміні підходів до структури цієї системи. Як зазначає О. Василик, «у процесі економічного розвитку вона може доповнюватись або деякі її елементи можуть відмирати» [25, с. 21]. У зв'язку з цим для вироблення ефективних форм взаємодії і управління фінансами суспільства необхідно привести фінансову теорію у відповідність до сучасних реалій і практики господарювання. Нині ж в українській та іноземній економічній літературі не сформувалось сталих загальноприйнятих підходів до класифікації фінансових корпорацій, що становлять фінансовий сектор економіки і визначають його сутнісні характеристики і роль в економічних процесах.

1.2. Критерії та засади структуризації фінансового сектору

Наш інтерес передусім становить класифікація фінансових корпорацій, запропонована СНР, на основі якої сьогодні країни світу складають свої рахунки (financial accounts). За специфікою їх діяльності фінансовий сектор поділяється на підсектори, що має практичне значення для визначення значимості останніх для фінансової політики держави і встановлення джерел інформації для розрахунку показників рахунків СНР.

Варто зазначити, що СНР потребує постійного перегляду з урахуваннях сучасних економічних процесів у країнах світу. Так, у квітні 2007 р. СНР'93 була замінена на СНР'2008, коли було створено спільну робочу групу ООН/Євростат/ОЕСР з питань впливу фінансових інновацій на національні рахунки. Визначення одиниць, що входять до складу підсекторів, було змінено з метою відображення продукції (фінансові послуги), а не їх діяльності. Завдяки

розширеному охопленню і керівним принципам щодо фінансових інструментів і фінансових корпорацій нова СНР підходить для розв'язання проблем, що виникли через останню фінансову кризу. Переглянуті правила були прийняті Європарламентом і Радою Європи у 2011 р. і мали реалізуватися до 2013 року.

Відповідно до СНР'2008 [362], сектор фінансових корпорацій включає всі резидентські корпорації, основна діяльність яких полягає у наданні фінансових послуг, включаючи послуги фінансового посередництва, послуги страхування і пенсійного забезпечення, а також одиниці, які здійснюють види діяльності, що сприяють фінансовому посередництву. Крім цього, цей сектор включає НКО, які зайняті ринковим виробництвом послуг фінансового характеру, що фінансуються за рахунок внесків за підпискою від фінансових установ, і роль яких полягає у просуванні і обслуговуванні інтересів останніх. Так само, як і в Керівництві з грошово-кредитної і фінансової статистики [371], запропонованому МВФ, де фінансовий сектор складають центральний банк, інші депозитні корпорації та інші фінансові корпорації, СНР'2008 поділяє сектор фінансових корпорацій також на три широких класи, але дещо інакше – фінансові посередники, допоміжні фінансові корпорації та інші фінансові корпорації з виділенням 9 окремих підсекторів (див. дод. Б табл. Б.1).

Фінансовий ринок в Україні знаходиться на стадії формування, тому не всі підсектори можна виділити у тому вигляді, як це рекомендовано навіть у СНР'93, однак у КІСЕ України і Методичних рекомендаціях щодо складання рахунків сектору фінансових корпорацій за підсекторами [220], намагались дотримуватись саме такої класифікації, хоча і з відсутністю великої кількості фінансових установ, поширених на західних ринках (рис. 1.2).

Підсектор центрального банку включає [362]:

1. Центральний банк, або «банк банків», який наділений монопольним правом грошової емісії, регулювання грошового обігу, кредиту і валютного курсу. З приводу його включення до сектору фінансових корпорацій у документах ООН щодо СНР уточнюється, що у тих випадках, коли цей банк пов'язаний з урядом у фінансовому відношенні, управляється і контролюється

урядом країни і є частиною системи державного управління, його необхідно включати не до сектору фінансових корпорацій, а до сектору органів державного управління.

В умовах переходу до ринкової економіки НБУ був пов'язаний з урядом і цілком ним управлявся, тож його відносили до державного сектору. Однак нині НБУ все більше наближається за своїми операціями до комерційних банків (видача кредитів на платній основі, регулювання курсу гривні через інтервенції на валютному ринку тощо), хоча він продовжує виконувати деякі адміністративні функції (контроль за діяльністю банків, емісійна діяльність, видача ліцензій тощо). Тож віднесення НБУ до підсектору центрального банку може бути виправдане.

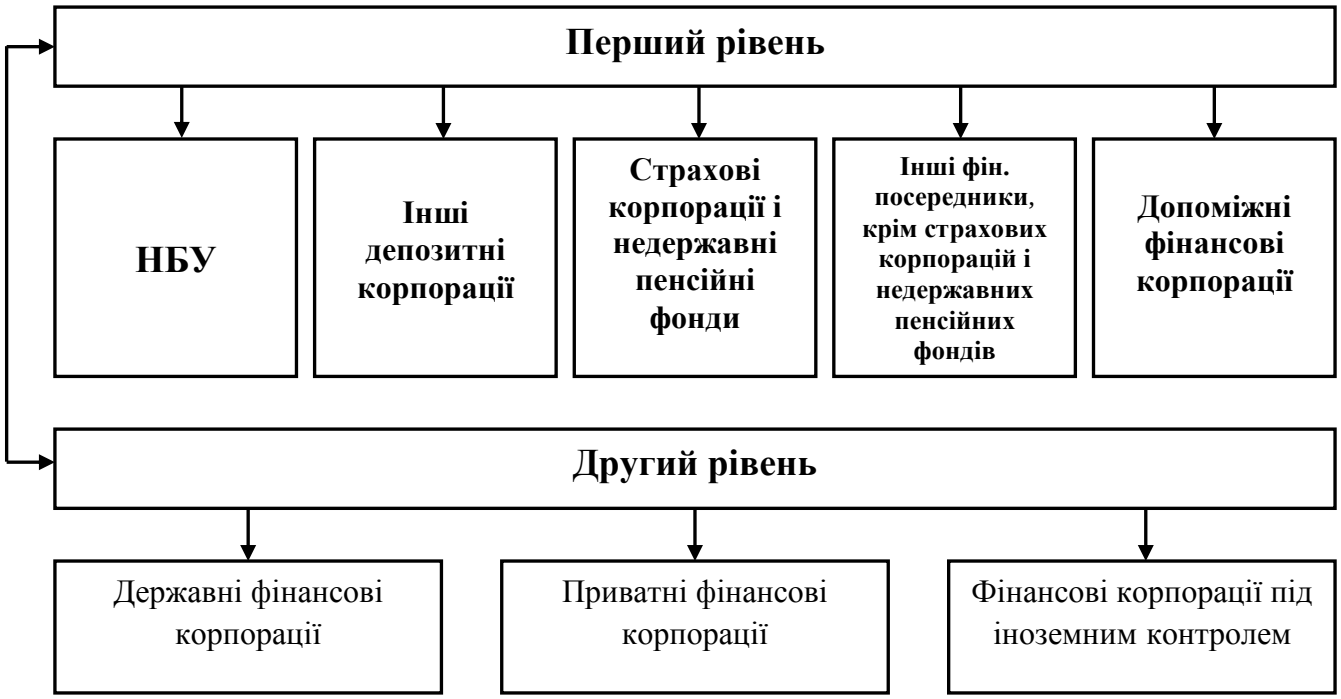


Рис. 1.2. Рівні і підсектори сектору фінансових корпорацій

Джерело. Побудовано на основі [74].

Тривалий час державними установами у галузі кредитних відносин, а не ринковими фінансовими посередниками, виступали мережі Держбанку і Будбанку. У 1989–1990 рр. (Українську контору Держбанку у 1991 р.) було включено до сектору загального державного управління. З розвитком фінансового ринку і появою комерційних банків ці банки втратили свою

монополію, що дало підстави для переведення їх до сектору звичайних фінансових установ [115, с. 24].

2. Валютні ради або незалежні валютні органи – структури, що здійснюють емісію національної валюти, яка повністю підкріплена резервами іноземної валюти. На сьогодні вони діють у Боснії і Герцеговині, Брунеї, Болгарії, Гонконгу (Китай) і Джібуті.

3. Центральні грошові агентства, переважно, державного характеру (наприклад, агентства, які управляють іноземною валютою або випускають банкноти і монети) – установи, які складають повний набір рахунків, але не розглядаються як частина центрального уряду.

Іноді монетарну політику може впроваджувати міністерство фінансів і приватний банк з монополією на грошову емісію. У деяких країнах центральні банки регулюють діяльність (або здійснюють нагляд) не лише депозитних, а й недепозитних фінансових корпорацій. З 2000-х рр. функції регулювання і нагляду стали виконувати мегарегулятори фінансових ринків (модель об'єднаного або інтегрованого нагляду) і класифікуватися у складі допоміжних фінансових корпорацій, а не у підсекторі центрального банку.

Виділяється чотири основні підходи до організації фінансового нагляду: традиційний інституціональний; поцільовий (Twin Peaks [1]); функціональний; інтегрований (мегарегулятор).

Традиційно більшість країн дотримується інституціонального підходу, тобто регулювання і контроль підсекторів фінансового сектору здійснюється через різні регулятори. Така модель домінувала до 1980-их рр. і історично виправдовується низьким ступенем комплементарності та інтегрованості цього сектору (проте саме її використовує сьогодні Мексика і Китай).

Цікавим є підхід Twin Peaks, або «подвійні вершини», що реалізується, наприклад, Банком Нідерландів, який є одним із цільових регуляторів і

[1] «Twin Peaks» – форма організації фінансового регулювання, за якої відбувається розподіл функцій: 1) забезпечення стійкості і безпеки фінансових інститутів; 2) контроль за добросовісністю ведення бізнесу між двома регуляторами.

відповідає за макропруденціне регулювання. При цьому Управління з фінансових ринків опікується контролем за добросовісністю ведення бізнесу. На відміну від Нідерландів, в Австралії пруденційне регулювання впроваджується поза компетенції Центрального банку – Резервного Банку Австралії. Натомість цю функцію виконують Управління пруденційного регулювання (контролюються депозитні установи, страхові компанії і пенсійні фонди) і Комісія з цінних паперів та інвестицій (бізнес-поведінка фінансових корпорацій і операції на фінансових ринках (окрім кредитних), захист інтересів споживачів і виробників фінансових послуг, подолання інформаційної асиметрії). Резервний Банк забезпечує фінансову стійкість за допомогою Ради Резервного Банку і Ради з Платіжної системи. Координацію роботи регуляторів забезпечує Рада Фінансових Регуляторів під керівництвом Управляючого Резервним Банком.

Альтернативним став функціональний підхід, який впроваджений і в Україні, за якого різні напрями фінансової діяльності піддаються відповідному регулюванню з боку регуляторів, у межах компетенції яких знаходиться і пруденційний нагляд, і контроль добросовісності бізнесу. Головна проблема – вірогідність дублювання повноважень, перетинання сфер відповідальності, а також нерівномірність покриття регуляторного впливу. Наразі самим регуляторам важко провести риску між інституціональним і функціональним підходами і віднести себе до певної моделі. При цьому спільними рисами цих підходів є зростаюча потреба у покращенні координації та ефективності роботи національних регуляторів. Запровадження макропруденційного регулювання і виділення уповноваженого органу для країн з цими формами організації також є непростим завданням.

Щодо інтегрованого фінансового нагляду, то у докризові роки перспективи формування мегарегулятора оцінювалися позитивно і спиралися на досвід Великобританії, яка у 1997 р. інтегрувала фінансове регулювання на базі Управління Фінансових Послуг. Але надалі фінансовий сектор цієї країни повною мірою відчув труднощі визначення оптимальної форми регулювання. У результаті проведеної реформи мікро- і макопруденційний нагляд знаходиться у

компетенції Банку Англії. Розглядається також передача певних функцій спеціальному підрозділу Міністерства фінансів, однак це може призвести до конфлікту інтересів між відомствами і негативних наслідків для фінансового сектору та економіки загалом.

Власне, оптимальної моделі організації регулювання і нагляду у фінансовому секторі не існує. За рівнем інтеграції Світовий банк розділяє моделі пруденційного нагляду на шість груп, а регулювання – на п’ять (табл. 1.1). Зі зростанням ступеня інтеграції нагляду і контролю порядковий номер відповідної моделі підвищується.

Таблиця1.1

Класифікація країн за ступенем інтегрування нагляду і регулювання

№	Модель пруденційного нагляду	Модель регулювання
1	Секторальний нагляд: нагляд за банками і не банками знаходиться поза ЦБ	Відсутність регулювання у сфері банківської діяльності
2	Секторальний нагляд: ЦБ – нагляд за банками; інший нагляд – поза ЦБ	Регулювання здійснює не орган пруденційного нагляду
3	Частково інтегрований нагляд поза ЦБ	Секторальне регулювання
4	Частково інтегрований нагляд у ЦБ	Регулятор – орган, що здійснює інтегрований нагляд
5	FSA (орган фінансового регулювання і нагляду) – інтегрований пруденційний нагляд поза ЦБ	Twin Peaks – інтегроване регулювання у спеціальному органі, який не є органом нагляду
6	Інтегрований пруденційний нагляд у ЦБ	

Джерело. Складено на основі [377].

За деякими дослідженнями [1], до кризи 2008 р. у світі спостерігалась тенденція до зростання кількості країн, які використовували інтегровані моделі пруденційного нагляду. Частка країн з повністю інтегрованим наглядом у центральному банку (група 6) зросла за 1999–2008 рр. з 4,4 до 10,7 %, поза центральним банком (група 5) – з 25,9 до 47,6 %. Після кризи частка країн 6 групи поступово зростала і досягла у 2013 р. 33,5 %. Натомість частка країн 5 групи знизилась до 38,1 %. Це означає, що криза не викликала розчарувань в інтегрованому пруденційному нагляді, однак у більшості країн переважає думка, що центральні банки краще за інші органи підготовлені до його реалізації.

Щодо регулювання, то до кризи найбільш високими темпами зростала частка країн 4 групи: за 1999–2008 рр. з 10,7 до 32,7 %. Натомість частка кран із Twin Peaks (5 група) зросла з 6,7 до 9,1 %. У 2008 р. її застосовували лише згадані нами Нідерланди і Австралія. Після кризи у регулюванні відбулись суттєві зміни: частка країн з Twin Peaks до 2013 р. зросла до 22,9 %; її обрали Фінляндія, Бельгія, Нова Зеландія і Великобританія.

Згідно з КІСЕ України підсектор «Інші депозитні корпорації» включає всі фінансові корпорації (за винятком НБУ), основним видом діяльності яких є фінансове посередництво та зобов'язання яких мають форму депозитів або таких фінансових інструментів, як короткострокові депозитні сертифікати, що виступають як близькі замінники депозитів при мобілізації фінансових ресурсів і включаються до показника грошей в широкому розумінні. До цього підсектору належать банки, філії іноземних банків, клірингові установи, фонди підтримки житлового будівництва тощо [74]. При цьому в КІСЕ дається визначення лише банку і клірингової установи.

Підсектор «Інші депозитні корпорації» має включати банківські установи, а також кредитні спілки (установи, що віднесені до підсектору «Інші фінансові посередники, крім страхових корпорацій і недержавних пенсійних фондів»), що буде більшою мірою відповідати СНР. Клірингові установи не є депозитними корпораціями і більше відповідають специфіці підсектору інших фінансових посередників.

Підсектор «Інші фінансові посередники, крім страхових компаній та недержавних пенсійних фондів» охоплює всі корпорації, основним видом діяльності яких є фінансове посередництво, тобто діяльність, пов'язана з отриманням і перерозподілом фінансових коштів. До нього відносяться ті корпорації, які мобілізують кошти на фінансових ринках, але не в формі депозитів, та використовують ці кошти для придбання інших фінансових активів, зокрема іпотечні (земельні) банки, кредитні спілки, довірчі товариства, лізингові компанії, пайові інвестиційні фонди та ломбарди [74]. Законодавець дає визначення кредитної спілки, асоціації кредитних спілок, яка відсутня у

складі підсектору, довірчого товариства, лізингової компанії, ПІФ і ломбарду, але відсутнім є визначення іпотечного (земельного) банку, який, навпаки, увійшов до нього. Щодо ПІФ, то замість них мають бути включені інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди).

Підсектор «Допоміжні фінансові організації» містить у складі всі інституційні одиниці, які займаються переважно діяльністю, пов'язаною з фінансовим посередництвом, але самі не виконують функцій посередника. Їх основною функцією яких є надання гарантій шляхом індосаменту (спеціальний надпис на векселі, за яким векселедержатель передає всі або тільки певні права одержувачу векселя) векселів чи подібних інструментів, призначених для обліку чи рефінансування фінансовими корпораціями, а також корпорації, що спеціалізуються на інструментах хеджування (процес, спрямований на зниження ризику за основною інвестицією): валютні, товарні та фондові біржі тощо [74]. Проте в Україні, по-перше, не набули поширення надання гарантій і хеджування, тож акцентування уваги саме на цих операціях є недоцільним; по-друге, товарна біржа не може бути фінансовою корпорацією і не є суб'єктом фінансового ринку; по-третє, наведені у КІСЕ визначення фондової і валютної біржі не відповідає чинному законодавству [1]. Варто враховувати і те, що перелік допоміжних фінансових корпорацій спершу в СНР'93, а надалі в СНР'2008 було розширено і до нього було включено багато інституційних одиниць, які широко займаються діяльністю, пов'язаною з посередництвом (див. дод. Б табл. Б.1). У вітчизняних умовах його можна розширити за рахунок використання положень чинного законодавства, зокрема ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок», де визначено види професійної діяльності на фондовому ринку, які можна вважати допоміжною фінансовою діяльністю.

Підсектор «Страхові корпорації та недержавні пенсійні фонди» включає страхові корпорації (компанії) та недержавні пенсійні фонди – резиденти [74].

[1] Для порівняння, у КІСЕ РФ до сектору допоміжних фінансових корпорацій віднесено валютні і фондові біржі, компанії, що надають послуги брокерів з придбання цінних паперів, компанії, що надають консалтингові послуги з фінансових питань і питань інвестування, корпорації, що спеціалізуються на інструментах хеджування (свопи, опціони і ф'ючерси) та ін., інші установи, що надають фінансові послуги, що більшою мірою відповідає світовим стандартам [75].

При цьому незрозумілим є подання у КІСЕ визначення, власне, страхування, а не страхової компанії, яка в українському законодавстві має назву страховика. Так, згідно ЗУ «Про страхування» [227], страховиками визнаються фінансові установи, які створені у формі акціонерних, повних, командитних товариств або товариств з додатковою відповідальністю згідно з ЗУ «Про господарські товариства», а також одержали у встановленому порядку ліцензію на здійснення страхової діяльності, що є надто застарілим. Вже у проекті ЗУ «Про страхування» страховик є фінансовою установою або філією страховика-нерезидента, яка отримала в установленому законодавством порядку ліцензію (ліцензії) на провадження страхової діяльності. Щодо недержавного пенсійного фонду, то дається його визначення згідно ЗУ «Про недержавне пенсійне забезпечення» [223], а далі у КІСЕ наведено види НПФ – відкриті, корпоративні та професійні – та їх визначення, проте всі інші фінансові корпорації, наведені вище, залишились без класифікацій і визначень.

Варто відзначити, що у ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [230] поняття і класифікація фінансових установ відрізняються від наведених у КІСЕ. До переліку фінансових установ в Україні віднесені банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг. Зазначене дозволяє зробити висновок, що цей перелік є коротким і відкритим, а, з іншого боку, позитивом є вже віднесення бірж, компаній з управління активами (далі – КУА) ІСІ і НПФ до професійних учасників фондового ринку [1].

[1] Для порівняння, закон РФ «О защите конкуренции» до фінансових установ, які можуть надавати фінансові послуги, включає : кредитні установи; кредитний споживчий кооператив; страхувальник; страховий брокер; товариство взаємного страхування; фондова біржа; валютна біржа; ломбард; лізингова компанія; НПФ; компанія, що управляє інвестиційним фондом; компанія, що управляє пайовим інвестиційним фондом; компанія, що управляє НПФ; спеціалізований депозитарій пайового інвестиційного фонду; спеціалізований депозитарій НПФ; професійний учасник ринку цінних паперів [198].

Ще однією відмінністю КІСЕ від міжнародних аналогів є те, що філії і представництва іноземних юридичних осіб, які здійснюють свою діяльність в Україні, мають бути її резидентами. На практиці це викликає розбіжності із законодавством щодо валютного регулювання. З цієї причини тимчасово допускається віднесення таких філій і представ до нерезидентів української економіки і відповідно розгляд філій і представництв українських юридичних осіб за кордоном як резидентів.

Відрізняється структура сектору «Фінансові корпорації» і у Методиці розрахунку валового внутрішнього продукту (далі – ВВП) виробничим методом і за доходами [219], де він включає фінансові корпорації, зайняті фінансовим посередництвом та іншими, пов'язаними з ним, фінансовими послугами на комерційній основі. Це банки й установи страхування, фондові біржі, інвестиційні компанії, інвестиційні фонди, трастові компанії, депозитарії тощо.

Отже, на нашу думку, КІСЕ повинен: по-перше, давати визначення і класифікації усіх фінансових корпорацій і НКО або взагалі їх не наводити, як це зроблено, наприклад, у російському КІСЕ [75]; по-друге, перелік має бути закритим з метою уникнення колізій щодо включення деяких фінансових установ до підсекторів, як це зроблено, наприклад, у СНР'2008; по-третє, включати до підсекторів лише ті інституційні одиниці, які мають право на існування згідно з чинним законодавством.

Наразі в Україні ключовою проблемою повноцінного переходу на СНР'2008 є запровадження різних класифікацій (табл. 1.2). До 2000 р. вся статистична звітність в Україні базувалась на Загальному класифікаторі галузей народного господарства (1987), який відповідав вимогам системи балансів народного господарства і чітко розмежував галузі економіки на два сектори – виробничий та невиробничий. Національну Класифікацію видів економічної діяльності (КВЕД (ДК 009:2005) було складено відповідно до міжнародної статистичної класифікації видів діяльності Європейського Союзу – Nomenclature of Activities European Community (NACE, Rev.1, mod.7).

Таблиця 1.2

Склад підсекторів фінансового сектору у КІСЕ і КВЕД України

Класифікатор / Підсектор	КІСЕ	КВЕД (ДК 009:2010)
1. Центральний банк	НБУ	Центральний банк
2. Інші депозитні корпорації	Банки, філії іноземних банків, клірингові установи, фонди підтримки житлового будівництва тощо	Комерційні, кооперативні і державні банки
3. Інші фінансові посередники, крім страхових компаній і НПФ	Іпотечні (земельні) банки, кредитні спілки, довірчі товариства, лізингові компанії, ПІФ, ломбарди	Лізингові компанії, що займаються фін. лізингом; кредитні спілки; фін. компанії; організації іпотечного кредитування; факторингові компанії; трасти, фонди та подібні фін. суб'єкти, ломбарди
4. Допоміжні фінансові корпорації	Валютні, товарні та фондові біржі	Фондові біржі; валютні біржі; брокери на ринку цінних паперів; реєстратори; зберігачі; депозитарії; брокери на іпотечному ринку; пункти обміну валют; страхові і пенсійні допоміжні одиниці (страхові агенти; фахівці з оцінювання страхового ризику та збитків); управляючі фондами
5. Страхові корпорації і НПФ	Страхові компанії і НПФ	Страхові компанії, суб'єкти недержавного пенсійного забезпечення

Джерело. Складено на основі [74; 73].

Потрібно враховувати, що статистичні класифікації мають змінюватись принаймні один раз на 5–10 років. Поштовхом до останніх змін став NAEC (Rev.2), упроваджений Регламентом ЄС від 20.12.06 р. № 1893/2006. У результаті з 01.01.12 р. в Україні набув чинності новий КВЕД (ДК 009:2010). Якщо в попередньому класифікаторі діяльність фінансових корпорацій входила до секції J «Фінансова діяльність», то у новому – секції К «Фінансова та страхова діяльність» (див. дод. Б табл. Б.2). Аналіз останньої дозволяє зробити такі висновки:

1) фінансова діяльність включає і страхову діяльність, тож більш прийнятним є підхід, де секція К матиме назву «Фінансова діяльність», як це було раніше. До того ж, якщо звернути увагу на розділ 65 цієї секції, то він

включає, крім страхування, також перестрахування і недержавне пенсійне забезпечення, крім обов'язково соціального страхування;

2) потребують конкретизації послуги, що включаються до відповідних розділів КВЕД, з метою уникнення помилок у віднесенні до того або іншого виду фінансової діяльності;

3) у групі 64.3 незрозумілим є, які фонди та подібні фінансові суб'єкти до неї відносяться. Щодо трастів, то в Україні вони мають назву «довірчі товариства». У цілому ж ця група не має певних ознак фінансової діяльності, а просто перераховує фінансових суб'єктів;

4) розділ 66 повинен носити назву «Допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг», що випливає з груп 66.1 «Допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення» і 66.2. «Допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення».

Ключові позиції національного КІСЕ і КВЕД, зіставлення їх з Міжнародною стандартною галузевою класифікацією всіх видів економічної діяльності [171] дали змогу виробити власні рекомендації щодо побудови і конкретизації КВЕД у частині фінансової діяльності (див. дод. Б табл. Б.3), а також структури сектору фінансових корпорацій економіки України (рис. 1.3)*:*

I. Фінансові посередники – інституційні одиниці, які приймають зобов'язання від свого імені з метою придбання фінансових активів шляхом здійснення фінансових операцій на ринку [362]:

1. НБУ;

2. Інші депозитні корпорації – фінансові посередники, які приймають зобов'язання у формі депозитів або фінансових інструментів (наприклад, короткострокових депозитних сертифікатів), які є близькими аналогами депозитів. У цю групу входять банківські установи (крім клірингових та інвестиційних) і кредитні спілки;

3. Інститути спільного інвестування (інвестиційні фонди грошового ринку; інвестиційні фонди негрошового ринку);

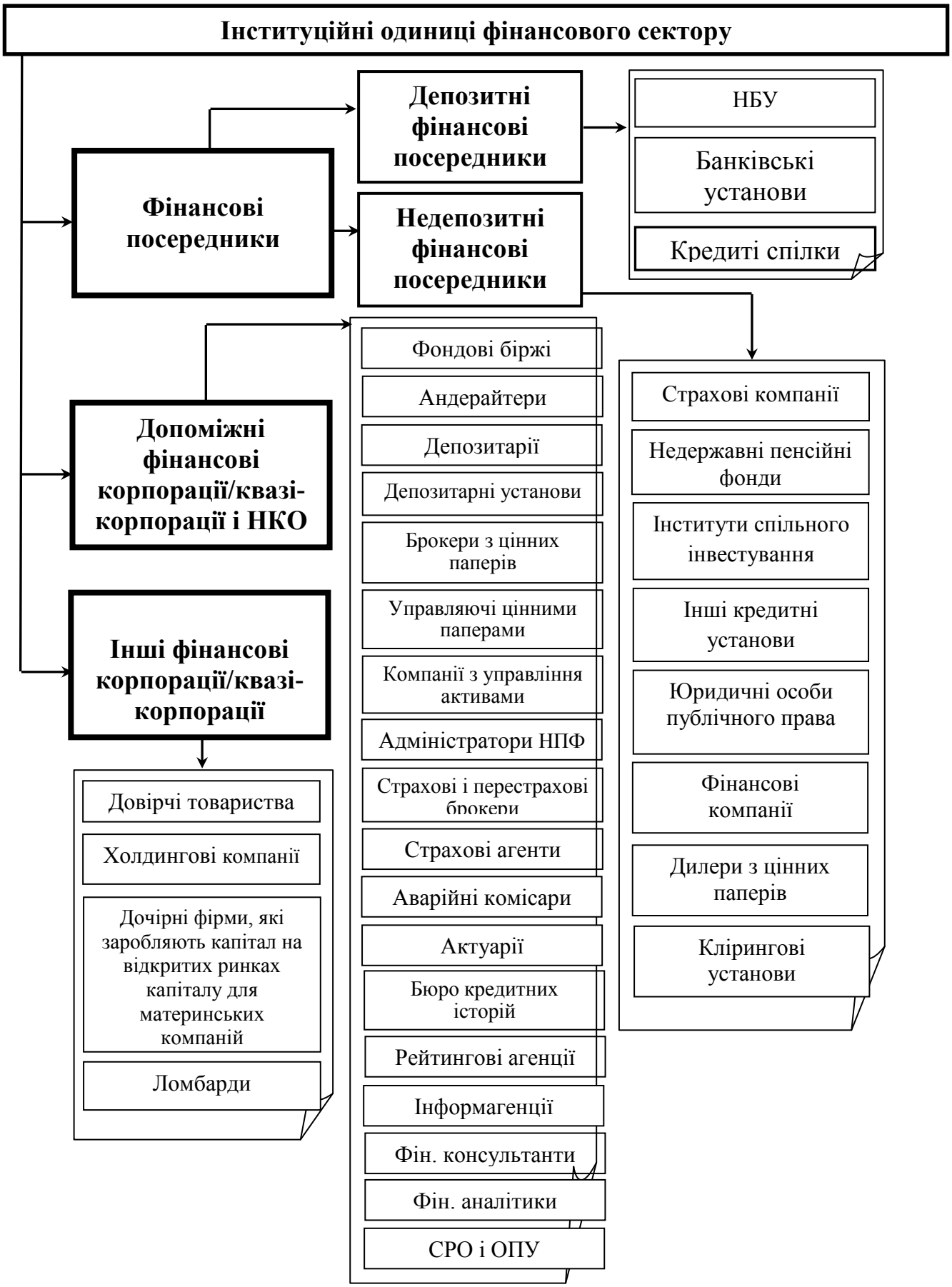


Рис. 1.3. Інституційні одиниці сектору фінансових корпорацій України

Джерело. Побудовано автором.

4. Інші фінансові посередники, крім страхових компаній і недержавних пенсійних фондів, – інституційні одиниці, які надають фінансові послуги від свого імені шляхом прийняття зобов'язань у формі, що відрізняється від грошей, депозитів або близьких аналогів депозитів, з метою придбання фінансових активів через участь у фінансових операціях на ринку [362]. Вони включають: інші кредитні установи; юридичні особи публічного права; фінансові компанії; дилери з цінних паперів; клірингові установи (центральні клірингові контрагенти). Щодо фірм венчурного капіталу і розвитку, що розповсюджені у світі і мають увійти до цього підсектору, то в Україні вони відсутні і підміняються поняттям венчурного фонду, який є різновидом ІСІ;

5. Страхові компанії;

6. Недержавні пенсійні фонди.

Маємо зазначити, що СНР'2008, з одного боку, відносить страхові компанії і НПФ до інших фінансових корпорацій, а з іншого, – до фінансових посередників. Зважаючи на специфіку діяльності цих фінансових корпорацій, включення їх саме до останнього підсектору є цілком слушним;

ІІ. Допоміжні фінансові корпорації і НКО – інституційні одиниці, які займаються видами діяльності, що пов'язані з операціями з фінансовими активами і зобов'язаннями або наданням регулюючого контексту для цих операцій, але за умов, що допоміжна корпорація не стає власником предметів операцій – фінансових активів і зобов'язань [362]. Діяльність, яка є допоміжною відносно посередницької, може здійснюватись як вторинна традиційними фінансовими посередниками або окремими спеціалізованими допоміжними фінансовими одиницями, які не займаються як своєю основною діяльністю мобілізацією коштів або наданням кредитів за власний рахунок. До допоміжних фінансових корпорацій віднесено суб'єктів, які займаються допоміжною діяльністю у сфері:

а) фінансового посередництва (фондові біржі; андерайтери; депозитарії; депозитарні установи; брокери з цінних паперів; управляючі цінними паперами; компанії з управління активами; адміністратори НПФ; бюро кредитних історій;

рейтингові агенції; інформаційні агенції; фінансові та інвестиційні консультанти; фінансові аналітики);

б) страхування і недержавного пенсійного забезпечення (страхові агенти; страхові і перестрахові брокери; аварійні комісари; актуарії; консультанти зі страхування і пенсійного забезпечення); управління фондами (компанії з управління активами інституційних інвесторів);

в) регулювання фінансової діяльності (саморегулівні організації і об'єднання професійних учасників);

III. Інші фінансові корпорації – інституційні одиниці, які надають фінансові послуги, але більшість їх активів або зобов'язань не торгуються на відкритих фінансових ринках [362]. Зокрема, кептивні фінансові установи і кредитори грошей – довірчі товариства; холдингові компанії; дочірні фірми, які заробляють капітал на відкритих ринках для материнських компаній; інституційні одиниці, які надають фінансові послуги за власні або надані кошти клієнтам і несуть ризики неповернення позички, зокрема ломбарди і лихварі.

У сучасних умовах потрібно зважати на активний розвиток інтегрованих фінансових посередників (фінансових супермаркетів), що потребує їх виокремлення в окрему групу, як це пропонує І. Школьник [280].

Кількість інституційних одиниць фінансового сектору за підсекторами наведено у дод. Б (табл. Б.4).

Виходячи із вищенаведеного, фінансовий сектор – це сукупність фінансових посередників, допоміжних фінансових корпорацій, інших фінансових корпорацій, специфіка яких полягає у тому, що вони здійснюють фінансову діяльність згідно з чинним законодавством, а також НКО, які пов'язані з цими суб'єктами. При цьому така діяльність відповідно до КВЕД України [73] характеризується витратами на виробництво, процес виробництва та випуск послуг. І оскільки фінансовий сектор є виробником фінансових послуг, він часто ототожнюється з ринком цих послуг. Тож з метою повного розуміння економічної природи фінансового сектору і механізму його функціонування необхідно дослідити насамперед таку поняття, як «фінансова послуга», що випливає із специфічних рис послуги як такої.

1.3. Фінансові послуги як форма організації економічних відносин у фінансовому секторі

Сфера послуг включає виробництво різноманітних їх видів різними інституційними одиницями, а її виділення пов'язане з розподілом суспільної праці на виробництво товарів і виробництво послуг. Про масштабність сфери послуг у світовому ВВП засвідчують дані, наведені у дод. В (табл. В.1**)**. Послуги складають 20 % світової торгівлі і, за прогнозами, до 2020 р. їх частка становитиме 50 % [126, с. 38]. В Україні на сферу послуг нині припадає 60 % до ВВП (у 2010–2011 рр. – 55 %), 56 % загальної зайнятості населення, її обсяги зростають з тенденціями переважання експорту, а дослідження і визначення її сутності, а також напрямів розвитку не втрачають своєї актуальності.

Спробу визначення економічної сутності послуги поряд із сутністю товару було здійснено ще класичною політекономією. Так, А. Сміт розрізняв матеріальні блага і блага, що не мають природної субстанції для включення їх у суспільне багатство [242, с. 95]. Захищаючи лише матеріальне виробництво, а не «нематеріальність» праці і продукт сфери послуг, він зробив висновок про «неекономічність» цієї сфери, що спричинило виключення послуг із загальної системи економічних результатів і національного рахівництва.

На початку XIX ст. французький економіст Ф. Бастіа дійшов висновку, що суспільний розвиток складається з послуг, які люди надають один одному. Він розглядав послуги як діяльність людей, що передбачена і споживається людьми. Як і будь-яка діяльність, вона матеріалізується в споживчій вартості й вартості: у такій якості послуга стає товаром [165, с. 44–45]. У свою чергу, К. Маркс зазначає: «… «послуга» означає взагалі не що інше, як ту особливу споживчу вартість, яку приносить… праця, подібну до будь-якого іншого товару; але особлива споживча вартість цієї праці отримала тут специфічну назву «послуги» тому, що праця надає послуги не як річ, а як діяльність, що однак ніскільки не відрізняє її, скажімо, від якоїсь машини, наприклад, від годинника»

[168, с. 413]. З цього можна зробити такі висновки: а) всі послуги є своєрідними предметами споживання; б) деякі з послуг мають мінову форму вартості, тобто слугують предметами обміну; в) послуги є складовою частиною сукупного суспільного продукту.

Неокласична теорія визначає внутрішню вартісну основу послуги через точку зору споживача і її граничну корисність. Щодо подальшого розвитку цієї теорії, то А. Маршалл [169] наближує позиції класичної теорії трудової вартості А. Сміта і Д. Рікардо до граничної корисності Е. Бем-Баверка у тому, що послуга як одна з форм блага містить корисність, однак не є частиною накопиченого багатства. Надалі її поняття отримало подальшого уточнення в теоріях невиробничої сфери (В. Козак, Я. Кронрод, Д. Правдін, М. Солодка та ін.), суспільних благ (С. Брю, К. Макконелл, П. Самуельсон та ін.) і неринкового (неприбуткового) сектору (Ю. Барр, Дж. Стігліц, Ю. Фама та ін.) Отже, зміна підходів і поглядів на трактування послуги відбувалась згідно з етапністю економічного розвитку і віддзеркалювала трансформації, що відбувалися у суспільному та економічному житті.

Сьогодні ж поняття «послуга» в науці трактується доволі широко як: 1) діяльність (процесуальний підхід); 2) результат діяльності (змістовний підхід); 3) відносини між людьми в суспільстві з приводу формування соціально-економічних умов або еквівалентного суспільного обміну праці на замовлення (за договором).

У Цивільному кодексі України визначення послуги відсутнє. Натомість у гл. 63 «Послуги. Загальні положення» йдеться про договори про надання послуг, коли одна сторона (виконавець) зобов’язується за завданням другої сторони (замовника) надати послугу, яка споживається в процесі вчинення певної дії або здійснення певної діяльності, а замовник зобов’язується оплатити виконавцеві зазначену послугу, якщо інше не встановлено договором [271]. Зазначене не повною мірою відповідає специфіці укладання договорів у фінансовій діяльності, тож доречним було б трактування послуги як об’єкта цивільних прав.

Вже у ст.1 ЗУ «Про захист прав споживачів» послуга трактується як «діяльність виконавця з надання (передачі) споживачеві певного визначеного договором матеріального чи нематеріального блага, що здійснюється за індивідуальним замовленням споживача для задоволення його особистих потреб» [221], тобто споживач може бути лише фізичною особою, що обмежує споживача-юридичну особу (на відміну від російського ГОСТ Р 50646-94 «Услуги населению. Термины и определения» [261]). У цьому сенсі потрібно прийняти ЗУ «Про захист прав споживачів фінансових послуг» із включенням усіх інституційних одиниць економіки.

У світовій практиці, згідно з довідником «Лібералізація міжнародних операцій з послугами», розробленим ЮНКТАД і Світовим банком у 90-х рр., послугою є зміна у становищі інституційної одиниці, що відбулась у результаті дій і на основі взаємної угоди з іншою інституційною одиницею [333], що є абстрактним і загальним визначенням. Більш прийнятним є її визначення у Генеральній угоді про торгівлю послугами (далі – ГАТС) Світової організації торгівлі (далі – СОТ), де вона є видом товару, тому підпадає під операції торгівлі. При цьому «постачання послуги» означає виробництво, розподіл, збут, продаж і доставку послуги [38]. Наближеним до цього є трактування послуг у КВЕД (ДК 009:2010): «послуги – це результат економічної діяльності, відносно якого не можна встановити права власності. Послуги не підлягають продажу окремо від процесу їх виробництва. Момент завершення виробництва послуги збігається з моментом надання її споживачеві» [73]. Інший підхід спостерігаємо у ст. 14.1.185 Податкового кодексу України: «постачання послуг – будь-яка операція, що не є постачанням товарів, чи інша операція з передачі права на об’єкти права інтелектуальної власності та інші нематеріальні активи чи надання інших майнових прав стосовно таких об’єктів права інтелектуальної власності, а також надання послуг, що споживаються в процесі вчинення певної дії або провадження певної діяльності» [211]. Принциповим є те, що українська практика виходить з того, що послуги надаються споживачу, а зарубіжна – продаються покупцям (споживачам), хоча виключенням є новий КВЕД України,

де виробництво послуг забезпечується в усіх інституційних секторах економіки. Отже, термін «виробництво» сьогодні стосується і сфери послуг, а продукція є результатом економічної діяльності і загальним терміном, який використовується як для позначення товарів, так і послуг.

Дослідивши різні підходи до визначення послуги, можна запропонувати таке її визначення: послуга – це різнорідна економічна діяльність, що здійснюється виробником цієї послуги, задовольняє купівельний попит і потреби (особисті, колективні, суспільні), споживається у момент її постачання і має фактичний відчутний результат.

Численна різноманітність послуг потребує їх класифікації. Більшість дослідників обмежуються при цьому лише національною економікою і не беруть до уваги стандарти, що їх пропонують міжнародні організації. Наприклад, у СНР послуги як вид економічної діяльності поділяються на чотири категорії: споживчі; соціальні; виробничі (у т. ч. фінансові і кредитні); розподільчі [362]. ГАТС класифікує послуги як: ділові; послуги у галузі зв'язку і аудіовізуальні послуги, будівельні і пов'язані з ними інженерні послуги; дистриб'юторські послуги; послуги у галузі освіти; послуги, пов'язані з охороною навколишнього середовища; фінансові послуги; послуги у галузі охорони здоров'я і соціального забезпечення; туризм і послуги, пов'язані з подорожами; послуги з організації відпочинку, культурних і спортивних заходів; транспортні послуги, інші послуги [38]. При цьому класифікатор ГАТС і національні класифікатори послуг країн-членів СОТ можуть не узгоджуватися між собою, що викликано довідковим характером першого.

Враховуючи окремі особливості складання СНР, послуги потрібно вивчати і класифікувати відповідно до функцій окремих секторів економіки, у т. ч. фінансового, де виробляються фінансові послуги, під якими зазвичай розуміється діяльність, пов'язана із залученням і використанням грошових коштів юридичних і фізичних осіб. При цьому споживачі фінансових послуг одночасно виступають донорами/реципієнтами фінансових ресурсів, а їх активність зростає. Так, сучасні тенденції розвитку економік світу свідчать про

збільшення експорту фінансових і страхових послуг (рис. 1.4, табл. В.2–В.4 дод. В), особливо країнами Азії, а також зміну їх ролі у сучасному житті. Щодо України, то найбільший обсяг експортно-імпортних операцій у сфері виробництва фінансових послуг припадав на 2008 р. з подальшим їх зменшенням (рис. 1.5).

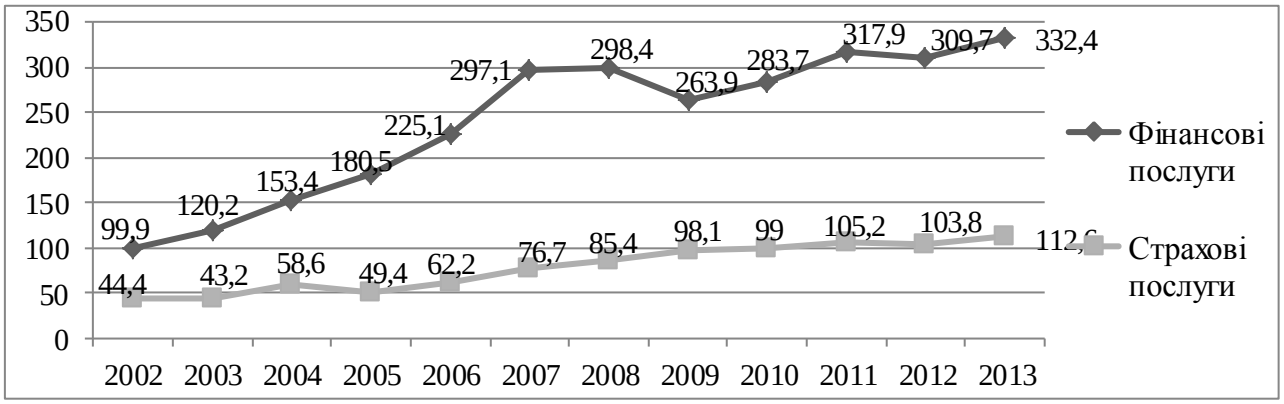


Рис. 1.4. Світові обсяги експорту фінансових і страхових послуг у 2002–2013 рр., млрд дол.

Джерело. Побудовано на основі [380].

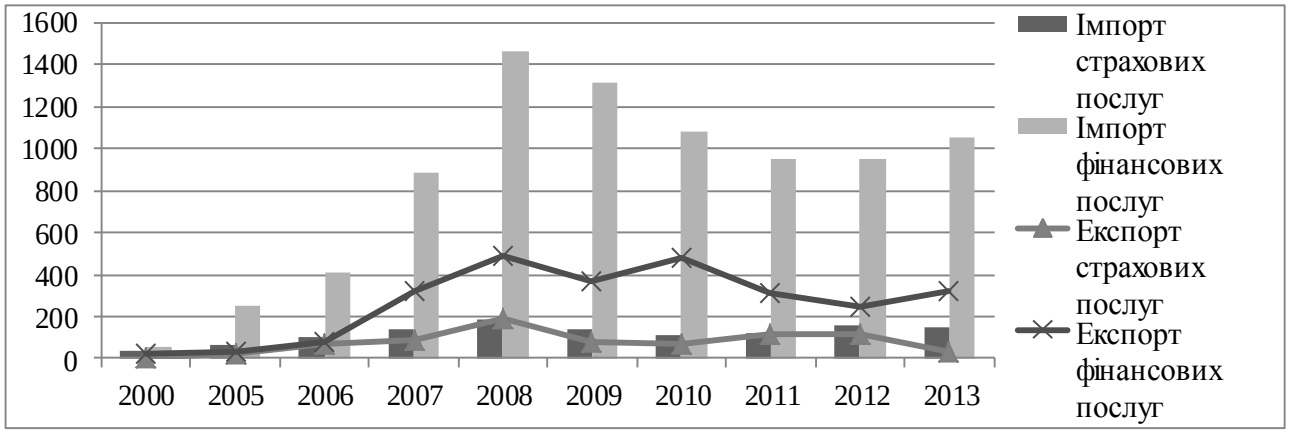


Рис. 1.5. Обсяги імпорту й експорту фінансових і страхових послуг в Україні у 2000–2013 рр., млн дол.

Джерело. Побудовано на основі [380].

Здебільшого за визначення фінансової послуги посилаються на відповідну нормативно-правову базу. Так, згідно з п.5 ч.1 ст.1 ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», фінансова послуга – операції з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених

законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів [230]. На нашу думку, це визначення потребує конкретизації її ринків і суб'єктів, які мають право виробляти послуги. Наприклад, деякі експерти МВФ [371] тлумачать фінансову послугу як трансакцію, що вимагається для отримання фінансового товару. У ГАТС [38] фінансовою послугою є будь-яка послуга фінансового характеру, що її пропонує постачальник фінансових послуг будь-якої країни-члена. Вступ України до СОТ вимагає дотримання певних стандартів. Нацкомфінпослуг поки що брала участь в узгодженні Графіку специфічних зобов'язань України в секторі «Фінансові послуги» в частині підсектору «Послуги страхування та послуги, що мають відношення до страхування». Також укладено Угоду про партнерство та співробітництво між Україною та європейськими співтовариствами та їх державами-членами [259], де фінансова послуга трактується як будь-яка послуга фінансового характеру, що її надає фінансова установа будь-якої сторони. У додатку до цієї угоди наведено перелік фінансових послуг, у законодавчому регулюванні яких Україна має забезпечити приблизну адекватність із нормами законодавства ЄС. Вітчизняними дослідникам робиться висновок про «… приблизне співпадіння видів фінансових послуг, що встановлені українським законодавством із законодавством країн, де існують ефективні ринки фінансових послуг» [158, с. 30]. Проте з цим важко погодитись, зважаючи на різні підходи до розуміння і класифікації фінансових послуг, що суттєво відрізняються від переліку фінансових послуг СОТ і ЄС (див. дод. Г табл. Г.1). «Впровадити такі норми в українську практику є дуже складним процесом, але потрібно усвідомлювати, що всі євроінтеграційні плани стосовно ринку фінансових послуг будуть марними без гармонізації і уніфікації систем норм і стандартів щодо надання фінансових послуг» [84, С.116].

Європейський досвід спонукає до класифікації фінансових послуг на три групи: а) страхові та ті, що пов'язані зі страхуванням; б) банківські та інші фінансові послуги (крім страхування); в) інвестиційні. Щодо останніх, то

початок створення Єдиного ринку з цих послуг пов'язаний з ухваленням у 1985 р. Директиви 85/611/ЄЕС [345], якою запроваджено основи гармонізації умов ліцензування діяльності і пруденційного нагляду за діяльністю певних категорій фінансових установ. Нині інвестиційними є послуги або види діяльності, винятковий перелік яких наведено у додатку 1 до Директиви 2004/39/ЄС [344].

Необхідно зазначити, що на Заході поняття інвестиційних послуг виникло раніше за фінансові і традиційно пов'язується з операціями з цінними паперами. Зокрема, першими правовими актами, що забезпечили законодавство у цій сфері, стали американські закони: Закон про банки 1933 р. (Banking Act), Закон про інвестиційні компанії 1940 р. (Investment Companies Act) і Закон про інвестиційних консультантів 1940 р. (Investment Advisers Act). Інвестиційні послуги традиційно протиставлялись так званим банківським послугам, які пов'язувались з прийняттям грошових коштів вкладникам і розміщенням цих коштів у вигляді позичкового капіталу. З прийняттям закону Грема–Ліча–Блайлі у США відбулась своєрідна «легалізація», тобто застосування у нормативно-правих актах категорії «фінансові послуги» і «фінансова діяльність».

Отже, проведене дослідження дає змогу визначити фінансову послугу як операції з фінансовими активами на банківському, страховому, інвестиційному та інших ринках послуг, що здійснюються інституційними одиницями фінансового сектору в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання доходу і/або збереження реальної вартості останніх. Усі ці послуги складають індустрію фінансових послуг – частину економічного простору із задоволення різноманітних потреб виробників і споживачів цих послуг. При цьому інституційна одиниця фінансового сектору може підвищити свою конкурентоспроможність і зменшити потенційні ризики за рахунок диверсифікації своєї діяльності і виробництва послуг з різними ознаками (див. дод. Г табл. Г.2).

Якими би не були фінансові послуги та їх класифікаційні ознаки, варто зазначити, що вони є специфічним товаром, якого не можна торкнутись, перевірити до отримання, обміняти у випадку виявлення недоліків, але для нього важливим є наявність в обслуговуванні компетентності і належного вигляду працівників фінансової установи, приміщення останньої, якості оснащення, існування сучасної техніки, комфортних умов для споживача. До основних ознак, що вирізняють фінансову послугу серед інших послуг, можна віднести: ринковість; локальність; індивідуальність; взаємозалежність (комплементарність); взаємозамінність (субституційність); необхідність довіри до виробника; велика диференціація. При цьому, на нашу думку, її варто пов'язати з такими поняттями:

1) фінансова операція – послідовність узгоджених дій, що складають зміст фінансової послуги. Часто відбувається їх підміна, наприклад, у ЗУ «Про банки і банківську діяльність»[214] банківські послуги прирівнюються до банківських операцій. Послуга – це діяльність, що надається однією особою іншій, з метою задоволення споживчого попиту. Операція – процес здійснення будь-чого, який не обов'язково має приносити задоволення потреби, тобто операція є формальною дією. Отже, послуга може бути операцією, включати кілька операцій, а операція не завжди може бути послугою;

2) фінансовий продукт – це пакет взаємопов'язаних фінансових послуг й інструментів, які пропонують фінансові корпорації як товар. Відбувається «перемішування» різних видів фінансових послуг, пакети яких продаються у вигляді таких продуктів. Можна зустріти ототожнення продукту та інструменту (продукту і послуги), що набуло особливо широкого поширення у галузі страхування. Ми підтримуємо позицію О. Гаманкової, яка розмежовує поняття «страхова послуга» і «страховий продукт» [36, с. 72]. Наразі «ядром» фінансового продукту є базова номенклатура послуг, адже у кожної фінансової установи своя специфіка діяльності, тому вирізняють банківський, страховий, пенсійний, інвестиційний продукт тощо. У свою чергу, до «периферійних» послуг входять додаткові, які доповнюють основні напрями фінансової

діяльності з метою залучення клієнтів, а також задоволення потреб останніх у найкращий спосіб.

Природно, фінансовий інжиніринг та інновації на ринку капіталу спонукають до появи інноваційного фінансового продукту – пакету взаємопов'язаних фінансових послуг й інструментів з новими якостями і характеристиками [79]. На нашу думку, інновації на ринках капіталу можна розділити на дві категорії: 1) впровадження нових фінансових інструментів (наприклад, на ринку деривативів – свопціонів, кредитних деривативів, лізингових опціонів тощо); 2) інноваційне поєднання фінансових послуг, що дозволяє винаходити нові фінансові продукти страхового, інвестиційного, банківського та інших ринків з метою задоволення потреб клієнта, страхування ризиків, фінансового забезпечення інноваційної діяльності тощо. Може відбуватись комбінування кількох фінансових інструментів (послуг) в один продукт, декомпозиція продукту, суміщення комбінування і декомпозиції у створенні синтетичного продукту.

Процес впровадження фінансової послуги (продукту) на ринок охоплює такі основні етапи: пошукові дослідження; розробка концепції нової або вдосконалення існуючої фінансової послуги (продукту); маркетингові дослідження; безпосередня розробка нової або вдосконалення існуючої послуги; її випробування та оцінювання з огляду на прийнятність; упровадження послуги на ринок [184, с. 23]. Проте сьогодні практично відсутні методологічні підходи до оцінювання ефективності того чи іншого інноваційного фінансового продукту або портфеля таких продуктів;

3) комплекс фінансових послуг – сукупність відокремлених видів фінансових послуг, що об'єднуються в рамках фінансової діяльності (наприклад, інтернет-банкінг).

Через семантику поняття «service» (англ. послуга; обслуговування) і його відмінні риси у фінансовому секторі введемо поняття «фінансовий сервіс», який є виробництвом і реалізацією послуг фінансовими корпораціями, що найповніше задовольняють суспільні, колективні та особисті потреби через

надання кваліфікованої допомоги та сприяння одержанню доходів або інших благ своїм клієнтам. Він пов'язаний із: 1) чіткою специфікацією прав власності на фінансові активи з метою захисту прав виробника і споживача послуги; 2) досягненням фінансових, зокрема інвестиційних, цілей; 3) подоланням асиметрії інформації, необхідної для прийняття рішення щодо фінансової операції; 4) перерозподілом ризиків, пов’язаних з останніми.

Отже, об’єкт фінансового сервісу – це те, з приводу чого виникає фінансова послуга (цінний папір, страховий поліс, банківський кредит, депозит, метал, інформація тощо); суб’єкти – виробники (фінансові корпорації, для яких виробництво цих послуг є основним видом діяльності), а також споживачі (інституційні одиниці, що користуються послугами фінансової корпорації, а також інвестують свої кошти у фінансові інструменти). Вони утворюють певну виробничу систему, характеристики якої наведено у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Визначальні складові фінансового сервісу

Складові	Зміст
Мета	Найповніше задоволення суспільних, колективних і особистих потреб
Входи	Фінансові ресурси споживачів послуг, які мають конкретні потреби, цілі, інтереси
Виходи	Ринкові послуги
Обмежувальні чинники	Низький рівень розвитку фінансових технологій; асиметричність інформації; обмеженість доходів домогосподарств; низька якість менеджменту; недовіра до виробника фінансової послуги
Визначальні чинники	Нормативно-правова база і політика держави щодо фінансового сектору; соціальні та ідеологічні орієнтири домогосподарств (фінансова поведінка); вплив міжнародного середовища
Зворотний зв’язок	Інформація про діяльність виробників фінансових послуг і самі послуги

Джерело. Складено автором.

Кожний споживач фінансової послуги обирає її за певним об’єктом з певною метою, яка для фінансової корпорації трансформується у визначені законодавством фінансові операції. У підсумку виникає нове поняття, що не зустрічається у наукових джерелах і знаходить обмежене використання у практичній діяльності, – якість фінансової послуги, яка характеризує сукупність

стандартивазовних та очікуваних характеристик, що задовольняють потреби та фінансові цілі споживачів.

Споживач порівнює фактичну якість послуги з очікуваною. Як правило, він звертається до певного виробника послуг, у його свідомості під дією власного досвіду і оточуючих, реклами та оцінок у різноманітних джерелах створюється певний її імідж. Саме від того, якою мірою реальна вартість послуги відповідатиме іміджу, і буде залежати оцінювання послуги споживачем, стане постійним клієнтом даної фінансової установи або звернеться до конкурентів. Все це необхідно враховувати під час оцінювання якості фінансової послуги у процесі її розробки і вдосконалення. Через це вона має відповідати: а) стандартам, що встановлені державою, регуляторами і СРО; б) доступній для споживача ціні і високому рівню обслуговування; в) потребам споживача, тобто відповідати потребам широкого кола осіб.

Якість фінансової послуги можна оцінити лише за наявності: 1) постійного моніторингу її виробництва задля чіткого уявлення про запити споживачів; 2) сучасних інформаційних систем і доступу до фінансової інформації; 3) порівняння отриманих результатів з очікуваними; оцінювання репутації виробника відносно попиту та обсягів реалізації послуги; 4) діагностики інституційного середовища фінансової діяльності; 5) постійного контролю задля забезпечення фінансової надійності; 6) високого рівня професіоналізму персоналу, який бере участь у виробництві та реалізації послуги.

Очікування споживачів щодо того, які вони придбаватимуть послуги і якої якості, можна визначити через регламентацію процедури виробництва послуг і створення паспорту як певного стандарту (див. дод. Г. табл. Г.3**).**

Невід’ємним елементом фінансової послуги і її якості є таке поняття, як конкурентоспроможність. Вона може ототожнюватись з якістю, але є ширшою за останню, носить більш динамічний і змінний характер, реагує на кон’юнктуру, дії конкурентів і конкуруючі фінансові послуги, волатильність фінансових активів, вплив реклами тощо. Власне, конкурентоспроможність є складним економічним поняттям, яке може розглядатись у фінансовій

діяльності на кількох рівнях: а) фінансової послуги (продукту); б) фінансової корпорації; в) фінансового сектору. При цьому фінансова діяльність у підсумку залежить від спроможності інституційної одиниці фінансового сектору виробляти конкурентоспроможну фінансову послугу.

Зважаючи на зазначене, будемо розуміти під конкурентоспроможністю фінансової послуги її спроможність бути привабливою порівняно з іншими аналогічними послугами завдяки сукупності конкретних її властивостей, які являють пріоритетний інтерес споживача і забезпечують задоволення його потреб. Для її оцінювання необхідно порівняти параметри аналізованої і конкуруючої послуги з рівнем, що задається споживачем, а потім порівняти отримані результати. Рівень конкурентоспроможності поряд з параметрами, які розкривають безпосередню споживчу цінність фінансової послуги порівняно з аналогами-конкурентами, визначається також зовнішніми щодо цієї послуги параметрами: строки надання, якість сервісу, реклама, зміна рівня конкурентоспроможності конкуруючих послуг, зміна співвідношення попиту і пропозиції. Особливу роль відіграє ціна фінансової послуги, яка в умовах конкуренції дає нове поняття – конкурентна ціна фінансової послуги, тобто ціна, за якою ця послуга реалізується споживачу в умовах конкуренції.

Конкурентоспроможність фінансових послуг підвищує конкурентоспроможність фінансової корпорації, яка є складною і багаторівневою системою економічних відносин, що утворюється у результаті конкурентної боротьби між інституційними одиницями фінансового сектору з приводу домінування на основі ефективного використання власного потенціалу, наявних переваг і ринкової кон’юнктури, в рамках яких відбувається акумуляція і перерозподіл фінансових ресурсів з метою задоволення потреб споживачів. Відповідно до напрямків фінансової діяльності доцільно виокремити такі види конкуренції між ними за: обсяги здійснення фінансових операцій; перерозподіл наявних та набуття нових функцій на ринку капіталу; залучення ресурсів від клієнтів; сфери діяльності тощо.

Зазначимо, що будь-які класифікації і характеристики фінансових послуг будуть недостатньо повними, що пов’язано із стрімким розвитком фінансового сектору економіки. Нормативно-правова база фінансових послуг в Україні потребує оновлення на основі аналізу і синтезу вже існуючих точок зору з метою її приведення до міжнародних стандартів, існуючої практики фінансового ринку і ринку фінансових послуг, а також створення несуперечливого правового фундаменту для їх подальшого регулювання.

1.4. Сфери діяльності фінансових корпорацій: фінансовий ринок і ринок фінансових послуг

Крім ототожнення фінансового сектору з фінансовою системою, існує також і ототожнення цього сектору з фінансовим (або фінансовими) ринком. Так, суперечливим є його визначення у проекті «Стратегії розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року», де зазначено, що «фінансовий сектор – це фінансовий ринок, який забезпечує накопичення і розподіл інвестиційних ресурсів, взаємодію виробників та споживачів фінансових послуг за правилами, визначеними державою та її регуляторними органами» [250]. На нашу думку, не можна зводити фінансовий сектор до фінансового ринку, адже ринок (фінансовий або товарний) – це тільки форма організації взаємодії продавців і покупців будь-яких активів (у нашому випадку – фінансових). Сам по собі ринок нічого не виробляє, тоді як у рамках сектору як структурної частини економіки має вестись економічна діяльність. Фінансовий сектор забезпечує функціонування фінансового ринку, який, власне, часто ототожнюється з фінансовою системою.

Тематиці фінансового ринку, його інституцій, інститутів та інструментів присвячена велика кількість наукових праць і публікацій. Можна нарахувати близько 20 нобелівських лауреатів, які досліджували цей ринок, зокрема

М. Фрідман (1976), Д. Тобін (1981), Ф. Модільяні (1985), Дж. Б'юкенен (1986), М. Алле (1988), Г. Марковіц (1990), М. Міллер (1990), В. Шарп (1990), Р. Коуз (1991), Р. Мертон (1997), М. Скоулз (1997), Р. Манделл (1999), Д. Акерлоф (2001), М. Спенс (2001), Дж. Стігліц (2001), Д. Канеман (2002), Р. Енгл (2003), П. Кругман (2008), Ю. Фама (2013), Л. Хансен (2013) і Р. Шиллер (2013). При цьому підходи щодо визначення сутності та структури фінансового ринку є не просто різними, а іноді діаметрально протилежними. В основному він розглядається як: 1) ринок, де обертається капітал; 2) сфера торгівлі фінансовими активами (інструментами); 3) сукупність фінансових інститутів (фінансових посередників).

Як вже було зазначено вище, не можна підміняти розуміння фінансового ринку сукупністю фінансових інститутів (фінансовим сектором), а також сферою торгівлі фінансовими активами (інструментами), адже самі по собі вони не є умовою існування цього ринку. До складу фінансових активів в Україні віднесено кошти, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу, що не віднесені до цінних паперів. Ми погоджуємось С. Льовочкіним, В. Опаріним і В. Федосовим [161], які розрізняють фінансові активи у бухгалтерському (з виокремленням статичних (наприклад, кошти у касі) і динамічних фінансових активів (депозити, цінні папери тощо) та у фінансовому розумінні. З позиції останнього, фінансовими активами є вкладення певних суб'єктів із метою отримання доходу. З метою уникнення термінологічної плутанини динамічні складові фінансових активів доцільно визначати як фінансові ресурси.

Отже, аналіз різноманітних джерел дає нам змогу виробити власний підхід щодо визначення фінансового ринку в контексті його зв'язку з фінансовим сектором економіки: фінансовий ринок – це система економіко-правових відносин, пов'язана з перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів між державою, фінансовими і нефінансовими корпораціями, домогосподарствами, а також НКО на основі співвідношення попиту та пропозиції фінансових інструментів.

Щодо структури фінансового ринку, то найбільш поширеною в науці і практиці є його інструментальна сегментація, тобто «процес цілеспрямованого поділу його видів на індивідуальні сегменти залежно від характеру фінансових інструментів, які обертаються на ринку» [267, с. 395]. Так, залежно від строку обігу фінансових інструментів провідні зарубіжні [20; 24; 32; 177] і вітчизняні дослідники [254; 267; 279] сегментують фінансовий ринок на грошовий ринок (ринок грошей) і ринок капіталів.

Вважається, що на грошовому ринку здійснюються переважно короткострокові ощадно-депозитні операції, що пов'язані з рухом оборотного капіталу. Ринок капіталу оперує довгостроковими кредитними ресурсами, а також цінними паперами із строком обігу більше року. В Концепції державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, що була схвалена КМУ 08.11.07 р., ринки капіталу трактуються як «група взаємопов'язаних ринків, на яких формуються попит, пропонування та ціни на фінансові інструменти, зокрема ті, базовим активом яких є енергетичні та товарно-сировинні ресурси, а також відбувається перерозподіл вільних коштів інвесторів на користь тих суб'єктів, що мають у них потребу. Ринки капіталу включають у себе ринок цінних паперів (фондовий ринок) та інших фінансових інструментів (крім інструментів грошового ринку)» [228]. Але виникає питання, що включають у себе «енергетичні та товарно-сировинні ресурси» і яке відношення вони мають до визначення ринків капіталу?

Деякі економісти, як-от Е. Барінов і О. Хмиз [12], не згодні з класифікацією фінансового ринку на грошовий і ринок капіталу, пояснюючи це специфікою функціонування інфляційної економіки. Дійсно, інфляція значною мірою впливає на сучасні економічні процеси через безперервне переливання капіталу зі сфери середньо- і довгострокових операцій у короткострокові і навпаки.

У наукових колах існують і різні підходи і в розумінні поняття «грошовий ринок». Дехто з економістів ототожнює фінансовий ринок із цим ринком. Наприклад, Ф. Мишкін пише: «Ринок грошей – це фінансовий ринок, на якому купуються і продаються короткострокові боргові інструменти (строк погашення

яких менше року)» [177, с. 79]. Дискусію щодо сутності і призначення цього ринку можна уникнути, якщо скористатись думкою фінансового економіста Казначейства США Р. Додда [301], який вважає, що грошові ринки пропонують держателям грошових коштів можливість надійних, ліквідних, короткострокових інвестицій, а позичальникам – доступ до дешевого фінансування. Він відносить до грошових ринків ринки банківських рахунків, зокрема строкових депозитних сертифікатів, міжбанківських кредитів, цінних паперів ПІФ грошового ринку, комерційних паперів (векселів), казначейських векселів, а також надання у позику цінних паперів і угод про наступний викуп (РЕПО). За такого підходу як інструменти грошового ринку фактично розглядаються агрегати грошової маси.

Особливої уваги потребує ринок цінних паперів у складі фінансового ринку. Почнемо з того, що здебільшого відбувається ототожнення ринку цінних паперів із фондовим. Так, у ЗУ “Про цінні папери та фондовий ринок” зазначено: «фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)» [231]. Останні не є цінними паперами, поняття “фондовий” та “ринок цінних паперів” не можна назвати тотожними. Крім того, словосполучення “фондовий ринок” міститься лише в назві регулятора (Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку) та біржі (фондова біржа). Можна вважати слова “фондовий” і “фондова” архаїзмами, що спадкувались від лексики та норм Російської імперії та СРСР. Так, у Німеччині і Росії у XIX ст. термін «фонди» уособлював білети державних позик, облігації і власне папери, які дають постійний відсотковий дохід. Згодом ця назва поширилась на всі цінні папери, зокрема і акції. Розуміння цінних паперів у самому широкому розумінні як фондів знаходимо і в праці Р. Гільфердінга «Фінансовий капітал: новітня фаза у розвитку капіталізму» [39]. Розбіжності виникають у процесі перекладу на англійську мову, адже термін «фондова біржа» (Stock Exchange) дослівно означає обмін акціями, а «ринок цінних

паперів» (Securities Market) не ототожнюється з фондовим, і, власне, останнє не може бути перекладено дослівно.

Щодо виділення валютного ринку, ринку дорогоцінних металів (або ринку золота), страхового ринку і ринку нерухомості (іпотечного) у складі фінансового ринку, то така класифікація спонукає до дискусії. Формування валютного ринку пов'язане із скасуванням золотовалютного стандарту, що обумовило розвиток на цьому ринку спекулятивних операцій із використанням похідних фінансових інструментів (деривативів). Ринок дорогоцінних металів (злитки, медалі й медальйони, монети старої і нової чеканки) сьогодні також практично повністю охоплений укладенням угод з використанням деривативів, завдяки чому купівля-продаж дорогоцінних металів може слугувати, з одного боку, способом отримання спекулятивного доходу, з іншого, – засобом страхування фінансових ризиків. Виділення страхового ринку як окремого сегменту фінансового ринку є також недостатньо обґрунтованим, оскільки страхові компанії як інституційні інвестори акумулюють математичні й технічні страхові резерви і вкладають їх у різноманітні фінансові інструменти, визначені законодавством. Отже, це дає нам підстави розглядати страховий ринок як елемент інституційної структури фінансового ринку, функціонування якої впливає на вибір з боку інвесторів. Ринок нерухомості також має свої особливості і виступає механізмом: 1) середньо- й довгострокового кредитування під заставу нерухомості, тобто не може розглядатись окремо від кредитних відносин; 2) забезпечення збереження реальної вартості накопичень і тривалого користування придбаним майном. За таких умов вкладення у нерухомість набувають інвестиційних ознак і стають привабливими для різних груп інвесторів, однак вони носять поодинокий характер, тобто не є постійними, а як об'єкт виступає майно, а не грошові кошти [122, с. 98].

Проведене дослідження дозволяє нам вважати фінансовий ринок і ринок капіталу тотожними і структурувати його на: а) кредитний ринок; б) ринок пайових цінних паперів; в) грошовий ринок (рис. 1.5). Кредитний ринок оперує борговими зобов'язаннями у вигляді угод (кредити; поруки; гарантійні листи;

заставні; коносаменти; акредитиви), а також довгостроковими борговими цінними паперами. Ринок пайових цінних паперів є сферою торгівлі акціями, інвестиційними сертифікатами, сертифікатами фондів операцій з нерухомістю (далі – ФОН). На грошовому ринку обертаються грошові кошти та їх еквіваленти, а також високоліквідні фінансові інструменти: готівка і депозити; короткострокові цінні папери. До його складу входить і валютний ринок. Зважаючи, що цінні папери увійшли до складу кредитного, грошового і ринку пайових цінних паперів, можна зробити висновок, що всі вони формують ринок цінних паперів.

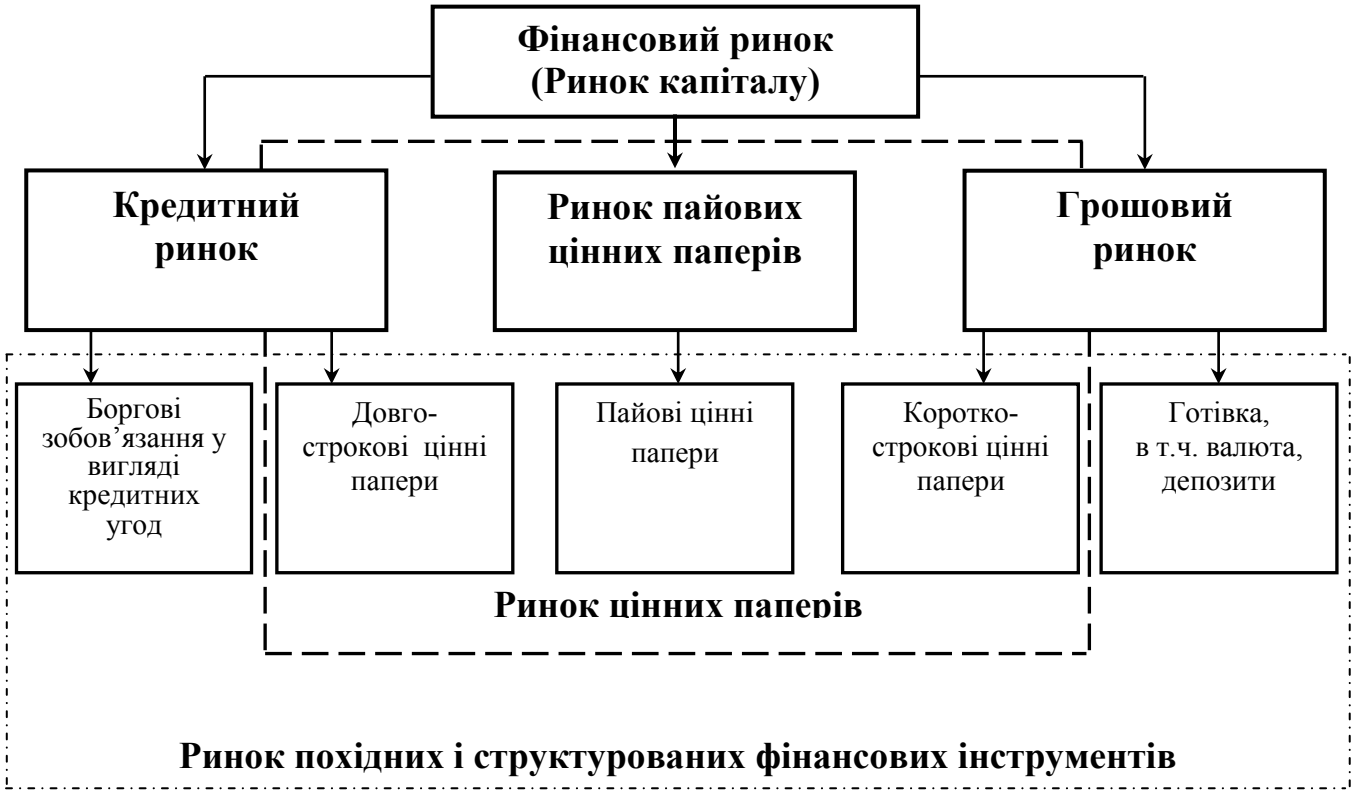


Рис. 1.6. Інструментальна структура фінансового ринку

Джерело. Побудовано автором.

У структурі фінансового ринку ми виділяємо також ринок похідних (деривативів), які накладаються на базові активи першого, а також структурованих фінансових інструментів. Власне, у похідні інструменти обертається все, що завгодно, включаючи очікувані прибутки компаній, прогнози на погоду, теракти тощо (у докризові роки 92 % 500 найбільших

компаній світу використовували деривативи). У проекті ЗУ «Про похідні фінансові інструменти (деривативи)» [187] зазначено, що ними можуть бути базові активи (продукція, емісійні цінні папери та інші фінансові інструменти, валюта України, іноземна валюта, банківські метали, грошове право вимоги, інше майно (послуги), а також базові показники (ціна базового активу, ціна послуги, процентна ставка, індекс, показники статистичної інформації, фізичні, біологічні, хімічні показники стану навколишнього середовища).

Останнім часом на Заході набули розвитку і структуровані фінансові інструменти (квазігроші) – особливі види боргових зобов'язань, створені на основі сек'юритизації, яка передбачає формування пулу фінансових активів (наприклад, іпотечних кредитів або автокредитів) і створення або структурування інших боргових цінних паперів, що потім продають інвесторам. Найпоширенішими видами структурованих фінансових інструментів є цінні папери, забезпечені житловою іпотекою (mortgage-backed securities – RMBS), цінні папери, забезпечені активами (asset-backed securities – ABS), та облігації, забезпечені борговими зобов'язаннями (collateralized debt obligation – CDO). Їх роль на фінансовому ринку недооцінювати не можна, оскільки в сучасних умовах вони стали каталізаторами обвалу фінансових ринків і виникнення глобальної фінансової кризи.

Як було вже зазначено, фінансовий ринок розглядається зазвичай через інструментальну сегментацію. При цьому взаємодія між продавцями і покупцями цього капіталу може здійснюватись безпосередньо (пряме фінансування), коли продавець фактично кредитує, а покупець позичає у нього на певних умовах грошові кошти або опосередковано через інституційні одиниці фінансового сектору. Останнє привело до появи нових видів професійної діяльності, а також певних понять – «ринок фінансових послуг», «фінансове посередництво» і «фінансовий посередник».

При цьому виникає питання: чим відрізняється фінансовий ринок від ринку фінансових послуг? У цьому контексті С. Юрій і О. Луцишин пишуть: «за організаційно-інституційною структурою фінансовий ринок є сукупністю

фінансово-кредитних інституцій… та суб'єктів інфраструктури фінансового ринку... Як професійні учасники фінансового ринку.., всі вони надають певний спектр послуг у сфері своєї професійної діяльності та в сукупності утворюють організаційно-економічний механізм ринку фінансових послуг» [282, с. 50], тобто останній увійшов до складу фінансового ринку. Зі свого боку В. Корнєєв вважає, що «фінансовий ринок України розвивається як ринок фінансових послуг, що є важливою інституціональною особливістю і домінантою трансформацій у фінансовому секторі світової і національної економіки… У теоретичному і практичному значенні спостерігаються схожість і відмінність термінів «фінансовий ринок» і «ринок фінансових послуг» [146, с. 22].

В. Левченко зазначає, що «логічно було б говорити про ринки фінансових послуг виходячи з того, чи можна ідентифікувати операцію купівлі-продажу фінансового активу на цьому ринку як послугу. Таким чином, ми будемо мати фінансовий ринок, частка якого може бути визначена… як ринки фінансових послуг, а саме: ринок послуг з фінансового лізингу; ринок банківських послуг; ринок страхових послуг; ринок послуг, пов'язаних з випуском цінних паперів; ринок послуг, пов'язаних з управлінням активами» [157, с. 186]. Українські дослідники Д. Леонов, С. Льовочкін і С. Хоружий акцентують увагу на тому, що «поняття фінансових ринків охоплює ринок банківських послуг, ринки фінансових інструментів з фіксованими доходами (облігації і грошові інструменти), ринки корпоративних цінних паперів та іноземної валюти, включаючи інфраструктуру щодо укладання та виконання угод із фінансовими інструментами, а також ринок послуг зі страхування» [158, с. 117]. Розуміння фінансового ринку як певної сукупності ринків, зокрема і послуг, знаходимо і у проекті «Стратегії розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року», де до складових фінансового ринку (фінансового сектору – Ю. К.) віднесено грошово-кредитний, страховий, фондовий ринок, ринок послуг спільного інвестування, недержавних пенсійних послуг та інші ринки фінансових послуг» [250]. Проте у даному випадку виникає невідповідність ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових

послуг», де зазначено: «ринки фінансових послуг – сфера діяльності учасників ринків фінансових послуг з метою надання та споживання певних фінансових послуг (банківських послуг, страхових послуг, інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами та послуг на інших видах ринків, що забезпечують обіг фінансових активів» [230].

Отже, у фінансовій науці і практиці знайшов поширення підхід, за якого існує велика кількість різних фінансових установ і всі вони формують свої ринки послуг, але потрібно зважати на необхідність уніфікації законодавства до ГАТС і Угоди про партнерство та співробітництво між Україною та європейськими співтовариствами та їх державами-членами (див. дод. Г табл. Г.1). Зважаючи на це, ринок фінансових послуг – це сфера економіко-правових відносин щодо задоволення наявної та формування перспективної потреби у різноманітних фінансових послугах (страхових та тих, що пов’язані зі страхуванням; банківських та інших фінансових послуг (за винятком страхування); інвестиційних; інших) з метою одержання доходів інституційними одиницями фінансового сектору економіки, задоволення попиту споживачів. І якщо останню розуміти як благо, що досліджувалось нами вище, то ринок фінансових послуг являє собою систему регулярного, переважно грошового, взаємовигідного, добровільного і конкурентного обміну благами.

Наше дослідження показало, що важливим є не сам фінансовий ринок, а конкретні форми прояву фінансових відносин через виробництво і реалізацію фінансових послуг за допомогою фінансових інструментів. Зазначене відрізняється від останніх розробок у цьому напрямі, де фінансовий ринок у вузькому розумінні включає фінансові інструменти, а у широкому – фінансовий ринок у вузькому розумінні, а також ринок фінансових послуг [282, с. 58]. Функції цих ринків в економіці наведено у дод. Д (табл. Д.1). Якщо аналізувати структуру цих ринків, то можна виявити наступне: кредитний і грошовий ринки відповідають банківським та іншим фінансовим послугам, а також інвестиційним послугам; ринок пайових цінних паперів відповідає інвестиційним послугам; ринок страхових послуг та тих, що пов’язані зі

страхуванням, присутній на всіх сегментах фінансового ринку (див. дод. Д рис. Д.1 і табл. Д.2). Проведений нами аналіз свідчить, що поки що не знайшов розповсюдження об'єктний підхід до дослідження фінансових послуг. Його використання дозволяє виокремити окремі їх види фінансових послуг, а також визначити їх зміст. Класифікаційні ознаки витікають з предметної галузі фінансів й інструментальної сегментації фінансового ринку. Поєднання суб'єктного і об'єктного підходів дозволяє побудувати матрицю видів фінансових послуг, що надають інституційні одиниці фінансового сектору відповідно до міжнародних стандартів (СНР'2008 і ГАТС) і українського законодавства (див. дод. Д табл. Д.3–Д.4).

За визначенням МВФ [371], фінансові корпорації відділяються від нефінансових уже на першому рівні розбивки економіки за підсекторами, оскільки їх діяльність – сприяння спрямуванню коштів від кредиторів до позичальникам – принципово різниться від інших видів виробничої діяльності. Це означає, що левову частину фінансової діяльності складає фінансове посередництво, яке у СНР визначається як виробнича діяльність, в якій інституційна одиниця за рахунок власних коштів бере на себе зобов'язання з метою придбання фінансових активів і бере участь у фінансових операціях на ринку [362]. Господарський кодекс України визначає його як діяльність, що пов'язана з отриманням і перерозподілом фінансових коштів [43], що є досить узагальнюючим і не конкретизує його специфіку. У КІСЕ України фінансове посередництво є різновидом фінансових послуг [74]. Наразі воно полягає у виробництві фінансових послуг і може бути їх сферою (наприклад, посередництво у сфері банківських послуг), а не є їх різновидом.

Різними є підходи щодо сутності фінансового посередництва і в наукових джерелах. Так, Ф. Мишкін вважає, що воно є процесом непрямого інвестування, за якого фінансові посередники пов'язують кредиторів-заощадників і позичальників-витратників [177, с. 903], тобто йдеться про банківське посередництво. Вірменські професори А. Дарбінян і Е. Сандоян трактують його як механізм, що націлений на мобілізацію і ефективне спрямування фінансових

ресурсів у реальний сектор економіки, дозволяє подолати інформаційну асиметрію, знизити трансакційні витрати, забезпечити ліквідність і управляти ризиками [Цит.: 97, с. 99], але потрібно зауважити, що фінансове посередництво дозволяє спрямовувати ресурси й до інших секторів.

На нашу думку, у всіх наведених визначеннях бракує суб'єктів, які реалізують фінансові операції. З цієї точки зору більш повним є визначення В. Корнєєва, який розкриває сутність фінансового посередництва як професійної діяльності банківських і небанківських фінансових установ щодо задоволення економічних потреб клієнтів шляхом надання їм відповідних фінансових послуг [149], а також З. Боді і Р. Мертона: «фінансовими посередниками називаються фірми, головна функція яких полягає у забезпеченні клієнтів фінансовими продуктами і послугами з більшою ефективністю, ніж вони могли б отримати від своїх безпосередніх операцій на фінансових ринках» [20, с. 94]. В. Шарп, Г. Александер і В. Бейлі вважають, що «фінансові посередники, або фінансові інститути, являють собою організації, що випускають фінансові зобов'язання (тобто вимоги до себе) і продають їх як активи за гроші» [275, с. 9], а Р. Колб і Р. Родрігес зазначають, що вони являють собою фінансові інститути, які акумулюють фонди від однієї групи інвесторів і роблять їх доступними для інших економічних одиниць [141, с. 314]. Подібні визначення можна знайти і в українських джерелах [149].

Розглядаючи класифікацію фінансових посередників, можна виділити кілька найрозповсюдженіших підходів: 1) депозитні інститути (банки); договірні ощадні інститути; інвестиційні посередники [177; 279]; 2) інвестиційні установи; контрактні заощаджувальні інститути; депозитні установи [32]; 4) банківські і небанківські фінансові інститути [66; 148]; 5) депозитні і недепозитні фінансові інститути [141]. На нашу думку, більш прийнятним є останній поділ, оскільки це відповідає СНР'2008 і вітчизняному законодавству в частині переліку фінансових корпорацій (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Організаційна структура ринку фінансових послуг в Україні

РИНОК ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ				
Споживачі фінансових послуг	**Фінансові посередники**	**Допоміжні інститут. одиниці**	**Інші інститут. одиниці**	**Регулятори**
	Фінансовий сектор			
Уряд Регіональні і місцеві органи управління Державні нефінансові корпорації/ квазікорпорації Інші нефінансові корпорації/ квазікорпорації Інші фін. корпорації/ квазікорпорації Домогосподарства НКО	**Депозитні:** НБУ Банківські установи Кредитні спілки **Недепозитні:** ІСІ НПФ Страхові компанії Інші кредитні установи Юридичні особи публічного права Фінансові компанії Дилери з цінних паперів Центральні клірингові контрагенти	Фондові біржі Андерайтери Депозитарії Депозитарні установи Брокери з цінних паперів Управляючі цінними паперами КУА Адміністратори НПФ Страхові і перестрахові брокери Страхові агенти Аварійні комісари Актуарії Бюро кредитних історій Рейтингові агенції Інформагенції Фінансові консультанти Фінансові аналітики СРО ОПУ	Кептивні фін. установи і кредитори грошей: Довірчі товариства Холдингові компанії Дочірні фірми, які заробляють капітал на відкритих ринках для материнських компаній Лихварі Ломбарди	Міністерство фінансів України НБУ Нацкомфінпослуг НКЦПФР Антимонопольний комітет України

Джерело. Складено автором.

Наразі проведене нами дослідження дозволяє дати власне визначення певним фінансовим категоріям, що мають пряме відношення до функціонування фінансового сектору і його інституційних одиниць. Фінансове посередництво – це вид економічної діяльності, в процесі якої інституційна одиниця (депозитна

або недепозитна фінансова корпорація) мобілізує кошти шляхом прийняття зобов'язань за власний рахунок із метою спрямування цих коштів іншим інституційним одиницям шляхом кредитування або придбання фінансових активів іншим способом. Із зазначеного випливає, що фінансові посередники – це депозитні й недепозитні фінансові корпорації, призначенням яких є ефективне нагромадження, управління і перерозподіл фінансових ресурсів через виробництво фінансових послуг. Депозитний фінансовий посередник – це фінансова корпорація, яка має право за рахунок залучених депозитів надавати фінансові кредити на власний ризик, а недепозитний є фінансовою корпорацією, яка акумулює кошти юридичних і фізичних осіб у властивий їй спосіб (на договірних засадах або через продаж власних цінних паперів) і розміщує їх на ринку капіталу. Метою діяльності всіх посередників є забезпечення певного рівня прибутковості, безпеки, зростання і ліквідності.

Місце фінансових посередників у економічній системі проілюстровано на рис. 1.7. Канали прямого фінансування дозволяють рухатись вільним фінансовим ресурсам від їх власників до споживачів цих ресурсів власне за допомогою механізму функціонування фінансового ринку і використання його інструментів, наприклад, придбання корпоративних прав. За непрямого фінансування кошти рухаються через учасників ринку фінансових послуг – фінансових посередників, які виробляють фінансові послуги і задовольняють попит споживачів цих послуг. Виробництво послуг, що носять допоміжний характер для фінансового посередництва, може здійснюватись у формі вторинної діяльності самими фінансовими посередниками, або виконуватись спеціалізованими агентствами або брокерами.

Досліджуючи ринок фінансових послуг і фінансових посередників, не можна оминути увагою інституційних інвесторів, визначення яких відсутнє у ЗУ «Про інвестиційну діяльність». Воно з'явилось порівняно нещодавно у ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» [231], де інституційними інвесторами є ІСІ (ПІФ та корпоративні інвестиційні фонди (далі – КІФ), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, НПФ, фонди банківського управління,

страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів. У контексті нашого дослідження, інституційні інвестори – це депозитні та недепозитні фінансові корпорації, які акумулюють фінансові ресурси фізичних і юридичних осіб з подальшою диверсифікацією цих ресурсів у різноманітні активи з метою реалізації інвестиційних цілей (дохідність, зростання, безпека, ліквідність тощо).

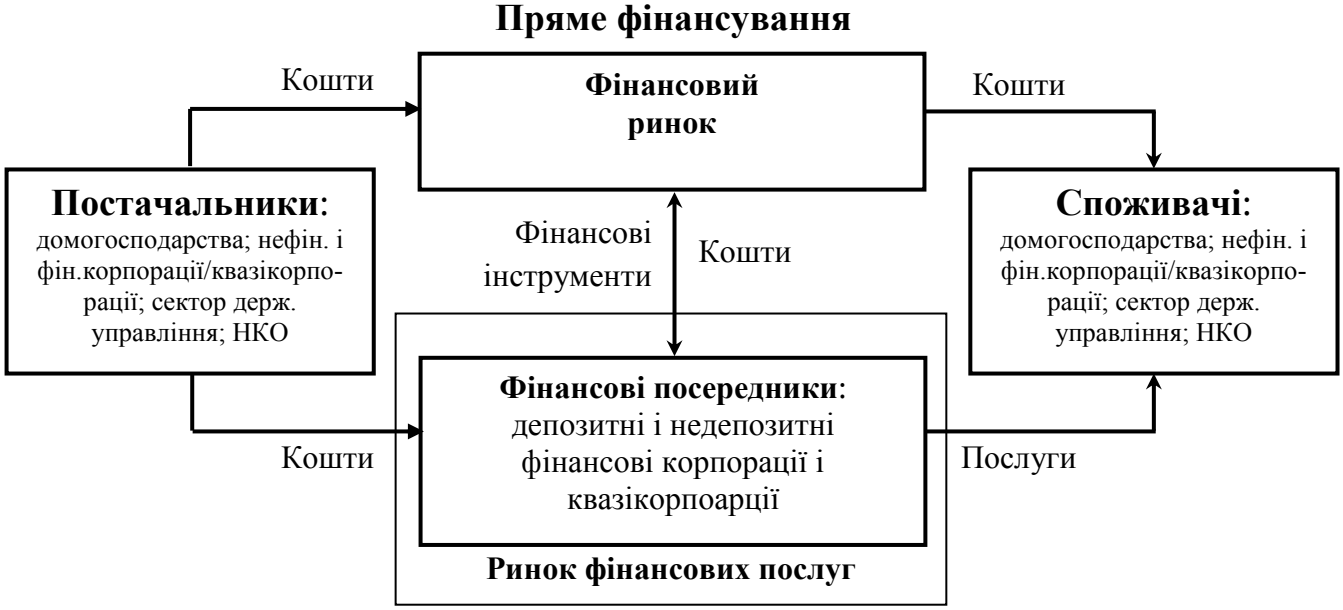


Рис. 1.7. Організація економічних процесів через механізм фінансового ринку і ринку фінансових послуг

Джерело. Побудовано автором.

У проекті ЗУ «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо визначення кваліфікованих інвесторів в цінні папери» [217] вводиться також поняття кваліфікованих інвесторів, до яких відносять: 1) міжнародні фінансові організації, утворені кількома державами-членами міжнародної фінансової організації, які надають фінансові ресурси іншим державам-членам

на умовах, визначних їх установчими документами; уряди та центральні банки іноземних держав; 3) КМУ і НБУ; 4) фінансові установи, юридичні особи (сума балансу не менше 25 млн грн, річний дохід від реалізації товарів, робот і послуг за останній фінансовий рік не менше 50 млн грн, власні кошти не менше 2,5 млн грн) та фізичні особи (не менше 10 договорів з купівлі-продажу цінних паперів щомісячно протягом останніх 4 кварталів, володіння коштами та цінними паперами, зокрема на банківських депозитах, на суму не менше 5 млн грн, з яких цінні папери становлять не менше 1 500 мінімальних заробітних плат за вартістю їх придбання), які включені до Реєстру кваліфікованих інвесторів. Наразі проект лише перераховує цих інвесторів, але не дає їм визначення. Тож кваліфіковані інвестори – це громадяни, юридичні особи, організації, уряди і центральні банки України та іноземних держав, які виявили бажання та підтвердили свою відповідність критеріям, встановленим для набуття статусу кваліфікованих інвесторів, включені до відповідного реєстру, здійснюють операції на ринку цінних паперів щодо одного або кількох видів цінних паперів/деривативів, а також одного або кількох видів послуг, що призначені для них.

Проведене дослідження дає підставу зробити висновок, що розвиток фінансового ринку і ринку фінансових послуг як сфери діяльності інституційних одиниць фінансового сектору в сучасних умовах неможливий без використання єдиного підходу щодо теоретичних і практичних засад функціонування цих ринків. Наведені уточнення щодо сутності і будови цих ринків сприятимуть вибору найвиваженішого напряму використання фінансових механізмів у подальшій акумуляції вітчизняних та іноземних капіталів та їх інвестування в економіку України, що набуває своєї актуальності за зміни ролі фінансового сектору в економіці.

1.5. Функції і роль сучасного фінансового сектору в економічних процесах

До початку 1990-х рр. до фінансової системи ставились як до чисто технічної умови розвитку економіки, причому не тільки в СРСР, а й інших країнах світу. Головну увагу було сконцентровано на виробничих фондах, трудових ресурсах і технологіях. Вважалось, що розвиток фінансових послуг відбувається з розвитком реальної економіки у результаті підвищення попиту на фінансові інструменти: реальний сектор є трансформаційним ядром, де вихідні ресурси трансформуються у нові види благ і послуг, а фінансова сфера являє собою трансакційну підсистему із опосередковування фінансових потоків між економічними агентами. У підсумку декілька десятиліть так званого виробничого фетишизму перетворили фінансовий сектор на майже зовсім повністю закриту сферу діяльності із власними законами.

Власне, українська економічна наука одразу ж після початку реформ поставила проблему міжсекторної взаємодії як одну з найважливіших проблем перехідного періоду. Проте і сьогодні вона залишається недостатньо дослідженою, що пояснюється: а) специфічністю, через що до неї підходили у контексті інших проблем; обмеженою кількістю економічних параметрів, які дають загальну картину; б) відсутністю конкретної теоретичної системи, за допомогою якої можна оцінити зв’язок фінансового сектору з іншими секторами; в) коротким строком трансформаційного періоду, який не дозволив теоретично усвідомити кожний аспект швидкоплинних процесів в економіці; г) акцентуванням уваги на нормативних аспектах реформування економік країн, що розвиваються.

З метою трансформації відношення до фінансового сектору економіки і його зв’язку з іншими секторами наведемо деякі фундаментальні теоретичні взаємозалежності, що здобули найбільшого поширення у спеціальних західних дослідженнях: а) фінансовий сектор не чинить впливу на реальний сектор, тобто

є нейтральним відносно останнього (Дж. Кейнс, Дж. Робінсон, Р. Лукас, Р. Штетнер та ін.); б) його зростання негативно позначається на економіці (М. Гейне і Х. Херр, Дж. Тобін, Дж. Стігліц та ін.); в) його розширення є наслідком еволюційного розвитку ринкової економіки (С. Стрендж, Г. Мінські, В. Чік, Б. Емундс, К. Цінн, Е. Альтфатер та ін.); г) він визначає економічне зростання, а зростання масштабів ринку капіталу приводить до зростання ефективності економіки. (Дж. Олівер, А. Галетовик, Дж. Гурлі і Е. Шоу, М. Бінсвангер та ін.).

Загальносистемні характеристики фінансового сектору наведено у дод. Е (табл. Е.1). У сучасних умовах він виконує такі функції:

1) виробництво та споживання різноманітних фінансових послуг. У цьому сенсі фінансові корпорації є не тільки посередниками, але й інституційними інвесторами, про що вже йшлось вище. Так, у 2007 р. розміри глобальних фінансових активів відносно ВВП досягли рекордної величини у 350 %. Власне, сектор відіграє самостійну, а не посередницьку роль в економіці, а його інституційні одиниці стимулюють економічне зростання. При цьому, як вважає П. Гейне, укорінена у свідомості людей думка про посередників як ворогів народу або бандитів з великої дороги необґрунтована. На його думку, посередники створюють реальне багатство, і «які б, однак, не були їх мотиви, ці люди надають послуги, від яких наш добробут залежить більшою мірою, ніж ми усвідомлюємо» [270, с. 173];

2) згладжування споживання в економіці, що сприяє обміну товарів і послуг. Завдяки тому, що більшість інституційних одиниць сектору за розміщення активів акумулюють ресурси інших секторів економіки, вони можуть собі дозволити повертати частину залучених коштів, підтримуючи свої фінансові активи до закінчення термінів. Західні вчені Д. Даймонд і П. Дібвіг розробили модель раннього і пізнього споживання, що базується на можливості фінансових корпорацій, передусім банків, забезпечувати клієнтам додаткову ліквідність. Інвестуючи свої кошти на початку гри, вкладники не знають, коли вони їм знадобляться. Цікавою є також модель фінансового зараження

Ф. Аллена і Д. Гейла, які вказують на можливість згладжування споживання у часі і між поколіннями, тобто фінансові корпорації надають можливість відмовитись від сьогоднішнього споживання на користь майбутніх виплат і поколінь. Насамперед це стосується іпотечного кредитування, накопичувального пенсійного забезпечення, страхування життя тощо;

3) акумуляція фінансових ресурсів для реалізації інноваційної діяльності. Ефективний фінансовий сектор підвищує віддачу від цієї діяльності і дисциплінує працю дослідників, венчурних підприємців завдяки моніторингу їх господарської діяльності. Усунення фінансового сектору з інноваційного фінансування пов'язуватиметься із загрозою недобросовісної поведінки і низькою віддачею на вкладений капітал, що було однією з причин неефективного впровадження результатів НТП у країнах колишнього соціалістичного табору, однак мало місце і у ряді країн з ринковою економікою, наприклад, в Японії у період стагнації 90-х рр. XX ст.;

4) вплив на економічний розвиток і амплітуду циклічних коливань. Наприклад, за розвиненого ринку капіталу змінність заощаджень (інвестицій і споживання) буде нижчою, ніж в економіці з зародковим його станом. Це відбувається за рахунок більших альтернатив вкладення ресурсів і меншої дисперсії заощаджень. У 1980-их рр. американськими економістами Б. Бернанке і М. Гертлером було запропоновано гіпотезу фінансового акселератора – спеціального механізму розповсюдження циклічних коливань через фінансовий сектор: зовнішнє фінансування для фірм завжди обходиться дорожче за використання власного капіталу. Різниця у вартості цих видів ресурсів розглядається як премія за використання зовнішнього фінансування, яку сплачує позичальник. З покращенням фінансового становища останнього ця премія зменшується. При цьому фінансовий стан фірм залежить від реальних чинників, негативний шок у реальному секторі економіки може відтворюватись і посилюватись через фінансовий сектор. Практика показує, що найбільше підпадають під експансію (рестрикцію) сектори економіки з високим ступенем залежності від зовнішніх ресурсів (малий бізнес, інноваційні галузі);

5) ефективне розміщення капіталу, адже фінансовий сектор буде ефективним тоді, коли він розподілятиме ресурси у найбільш рентабельні проекти або дохідні фінансові інструменти. При цьому цей процес пов'язаний з певними витратами. Для того, щоб фінансувати найбільш прибуткові інвестиційні об'єкти, фінансові посередники здійснюють пошук і моніторинг альтернативних напрямів вкладень. У випадку виявлення об'єктів з високою віддачею на вкладений капітал високі ризики можуть відштовхнути потенційних інвесторів. Власне, фінансовий сектор може розподілити ризики і спонукати інвесторів вкладати кошти у високоризикові об'єкти інвестування;

6) створення нових фінансових продуктів. Стрімкий розвиток фінансової інженерії за останні два десятиліття є наслідком впливу зовнішніх і внутрішніх чинників. Перша група включає в себе посилення коливання цін, глобалізацію фінансового ринків, податкові асиметрії, досягнення науки і технології, успіхи фінансової теорії, посилення конкуренції й операційні витрати. Друга пов'язана з чинниками, які суб'єкт господарювання має можливість контролювати [79, с. 59]. Проте ідея оптимізації ризиків за допомогою фінансового інжинірингу була порочною вже у своїй основі: неможливо зовсім вилучити ризик з фінансового сектор, без нього останній не буде «працювати». Ризик – це душа ринку капіталу, його філософія та інституційне середовище;

7) активізація відтворення людського капіталу і стимулювання зниження рівня бідності. Це відтворення, з одного боку, забезпечується інвестуванням грошових коштів у високодохідні фінансові інструменти, з іншого – такий капітал адекватно реалізує свою креативність у створенні нових видів фінансових установ, інструментів, послуг тощо. Тому фінансовий сектор притягує одночасно власників людського капіталу, а також сприяє прискореному накопиченню останнього. Як стимулятор зниження рівня бідності, цей сектор відіграє безпосередню роль у фінансуванні сфери соціального захисту через страхування і недержавне пенсійне забезпечення.

Досліджуючи фінансовий сектор за допомогою функціонально-структурного підходу з поєднанням неокласики, інституціоналізму і

поведінкових фінансів, З. Боді і Р. Мертон на основі аналізу його головної функції (ефективного розподілу фінансових ресурсів) виділили шість базових функцій, які полягають у забезпеченні способів: 1) переміщення економічних ресурсів у часі, через кордони держав і з одних галузей економіки в інші; 2) управління ризиком; 3) клірингу і здійснення розрахунків, які сприяють торгівлі; 4) об'єднання і диверсифікація фінансових ресурсів; 5) постачання ціновою інформацією, яка дозволяє координувати децентралізований процес прийняття рішень у різних галузях економіки; 6) розв'язання проблем стимулювання [20, с. 65–74]. Від розв'язання проблем останніх залежать взаємовідносини «виробник-споживач» фінансової послуги, що впливатиме на потенціал розвитку фінансового сектору.

Зазначимо, що фінансовий сектор і його інституційні одиниці дозволяють здійснювати такі види трансформації [117, с. 134–135]: заощаджень в інвестиції; часову через перетворення коротких грошей на довгі, і навпаки; обсягів через перетворення оптових ресурсів у роздрібні, і навпаки; регіональну через організацію територіального розподілу фінансових ресурсів. Всі вони пов'язані з відповідними ризиками – кредитним, валютним, відсотковим, курсовим, ліквідності тощо – і можуть ініціювати загрозу стійкості фінансового сектору, а регулятори мають забезпечувати відповідний моніторинг, а за необхідності – оперативне втручання.

У нашому дослідженні ми розглядаємо фінансовий сектор як сферу обміну фінансовими послугами, які є результатом функціонування його інституційних одиниць, а розглядаючи функції фінансового сектору в економіці, маємо виявляти не сам процес функціонування цих одиниць як окремих економічних суб'єктів, а взаємодію з іншими секторами економіки (див. дод. Е рис. Е.1).

Маємо зазначити, що проблема фінансових ресурсів окремих секторів (ланок, сфер) економіки досліджена достатньо глибоко методологічно, проте недостатньо системних розробок щодо фінансових ресурсів, консолідації і алокації останніх, що впливатиме на спроможність фінансового сектору забезпечувати зростання всіх інших секторів економіки. Консолідовані

фінансові ресурси не можна вважати механічним об'єднанням різних їх видів з метою отримання даних про їх сукупну величину, її основна мета полягає у пошуку ефективних форм цього об'єднання з метою забезпечення національних інтересів країни і суспільства у цілому. Алокація є антиподом консолідації і передбачає розподіл фінансових ресурсів між різними секторами і інституційними одиницями з метою синтезу в плані оцінювання руху і використання фінансових ресурсів. При цьому може бути використаний термін «алокаційна ефективність» – ефективна комбінація фінансових ресурсів, що орієнтована на зменшення трансакційних витрат.

В Україні нині існують такі проблеми щодо досягнення алокаційної ефективності: недостатнє фінансування інноваційної діяльності: на наукові розробки спрямовується 0,8 % до ВВП України (на законодавчому рівні встановлено, що ця цифра має бути не меншою за 1,7 %). За деякими оцінками, майже 60 % обсягів промислової продукції доводиться на 3-й технологічний уклад, 38 % – на 4-й устрій (табл. 1.4). За таких умов не можна говорити про подальший економічний розвиток економіки країни, який має досягатись саме за рахунок 6-го укладу; відплив українського капіталу за кордон з його поверненням в Україну у вигляді іноземних інвестицій; недостатнє фінансування реального сектора економіки фінансовим через спрямування ресурсів останнього на спекулятивні операції; диспропорції державного бюджету і ущемлення інтересів місцевих бюджетів; недостатній приплив коштів у сферу малого бізнесу; низька інвестиційна активність домогосподарств.

У підсумку виникає таке поняття, як «алокаційні провали» – дисбаланси у розподілі фінансових ресурсів у фінансовій системі і кожному із секторів економіки зокрема. На нашу думку, вкрай необхідним для української економіки є визначення такого поняття, як «ефективна алокація ресурсів фінансового сектору економіки» – забезпечення такого розвитку, фінансових відносин і процесів у ньому, за яких створюються необхідні умови для ефективного використання консолідованих фінансових ресурсів згідно зі стратегією розвитку національної економіки. При цьому забезпечується:

1) консолідація цілей інституційних одиниць цього сектору у реалізації національних інтересів; 2) спрямування фінансових ресурсів у нормативно визначені активи; 3) зниження зловживань у фінансовій сфері.

Таблиця 1.4

Характеристика технологічної багатоукладності економіки України

[251, с. 474]

Показники	**Технологічні устрої**			
	3-й	**4-й**	**5-й**	**6-й**
Обсяг виробництва продукції	57,9 %	38 %	4 %	0,1 %
Фінансування наукових розробок	6 %	69,7 %	23 %	0,3 %
Витрати на інновації	30 %	60 %	8,6 %	0,4 %
Інвестиції	75 %	20 %	4,5 %	0,5 %
Капіталовкладення на тех. переозброєння і модернізацію	83 %	10 %	6,1 %	0,9 %

З алокацією і консолідацією фінансових ресурсів пов’язаний такий термін як «потенціал фінансового сектору» – це його акумульована (реальна або максимально можлива) фінансова спроможність до забезпечення країною розширеного відтворення у реальному секторі та акумуляції фінансових ресурсів в інших секторах. Розглядаючи його, ми виявили, що, з позиції системного підходу, цей сектор, з одного боку, є системою підсекторів з їх інституційними одиницями і фінансовими потоками, з іншого, – пов’язаний з іншими системами, зокрема біологічними, технічними тощо. У середині ХХ ст. нобелівський лауреат з економіки П. Самуельсон (1970) застосував в економіці математичні принципи термодинаміки. Вони є актуальними і сьогодні, проте модифікуються і, як ми вважаємо, можуть бути використані у дослідженні фінансового сектору економіки і його ролі в економічних процесах.

Перший закон термодинаміки: сума чистого тепла, що постачається у мережу, і чистої роботи системи дорівнює нулю. Наводячи аналогію з фінансовим сектором, матимемо фінансові установи, які спроможні поглинати фінансові ресурси без їх віддачі. «Задача державного регулювання – не

допустити розвитку фінансових інститутів – «абсолютно чорних тіл», які, немов «гарячі ножі», розрізають фінансовий «пиріг» на свою користь» [151, с. 4].

Другий закон термодинаміки: тепло не може перейти від холодного тіла до гарячого без будь-яких інших змін у системі (тобто без нагрівання холодного тіла). У фінансовому секторі баланс інвестицій та заощаджень повинен приводити до зниження трансакційних витрат, про що йтиметься нижче. Зазначимо лише, що Україна має великий розмір цих витрат, що пов'язано з низьким рівнем інституційного розвитку. Наразі у глобальному масштабі заощадження незначно перевищують інвестиції, однак у розвинених країнах і деяких країнах Південно-Східної Азії спостерігається скорочення частки заощаджень до ВВП. У країнах, що розвиваються, спостерігається зростання і заощаджень, і інвестицій, а прямі іноземні інвестиції (ПІІ) мають тенденцію до зростання (рис. 1.8).

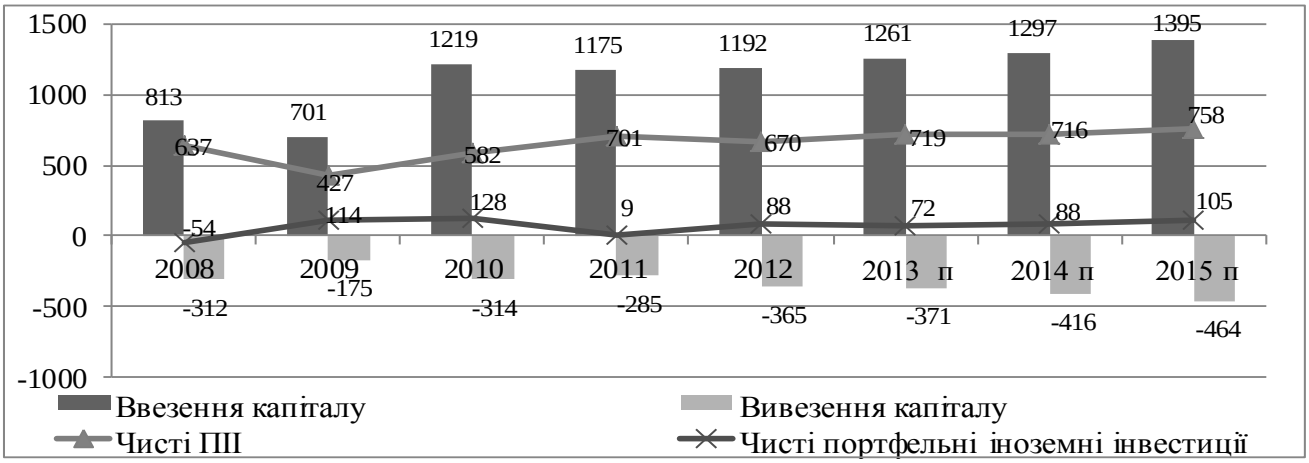


Рис. 1.8. Рух капіталу в країнах, що розвиваються, у 2008–2015 рр., млрд дол.

Джерело. Побудовано на основі [377].

Взаємозв'язок між заощадженнями і нагромадженнями полягає в наступному: створений протягом певного періоду дохід розподіляється між сектором загального державного управління (далі – ЗДУ), секторами нефінансових (далі – НФК) і фінансових корпорацій (далі – ФК), сектором домогосподарств (далі – ДГ). Ці сектори отримують профіцит (дефіцит) бюджету, чистий прибуток і чисті заощадження відповідно. Приріст джерел

фінансування капіталу (валові заощадження) реінвестується у секторі НФК і ДГ, вилучається з обігу як експорт капіталу або придбання валюти, спрямовується у сектор ФК [61, с. 281].

Для оцінювання нагромадження капіталу в Україні скористаємось Зведеними національними рахунками Державної служби статистики України (див. дод. Ж табл. Ж.1). Важливим показником є валове нагромадження капіталу (далі – ВНК) – приріст капіталу як активу, що вимірюється як загальна вартість валового нагромадження основного капіталу, приросту запасів і придбання інших цінностей [362].

Частка ВНК відносно ВВП показує інвестиційний потенціал країни: за 2000–2007 рр. можна спостерігати тенденцію до зростання цього показника з 19,6 до 28,2 % до ВВП з подальшим зменшенням до 18,1 % у 2010 р. і поступовим збільшенням на 1,3 % у 2012 р., що пояснюється подоланням кризових явищ в економіці. При цьому обсяги ВНК у 2000–2005 рр. були меншими за валове заощадження (рис. 1.9), тобто не вся сума чистих заощаджень та амортизаційних відрахувань спрямовувалась на фінансування оборотних і необоротних активів. Основною причиною такого дисбалансу стало чисте кредитування, за якого обсяги вивезення капіталу перевищували обсяги ввезення в країну. Це виникає через активне нагромадження НБУ валютних резервів, що є, по суті, вилученням частини заощаджень із господарського кругообігу, а також надлишкову ліквідність банківської системи, коли акумульовані ресурси не використовуються у секторах економіки, а нагромаджується в НБУ на рахунках банків і в банках-нерезидентах. З 2006 р. ВНК починає перевищувати заощадження відносно ВВП (проте у 2010 р. практично зрівнялись), а різниця – покриватись за рахунок зовнішніх запозичень. Якщо у 2006–2009 рр. останні забезпечували значну частину у фінансуванні нагромадження капіталу, то за весь період вони були незначними. Це означає, що розвиток української економіки забезпечувався за рахунок внутрішніх джерел.Якщо аналізувати прийняття фінансових зобов’язань і придбання фінансових активів в економіці України, до дістанемо таку картину (рис. 1.10–1.11). Найбільшу заборгованість з 2006 до 2008 р. складали кредити та позики, проте їх обсяг суттєво скоротився у 2009 р., і у 2012 р. залишився

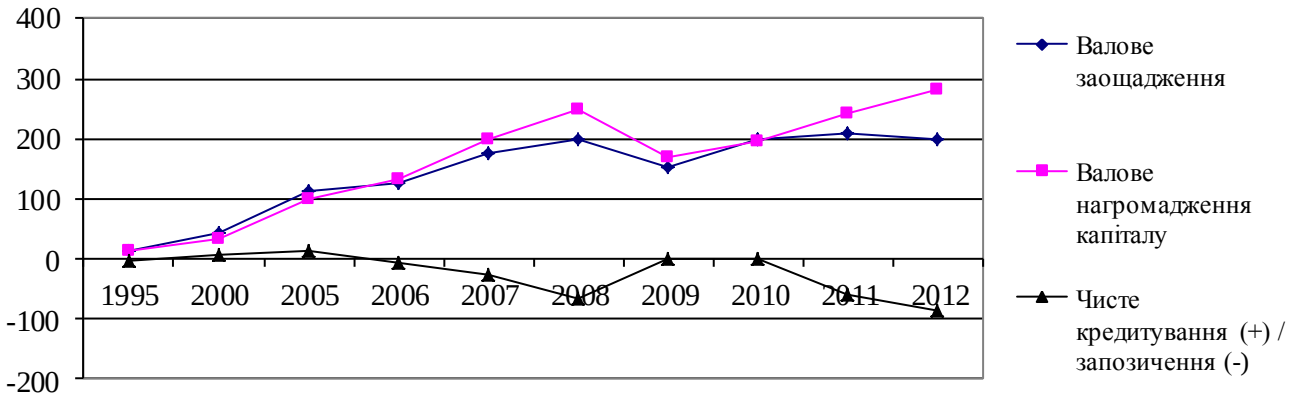


Рис. 1.9. Валове заощадження і валове нагромадження капіталу в Україні у 1995–2012 рр.,млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

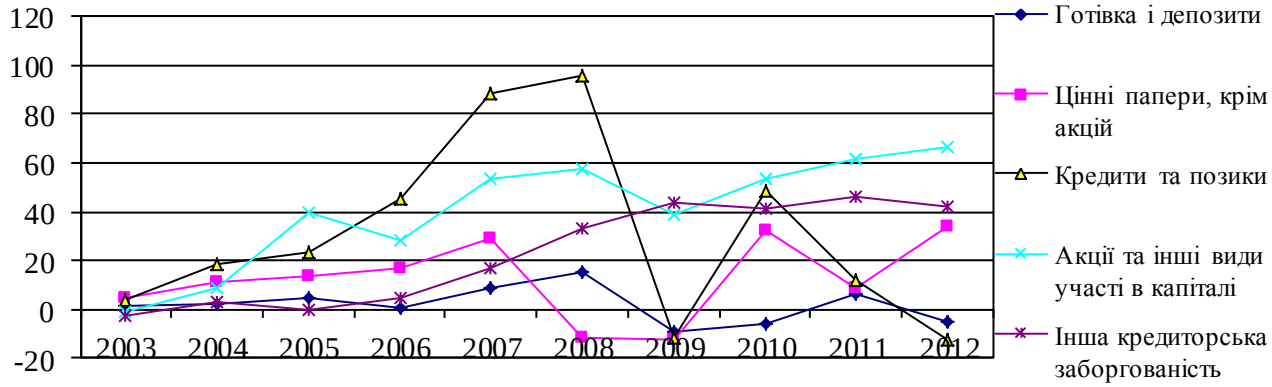


Рис. 1.10. Чисте прийняття фінансових зобов'язань в економіці України у 2003–2012 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

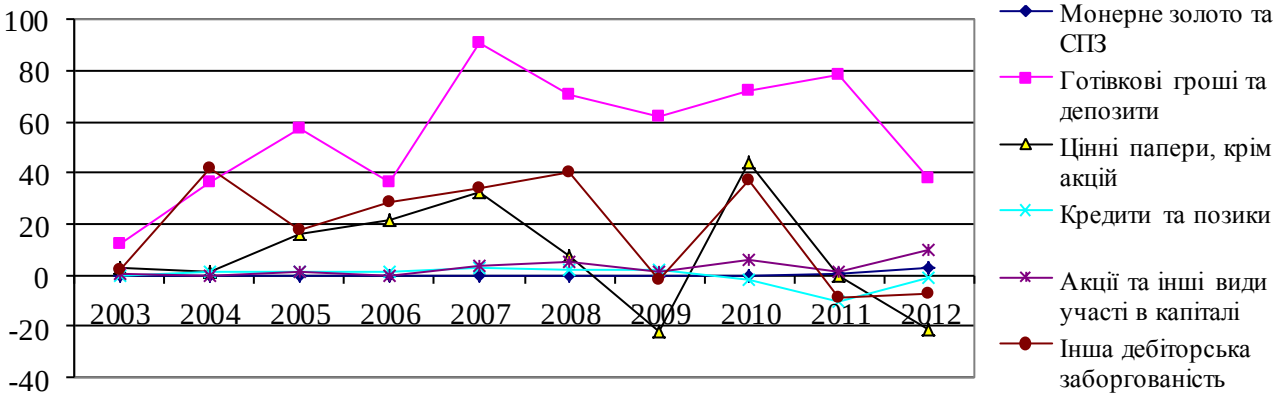


Рис. 1.11. Чисте придбання фінансових активів в економіці України у 2003–2012 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

практично без змін. Натомість має тенденцію збільшення зобов'язань у вигляді акцій. Щодо придбання фінансових активів, то готівка та депозити показують зростаючий тренд, проте у 2012 р. їх обсяги зрівнялись з показниками 2000 і 2006 рр. Цікаво, що знижується чисте придбання фінансових активів у вигляді цінних паперів, крім акцій (з 7,8 млрд грн у 2008 р. до -21,8 у 2009 р. і 21,1млрд грн у 2012 р.). Натомість зростає придбання акцій та інших видів участі у капіталі за 2008–2012 рр. з 1,6 до 9,8 млрд грн. Тож можна зробити висновок, що ринок цінних паперів в Україні не є активним, а всі його інструменти привабливими.

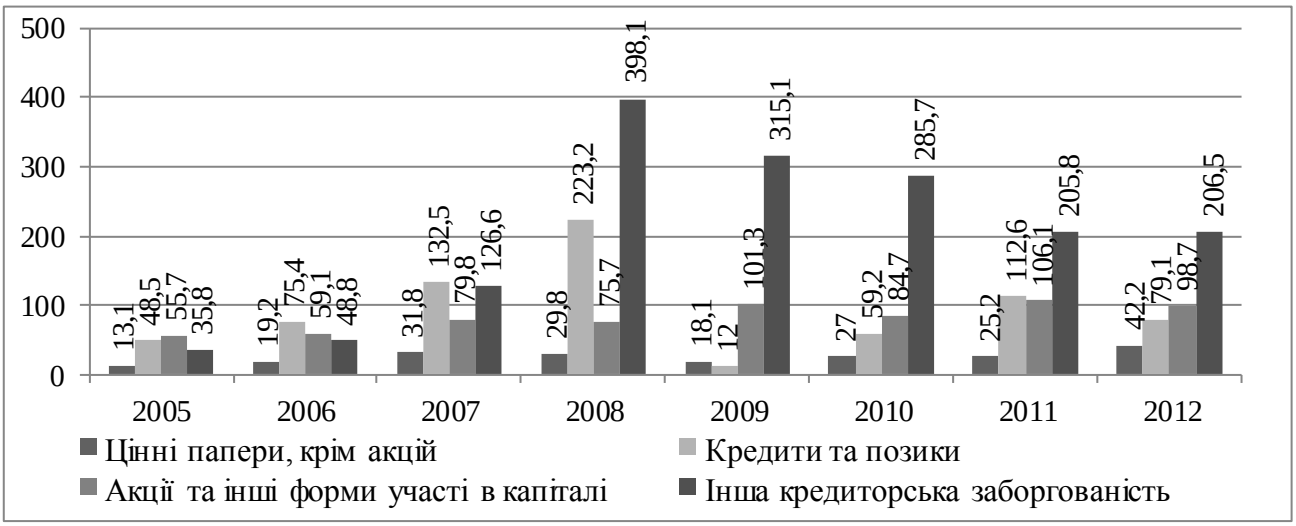


Рис. 1.12. Чисте прийняття фінансових зобов'язань сектором НФК у 2005–2012 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

Щодо формування капіталу інституційних секторів економіки України, то фінансові активи у загальному прирості джерел фінансування мали спершу тенденцію до зростання з 366,5 млрд грн у 2005 р. до 1 238,5 млрд грн у 2008 р., а у 2012 р. знизились практично втричі і становили 451,5 млрд грн.

Основна частина приросту капіталу фінансувалася за рахунок міжсекторного нарощування боргів і коштів ФК. На рис. 1.12 і 1.13 показано тенденції у формуванні джерел фінансування капіталу сектору НФК і ФК у 2005–2012 рр., з яких випливає, що залишається вельми високою частка кредиторської заборгованості НФК у цих джерелах. Зокрема, її частка у 2005 р.

складала 23,4 % приросту активів і досягла свого максимуму у 2009 р. (70,6 %) зі зниженням до 48,4 % у 2012 р. Кредити і позики як боргові джерела фінансування мали позитивну динаміку до 2006 р. (37,2 %) і суттєве зниження до 2,7 % у 2009 р. зі збільшенням до 18,5 % у 2012 р. Що стосується пайового фінансування (акції та інші форми участі в капіталі), то тут відбувається незначне його відновлення: за 2005–2007 рр. воно знизилось з 36,4 до 10,4 %, а у 2012 р. вже складало 23.1 %. Емісія інших цінних паперів за всі роки склала в середньому 7 % від усіх джерел фінансування НФК.

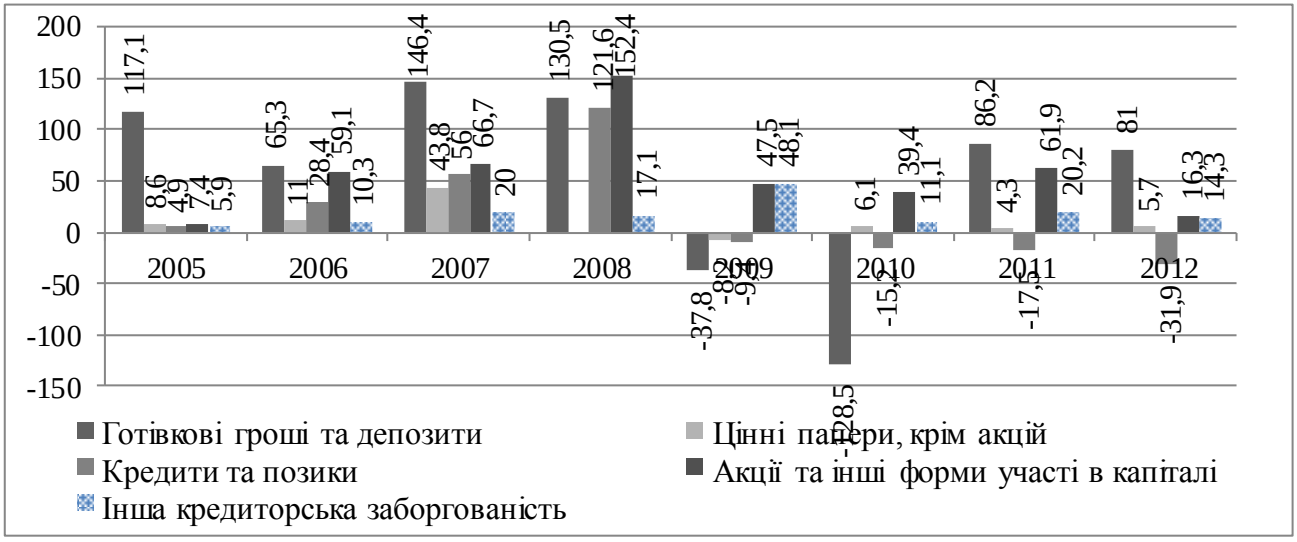


Рис. 1.13. Чисте прийняття фінансових зобов'язань сектором ФК у 2005–2012 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

Фінансові корпорації фінансуються здебільшого за рахунок готівки і депозитів (81,1 % у 2005 р., 30,9 % у 2008 р. і 91,6 % у 2011 р.), пайового капіталу (18,4 % у 2012 р.) й іншої кредиторської заборгованості (16,1 %). При цьому приріст капіталу сектору ФК у 1 620,5 млрд грн за період 2005–2012 рр. не включався до складу продуктивного капіталу через подвійний підрахунок: його активи є водночас фінансовими зобов'язаннями інших секторів, які враховуються у зовнішніх джерелах фінансування капіталу.

Беззаперечним є той факт, що основним джерелом ресурсів для економіки і фінансового сектору зокрема є сектор ДГ, де основними активами є необоротні

активи (земля та житло) і заощадження. Чисте придбання фінансових активів ДГ у 2012 р. становило 136,7 млрд грн, у т. ч. 95,2 % – готівкові гроші та депозити, акції та інші форми участі в капіталі – 2,7 % (рис. 1.14). При цьому основним джерелом нагромадження коштів стали кредити, позики та інша кредиторська заборгованість. У цілому ж простежується тенденція скорочення обсягів коштів домогосподарств, що трансформуються через непряме інвестування у фінансовому секторі або в продуктивний капітал секторів НФК і ЗДУ.

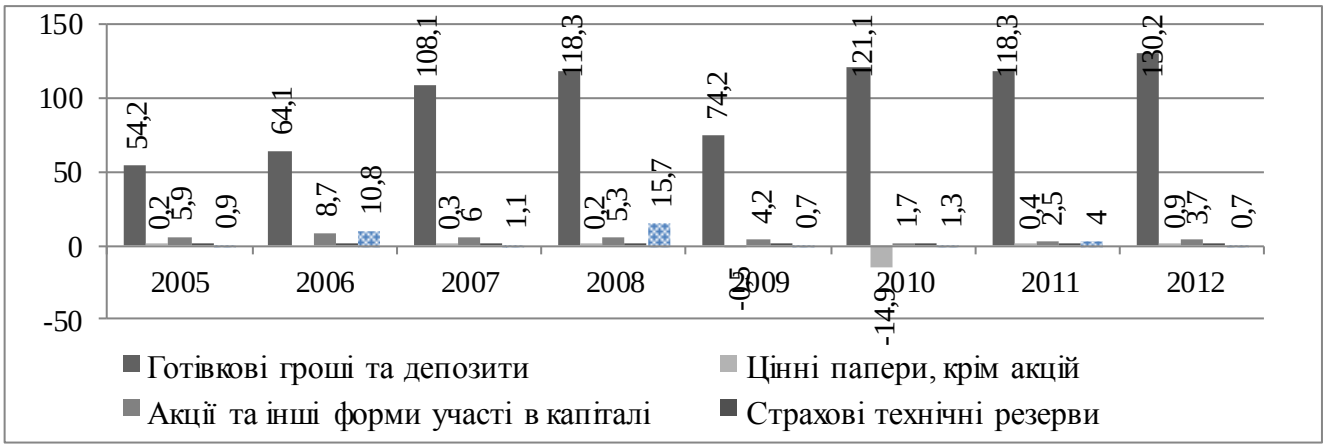


Рис. 1.14. Чисте придбання фінансових активів сектором ДГ у 2005–2012 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

Отже, в Україні роль фінансового сектору посилюється. Високий рівень норми валового нагромадження капіталу і випереджальні темпи зростання продуктивного капіталу в 2005–2008 рр. порівняно з нормою нагромадження були обумовлені впливом зростання інтенсивності залучення коштів через фінансові корпорації і монетизації ВВП. Проте у підсумку не було сформовано надійного підґрунтя у вигляді внутрішніх ресурсів (заощаджень).

Збільшуються і валові заощадження інституційних одиниць секторів економіки України (табл. 1.6). Частка сектору НФК у цих заощадженнях суттєво зросла у 2007 р. до 43,6 % з подальшим зниженням до 14 % у 2012 р., що було спричинене високим рівнем податкового і кредитного навантаження. У 2009 р. фінансові корпорації практично досягли показників НФК, а надалі й

перевищили. Основною тенденцію 2009–2012 рр. стало стрімке зростання валових заощаджень домогосподарств з 27,1 % у 2008 р. до 88,2 % у 2012 р. (рис. 1.15). Якщо оцінювати частку валових заощаджень секторів у ВВП України, то у секторі ФК до 2010 р. вони мали тенденцію до зростання, що можна пояснити високим рівнем процентних ставок за кредитами і маржею, проте за 2010–2012 рр. вони знизилися з 6,2 до 1,1 % до ВВП (у 2011 р. – 3,2 %). Загалом у цих секторах валова додана вартість поступово зростала і становила у 2012 р. 86,5 % до ВВП, що можна вважати передумовою формування ринкоцентричної фінансової системи.

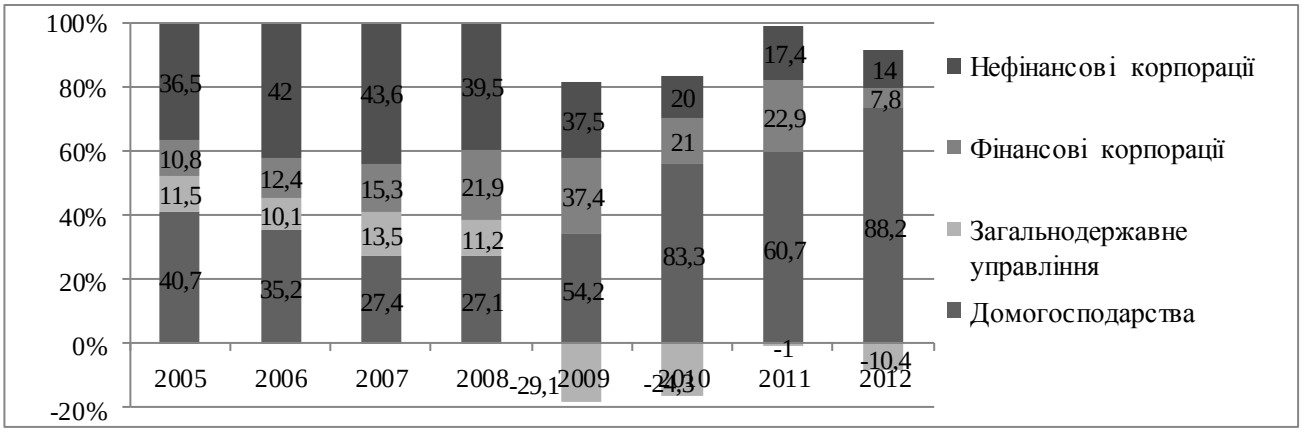


Рис. 1.15. Питома вага інституційних секторів у валовому заощадженні у 2005–2012 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [48].

І, нарешті, третій закон термодинаміки: за прямування температури до абсолютного нуля ентропія (міра безпорядку) системи наближається до постійного мінімуму. Стосовно фінансового сектору це може означати, що держава повинна створити такі умови його розвитку, за яких ентропія зводитиметься до нуля. Останнім часом в економіці став використовуватись термін «турбулентність», під якою у природничих науках розуміють рух у суцільному середовищі, за якого спостерігається формування вихорів у результаті пульсації швидкостей в окремих локальних областях [167]. Якщо у фізиці турбулентність визначається енерготехнологічними процесами, то в

економіці – транспортно-кінетичними фінансовими процесами. Як вважає Є. Горбунов [41], в основі останніх лежить безрозмірний комплекс

$$L = - A * Ф * T / (A * Ф ^ 2 + T), \quad (1.1)$$

а також гносеологічні початок: потік ймовірності прямо пропорційний градієнту її щільності. Турбулентність у наведеному комплексі (у світовій економіці) визначається параметром Т,

$$T = Re + 1. \quad (1.2)$$

Фізичний (фінансовий сенс) параметра Т зводиться до відношення двох фінансових потоків: повного фінансового потоку (з інвестиційними та іншими стимулюючими компонентами) до потоку, який визначається лише природними економічними процесами всередині суб’єкта (країни, Єврозони тощо). Тоді для у нашому дослідженні фінансова турбулентність являтиме відношення повного фінансового потоку з інвестиційними компонентами до потоку, який визначається економічними процесами усередині фінансового сектору і фінансовій корпорації зокрема.

З іншого боку, сучасні теорії довгих хвиль розкривають механізм переходу економіки від режиму зростання у режим фінансової турбулентності, яка виникає, коли існуючий технологічний уклад досягає свого піку, зростають ціни на енергоносії, а також інші монопольні товари. У підсумку знижуються показники розвитку реального сектору, а фінансові ресурси спрямовуються на оборудки у фінансовому секторі через підвищення ролі ринку цінних паперів і його інститутів із спекулятивними стратегіями, а також зростання швидкості укладання угод. Як доведено у багатьох дослідженнях, вихід на нову хвилю економічного зростання після фінансового колапсу виникає після формування передумов для нового технологічного укладу. Природно, цей процес

супроводжується глобальною конкуренцією, збільшенням інвестицій, а також посиленням державного регулювання.

Популярний журналіст з Wall Street Journal Д. Вессел [385] головними винуватцями останніх негативних подій на ринках капіталу називає три «R»: rocket scientists (вчені-ракетники – фінансисти-винахідники структурованих фінансових інструментів і технологій сек'юритизації, які замість перерозподілу кредитного ризику спричинили ще більшу заборгованість для інвесторів), regulators (регулятори) і rating agencies (рейтингові агенції). Що стосується перших, то сьогодні ставляться під сумнів фінансові теорії, за які свого часу було отримано десятки нобелівських премій з економіки. І лише 2009 р. став роком їх переосмислення, а початок поклав нобелівський лауреат П. Кругман (2008), який поставив під сумнів базові економічні теорії, а також абстрактні моделі зі складним математичним апаратом, підкреслив і шкідливість деяких з них. За цих обставин американські вчені Б. Мандельброт і Р. Хадсон [166] доводять, що майбутнє за інструментарієм, що використовується для пояснення явищ у живій природі. Передусім це стосується гомеостазу[1] – саморегуляції, здатності відкритої системи зберігати стійкість свого внутрішнього стану за допомогою скоординованих реакцій, спрямованих на підтримку динамічної рівноваги, долати опір зовнішнього середовища.

Вважатимемо фінансовий сектор економіки соціальною (антропогенною) системою, яка розвивається за певними закономірностями. З іншого боку, він є екосистемою – комплексом, що утворений живими організмами і середовищем їх проживання. Як слушно пише Н. Талеб у своїй праці «Антикрихкість. Як отримати вигоду з хаосу»: «... у складних системах важливою є взаємозалежність. Тут варто мислити у термінах екології: якщо знищити конкретний вид тварин, харчовий ланцюг порушиться... Так само якщо ви закриєте банк у Нью-Йорку, наслідки проявляться повсюди, від Ісландії до Монголії» [363, с. 41].

[1] Гомеостаз – від давньогрецького Ομοιοστάσις; ομοιος – однаковий, подібний і στάσις – стояння, нерухомість [27].

Нині акцентується увага на «золотому правилі» інвестування з прагненням не «зберігати усі яйця в одному кошику»: якщо подивитись на тенденцію в масштабі економічної системи, то стає зрозумілим, що подібні дії призвели до зворотного результату: яєць ставало все більше, а кошик швидко зношувався, крім цього, зростала кількість тухлих яєць [97, с. 131]. Математики-екологи передбачили би ці процеси, якби розуміли процеси у фінансовому секторі, адже їм відомо, що тропічні ліси більше за прості екосистеми пустель і лісів підпадають під зовнішні потрясіння. Фінансові продукти стають надзвичайно складними, адже, щоб розібратись у складових забезпеченого боргового зобов'язання у квадраті (CDO^2), інвестору потрібно прочитати 1,125 млрд сторінок. Проте, якщо ґрунтовно досліджувати трансформаційні процеси у фінансовому секторі, то вони мають визначатись інституційними чинниками, які у підсумку формують його стан, напрями і динаміку розвитку. Це викликано насамперед тим, що інституційна економічна теорія має порівняльні переваги перед мейнстрімом (класичним лібералізмом) у дослідженні економік країн СНД, оскільки дозволяє комплексно проаналізувати процеси трансформації інституційних структур на пострадянському просторі, а для фінансового сектору такі переваги:

1) наближення традицій предмету економічного аналізу радянських часів більше до інституціоналізму, ніж до традицій неокласики;

2) широка доступність основних наукових результатів теорії в країнах СНД, переклад їх на російську і українську мову;

3) залучення до дослідження різних наук про людину і суспільство;

4) відкритість питання про вибір базисних інституцій;

5) використання таких аналітичних інструментів, як «інституції», «інститути», «організації», «права власності», «інституційне середовище» тощо, які дозволяють створювати відносно прості і прозорі моделі функціонування сектору, а «трансакційні витрати» дозволяють виділити особливу категорію фірм – фінансові корпорації/квазікорпорації, діяльність яких пов'язана з виробництвом трансакційних (фінансових) послуг;

6) застосування еволюційного підходу;

7) дослідження інституцій через призму їх впливу на рішення, які приймають інституційні одиниці фінансового сектору;

8) визначення організацій не як окремого економічного агента з єдиними цілями, а як системи, яка має внутрішню структуру інтересів;

9) порівняння інституційних альтернатив одна з іншою;

10) індивідуальний підхід до реформ;

11) дослідження взаємозв'язку глобальних тенденцій розвитку ринків капіталу і національних фінансових процесів [107].

Наразі існуюча нечіткість і плутанина у сучасному категоріальному апараті, розширення визначень його основних категорій, передусім інституцій та інститутів, породжують викривлене відображення і гальмування процесів практичної модернізації фінансової діяльності. Інституції не просто впливають на трансформаційні процеси і розвиток фінансового сектору, а й виражаються в певних трансакційних витратах, формуванні контрактних відносин, відносин власності тощо, що мають стати об'єктами спеціальних досліджень у фінансовій науці.

Висновки до розділу 1

1. Фінансова система країни розглядається з позицій широкого і вузького підходів. На основі їх узагальнення сформульовано її визначення як форми організації грошових відносин між інституційними одиницями секторів економіки із трансформації і розподілу фінансових ресурсів, а також запропоновано її організаційно-інституційну архітектуру з виокремленням фінансів нефінансових корпорацій, фінансових корпорацій, загальнодержавного управління, домогосподарств, а також некомерційних організацій.

2. Групування фінансового сектору потребує має практичне значення для визначення значимості фінансових корпорацій для фінансової політики держави і встановлення джерел інформації для розрахунку показників рахунків СНР. Ключові позиції національного КІСЕ і КВЕД, зіставлення їх з міжнародними стандартами дали змогу включити до цього сектору такі інституційні одиниці: 1) фінансові посередники (депозитні і недепозитні); 2) допоміжні фінансові корпорації і НКО; 3) інші фінансові корпорації. Всі вони здійснюють фінансову діяльність через виробництво різноманітних фінансових послуг згідно з чинним законодавством.

3. Поняття «послуга» трактується як: діяльність (процесуальний підхід); результат діяльності (змістовний підхід); відносини між людьми в суспільстві з приводу формування соціально-економічних умов; еквівалентний суспільний обмін праці за договором. Дослідивши її сутність, запропоновано під послугою розуміти різнорідну економічну діяльність, що здійснюється виробником цієї послуги, задовольняє купівельний попит і потреби (особисті, колективні, суспільні), споживається у момент її постачання і має фактичний відчутний результат.

4. Фінансову послугу можна представити як операції з фінансовими активами на банківському, страховому, інвестиційному та інших ринках послуг, що здійснюються інституційними одиницями фінансового сектору в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання доходу і/або збереження реальної вартості останніх. Вона пов’язана з такими поняттями, як фінансова операція, фінансовий продукт, комплекс фінансових послуг.

5. Введено поняття «фінансовий сервіс» – виробництво і реалізація послуг фінансовими корпораціями, що найповніше задовольняє особисті, колективні і суспільні потреби через надання кваліфікованої допомоги і сприяння одержанню доходів або інших благ своїм клієнтам. Це дало змогу акцентувати увагу на якості і конкурентоспроможності фінансової послуги.

6. У контексті зв’язку фінансового ринку з фінансовим сектором перший є системою економіко-правових відносин, що пов’язана з перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів між державою, фінансовими і нефінансовими корпораціями, домогосподарствами а також НКО на основі взаємодії попиту і пропозиції цих ресурсів. Ринок фінансових послуг – це сукупність широкого спектру відносин щодо задоволення наявної та формування перспективної потреби у різноманітних фінансових послугах (страхових та тих, що пов’язані зі страхуванням; банківських та інших фінансових послуг (за винятком страхування); інвестиційних; інших) з метою одержання доходів інституційними одиницями фінансового сектору економіки, задоволення попиту споживачів, де предметом купівлі-продажу є специфічний товар – фінансова послуга. Це дозволяє визначити сутність фінансового посередництва, фінансових посередників, інституційних і кваліфікованих інвесторів.

7. Проблема фінансових ресурсів окремих секторів (ланок, сфер) економіки досліджена достатньо глибоко методологічно, проте недостатньо системних розробок щодо фінансових ресурсів, консолідації і алокації останніх, що буде впливати на спроможність фінансового сектору економіки забезпечувати зростання всіх інших секторів. Встановлено, що в Україні існують «алокаційні провали» – дисбаланси у розподілі фінансових ресурсів у фінансовій системі і кожному із секторів економіки зокрема. Уведено поняття «ефективна алокація ресурсів фінансового сектору» як забезпечення такого розвитку, фінансових відносин і процесів у ньому, за яких створюються необхідні умови для ефективного використання консолідованих фінансових ресурсів згідно зі стратегією розвитку національної економіки. Відповідно потенціалом фінансового сектору є його акумульована (реальна або максимально можлива) фінансова спроможність до забезпечення країною розширеного відтворення у реальному секторі та акумуляції фінансових ресурсів в інших секторах.

8. Модифіковані математичні принципи термодинаміки можуть бути використані у дослідженні фінансового сектору економіки і його ролі в

економічних процесах. Перший закон термодинаміки: існують фінансові установи, які спроможні поглинати фінансові ресурси. Другий закон: у секторі мають зменшуватись трансакційні витрати його корпорацій, які в Україні досягли великих розмірів. При цьому роль фінансового сектору підвищується. Високий рівень норми валового нагромадження капіталу і випереджальні темпи зростання продуктивного капіталу в 2005–2008 рр. порівняно з нормою нагромадження були обумовлені впливом зростання інтенсивності залучення коштів через фінансові корпорації і монетизації ВВП. Проте у підсумку не було сформовано надійного підґрунтя у вигляді внутрішніх ресурсів (заощаджень). Третій закон термодинаміки: держава повинна створити такі умови розвитку фінансового сектору, за яких ентропія зводитиметься до нуля. Нині ж спостерігається фінансова турбулентність, яку можна визначити через відношення повного фінансового потоку з інвестиційними компонентами до потоку, який визначається економічними процесами усередині сектору.

9. Формуючи підходи до ґрунтовного дослідження трансформацій у фінансовому секторі економіки і його середовищі, необхідно спиратися на сукупність інституційних чинників, які у підсумку формують стан, напрями і динаміку розвитку досліджуваного сектору. При цьому інституційна економічна теорія відрізняється порівняльними перевагами серед інших течій у дослідженні економік країн СНД, оскільки дозволяє комплексно проаналізувати процеси трансформації інституційних структур.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях автора [81; 84; 86; 97; 102; 106; 107; 110; 115; 117; 118; 121; 122; 126; 130; 134; 135].

РОЗДІЛ 2
РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ У КОНТЕКСТІ ІНСТИТУЦІЙНОЇ ПАРАДИГМИ

2.1. Взаємозв'язок фінансових інституцій, організацій, інститутів і органів-регуляторів

Розвиток української економічної науки на початку XXI ст. можна з повною впевненістю назвати бумом інституціоналізму, що викликав потужне інституційне зрушення у системі суспільних наук, а також інтенсивні процеси інтеграції і диференціації у науковому суспільстві. Унікальність інституційної теорії у тому, що окремі її течії (див. дод. И рис. И.1 і табл. И.1) не розвивались еволюційно в процесі гносеологічної конкуренції, а були трансплантовані по суті у готовому вигляді через відкриття кордонів інформаційного простору України на початку 90-х рр. XX ст. При цьому варто погодитись з В. Андрущенком, який вважає, що «… користування надбаннями світової фінансової думки ще не привід для уникнення участі в наукових дослідженнях на національному рівні» [8, с. 7].

Зі свого боку зазначимо, що дотепер прикладне застосування інституціоналізму як теоретичного базису до трансформування конкретних видів економічної діяльності майже не зустрічається. Тож у нашому дослідженні ми скористаємося новою економічною парадигмою, яку, наприклад, А. Чухно (який розділяє погляди американського дослідника І. Лакатоса[1] [155]) визначає як певну науково-дослідну програму, яка

[1] За І. Лакатосом, будь-яка теорія включає два компоненти – «жорстке ядро» (hard core) і «захисну оболонку» (protective belt). Твердження, що складають «жорстке ядро» теорії, мають залишатись незмінними в ході будь-яких модифікацій і уточнень, які супроводжують розвиток теорії. Вони утворюють дослідницьку парадигму, тобто принципи, від яких будь-який дослідник теорії не має права відмовитись незалежно від гостроти критики опонентів. І навпаки, твердження, що складають «захисну оболонку» теорії, постійно корегуються з розвитком теорії.

складається з «жорсткого ядра», «захисного поясу» і сукупності теоретико-методологічних правил – «негативної евристики», що окреслює небажані шляхи дослідження, та «позитивної евристики», яка рекомендує найкращі шляхи [273, с. 57]. У нашому випадку йдеться про інституційну парадигму фінансового сектору, де «ядром» є цільова функція розвитку цього сектору економіки як системи, що визначає його структурні елементи і зв'язки між ними, «захисним поясом» – інституційні чинники, що впливають на його розвиток.

Збільшення останнім часом популярності інституціоналізму спричинило активізацію досліджень у цій галузі, відтак утворилось досить велике розмаїття понятійного апарату, передусім використання таких ключових категорій, як «інститути» й «інституції». Одразу ж потрібно зазначити, що у вживанні термінів «інституція» (лат institutio, франц., нім., англ. institution) та «інститут» (лат. institutum, франц., нім. institut, англ. institute), спочатку в радянських, а згодом і у дослідженнях учених СНД, склався ряд проявів не тільки лінгвістичної, але і змістовної некоректності. У цьому контексті підтримуємо позицію О. Іншакова [64] і Т. Гайдай [33] відносно того, що з історико-економічних видань радянської доби в сучасну економічну літературу перекочувало штучне привнесення двох термінів – «інституція» (у сенсі звичаїв, звичок, неформальних настанов) та «інститут» (у сенсі формалізованого втілення та офіційного закріплення інституцій). «У російських економічних джерелах та перекладах зарубіжних праць дотепер поширене вживання цього терміна як цілковитого замінника поняття інституції (як неформальної, так і формальної). В цій якості даний термін був автоматично запозичений (привнесений) в українські джерела як калька русиніфікованого вжитку» [33, с. 56]. Вважається, що інститути та інституції категоріально не розрізняються, хоча в латинській і сучасних європейських мовах слово «інститут» завжди протистоїть за змістом «інституції». Український дослідник В. Гриценко, досліджуючи відмінності між ними, також вважає їх синонімами, і зазначає: «інституції – це звичаї, норми, правила, постулати, які підкріплені юридичною

документацією» [45, с. 8]. У науці не може бути синонімів: це є некоректним шляхом розвитку понятійного арсеналу, який знижує глибину останнього.

У цьому зв'язку заслуговує на увагу редакційна передмова С. Сорокіної до російського перекладу праці Т. Веблена «Теория праздного класса», виданої у Москві у 1984 р., яка знімає суперечливий характер трактування основних категорій інституціоналізму. Вчена зазначає таке: «Термін «інституціоналізм» пов'язаний з двома поняттями: «інституція» – настанова, звичай, порядок, прийнятний у суспільстві, та «інститут» – закріплення звичаїв і порядків у вигляді закону чи закладу. Поділ цих понять достатньо умовний, оскільки у концепціях інституціоналістів вони мають надзвичайно широкий і розмитий зміст» [26, с. 6]. Далі по тексту російського перекладу недвозначний термін «institution» (зафіксований в оригінальній назві твору) було перекладено як «інститут». «По-суті, цим самим відбулась підміна згадуваних понять та безпідставна монопольна інтервенція терміну «інститут» спочатку в радянський, а згодом і сучасний слов'яномовний науковий економічний ужиток» [33, с. 56]. Використання терміну «інституція» було безпідставно мінімізовано, а його місце монопольно заступив «інститут». До речі, представники суміжних галузей знань вільні від інерційно закріплених в економічній науці кліше і правильно тлумачать це поняття.

Узагальнюючи підходи різних течій інституціоналізму до визначення інституції, можна виділити обмежувальний і розширений. Апологети першого схильні тлумачити їх як функціональні органи суспільства, такі як держава, судова система, система самоврядування, а також система формальних юридичних норм. Другі – сукупність формальних і неформальних правил, рамок, обмежень, норм, цінностей, що чинні в суспільстві і є керівництвом до дій. Вперше ці ідеї були висунуто нобеліантом Р. Коузом (1991) ще у 1937 р., але стали затребуваними тільки в останній третині XX ст. із поширенням інституціоналізму.

Нині більшість дослідників у визначенні інституцій спираються на працю нобелівського лауреата (1993) Д. Норта «Institution, Institutional Change and

Economic Performance», де вони розуміються як «правила гри у суспільстві… створені людиною обмежувальні рамки, які організовують взаємовідносини між людьми… вони задають структуру спонукальних мотивів людської взаємодії» [343, с. 19]. При цьому можна зустріти посилання на цього автора з висновком про те, що він розрізняв формальні і неформальні правила. Насправді «функціонування економіки визначається сполученням кількох чинників: формальних правил, неформальних норм, а також механізмів контролю за дотриманням договорів» [343, с. 36]. Подібного підходу дотримуються Нобелівські лауреати О. Вільямсон (2009) і Е. Остром (2009), а також Е. Фуруботн, Дж. Кемпбелл та інші. Відрізняється думка В. Каспера: «інституції – правила людської поведінки, які за можливістю обмежують опортуністичну та безладну індивідуальну поведінку… Терміни «інституція» та «правило» використовуються… як взаємозамінні» [321, с. 30]. Трактування інституцій (в оригіналі – інститутів) як сукупності правил, рамок, норм тощо превалює в російських і українських джерелах.

Для багатьох дослідників «наріжним каменем» є зв’язок інституції і норми поведінки, яка розуміється як її базовий компонент і основний елемент інституційного середовища. У роботі Р. Тоумели [381] правила і норми різняться залежно від способу примусу до їх виконання: правила – це продукт явної угоди, досягнутої за допомогою деякої вищої інстанції, і за їх порушення слідують санкції; норми ж виступають як поведінкові регулярності, які передбачають цілу мережу взаємних вірувань, а не реальні угоди між індивідами. Це критикується британським професором Дж. Ходжсоном: «… Зовнішні санкції і закони породжують свій власний моральний авторитет, і порушення законів також може призвести до суспільного осуду» [318, с. 24]. На нашу думку, не можна зводити правила лише до санкцій, адже вони можуть принести і певну винагороду: правила – це розпорядження або заборона щодо соціально-економічної діяльності, зокрема фінансової, що супроводжується санкціями або винагородами. Наприклад, у фінансовому секторі для КУА

існують обмеження щодо розміщення активів інституційного інвестора (ІСІ або НПФ), але і визначена винагорода за цю діяльність.

Щодо віднесення до складу інституції механізмів її підтримки, то тут також існує певна неузгодженість і неоднозначність. З одного боку, механізм, який забезпечує виконання правил, відіграє важливу роль у процесі ідентифікації інститутів і вважається механізмом інфорсменту, адже «Інституційна економічна теорія, – пишуть Е. Фуруботн і Р. Ріхтер, – має справу з системою, яка обмежує можливу поведінку індивідів за допомогою санкцій: або закон, або звичай» [309, с. 8]. З іншого боку, чи доцільно включати наявність специфічних механізмів інфорсменту в обов'язкову ознаку інституції? Позитивна відповідь означає, що правило і норма, зазвичай, стають інституціями лише у сукупності з деякими іншими правилами і нормами. Власне, самі механізми підтримки є теж нічим іншим, як певними правилами і нормами, які також мають підтримуватись відповідними механізмами.

Існує позиція, що поведінку акторов обмежують не правила як такі, а інші актори. Наприклад, «старі» інституціоналісти вважали, що правило є лише підпорядкованим інструментом обмеження; інститут – це дія, а зміст цієї дії – влада (контроль) [47, с. 85]. У цьому контексті широковживана дефініція «інститут» часто трактується також як організація, орган, установа тощо.

Сьогодні у західних економічних колах великого резонансу набули ідеї А. Грейфа, який трактує інституції як стратегії, що доводять свою здатність забезпечувати успіх економічних агентів, які їм слідують, і доводить, що «інституція – це система правил, уявлень, норм і організацій, які спільно породжують регулярність (соціальної) поведінки» [315, с. 30]. На наших теренах цікавими є результати роботи, що проводилась колективом учених під керівництвом А. Гриценка і заклала підвалини новому напряму в інституційних дослідженнях – інституційній архітектоніці, під якою розуміється структура інститутів, яку становлять правила, норми, стереотипи, традиції, заклади й інші соціальні утворення в їх співвідношеннях з сутністю і загальним естетичним планом побудови цілісної соціальної системи [63], тобто заклади та інші

соціальні утворення знову увійшли до структури інститутів. У цьому сенсі виходить, що інститути – це правила поведінки, а також суб'єкти дії. Вивчаючи інститути, можна преспокійно говорити про все і використовувати будь-які інструменти. Звісно, всі ці підходи і міркування мають право на життя, оскільки сама інституційна доктрина переживає бурхливий етап розвитку, пошуку і експериментування. Дж. Коммонс ще у 1931 р. писав: «Іноді здається, що інституція подібна до будівлі, каркас якої зроблено із законів і правил, а індивіди є мешканцями цієї будівлі. А іноді здається, що інституція – сама поведінка мешканців» [297, с. 520], а Е. Фуруботн і Р. Ріхтер вже у 1998 р. пишуть про те, що інституції «нагадують посмішку чеширського кота, що застигла у повітрі після його зникнення» [309, с. 7].

З нашого дослідження можна зробити висновок, що будь-яка інституція пов'язана із соціальною взаємодією, але з метою економізації категоріального апарату інституціоналізму і розширення його дослідницьких можливостей ми пропонуємо трактувати інституції як систему, що включає офіційні (тверді) обмеження, неофіційні (м'які) обмеження (стандарти поведінки і стереотипи мислення) та механізми примусу, які забезпечують досягнення оптимальної організації, координації і стимулювання поведінки інституційних одиниць (домогосподарств, корпорацій, держав та інших організацій) і приводять до зниження трансакційних витрат.

Ми відмовились від використання термінів «формальні» і «неформальні» щодо інституцій: вивчення формальних правил завжди стикається з важкою проблемою визначення межі між формальним правилом і неформальною нормою. Перше є складним комплексом, що включає однозначно зафіксований текс правила, неформальні правила причитування і застосовування цього тексту, а також процедурного знання про те, як і за яких обставин застосовувати це правило [318, с. 8], тобто кожне формальне правило містить у собі неформальний бекграунд. Наразі найкращим є трактування інституцій як офіційних (твердих) і неофіційних (м'яких) обмежень, як це пропонується, наприклад, авторським колективом під керівництвом З. Ватаманюка [66, с. 23].

Включення ж інтуїції можна пояснити високою невизначеністю і волатильністю ринків капіталу, де здійснюють свою діяльність фінансові корпорації. Підсумкові рішення ґрунтуються на інтуїтивних оцінках з приводу тієї або іншої трансакції. Фахівець у галузі поведінкової економіки нобеліант Д. Канеман (2002) доводить, що особливістю людей є не схильність до помилкових суджень, а інтуїтивна поведінка. Оптимальна організація передбачає найбільш ефективний вибір її форми для інституційної одиниці, координація – отримання інформації про те, що потрібно їй робити, стимулювання – зв'язок між ефективним вибором і отримуваним виграшем. Щодо поведінки, то інституції реалізуються саме в ній. Вони діють, коли вона підпорядкована тією чи іншою мірою обмеженням.

Розглядаючи інституції, не можна оминути увагою їх функціональне навантаження. Так, нобелівський лауреат Р. Мертон (1997) підкреслює, що саме «через призму функціонального підходу інституційні зміни носять ендогенний (внутрішньосистемний) характер» [176, с. 239–240]. Ця позиція більшою мірою кореспондує з сучасними процесами в економіці, проте вона не отримала поширення. Наприклад, інший нобеліант Л. Гурвіц (2007) розглядає інституції як правила, а не формати поведінки [62]. Інституційний чинник потрібно не тільки враховувати, але й планувати, вимірювати і контролювати в будь-якій сфері економічної діяльності, зокрема фінансовій. Саме такого підходу дотримуються О. Іншаков і Д. Фролов [64; 269], які пропонують власну функціонально-структурну інтерпретацію основних елементів інституційної системи, де інституції – соціальні форми функцій суб'єктів і об'єктів економічних відносин. Тож її потрібно розуміти онтологічно як соціалізовану функцію, а гносеологічно – як зведення, систему знань з реалізації цієї функції, як останньої для передачі інформації про неї, навчання, формування актора, спроможного виконувати цю функцію у системі правил, норм, положень, інструкцій тощо.

У даному дослідженні керуватимемося дискурсивним[1] підходом, який встановлює послідовність інституційних визначень у логічному порядку за схемою «інституції – організації – інститути – органи» (рис. 2.1) з їх функціями і місцем у фінансовій діяльності.

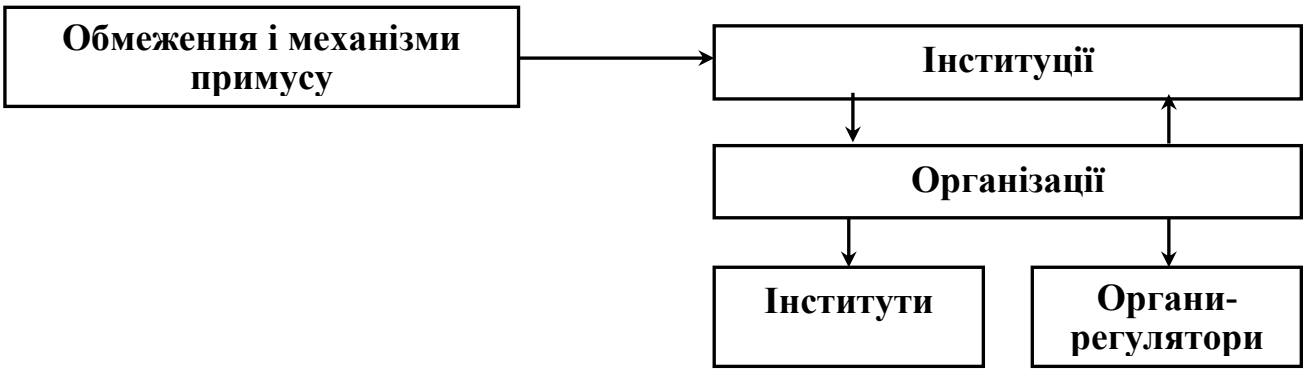


Рис. 2.1. Взаємозв'язок інституцій, організацій, інститутів і органів-регуляторів

Джерело. Побудовано автором.

Розпочнемо з того, що всі інституції можна так чи інакше назвати економічними. При цьому, наприклад, М. Грановеттер пише: «Економічні інституції не виникають автоматично у відповідь на економічні потреби. Вони сконструйовані індивідами, чиї дії одночасно полегшені, й обмежені ресурсами, наявними в соціальній мережі, в яку вони вбудовані» [313, с. 6]. «Це означає, – стверджує В. Тарасевич, – що всі економічні інститути універсумні, можуть мати переважно неекономічне походження, а будь-який економічний феномен тією чи іншою мірою є інституційним» [252, с. 6]. Подібної думки дотримується і авторський колектив під керівництвом А. Гриценка, але пов'язує економічні інституції з правом власності і дотримується думки, що «… скласти повний перелік економічних інституцій ринкової системи являє собою велику складність – це є предметом юридичної науки» [63, с. 321].

Цілком очевидно, що зміна функціональних форм зв'язків і відносин неможлива без відповідних структурних змін і еволюційного розвитку

[1] Дискурсивний (лат. discursivus – здогад, міркування) – який здійснюється шляхом логічних, строго послідовних міркувань, обґрунтований попередніми судженнями [240, с. 368].

економіки та її інституційних секторів. Тож в основі інституцій лежать певні класифікаційні ознаки, що дозволяють досліджувати всю різноманітність міжінституційних взаємодій, що сформувались в економіці. Було розроблено понятійно-методологічну модель інституцій фінансового сектору, де визначено сутнісні підходи до їх розуміння (рис. 2.2).

Складові елементи поняття «інституція фінансового сектору» відповідають передусім офіційним (твердим) і неофіційним (м'яким) обмеженням. Перші мають трирівневу структуру: політичні (юридичні); економічні (структурно-функціональні); контрактні (процесуальні) обмеження. Їх ієрархія складає загальні і конкретні обмеження, з якими стикаються інституційні одиниці, що залучені до фінансової діяльності. При цьому ці обмеження мають бути взаємообумовленими, тож мають відповідати один одному і їх зміни (цей принцип отримав назву «конгруентності[1] інституцій»).

Щодо ролі інституцій в економіці, то тут існують різні підходи. Наприклад, вони поділяються на базові (глибинні, історично стійкі соціальні відносини, що постійно відтворюються) та комплементарні[2] (допоміжні, забезпечують стійкість інституційного середовища) [70]. Найзапекліші дискусії у науці точаться навколо перших (ядра економічної системи), у різних джерелах включають: 1) власність, владу, управління і працю; 2) інститути вільної ціни і приватної власності; 3) інститути контрактації і права власності; 4) інститути власності, контрактного права, банки, біржі, податкові і бюджетні інститути, парабанківські інститути і багато інших; 5) інституції власності і трансакційних витрат [97, с. 175–176].

Пропонуємо до базисних відносити інституції власності і контрактних відносин. Щодо забезпечувальних інституцій, то, зважаючи на специфіку фінансового сектору, вони несуть його функціональне навантаження і задають базу формування цілісної інституційної структури, яка забезпечує внутрішнє

[1] Конгруентність (лат. congruentia – відповідність, узгодження) – поняття елементарної геометрії, що означає рівність відрізків, кутів, інших фігур [240, с. 546].
[2] Комплементарний (лат. complementum – доповнення) – взаємодоповнювальний [240, с. 542].

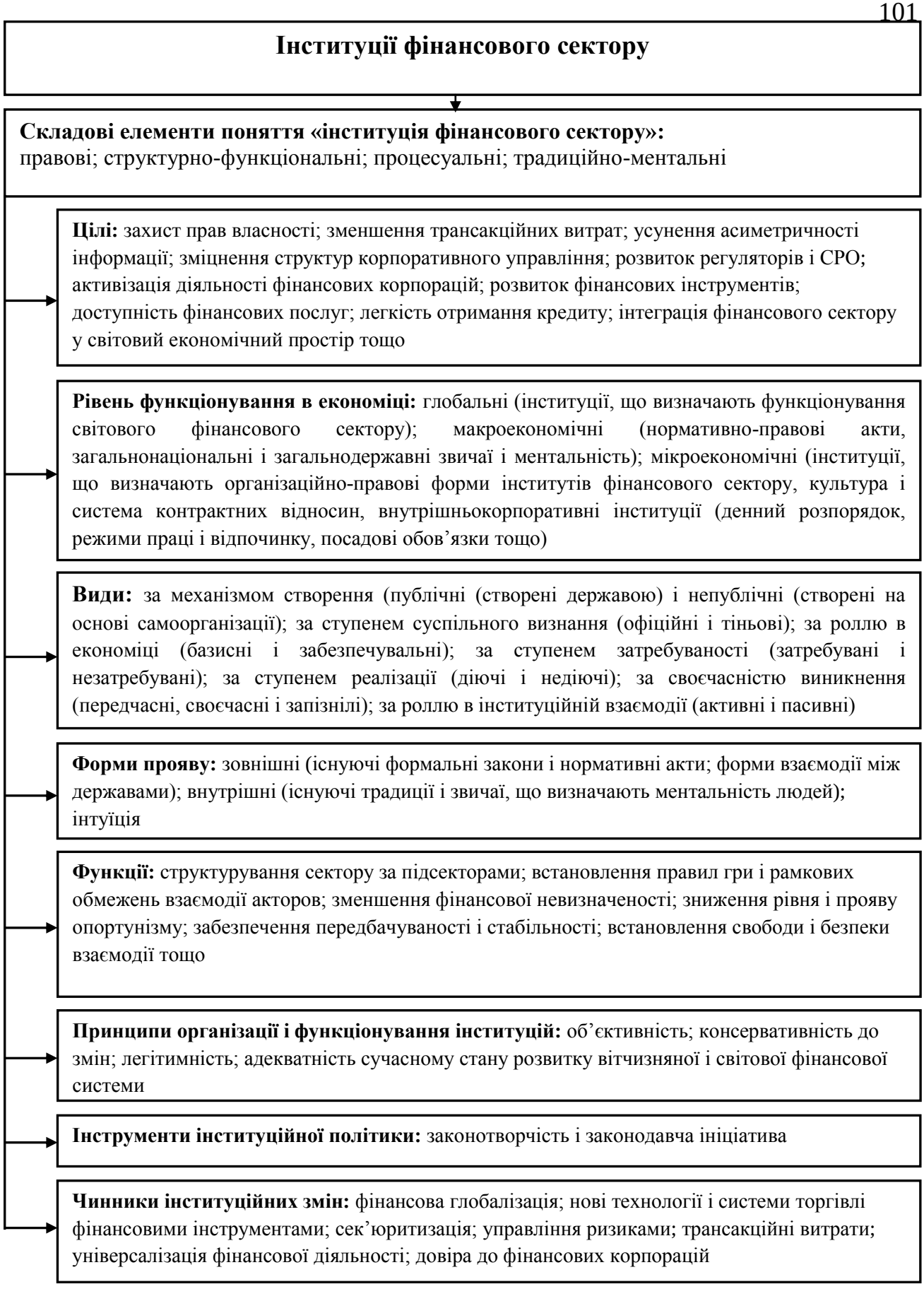


Рис. 2.2. Понятійно-методологічна модель інституцій фінансового сектору

Джерело. Побудовано автором.

упорядкування, відтворення системної якості й ефективний розвиток фінансових відносин (фінанси, гроші, фінансовий ринок, ринок фінансових послуг, інвестиції, кредит, фінансова послуга, фінансова операція тощо). У підсумку виникає таке поняття, як «інституційна матриця розвитку фінансового сектору» – сукупність базисних і забезпечувальних інституцій, що містять у собі відносно стійкі офіційні (тверді), неофіційні (м'які) обмеження (закони, контракти (договори), положення, кодекси поведінки, звичаї тощо) і забезпечують ефективний розвиток інституційних одиниць цього сектору економіки.

Наступною категорією у нашому дискурсі є організація, під якою, наприклад, К. Ерроу розуміє групу індивідів, що прагне досягти певних спільних цілей або, інакше кажучи, максимізувати цільову функцію. К. Менар визначає її як економічну одиницю координації, що має доступні для визначення межі і функціонує більш-менш безперервно для досягнення цілі або сукупності цілей, що поділяються членами-учасниками, Б. Мільнер – свідомо координоване соціальне утворення з визнаними межами, що функціонує на відносно постійній основі для досягнення спільної цілі або цілей, О. Вільямсон – сукупність людей, які структурно відокремлені в рамках впорядкованих процесів отримання і переробки інформації, прийняття рішень з деякого набору питань, пов'язаних з використанням обмеженості ресурсів [97, с. 176–178].

Більш широке визначення знаходимо у Е. Фуруботна і Р. Ріхтера: організації в цілому розуміються як структуровані групи індивідів, що дбають про спільні цілі. Фірми, ринки, держави в цьому сенсі являють собою організації [309, с. 339]. У цьому сенсі Д. Норт пише: «Якщо інституції – це правила гри, то організації і підприємці, які в них працюють, – це гравці. Організації складаються з груп індивідів, що об'єднані для вирішення деяких спільних завдань і досягнення певних цілей» [342, с. 361]. З цим не погоджується В. Гриценко: «Д. Норт істотно розмежовує організації та інститути, що є неправильним з його боку. Складається думка, що його теорія організацій – це щось окреме, відмінне, а не різновид інституту» [45, с. 40]. Зі

свого боку, ми можемо не погодися з таким розумінням інституцій цим вітчизняним вченим: «формальні інституції – це загальновідомі та чітко сформульовані погляди та концепції, неформальні інституції – маловідомі теорії та методи, що практично не функціонують» [45, с. 39].

Організації – це соціальні форми, що виникають на основі зв'язків між інституційними одиницями і забезпечують, встановлюють, впроваджують у життя відповідну інституцію. Як стійка система відносин між суб'єктами, які виконують різноманітні функції у процесі досягнення спільної мети, вони пов'язують різноманітні інституції й інститути через встановлення їх координації і субординації (див. рис. 2.1). Цікавою є метафора К. Бессі і О. Фавро, які вважають, що «суспільство – театр, інститути – ролі, що очікують виконання, організації – актори у пошуках ролі, а конвенції (колективні уявлення про становлення суспільства – Ю. К.) – сюжет п'єси. Тоді вчений-економіст мало відрізняється від керівника театру, що опікується його майбутнім» [17, с. 40].

На нашу думку, фінансова організація є соціальною формою, що виникає на основі зв'язків між фінансовими корпораціями і впроваджує відповідну інституцію. Її визначення має значення для розуміння того, чим відрізняються належні до фінансового сектору інституційні одиниці – призначенням (дохідні чи ні), фінансовими джерелами (приватні, державні, колективні), ієрархією (централізовані і децентралізовані), географією (глобальні, міжнародні, національні, регіональні), природою діяльності (НБУ; інші депозитні корпорації; інші фінансові корпорації (страхові компанії і НПФ; інші фінансові посередники, крім страхових компаній і НПФ; допоміжні фінансові корпорації) тощо.

Взаємодія форм функціональної структури (інституцій) і елементарної структури (організацій) викликає появу інститутів (інституційних організацій) і органів-регуляторів (організованих інститутів) [78, с. 45]. Існує позиція, за якої організації є внутрішніми інститутами, а правила, в межах яких або з приводу яких здійснюється взаємодія з іншими організаціями, можуть бути визначені як

зовнішні інститути [276, с. 27–28], тобто йдеться про інститути та інституції. Це можна пояснити тим, що інститут і організація розглядаються як мінливі поняття; вони вживаються і як синоніми, і як протистояння один одному. Але коли намагаєшся ці поняття визначити і відокремити один від одного, виникає багато проблем і труднощів.

Плутанина існує і у випадку фінансового інституту. Так, у фінансових словниках можна знайти таке: 1) фінансовий інститут є юридичною особою, яка, згідно з ліцензією та відповідними дозволами держави, здійснює фінансові послуги [57, с. 363]. Проте автори розуміють його і як фінансову інституцію – установу, яка входить до складу фінансової системи країни, здійснює операції з фінансовими ресурсами і регулює фінансові зв'язки та відносини; 2) він підміняється інституцією і включає юридичних осіб, які займаються діяльністю на ринку цінних паперів і не є органами державно-правового регулювання, а також інституції-регулятори (СРО (юридичні особи), які впорядковують відносини з цінними паперами за допомогою встановлення норм, правил, стандартів поведінки на ринку цінних паперів [4, с. 94]; «Financial Institution – фінансовий інститут (саме інститут, а не інституція – Ю. К.), бізнес (банк, компанія тощо), які спеціалізуються на перерозподілі вільних грошових коштів…» [173, с. 12].

Вчені вважають, що фінансові інститути – це: «сукупність визнаних і загальноприйнятих норм поведінки у сфері фінансової діяльності і взаємовідносин між громадянами, суб'єктами господарювання і державою в особі його органів, а також стереотипів суспільної свідомості («рутин»), які формовані історичними традиціями й особистим досвідом, на яких ґрунтується економічна поведінка» [190, с. 44–45]; «сукупність конкретних фінансових механізмів, які являють собою спонукальні інструменти, комбінації між господарювальними суб'єктами і регулювальними інститутами…» [235, с. 37]; «форми суспільного устрою у фінансах… своєрідні наукові абстракції, тоді як фінансові інституції – це реальні юридичні особи, що функціонують у сфері фінансів» [162, с. 63]. Останнє пояснюється тим, що інститути є

мікроекономічною категорією, організації – макроекономічною, інституції – мезоекономічною.

У СНР'2008 [362] організації розуміються як інституційні одиниці, а термін «інститут» має широке тлумачення – як таке, що об'єднує інституційні одиниці та їх діяльність у рамках визначених формальних і неформальних правил взаємодії елементів системи, тобто виходить, що інститут – це сукупність організацій-інституційних одиниць певного підсектору фінансового сектору. Заперечуючи цей підхід, підтримуємо думку О. Іншакова, який зазначає: «Інститут бачиться типовою організаційною формою комплексу однорідних інституцій, яка забезпечує їх відтворення і гомеостазис як цілісної системи соціально визнаної і необхідної діяльності. Відповідно, інститут виступає моделлю конкретних організацій (установ), задаючи структурно-функціональні рамки формування стійких зв'язків і відносин між їх агентами і клієнтами [64, с. 43], тобто він і є інституційною організацією, або інституційною одиницею.

Отже, фінансовий інститут – це організація, яка забезпечує реалізацію твердих (офіційних) і м'яких (неофіційних) обмежень у фінансовому секторі економіки, опосередковує взаємодії різних інституційних одиниць у ньому, формує механізм їх координації, а також здійснює акумуляцію і розміщення фінансових ресурсів. Ігнорування масштабу призводить до зрощування понять «інститут» і «організація», і в цьому сенсі необхідно розрізняти фінансовий інститут, але тільки в рамках його конкретної організації – банківської установи, кредитної спілки, ІСІ, НПФ тощо – він реалізує певне структурне буття інституції фінансової послуги. «Надаючи фінансовому інституту статус виконавця такої послуги, інституція обумовлює його належність до особливої спільноти інституційних одиниць, подібних за функціональною роллю, – фінансового сектору» [78, с. 46].

І, нарешті, орган – це організований інститут, який забезпечує функціонування і розвиток інших інститутів (організацій) через реалізацію певних інституцій. Наприклад, через Конституцію суспільство відбирає і закріплює корисні інституції, координуючи їх на основі суспільного консенсусу

і компромісу, в результаті чого відбувається консолідація їх різноманітності в єдності інституціональної системи. З іншого боку, вона може бути прийнята лише на основі рішення особливого органу суспільної організації – Верховної Ради. У фінансовому секторі до основних органів будемо відносити його регулятори – НБУ, Нацкомфінпослуг і НКЦПФР.

Отже, як показало дослідження, у джерелах існують різні підходи до визначення основних категорій інституціоналізму, що складають його «жорстке ядро». «Учені-інституціоналісти, – зазначають Е. Фуруботн і Р. Ріхтер, – аж ніяк не в усьому досягли єдності думок, і межі цього наукового напряму на сьогодні не можна вважати точно визначеними» [309, с. 539], не кажучи вже про штучну неузгодженість та двоїстість у російських і українських джерелах одночасно, що триває і досі. Наразі маємо зазначити, що у більшості випадків досліджується значимість окремих інститутів та інституцій, а характеристики інституційної організації економіки залишаються мало дослідженими: вона не розглядається взагалі, або їй приділяється другорядне значення. Однак доцільною і необхідною є актуалізація знань про неї з метою розробки методологічного інструментарію для управління системними трансформаціям в економіці і фінансовому секторі зокрема.

2.2. Інституційна організація фінансового сектору економіки

Сучасна економічна система – це не примітивна капіталістична економіка часів А. Сміта, в якій весь розвиток визначався конкуренцією економічних агентів, тобто виключно «невидимою рукою». Нобелівський лауреат М. Алле (1988) пише: «Це міф, буцімто економіка ринків може бути результатом стихійної гри економічних сил і політики потурання (laissez-faire). Реальність полягає у тому, що економіка ринків є невіддільною від інституційних рамок, в яких вона працює» [286, с. 243]. Як було зазначено вище, інституційна

економічна теорія концентрує свою увагу саме на таких рамках (обмеженнях), з якою стикаються основні економічні агенти.

З метою проведення ґрунтовного дослідження інституційних підвалин розвитку сектору фінансових корпорацій пропонуємо ввести у категоріальний апарат фінансової теорії дефініцію «інституційна організація фінансового сектору» – систему фінансових інститутів, а також відповідних інституцій, що визначають умови і напрями руху фінансових активів, базою яких є права власності і контрактні відносини. У цьому контексті класифікація і ієрархія інститутів та інституцій має відповідати господарському порядку в країні, який являє собою еволюціонуючу систему, що визначає інституційний порядок, інституційне середовище й інституційну структуру фінансового сектору (рис. 2.3). Наразі створення цієї ієрархії має на меті уточнення і приведення у порядок термінології, яка використовується за опису інституційної організації економіки, фінансової системи, фінансового сектору тощо [99, с. 4].

Коли говорять про порядок, то під цим здебільшого розуміють звід правил, які регулюють структуру даної сфери і сукупність пов’язаних з нею установ. Формування господарського порядку пов’язане з проблемою складності господарської координації у світі з великою різноманітністю інституцій і організацій. Проблема його формування розглядається у координатах існуючих інституцій, які, у свою чергу, формуються залежно від історично і національно обумовлених закономірностей еволюції економічних процесів. Розвиток господарського порядку пов’язаний переважно з роботами німецьких економістів у рамках: 1) історичної школи; 2) ордолібералізму і фрайбургської школи; 3) неолібералізму. Перші вважали, що дослідження економіки тієї чи іншої країни не може ґрунтуватися тільки на загальних абстрактних економічних законах: кожна економічна система включена до історичних й інституційних рамок конкретної держави і суспільства, тож і аналіз економічної політики має враховувати чинники специфічного національного розвитку. В ордолібералізмі існує думка, що успішний розвиток економіки є результатом

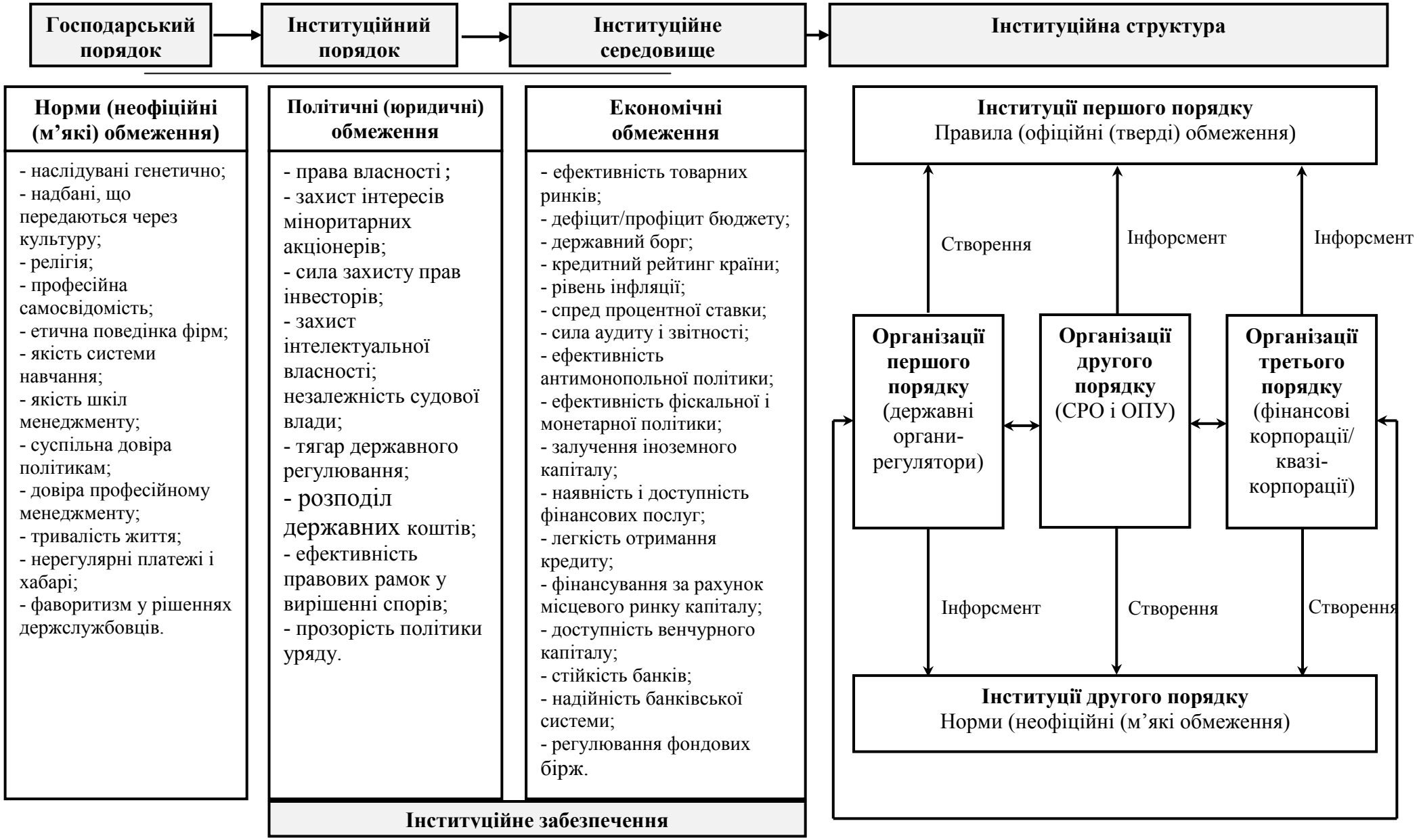


Рис. 2.3. Інституційна організація фінансового сектору економіки

Джерело. Побудовано автором.

впливу не тільки «невидимої руки ринку», але й цілеспрямованих зусиль; він визначається не тільки постійною боротьбою окремих економічних агентів, але і результатом цілеспрямованих колективних дій з формування інституційної структури ринкового господарства.

Господарський порядок відрізняється сталою структурою інституцій, що дозволяє, з одного боку, класифікувати їх, а з іншого – пояснювати особливості його інституційної еволюції. Можна зазначити, що він складається з великої кількості інших порядків, які разом створюють і регулюють господарську діяльність. При цьому основна проблема полягає у тому, що він включає різні інституції і вимагає певних рівнів аналізу, зокрема формального і неформального, внутрішнього і зовнішнього, місцевого, національного і міжнародного тощо, тобто інституційна конфігурація є складною і викликає труднощі у проведенні ґрунтовного аналізу.

Виявлення регулярностей у діяльності фінансових інститутів дозволяє давати релевантні пояснення фінансовій поведінці, а також прогнозувати тенденції еволюції економічних інституцій, організацій і систем. Зазначене дозволяє нам говорити про інституційний порядок фінансового сектору економіки – системний компонент господарського порядку, що визначає фундаментальні регулярності (тривалі стабільні зв’язки між інституціями, які складались еволюційно) за здійснення фінансової діяльності

У контексті історичного типу розвитку суспільства корисними будуть дослідження американського економіста К. Кларка і французького суспільствознавця Ж. Фурастьє, які виокремили такі сектори суспільного виробництва: первинний – доіндустріальне суспільство (сільське господарство), вторинний – індустріальне суспільство (промисловість), третинний – постіндустріальне суспільство (сфера послуг). Останній часто носить назву інформаційної економіки, що базується здебільшого на виробництві і застосуванні інформації з метою підвищення ефективності інших форм виробництва і, як наслідок, збільшення матеріального багатства. При цьому лімітуючим чинником є наявне знання.

Один з основоположників теорії постіндустріального суспільства Д. Белл розробив іншу концепцію секторної теорії через включення до трьох перерахованих секторів четвертинного (торгівля, фінанси, страхування, операції з нерухомістю) і п'ятеринного (охорона здоров'я, освіта, відпочинок і урядові установи), скоротивши третинний сектор і обмеживши його транспортними і комунальними послугами. Іншої точки зору дотримується група українських вчених: «… зміна секторної структури інформаційного (постіндустріального) суспільства має полягати в тому, що до первинного сектору слід віднести сферу послуг, яка відображає першорядну роль науки, освіти, інформації, а складові матеріального виробництва – промисловість і сільське господарство – до вторинного і третинного секторів» [274, с. 201–202].

Втім, американські економісти К. Шапіро і Х. Варіан, відомі своїм скептичним ставленням до нової економіки, заявляють: «технології змінюються, економічні закони залишаються незмінними» [353, с. 352]. Багато вчених вважають саму постановку питання про вихід країн із індустріальної стадії і заміну продуктів виробництва послугами надуманою, оскільки насправді потреба у продуктах виробництва зростає, а заміни їх послугами не відбувається. Це можна простежити на досвіді США, де за 1970–2013 рр. частка обробної промисловості у ВВП США скоротилась з 22,7 до 7 %, а послуг – зросла до 79 % (див. дод. В табл. В.1). На основі цих даних і робляться висновки про формування «суспільства послуг», а насправді відбувається зростання імпорту товарів, а також включення до ВВП великих обсягів фіктивної продукції. Отже, «постіндустріальне суспільство – це міф і утопія, що позбавлена життя. Ідеологеми «постіндустріального», «інформаційного» і «суспільства послуг» («технотронного», «суспільства знань» – Ю. К.) являють собою серйозні помилки… Зрозуміло тільки, що майбутнє суспільство не може не бути індустріальним» [283, с. 65], воно стає неоіндустріальним, а стрімке зростання частки послуг у ВВП здебільшого є проявом паразитизму постіндустріальної економіки і призводить до її кризи. Можна вважати, що

сьогодні сучасне суспільство є суспільством ризику, а надалі – суспільством управління ризиком.

Як було зазначено, інституційний порядок фінансового сектору є системою, що еволюціонує і проходить у своєму розвитку певні стадії, а цей процес пов'язаний з діями фінансових інститутів як гравців у просторі, що окреслене інституційним середовищем, адже, як пише Д. Норт, «… правила гри є середовищем – інфраструктурним елементом у метаконструкції економічної системи, а організації (господарюючі суб'єкти) являють собою продуценти інституційних змін, тобто їх роль, безумовно, полягає в ініціації «антиспокою» [343, с. 14].

Дослідження інституційного середовища в концепціях інституціоналістів розвиваються у кількох напрямах (див. дод. И табл. И.1). Його об'єкти впливу у: конституційній економіці – діяльність індивідів і організацій у суспільному секторі з акцентуванням уваги на витратах, які пов'язані з діяльністю держави; теорії трансакційних витрат – витрати, що пов'язані з укладанням контрактів і функціонуванням інституцій; теорії прав власності – економічні організації, причому акценти зміщуються на одержання виграшу від чіткої специфікації прав власності; теорії контрактів – процеси укладання і виконання контрактів.

Засновник економіки організацій О. Вільямсон [386] вважає, що інституційне середовище – це правила гри, що визначають контекст, у якому відбувається економічна діяльність, а також основні політичні, соціальні і правові норми, які є базою для виробництва, обміну і споживання. Він пропонує трирівневу модель дослідження, де перший рівень представлено індивідами (економічними агентами), другий – інституційними узгодженнями (договорами між суб'єктами господарювання, які визначають способи кооперації і конкуренції), а інституційне середовище виступає як третій рівень, що взаємодіє з першими двома.

На думку А. Олєйніка [199], інституційне середовище (економічна конституція, інституційна структура економіки, інституційні рамки) – характеристики зовнішнього середовища, які є значущими для економічної

діяльності, сукупність цінностей, формальних і неформальних норм, що впливають на співвідношення стимулів у діяльності й обумовлюють досягнення мінімальної згоди між людьми. Група вчених [152] розуміє його як інституційну систему, що включає певні рівні – формальні правила (правові акти і ділові контракти); неформальні правила (соціальні норми і ділові домовленості); культурні традиції і цінності. При цьому не можна протиставляти формальні правила і неформальні норми: в ефективно працюючому інституційному середовищі вони не виключають, а доповнюють одне іншим (але базовий рівень завжди складають неформалізовані відносини та імпліцитні контракти).

Отже, за будь-яких трансформацій у фінансовому секторі потрібно передусім враховувати принцип комплементарності інституцій, тобто правило і норма є взаємодоповнюючими, а бажаний економічний ефект досягається тільки на основі взаємопов’язаних інституційних змін. Зауважимо, що формальні обмеження можуть змінюватись буквально «за одну ніч» (зміни конституції і нормативно-правових актів, судові рішення тощо), а неформальні складають тверде «ядро» інституцій і важко піддаються змінам. Останні визначають характер дій громадян, фінансових установ, органів-регуляторів і не випадково носять назву «рутина».

Як доведено у класичних концепціях і як свідчить історичний досвід, еволюція економічних, зокрема фінансових систем, завжди визначається тим або іншим співвідношенням офіційних (твердих) і неофіційних (м’яких) обмежень, а також характером їх змін. Вищевикладене дозволяє стверджувати про актуальність і значущість вивчення інституційного середовища фінансового сектору з усіма його складовими, оскільки воно визначає вектор трансформацій фінансових корпорацій і фінансової системи у цілому.

Інституційне середовище фінансового сектору економіки – це сукупність неофіційних і офіційних (політичних (юридичних) і економічних обмежень), що формують умови для фінансової діяльності, структурують її і є фундаментальною передумовою розвитку цього сектору (див. рис. 2.3). Перші мають глибоке історичне коріння в житті народу, пов’язані зі стереотипами

поведінки, що притаманні суспільству, і у підсумку найбільше впливають на вектор розвитку фінансового сектору. Політичні (юридичні) обмеження встановлюють ієрархічну структуру суспільства, механізм прийняття фінансових рішень і найбільш важливі характеристики контролю за фінансовою діяльністю. Вони базуються на взаємному дотриманні зобов'язань між державою і домогосподарствами, фінансовими корпораціями між собою та іншими інституційними одинцями тощо. І, нарешті, економічні обмеження чинять визначальний вплив на функціонування інституційних одиниць фінансового сектору, в рамках яких останні провадять фінансову діяльність.

З метою проведення ґрунтовних досліджень розвитку фінансового сектору в умовах інституційних трансформацій в Україні пропонуємо структурувати його інституційне середовище за просторовою і функціональною ознаками.

За просторовою ознакою фінансовий сектор включатиме такі інституційні середовища:

1) мегаінституційне (глобальне) – середовище світового фінансового сектору;

2) макроінституційне – рівень національного фінансового сектору (нормативно-правова база, національні і загальнодержавні звичаї і ментальність, організаційні структури, які забезпечують реалізацію інституційних чинників в економіці країни, показники обсягу національного виробництва, рівня зайнятості і рівня цін, стабільність національної валюти, стан державного бюджету, рівень відсоткових ставок, рівень оподаткування тощо);

3) мікроінституційне – середовище фінансових інститутів та їх взаємозв'язок (контрактні відносини, зовнішній аудит, інкасація, рейтингування, професійна освіта, фірми, які гарантують безпеку фінансової діяльності, структура управління, посадові обов'язки, розпорядок дня, режим праці і відпочинку тощо);

4) наноінституційне – середовище споживачів фінансових послуг.

Особливу роль відіграє мікроінституційне середовище, адже практично кожний фінансовий інститут володіє власними специфічними культурними і

функціональними мікроінституціями, комплекс яких можна ідентифікувати за допомогою найменування цього інституту. Вказаний комплекс інституцій визначає внутрішнє інституційне середовище останнього, інституції якого пов'язані зі стратегічними завданнями, місією і специфікою діяльності, визначають призначення і роль цього інституту у фінансовому секторі й економіці загалом. Із формальною і неформальною складовою воно є основою його корпоративної культури.

З позиції менеджменту, крім внутрішнього середовища діяльності фінансових інститутів, можна виділити також і такі середовища: найближчого оточення – доступність інформації про наявні альтернативні правила і норми, цінність нових інституцій з точки зору фінансових інтересів, витрати на моніторинг; зовнішнє – макроекономічне середовище і ступінь інтегрованості у світовий економічний простір. Його основними інституціями є:

а) інституція права, яка регламентує правові взаємовідносини у сфері фінансового сектору (до неї можна віднести й інституцію права власності). Вищою формою інституції є Конституція, яка забезпечує соціальне закріплення загальних функцій і статусів членів суспільства;

б) інституції фінансового ринку й ринку фінансових послуг, які регламентують взаємодії, що виникають між інституційними одиницями в процесі купівлі-продажу фінансових активів і послуг;

в) інституція податків, що визначає взаємовідносини між фінансовими корпораціями/квазікорпораціями і державою, які виникають за справляння податків і зборів;

г) інституція суспільного вибору, яка регулює процес прийняття макроекономічних рішень в умовах представницької демократії;

д) інституція фінансової освіти, яка має в сучасному фінансовому секторі статус антикризового фактора;

е) інституція зовнішньоекономічних відносин, яка регулює процеси взаємодії фінансового інституту зі світовою фінансовою системою.

Інституційне середовище найближчого оточення відчуває зовнішнє, однак щодо останнього фінансовий інститут займає активну позицію, тобто його діяльність спроможна впливати на інституційну структуру першого, змінюючи її, виходячи зі своїх власних цілей. Взаємодія з партнерами регламентується інституцією контракту. Приймати суспільні рішення в інтересах зацікавленої меншості дозволяє інституція лобіювання, яка набула в Україні вражаючих масштабів [123, с. 95].

Істотними є аспекти впливу держави на ринкові угоди, а також визначення оптимальних напрямів та інтенсивності цього впливу, адже інституційне середовище характеризується розробкою правил, яким мають відповідати конкретні організації, якщо вони хочуть бути легітимними й отримувати підтримку держави. У сучасних умовах до нових функцій останньої у фінансовому секторі можна віднести функції гарантування інституційного середовища (законодавча реформа, регулювання державного апарату, самообмеження держави, становлення громадянського суспільства), стратегічної участі (виконання функцій стратегічного інвестора, формування структури фінансового сектору, націоналізація фінансових інститутів) і коригування функціонування (надання підтримки, державне інвестування, проведення фінансової політики, встановлення санкцій) тощо.

Нині інституційне середовище фінансового сектору України являє собою складну сукупність різнорідних локальних інституційних середовищ, які різняться як за стратегіями фінансових інститутів, так і за нормами, що регулюють їх поведінку. При цьому відмінність між цими середовищами прослідковується через: 1) різнотипність з точки зору цільової функції фінансових інститутів (орієнтовані на виживання/розвиток або на традиційний/інноваційний тип розвитку); 2) однотипність за існуючими нормами поведінки і правилами, які регламентують економічну поведінку економічних акторов, і локалізація з точки зору прискорення їх економічних дій у різних соціальних мережах і культурі господарювання, що склалась на певній території.

Отже, існування якісно неоднорідних інституційних середовищ фінансового сектору можна визначити як сегментацію із кордонами, які розділяють фінансові інститути за стратегіями, що приводить до виникнення попиту на різні інституції.

У табл. 2.1 наведено характеристики попиту на інституції в індустріальній і постіндустріальній економіці. Оцінюючи інституційне середовище фінансового сектору в Україні, зауважимо, що інституції другої у ньому слаборозвинені, наразі немає і суттєвого попиту на них. Проте існує потужне обґрунтування необхідності їх розвитку як найбільш ефективних і забезпечуючих конкурентоспроможність цього сектору економіки. У цьому зв'язку виникає питання, чи зможуть прижитись відповідні інституції, появу яких ініціює уряд? Напевно, що ні: їх поява має підкріплюватись подальшими інституційними трансформаціями і посиленням інституцій індустріальної економіки, інакше будуть розширюватись канали відпливу грошових ресурсів глобальною мережею.

Щодо ролі інституційного середовища у фінансовій діяльності, то, з одного боку, воно створює умови для вибудовування взаємодій фінансових інститутів з іншими акторами з приводу залучення грошових коштів і розміщення їх на фінансовому ринку; змінюючись у часі, детермінує поведінку цих інститутів, створюючи соціокультурні передумови, інституційні і регулюючі структури, які впливають на процес прийняття рішень. З іншого боку, інституційне середовище саме є «заручником» акторов фінансової діяльності і може змінюватись під впливом різних «груп» інтересів, наприклад, СРО та інших об'єднань. Можна припустити, що чим більше формалізовані відносини всередині таких груп, тим сильніший вплив вони чинять на інституційне середовище фінансового сектору [123, с. 95].

Найбільш повно сутність інституційного середовища фінансового сектору розкривається у виконуваних ним функціях: 1) регулюючій; 2) контролюючій; 3) регламентуючій; 4) інформаційній; 5) захисній; 6) стимулюючій. Вони безпосередньо пов'язані з інституційним забезпеченням фінансового сектору –

Таблиця 2.1

Порівняльна характеристика інституцій фінансового сектору в індустріальній і постіндустріальній економіці

Інституції	Індустріальна	Постіндустріальна
Інституція власності	Захист прав власності на фінансові активи	Захист прав інтелектуальної власності і у цілому – на нематеріальні активи
Інституція інвестицій в людський капітал	Забезпечення суспільних і приватних інвестиції у професійну освіту. Закріплення кваліфікованих кадрів у фінансових установах	Приватні інвестиції у людський капітал і підвищення рівня його вартості у торгах з роботодавцем
Інституція фінансового ринку	Концентрація фінансового капіталу	Розвиток ринку фінансових інновацій, переливання капіталу і перерозподілу контролю власності
Інституція фінансових послуг	Високі ціни на фінансові послуги	Конкуренція між фінансовими інститутами і формування середньоринкових цін
Інституція кредиту	Високі витрати коштів і часу	Легкість отримання кредиту
Інституція ПІІ і технологій	Обмеження на рух капіталу, технології можуть бути застарілі	Активізація ТНК і трансферу технологій
Інституція державної фінансової політики	Фінансова політика на створенні стимулів і інструментів розвитку	Лібералізація і відкритість економіки
Інституція соціальної політики	Державна система соціальних гарантій і корпоративні соціальні програми	Самозахист працівника, стимулювання приватних заощаджень

Джерело. Складено автором.

сукупністю правових, організаційних і економічних умов, що необхідні для провадження і розвитку фінансової діяльності. Воно включає такі елементи:

1. Правова основа, до якої можна віднести: Конституцію України, Господарський кодекс, Цивільний кодекс, КІСЕ, КВЕД, закони України «Про акціонерні товариства», «Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг», «Про інвестиційну діяльність», «Про режим іноземного інвестування», «Про банки і банківську діяльність», «Про Національний банк України», «Про страхування», «Про інститути спільного інвестування», «Про недержавне пенсійне забезпечення», «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про депозитарну систему України» тощо;

2. Суб’єкти:

а) представницькі органи влади: Верховна Рада України;

б) виконавчі органи влади: Кабінет Міністрів України;

в) головні та спеціально уповноважені центральні органи виконавчої влади у сфері фінансової діяльності: Мінфін; НБУ; Нацкомфінпослуг; НКЦПФР; Держава фіскальна служба України;

г) дорадчо-консультативні органи при Президентові України: Національний інститут стратегічних досліджень; Комітет з економічних реформ; Координаційний центр з упровадження економічних реформ; Координаційна рада з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні; Консультативна рада з питань іноземних інвестицій в Україні;

д) наукові, громадські та професійні установи (організації) у сфері фінансового сектору: Національна академія наук України; Український інститут розвитку фондового ринку; Асоціація спеціалістів банківської оцінки України; Асоціація українських банків; Незалежна асоціація банків України; Український кредитно-банківський союз; Ліга страхових організацій; Моторне (транспортне) страхове бюро України; Асоціація професійних страхових посередників України; Авіаційне і морське страхове бюро; Українська асоціація інвестиційного бізнесу; Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв; Асоціація «Українські фондові торговці»; Асоціація «Фондове партнерство» та інші;

е) фінансові корпорації, створені і внесені у відповідні реєстри відповідно до спеціального законодавства:

3. Розвиток інституційного середовища у сфері фінансового сектору, що включає заходи, спрямовані, зокрема, на удосконалення інституційної складової фінансової діяльності в Україні. Його реалізації сприятимуть:

а) врахування міжнародних рекомендацій: у сфері ринку цінних паперів – Міжнародної організації комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions — IOSCO); банків – Базельського комітету з банківського нагляду (Basle Committee on Banking Supervision), зокрема Basle III; страховиків – Міжнародної асоціації органів страхового нагляду

(International Association of Insurance Supervisors – IAIS), зокрема Директиви Європейського Парламенту та Ради № 2009/138/ЄС від 25.12.09 щодо здійснення діяльності зі страхування та перестрахування (Solvency II); для кредитних установ – Міжнародної асоціації кредитних спілок (World Council of Credit Unions – WOCCU); для пенсійних фондів – Міжнародної асоціації органів нагляду за недержавними пенсійними фондами (International Organization of Pension Supervisors – IOPS);

б) державні програми і проекти: Стратегія економічного і соціального розвитку України на 2004–2015 роки; Програма економічних реформ на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава»; Програма розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні; Програма «Інвестиційний імідж України»; Державна цільова програма розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки; Стратегія розвитку фінансового сектору до 2015 року; Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України; Концепція Державної цільової програми модернізації ринків капіталу в Україні; Концепція розвитку ринків небанківських фінансових послуг України на 2013–2014 роки; Стратегія розвитку пенсійної системи; Стратегія розвитку фондового ринку України на середньострокову та довгострокову перспективу; Програма розвитку страхового ринку до 2015 року; Концепція запровадження пруденційного нагляду за небанківськими фінансовими установами; Концепція розвитку кредитної кооперації; Концепція забезпечення національної безпеки у фінансовій сфері; Стратегія реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг на 2012–2017 роки; Національна антикорупційна стратегія на 2011–2015 роки.

Наступним компонентом інституційної організації фінансового сектору є його інституційна структура (див. рис. 2.3), яка забезпечує стійкий розвиток відносин у ньому, ефективну взаємодію з іншими секторами й узгодження інтересів економічних агентів. У теорії інституційних матриць, запропонованої С. Кірдіною [70], вона являє собою сукупність елементів двох якісно

різнорідних типів: незмінних базових інституцій, які визначають тип інституційної матриці суспільства, й інституційних форм, які змінюються і цілеспрямовано модифікуються суб'єктами. Можливі моделі базових інституцій обмежуються західним типом інституційної матриці (інституції ринкової економіки) і східними (інституції «редистрибутивної» економіки). Проте у своїх подальших працях автор ототожнює інституційну структуру й інституційний порядок. З матрицею пов'язують інституційну структуру також В. Вольчик і Г. Оганесян: «… це певний впорядкований набір інституцій, які визначають матриці економічної поведінки, що визначають обмеження для суб'єктів господарювання, які формуються у рамках тієї чи іншої системи координації господарської діяльності» [30, с. 30].

У сучасній науковій літературі інституційна структура включає інституції, а інституційне середовище інститути. Наприклад, з позиції В. Вольчика, «інституційна структура являє собою переважно формальні інституційні обмеження, які визначають можливі організаційні форми і варіанти економічних взаємодій в тих або інших конкретних сферах і галузях економіки» [31, с. 37], а інституційне середовище – «… переважно неформальні інститути, які відіграють не менш важливу роль у створенні необхідних економічним агентам регулярностей» [31, с. 36]. Можна зустріти і таке: «інституціональну структуру… становлять інститути, інституціональне середовище, ринкові організації» [241, с. 42].

Підтримуємо підхід О. Вільямсона, який вважає, що інституційне середовище є фоном для вибудовування відносин, а поняття «інституційний устрій», «структура управління» вважаються типом об'єднання господарських одиниць згідно зі способами кооперації і/або конкуренції цих одиниць [386, с. 420].

Отже, інституційна структура фінансового сектору – це сукупність організацій, які здійснюють свою діяльність на основі інституцій, об'єднаних цільовою функцією впорядкування структурованих у часі і просторі відносин,

пов’язаними з обміном прав власності на фінансові активи, а також забезпечення трансформації грошових потоків і їх перерозподілу (див. рис. 2.3).

Таблиця 2.2

Елементи інституційної структури фінансового сектору економіки України

Елементи	Характеристика
Інституції першого порядку	Відставання нормативно-правової бази від розвитку фінансового сектору. Недостатня захищеність прав суб’єктів ринку капіталу, прав власності. Неврегульованість процесів поглинання і реорганізації
Інституції другого порядку	Відсутність системи традицій фінансової діяльності, інвестиційної культури. Недостатня поінформованість населення. Низький рівень інституційної довіри. Особлива економічна ментальність. Недовершеність ділової етики
Організації першого порядку	Відсутність належної координації розвитку фінансового сектору економіки через його «розтягування» та сфери впливу декількох регуляторів – НБУ, НКЦПФР і Нацкомфінпослуг. Неефективне корумповане регулювання. Недостатній державний інфорсмент. Непередбачуваність дій на ринку капіталу органів влади
Організації другого порядку	Статус присутності і часткове виконання функцій СРО. Недостатня взаємодія СРО і ОПУ з державними регуляторами у прийнятті рішень
Організації третього порядку	Низька частка участі приватних інвесторів. Залежність фінансового сектору від процесів приватизації. Високі трансакційні витрати. Неефективна депозитарна система. Недостатня активність інституційних і кваліфікованих інвесторів

Джерело. Складено автором.

Сучасна інституційна структура фінансового сектору України забезпечується сформованим контуром ринкового права і необхідними організаційно-інституційними передумовами здійснення обігу фінансових активів і функціонування фінансових інститутів. Проте інерція старих неформальних норм є такою сильною, що неринкові рутини ділової поведінки настільки глибоко укорінились, що деформують більшість принципів функціонування ефективного фінансового сектору з потужними і надійними фінансовими інститутами (табл. 2.2). Це пов’язано з тим, що «за весь період реформ у країні створення розвиненого інституційного середовища жодного разу не було оголошено пріоритетним завданням, хоча саме відставання з інституційними складовими реформ стало серйозним гальмом на шляху

створення цивілізованого ринку» [63, с. 77]. По суті, немає і не робиться у сучасних умовах жодних узагальнень з перебудови існуючої системи, яка у рамках комплексної стратегії забезпечуватиме збалансовану реалізацію інтересів усіх інституційних одиниць економіки.

У цілому ж проведене дослідження дає змогу зробити висновок, що центральним завданням розв'язання проблеми подальшого розвитку фінансового сектору є необхідність створення такої інституційної організації, яка б передбачала реформування неефективних, але стійких, інституцій, що утворились у перші роки незалежності України на непідготовленому соціально-економічному ґрунті економіки, а також створення умов для змін м'яких обмежень у напрямку активного сприйняття здійснюваних суспільних перетворень. Це актуалізується в умовах зростання ризиків фінансової діяльності у зв'язку неконтрольованим розростанням сектору та його відривом від потреб реальної економіки. Україна зазнала значних втрат від подій у 2008–2009 рр. саме через інституційну аморфність фінансового сектору, який перетворився на одну з загроз економічному розвитку внаслідок неефективності процесу інституційного будівництва.

Доцільним є визначення інституційної ефективності фінансового сектору, що випливає з окреслених завдань ринкових реформ в Україні і проекті Стратегії розвитку фінансового сектору України на період до 2015 року. Її призначенням є сприяння розбудові ефективного фінансового сектору, здатного забезпечувати реальний сектор економіки необхідними фінансовими ресурсами та підтримку соціального розвитку країни, її інтеграцію у світовий фінансовий простір без загроз національним інтересам та економічній безпеці України.

2.3. Економічні чинники розвитку фінансового сектору та інституційна ефективність фінансової діяльності

Критерій ефективності насамперед пов’язаний з такими поняттями, як «економічний розвиток» та «економічне зростання», які є двома загальновизнаними механізмами соціально-економічних змін. Наприклад, Д. Норт використовує термін «ефективний» для позначення таких умов, за яких існуючий набір обмежень продукує економічне зростання [343, с. 119]. Варто зазначити, що в економічній науці склався невірний стереотип, що зводиться до їх ототожнення. Як зазначає Я. Тінберген, «ці поняття сумісні одне з одним, але не тотожні. За подібного довільного спрощення ігнорується одна з найбільш важливих рис розвитку: підвищення добробуту усіх груп населення. Добробут тут є синонімом зростаючої матеріальної забезпеченості» [Цит.: 97, с. 331]. Наприклад, інституціоналіст Г. Мюрдаль [341] під розвитком розуміє рух уперед усієї соціальної системи, що відрізняється від позиції Й. Шумпетера [281], який розуміє його як лише такі зміни господарського кругообігу, що їх економіка сама породжує, тобто тільки випадкові зміни «представленого самого себе», а не приведеного у рух імпульсами ззовні народного господарства. Розвиток, на його думку, зводиться до активності підприємців-інноваторів.

Варто погодитись з думкою В. Зимовця, що «існуючі теорії розвитку за своєю суттю є теоріями прискореного (порівняного з іншими країнами) економічного зростання… Економічний розвиток – це підвищення добробуту населення та якості життя на основі економічного зростання» [61, с. 25].

Отже, у контексті фінансового сектору його економічне зростання є одним із сценаріїв прояву економічного розвитку, кількісними змінами параметрів системи (збільшення активів фінансових корпорацій і реального випуску фінансових послуг протягом певного періоду, яке має точний кількісний вимір у категоріях поточних цін, тобто є агрегованим кількісним показником зростання

ВВП). Розвиток цього сектору полягає у змінах якісних характеристик цієї системи (включаючи параметри не тільки суто економічні, але і соціальні), перехід від одного якісного інституційного стану до іншого через структурні зрушення і використання нових технологій.

У ході розвитку економіки відбувається трансформація великої кількості цілей, проте фундаментальні залишаються без змін. Виникає ще одна задача, яка є складною для економістів, – мінімізація ймовірності неефективного (хреодного) сценарію і недопущення найнеефективнішого. З урахуванням зазначеного на рівень розвитку фінансового сектору впливає:

− внесок галузей економіки, зокрема фінансової діяльності, до ВВП (див. дод. В табл. В.1);

− обсяг ВВП на душу населення, що розраховується за паритетом купівельної спроможності національних грошей у долари США. У 2013 р. в ЄС цей показник складав близько 40 тис дол., а кількість осіб що проживали на його території більша за 1,5 млрд. За оцінками Eurostat [305], з числа 27 країн ЄС обсяг ВВП на душу населення варіюється від 47 % у Болгарії до 264 % у Люксембурзі від середнього показника країн-членів Єврозони. Для прикладу, в інших її країнах такі показники: Нідерланди – 127, Швеція – 126, Данія – 125, Німеччина – 124, Бельгія – 119, Франція – 108, Великобританія – 106 %. Для порівняння ВВП на душу населення у США по відношенню до європейського більший майже в півтора рази і дорівнює 155, а Японії – 106 %.

У 1991 році Україна мала потужний стартовий економічний потенціал, наприклад обсяг ВВП на душу населення був вищий за світовий (5 533 дол. проти 5 045). У 2013 р. даний показник становив 7 374 дол. (світовий – 12 222 дол.), що розміщує нашу країну на 103 позиції серед 186 країн світу (найближчі сусіди – Суринам (102) і Федеративні Штати Мікронезії (104). З 1991 року країни пострадянського простору збільшили ВВП на душу населення: Польща – у 3,9, Білорусь – 3,3, Казахстан – 3,1, Росія – 2,3 рази. Показники України набагато скромніші – 1,3 рази;

– якість життя населення (тривалість майбутнього життя при народженні, ВВП на душу населення, рівень освіти і стандарти життя) за допомогою індексу людського розвитку (Human development indices – HDI). На відміну від одномірних показників темпів економічного зростання та ВВП на душу населення, цей індекс є комплексним показником, який враховує рівномірність розподілу ВВП і добробут людини як результативність реформ в країнах світу.

У 2013 р. Україна перебувала на 83-му місці серед 187 країн із значенням індексу 0,734, погіршився свій результат на 5 позицій. Перші місця посідають Норвегія (0,944), Австралія (0,933) і Швейцарія (0,917). В Україні досить високі освітні показники, проте низькими є показники ВНД і тривалості життя. Найвищий ВНД на душу населення в Катарі (123 860 дол.) і Ліхтенштейні (83 717 дол.). Україна посідає, на жаль, лише 100-те місце (8 960 дол). З 1990 р. індекс людського розвитку в Україні підвищився з 0,705 до 0,734, або на 4,1 %. Для прикладу, у Білорусі ці показники складають 0,725 і 0,786 (8,4 %), Росії – 0,729 і 0,778 (6,7 %).

Важко усвідомити, що через 23 роки після здобуття незалежності її ВВП становить лише 72 % від рівня 1990 р., а загальносвітовий показник ВВП за ці роки майже подвоївся. «За аналогією з воєнними і повоєнними роками (тобто теж за 20 років), навряд чи можна уявити, щоб до 1961 року економіка України ще не досягла рівня 1940 р. І перебувала б десь на рівні 1935–1937 років» [49]. Наводиться приклад, що у Китаї дешева робоча сила, проте в цій країні ВВП на душу населення у 1,2 рази вищий за український показник. Не краща ситуація і з показником тривалості майбутнього життя – на 123-му місці (68,5 років). У 1965–1966 рр. це було 71,6, 1989–1990 рр. – 70,7 років.

– сталість економічного розвитку країни за методологією SEDA (Sustainable Economic Development Assessment), що була розроблена The Boston Consulting Group і реалізована у 2012 р. SEDA дозволяє порівнювати рівень

соціально-економічного розвитку країн за певними параметрами[1]. Введено два важливих поняття – відношення добробуту населення до багатства (ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності) і відношення зростання добробуту до зростання багатства.

За показниками динаміки останніх років SEDA Україна випереджає Чехію, Болгарію і Росію, тоді як її ВВП є одним із найнижчих у референтній групі і випереджає лише Чехію. З-поміж інших країн вона перебуває в другому квантилі за поточним рівнем розвитку (56-е місце із 150) у 2013 р. Із урахуванням показника ВВП на душу населення результати досить несподівані: коефіцієнт відношення добробуту до багатства України дорівнює 1,51 (1 визначає середній показник по 150 країнах), тобто добробут населення України на 51 % більший за очікуваний згідно з ВВП. Поправку, звичайно, треба зробити на ВВП, що істотно скоротився у посткризовий період із практично незмінним показником нарощуваного добробуту. Хоча реальний ВВП на душу населення України становить близько 7 374 дол. за паритетом купівельної спроможності у 2013 р., рівень життя в країні відповідає рівню країни з ВВП приблизно 14 тис. дол. США на душу населення. Цим результатам Україна зобов'язана радянському періоду своєї історії (зокрема, у сфері освіти).

Упродовж останніх п'яти років Україна продемонструвала також значне зростання рівня добробуту населення, що дозволило країні опинитися у другому квантилі за динамікою останніх років (50-е місце із 150). При цьому коефіцієнт відношення зростання добробуту до зростання багатства дорівнює 1,19, тобто зростання добробуту на 19 % більше, ніж очікуваний на підставі зростання ВВП. Таким чином, зростання добробуту населення України за останні п'ять років відповідало країні із зростанням ВВП на рівні приблизно 6 % замість 3 %.

Проте, незважаючи на високі міжнародні оцінки, маємо те, що 2012 р. став першим роком, коли платники податків задекларували доходи, що перевищують 1 млрд грн, майже на 40 % зросла кількість мільйонерів. У той же час, за даними

[1] Параметри SEDA: доходи, економічна стабільність, зайнятість, рівень доходу, громадянське суспільство, управління, освіта, охорона здоров'я, навколишнє середовище і інфраструктура.

Державної служби статистики України [48], у 2013 р. 3,7 млн українців (8,4 % населення) жили за межею бідності. Рівень доходів до 480 грн мали 0,1 % українців, 480,1–840 грн – 2,3 %, 840,1 –1 200 грн – 9,1, 1200 – 1920 грн – 43,4 %. При цьому розмір середньої мінімальної зарплати в 2014 р. склав 1 218грн, а розмір прожиткового мінімуму для працездатних осіб – 1 176 грн.

Таблиця 2.3

Співвідношення рівня мінімальної заробітної плати та прожиткового мінімуму в Україні у 2000–2014 рр.

Рік	Мінімальна заробітна плата одного працюючого		Прожитковий мінімум, грн	Співвідношення до прожиткового мінімуму, %
	грн	темп зростання до попереднього року, %		
2004	237	128,10	362	90,45
2005	310	130,80	423	73,28
2006	375	120,96	465	80,64
2007	460	122,66	492	93,49
2008	605	131,52	592	102,19
2009	744	122,97	695	107,05
2010	922	123,92	839	109,89
2011	1004	108,89	934	107,49
2012	1118	111,35	1095	102,10
2013	1147	102,59	1108	103,51
2014	1218	108,94	1176	103,57

Джерело. Складено на основі [48].

Дані табл. 2.3 ілюструють, що у 2004 р. прожитковий мінімум у 1,5 рази перевищував мінімальну заробітну плату, а у 2007 р. їх значення практично зрівнялися. За 2008–2014 рр. мінімальна заробітна дещо перевищує прожитковий мінімум, що свідчить про поліпшення ситуації в країні.

Економічний розвиток включає як динамічний процес скорочення розриву між країнами, що розвиваються, і розвинутими країнами. І тут, як слушно зауважує В. Зимовець, «не може бути загальних рецептів політики економічного розвитку, проте її концептуальні основи повинні враховувати як основі положення теорії економічного зростання, так і показники рівня економічного розвитку (добробут населення) як цільові пріоритети» [61, с. 26]. Потрібно

зауважити, що між економічним зростанням і розвитком відсутній прямий зв'язок: перше не обов'язково супроводжується другим.

Останнім часом можна зустріти велику кількість публікацій, де йдеться про «наздоганяючий розвиток» пострадянських економік. Маємо погодитись, що основне завдання такого розвитку полягає не просто у підвищенні темпів економічного зростання, а у досягненні високих темпів реального наближення до переважного образу майбутнього, що розглядається у його найбільш важливих, пріоритетних характеристиках. Стратегія «наздоганяючого розвитку» може мати перспективу лише за умов стагнації країн-конкурентів, проте це навряд чи можливе (табл. 2.4). «Нині, говорячи словами персонажа Л. Керолла з казки «Аліса з країни Задзеркалля», «Доводиться нестись з усіх сил, щоб втриматись на місці. А коли вже бажаєш зрушити з місця, то лети вдвічі швидше» [Цит: 76, с. 78].

Таблиця 2.4

Обсяги ВВП на душу населення

Роки	Україна	Франція	США
1990	4 900	21 400	22 500
2004	1 100	29 100	36 900
2015	10 000	35 000	45 000
2025	25 000	48 000	55 000

Джерело. Складено на основі [305].

Наразі світова фінансова архітектура визначається сьогодні такими сценаріями: 1) однополярна зі збереженням за США статусу лідера світової економіки; 2) мультиполярна – зниження частки США у світовому ВВП і випереджальний розвиток інших економічних центрів. Останній є найбільш прогнозованим, адже відбувається поступове зниження частки США й інших розвинутих країн у світовому ВВП і глобальних фінансових активах, нарощення потенціалу Китаю, країн, що розвиваються (Азії і Латинської Америки), країн BRICS (рис. 2.4). Вважається, що Європа – це минуле, США – сьогодення, а Азія на чолі з Китаєм – це майбутнє світової економіки.

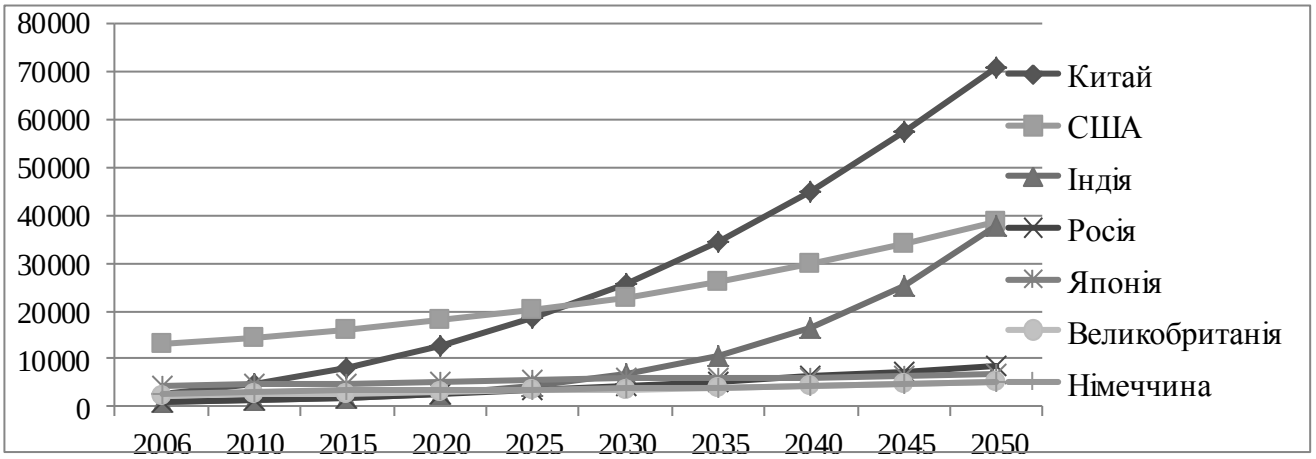


Рис. 2.4. Прогноз динаміки номінального ВВП країн світу на 2006–2050 рр., млрд дол.

Джерело. Побудовано на основі [377].

Що стосується ЄС, то він є об'єднанням бідних на ресурси країн, тож має від'ємне сальдо торговельного балансу з усіма провідними міждержавними об'єднаннями (НАФТА, АСЕАН, СНД). Для підвищення його конкурентоспроможності об'єктивно необхідно об'єднати фінансовий і технологічний потенціал ЄС із природними ресурсами і науковим потенціалом України. Утім, як тільки ЄС рушить на Схід, настане крах. Неможливо керувати з Брюсселя 28 країнами, хіба що він здобуде владу на кшталт тієї, яку уряд США має над 50 американськими штатами. Згідно останнього звіту PricewaterhouseCoopers «Banking in 2050» [348], вже у 2036 р. загальна вартість банківських активів у країнах Е7 у 1,5 рази перевищить аналогічний показник G7[1]. У підсумку у 2050 р. світова вартість банківських активів сягне 300 трлн дол., а половина з них буде зосереджена у країнах, що розвиваються. І тоді вже не фінансові установи з розвинутих країн будуть освоювати ринки останніх, а навпаки. Нам варто на це зважати, оскільки спрямованість інституційних реформ в Україні визначається європейським вектором розвитку. Мова йде про проголошення Україною стратегічної мети – поступової інтеграції до Європейського Союзу, а у перспективі – набуття країною статусу його

[1] Е7 включає Китай, Індію, Росію, Мексику, Бразилію, Індонезію, Туреччину; G7 – Францію, Японію, Німеччину, Великобританію, Францію, Італію і Канаду.

повноправного члена. В інституційному аспекті це означає достатньо тривалий період серйозної, кропіткої практичної роботи з приведення у відповідність інституційних рамок фінансового сектору європейським нормам.

За цих обставин, на нашу думку, розвиток фінансового сектору може проявитись не стільки через збільшення фінансових операцій, скільки у структурних зрушеннях через використання нових технологій і зміни інституцій. Адже інституції – це не просто «правила гри», які накладають обмеження на припустимий вибір дій, як підкреслює Д. Норт, їх призначення – створювати за можливістю стійкі і ефективні механізми вибору рішень за будь-яких конфліктів інтересів [343]. Розвиток системи інституцій фінансового сектору принципово відрізняється тим, наскільки обрана система спроможна забезпечувати баланс інтересів у реальному часі.

Зазначене дозволяє визначити інституційну ефективність фінансової діяльності як комплексний показник, що визначається на основі якісних і кількісних показників діяльності всіх суб'єктів фінансового сектору та відображає інституційне середовище, в якому вони функціонують. При цьому, за теоремою Фролова, «системна ефективність інституцій тим вища, чим більшою мірою вона максимізує сукупні і мінімізує питомі трансакційні витрати в економіці» [269, с. 17].

Запропонований підхід відрізняється від методології неокласичної теорії і передусім концепції ефективної економіки і ринкової рівноваги Ф. Еджуорта і В. Парето, за якої ефективним є такий стан економіки, за якого жоден економічний суб'єкт не може одержувати монопольні надприбутки, не розоривши при цьому іншого. Для будь-якої інституційної одиниці фінансового сектору цю ефективність можна розглядати як відсутність можливості одержувати надприбутки, оскільки зміни цін ринкових активів носять випадковий характер. Більш того, у неокласичній теорії «ефективні ринки припускають інституційну структуру, у рамках якої сторони, що обмінюються, одержують вигоду від торгівлі у світі з нульовими трансакційними витратами. Але оскільки укладання угод веде за собою витрати на всіх ринках, ефективних

ринків досягти неможливо. В реальності ж інституційна структура створює конкурентні сили і учасників, які здійснюють арбітраж з метою якомога більшого наближення до ефективних ринків» [343].

Недоліки неокласичної теорії були успадковані і фінансовими моделями, які пояснюють поведінку домогосподарств і фінансових інститутів на ринку капіталу, такими, як концепція «гіпотези ефективного ринку» нобелівського лауреата Ю. Фами (2013) і Модель оцінювання капітальних активів (Capital Asset Pricing Model – CAPM) нобелівського лауреата В. Шарпа (1990). Завдяки їм довгий час фондова біржа вважалась зразком ідеального ринку досконалої конкуренції, однак сьогодні вона потерпає від серйозних структурних зрушень. Переважна частина вторинного обороту акцій та боргових зобов'язань у багатьох країнах припадає на організований позабіржовий ринок або на фондові біржі, які функціонують за принципами дилерського, а не аукціонного ринку, як традиційна біржа. Подібний ринок обов'язково передбачає персоніфікований обмін, тобто укладання угод не з анонімним контрагентом, як це відбувається на біржі, а з конкретним професійним учасником. Відповідно за укладання угод на такому ринку велику роль відіграють неринкові чинники, такі, як ділова репутація контрагента, його надійність й історія угод з ним. Відсутністю персоніфікованого обміну на біржах можна пояснити феномен великих міжнародних спекулянтів на кшталт Дж. Сороса, В. Баффета і М. Мобіуса. Зазначене ставить під сумнів достовірність і неокласичних моделей, і моделей ефективного ринку капіталу, на якому курси активів мають відображати всю доступну інформацію і ніхто не може отримати надприбуток за рахунок інформації, яка є недоступною для решти учасників ринку.

Якщо у неокласиці у якості критерію ефективності обираються результати, які виходять з передумов базової неокласичної моделі (повна інформація; нульові трансакційні витрати; чіткі права власності; повна раціональність; максимізуюча поведінка економічних агентів) [343, с. 44–45], то інституціоналісти вважають, що ефективність процесу обміну і вигідність укладання ринкових контрактів залежать від того, наскільки добре працюють

інституції. Якщо говорити про максимізацію прибутків як рушійну силу здійснення фінансових операцій, то А. Алчіан наводить доказ Г. Тінтнера про те, що вона не може розглядатись як реальний чинник, що мотивує економічну діяльність. Приймаючи рішення за умов невизначеності, економічний агент обирає певну лінію поведінки, якій властивий певний розподіл можливих результатів, лише один з яких перетвориться на реальність. За цих умов відбувається вибір оптимального розподілу, а поняття «максимальний розподіл» у математиці просто відсутнє [285, с. 212].

В економічній системі виживають не лише ті, хто досягає максимальних прибутків, але взагалі всі ті, хто їх отримує. Для виживання принциповою є позиція економічного агента відносно своїх конкурентів, але не певного ідеального конкурента, який завжди досягає максимізації прибутку, володіє повною інформацією тощо. Крім того, А. Алчіан стверджує, що чим вищою є невизначеність у світі, тим більшою є ймовірність того, що прибутки отримає більш азартний і щасливий, ніж той, хто є обережним і логічно мислить. У фінансовому секторі це можна зв’язати з тим, що його інститути, які змогли вижити, позичають (копіюють) ділові практики найбільш успішних фінансових інститутів, а ті з них, хто виявився недосконалим позичальником, у разі успіху стають інноваторами, а у разі провалу перетворюються на «… безвідповідальних порушників правил, що добре зарекомендували себе на практиці» [285, с. 218]. За таких умов єдиним критерієм ефективності інституції стає економічне виживання фінансового інституту як економічного агента.

Х. Демсец зазначає, що за визначення ефективності інституцій не варто порівнювати ефективність чинних інституцій з певним ідеалом [299]. О. Вільямсон також доводить, що економічний агент не володіє повною інформацією про усі доступні варіанти використання ресурсів, тож припиняє пошук із досягненням певного прийнятного результату [386].

Ефективність фінансової трансакції можна оцінювати насамперед як співвідношення витрат на обмін фінансовими інструментами та можливих вигод вид такого обміну. Якщо відома ринкова ціна фінансового інструменту, то в

якості критерію ефективності інституцій, які забезпечують обмін, можна використовувати відхилення теперішньої вартості інструмента від ринкової ціни. У деяких джерелах [210] доведено, що на фінансовому ринку визначення такої ефективності є особливо актуальним для фінансових інститутів, які займаються активним моніторингом ринку і пошуком недооцінених активів, тобто впроваджують активну інвестиційну стратегію.

Загалом, як вважає О. Тарасенко, «ефективна інституція – це така інституція, яка забезпечує розподіл благ у відповідності до переговорної сили економічних агентів та відносної цінності ресурсів, які залучено до контрактних відносин» і яка «… забезпечує розподіл благ у відповідності до переговорної сили економічних агентів та відносної цінності ресурсів, які залучено до контрактних відносин» [253, с. 42]. Це підтверджує нашу тезу про те, що важливою умовою ефективності інституційного середовища фінансової діяльності є спроможність інституцій фінансового сектору забезпечувати стабільність і надійність виконання контрактів (зобов'язань). Їх функціями є: по-перше, узгодження і взаємовигідність дій різних суб'єктів цього сектору з протилежними інтересами; по-друге, організація ефективного розміщення фінансових ресурсів, що передбачає приплив капіталу до реального сектору і можливість диверсифікації портфелів інвесторів. Отже, це дає нам підстави стверджувати, що критерії ефективності фінансового сектору економіки торкаються не стільки ринкового середовища, скільки інституційного, тобто сукупності правил і норм у функціонуванні учасників цього сектору економіки і взаємодії між ними. При цьому обов'язковою умовою розвиненості фінансового сектору будь-якої країни є стабільність інституцій. На цей аспект проблеми звернув увагу нобелівський лауреат Дж. Б`юкенен (1986) у своєму дослідженні «конституції економічної політики». Так, на його думку, в економіці, і зокрема на фінансовому ринку, мають бути створені такі правила гри, які будуть залишатись стабільними навіть після того, як зміниться кілька поколінь людей [23, с. 112–113]. Проте якщо учасники угод починають розуміти, що їм було б вигідніше переглянути їх, завжди виникають інституційні зміни. Якщо ж жоден

агент в даний момент часу не зацікавлений у зміні існуючих інституцій, виникає таке явище, як інституційна рівновага. В умовах інституційних трансформацій і володарювання крупних державно-олігархічних кланів, поширення корумпованості суспільства, дія цих чинників в Україні може призвести не до позитивних інституційних змін, а до укорінення існуючих неефективних інституцій і створення умов для інституційної нерівноваги.

Для практичної реалізації оцінювання інституційної ефективності фінансової діяльності більш корисним є поняття відносної ефективності, яка оцінює інституційну ефективність одного сектору відносно іншого, наприклад, українського та європейського. У розвинутих економіках розвиток фінансового сектору визначається траєкторією розвитку (path dependence), тобто інституції, що склались в економіці сформували певну модель цього розвитку і фінансової політики. З одного боку, це сприяє стабільності правил гри, а з іншого, – ускладнює процес зміни цієї політики під впливом зовнішніх чинників. Наразі ринки, що розвиваються, характеризуються слабкістю формальних правил, але сильними неформальними нормами (табл. 2.5), які часто виконують роль перших. Їх «траєкторія розвитку» поки що не сформувалась через становлення ринкових інституцій. Так, український фінансовий сектор за 20 років пройшов шлях від стихійного створення періоду первісного накопичення капіталу до сучасного механізму зі сформованими інституціями і динамічним інституційним середовищем. Проте і для нього, як і для фінансових секторів інших країн світу, актуальним є досягнення стійкості, про що йтиме мова нижче.

Основними характеристиками інституційної ефективності фінансової діяльності можна вважати щільність та ефективність інституційного середовища, у якому функціонують фінансові інститути.

Щільність інституційного середовища фінансової діяльності слугує суб’єктивним відчуттям учасниками фінансових відносин достатнього ступеню регулювання у сфері фінансового сектору, а критерієм вибору слугує економія трансакційних витрат. Його основними чинниками є: 1) наявність різноманітних

фінансових інститутів, які дозволяють повною мірою задовольнити попит клієнта; 2) високий рівень взаємозв'язків і контактів між цими інститутами, що закріплені у загальних правилах і нормах поведінки, різноманітні угоди і контракти; 3) спроможність фінансових інститутів до узгодженого реагування, адаптації у відповідь на умови, що змінюються, адже інституції створюють не жорсткий каркас, а гнучку підтримуючу структуру.

Таблиця 2.5

Характеристики правил і норм фінансових секторів

Правила і норми	Розвинуті країни	Країни, що розвиваються
Законодавство у сфері податків, валютних операцій, антимонопольної політики тощо	Сильне	Слабке
Законодавство у сфері фінансового сектору і ринку капіталу	Сильне	Слабке
Стабільність і забезпечення державою гарантій прав власності	Сильні	Слабкі
Захист прав інвесторів	Сильний	Дуже слабкий
Неформальні норми	Сильні	Сильні

Джерело. Складено автором.

Передусім характер, темпи і результати інституційних реформ у фінансовому секторі залежатимуть від «щільності» організацій – рівня об'єктивізації в організаційних структурах цього сектору, досвіду, культури у цілому. За часовими і просторовими параметрами ї рівень пов'язаний не тільки з нарощенням маси, але і з ускладненням взаємозалежності між усіма елементами системи. Внаслідок цього будь-яке інституційне нововведення здійснюється більш ефективно у тих інституційних середовищах, що відрізняються відносно низькою щільністю. Закономірності зміни інституційного середовища фінансової діяльності і його щільності, які дозволяють трансформувати це середовище у необхідному напрямі оптимізації останньої, включають зміни: а) формальних правил під впливом вектору розвитку інституційного середовища у цілому; б) еволюційних змін неформальних норм; в) взаємодії суб'єктів фінансового сектору, які об'єднані в підсектори і групи спеціальних інтересів.

Переважання формальних правил в інституційному середовищі фінансового сектору забезпечує верховенство права, до основних критеріїв якого можна віднести: прозорість, відносну стабільність, відсутність зворотної сили законів, відкритість, ясність і універсальність законотворчих правил і процедур, доступність і незалежність функціонування судової системи. За переважання неформальних правил формальні у кращому випадку є їх фасадом або взагалі не мають ваги. Це означає, що оптимальна щільність інституційного середовища фінансового сектору створює стабільні і передбачувані умови для фінансової діяльності.

І, нарешті, ефективне інституційне середовище фінансової діяльності – це сукупність організаційних форм, правил, методів контролю і форм поведінки їх інститутів, що визначається умовами існування суспільства, розвитком інтересів і суспільних відносин. Воно характеризується: охопленням всієї сукупності фінансових інститутів та інших суб'єктів, що користуються їх послугами; поєднанням індивідуальних і корпоративних інтересів, що лежать в основі виникаючих і діючих інституцій; рухливістю і адаптивністю до зовнішніх факторів впливу; міжсекторною взаємодією; інформаційною прозорістю; суворим виконанням формальних правил. Проте достатньо широкого представництва чи дієвих носіїв загальнодержавних інтересів в інституційному середовищі України не існує. На основі цього можна сформувати такі вимоги до інституційної ефективності фінансової діяльності, які, з нашої точки зору, мають включати:

1) націленість на досягнення бажаних результатів від неї згідно до пануючої суспільної ідеології, що представлена неформальними інституціями макрорівня;

2) наявність щільності, яка забезпечує достатню силу регулюючої дії на фінансові операції, при цьому низька щільність на верхніх рівнях інституційного середовище має бути компенсована інституціями мікрорівня;

3) інформаційна прозорість для учасників трансакцій, яка забезпечується на всіх інституційних рівнях;

4) достатня простота для сприйняття фінансової інформації більшістю членів суспільства, яка передбачає однозначність розуміння правил і норм і слугує гарантією від розмивання формальних правил;

5) адаптивність інституційних середовищ більш низького рівня до змін інституційного середовища більш високого рівня;

6) відсутність несумісних одна одній інституцій, що торкаються фінансового сектору;

7) динамізм і рухливість у відповідь на зовнішні чинники дії, що відображають силу впливу того чи іншого з них;

8) ефективний суспільний контроль за реалізацією формальних правил фінансового сектору на основі розвитку міжсекторного партнерства;

9) раціоналізація – співвідношення результатів і витрат як універсального критерію вибору відповідності формальних правил і неформальних норм.

Підсумовуючи викладене, варто зазначити, що фінансовий сектор є складною частиною економіки, яка характеризується еволюційним характером розвитку у межах певного інституційного середовища. Сьогодні акцентується увага на здатності цієї системи повертатись до рівноваги у коротко- і середньостроковій перспективі, а також необхідності розробки механізмів управління фінансовими потоками та «бульбашками» на фінансових ринках. Основний урок практики формування нових ринкових економік полягає у тому, що фактор ефективного інституційного середовища, що включає також і неформальні норми, у певному аналізі є дуже необхідним. Його ігнорування істотно обмежує можливості фінансової науки у формуванні адекватних уявлень про економічну реальність і гальмує подальшу інституціалізацію фінансового сектору.

2.3. Процес інституціалізації фінансового сектору і передумови розвитку його інститутів

Термін «інституціоналізація» у науковій літературі розглядається дуалістично, як: 1) створення і формування нових інституцій; 2) закріплення, укорінення і стабілізація існуючих. Іноді вона може включати і те, і інше. «Інституціоналізація є «перетворення» норм, організацій, відносин і т. д. в інститут» [58, с. 70], а Ж.–Е. Лейн і С. Ерссон пишуть, що «правило, яке інституціоналізоване, ототожнюється з інституцією», тобто завдяки інституціоналізації організації і процедури набувають нових якостей, що дозволяє відносити їх до інституцій [331, с. 3]. Д. Джадж зазначає, що інституціоналізація має одну беззаперечну перевагу: вона відходить від дихотомічного опису (існує інституція або ні) і приходить до постійної змінної – яким чином інституція може бути більш-менш інституціоналізованою [320, с. 497]. Її інтерпретація варіюється залежно від вибору теоретичних основ для аналізу її проблем, що здебільшого залежить від підходів, які пов’язані з вирішенням дослідницького завдання. Як було з’ясовано, дослідники тлумачать інституцію по-різному (як норми, правила, організації, інститути тощо), тож різним буде і розуміння інституціоналізації. Ми ж відрізняємо інституціоналізацію й інституціалізацію (в основі інституції, а не інститути).

Інституціалізація фінансового сектору полягає у виникненні нових, запозиченні та видозміні існуючих інституцій, які беруть участь у фінансовій діяльності або сприяють її реалізації. Розглядаючи її як системоутворюючий чинник розвитку фінансового сектору, варто виходити з того, що саме інституції є основою цієї діяльності і поведінки. При цьому важливим є звернення до критеріїв інституціалізації, що сприятиме критичному осмисленню зарубіжних теорій, адже неоінституціоналізм не спроможний адекватно пояснити процеси інституційних трансформацій і змін.

Критерії інституціалізації включають такі пари протилежностей:

− адаптивність (спроможність фінансового інституту пристосовуватись до інституційних змін оточення (інституційного середовища), що врешті-решт приведе до зростання рівня інституціалізації) – ригідність (відсутність гнучкості);

− складність (збільшення організаційних структур (ієрархічне і функціональне) і диференціація окремих підрозділів. Як свідчить досвід, ті фінансові інститути, які займаються різними видами діяльності, більшою мірою адаптуються до втрати якоїсь з них, ніж організація з одним видом фінансової діяльності. У підсумку – майбутнє за фінансовими супермаркетами і конгломератами) – простота;

− автономія (розвиток фінансових інститутів, за якого вони є не простими виразниками інтересів конкретних груп зацікавлених осіб; у розвиненій фінансовій системі її захищають механізми, що обмежують вплив різних груп інституційних одиниць на входження нових груп у цю систему. Остання інкорпорує нові організації і органи без обмеження своєї інституційної цілісності) – залежність;

− згуртованість (спроможність фінансових інститутів і фінансового сектору загалом боротись з ендогенними і екзогенними шоками і потрясіннями) – роздроблення;

− ексклюзивність (інтенсивність функціональної конкуренції між інституційними одиницями фінансового сектору) – масовість.

Інституціалізація передбачає, що зміна твердого обмеження (нормативно-правового акта) приводить не просто до пристосування або ухиляння від його виконання фінансовим інститутом. Виникає таке поняття, як кругообіг інституцій (рис. 2.5), коли введення політичних (правових) правил і впровадження їх у систему вже існуючих економічних і традиційних обмежень зумовлюють формування однієї і тієї ж схеми. З новим правилом фінансовий інститут функціонує у новій господарській практиці, однак, якщо воно неефективне, через державний регулятор або СРО він модифікує його згідно своїх потреб. Урешті-решт, кожне формальне правило пристосовується і

відфільтровується мікроекономічним середовищем. У даному випадку інституції стають ефекторами, що спроможні змінювати практику фінансової діяльності, тобто вони є інструментами досягнення цілей, що поставлені суспільством. Тож інституційні трансформації у фінансовому секторі є процесом становлення і розвитку його фінансових інститутів, які впроваджують відповідні ним інституції у фінансову діяльність; упорядкування цієї діяльності через правила фінансової поведінки з механізмами примусу за існування неформальних норм.



Рис. 2.5. Процес інституційної трансформації у фінансовому секторі

Джерело. Побудовано автором.

Щодо фінансових теорій (концепцій), що використовувались у діяльності фінансових інститутів, то, як показує досвід, для того, щоб вони отримали втілення, доводилось десятиріччями вирощувати й укорінювати у людській свідомості відповідну фінансову інституцію під конкретну сукупність ідеальних процедур. Якщо таке вдається, то така теорія стає дієвим інструментом фінансової діяльності. Чому ми маємо фінансові інститути в їх нинішньому вигляді? На це питання дає відповідь Р. Мертон: інститути мають ендогенну природу – вони виникають всередині системи як відповідь на потреби, аномалії і дисфункційні відхилення. Наприклад, «я можу створити страхову компанію, але чи буде цей бізнес прибутковим? Ні, якщо він не відповідає потребам ринку. Саме це я розумію під ендогенним розвитком» [Цит.: 16, с. 60]. Те саме стосується і системи функціонування НПФ: вони у тому чи іншому вигляді існують скрізь, але те, як інституційно організовується їх фінансування,

залежить від країни і часу. Завдання недержавного пенсійного забезпечення залишаються незмінними, але інституції змінюються залежно від викликів сьогодення. У підсумку «ви можете перейти від нереалістичного світу теорії, в якому існує згода щодо цін активів і ризиків, до реального світу, де всі згодні з використанням фінансових інститутів» [Цит.: 16, с. 61]. Виникає спіраль фінансових інновацій, які знижують вартість фінансових послуг і трансакційних витрат у цілому.

Як правило, інституційні реформи у фінансовому секторі розтягнуті у часі, і тут відбуваються так звані «перехідні інституційні стани», які можуть бути: а) екстренними (швидкий перехід до нового інституційного середовища за досить короткий проміжок часу); б) граничними (удосконалення вже існуючих інституцій і фінансових інститутів); в) парето-ефективними (поліпшення функціонування деяких фінансових інститутів за незмінного стану інших); г) комбінованими (вибір альтернатив і врахування конкретних механізмів вибору) [136, с. 49]. Усі вони сформували певне інституційне середовище фінансового сектору і спричинили становлення фінансових інститутів за етапами (див. дод. К табл. К.1): 1) адміністративно-командна економіка (1920–1987 рр.); 2) формування ринкового механізму (1988–1995 рр.); 3) формування ринково зорієнтованої взаємодії (1996–1999 рр.); 4) формування інноваційно активної взаємодії (2000 р.–перша половина 2008 р.); 5) гарантування фінансової безпеки (друга половина 2008 р.– дотепер). Така періодизація пояснюється кардинальними змінами щодо фінансової діяльності: тенденціями розвитку (стабільність, падіння, поступова стабілізація і зростання); нормативно-правовими (прийняття базового законодавства і підзаконних актів – спершу інформативного характеру, надалі прийняття базових законів і впорядкування нормативно-правової бази; контрольно-регулюючими (відсутність регулювання, обмеження щодо діяльності певних фінансових установ, а потім і всіх інших з боку держави і регуляторів); соціально-економічними (стабільність, падіння показників і поступове зростання).

Становлення диверсифікованого фінансового сектору України відбулось у 1990-х рр., коли були відсутні державні органи, окрім НБУ, які б координували політику, концепції його розвитку, спеціальні знання. У підсумку це призвело до стихійного створення фінансових інститутів, прийняття нормативно-правових актів, які за змістом не завжди узгоджувались між собою, тож він розвивався хаотично: мов човник плив на хвилях часу і подій, і куди вітер повіє, туди й занесе. У 1993–1994 рр. фінансовий сектор України отримував найвищі доходи за всю історію свого існування, що пояснюється реалізацією у цей період різноманітних схемних операцій.

З набуттям незалежності України і до 1995 р. на розвиток інституційного середовища фінансового сектору вплинули (див. дод. Л. табл. Л.1):

1) відсутність на початку 90-х рр. XX ст. адекватних ринкових фінансових інституцій, адже протягом більш ніж 70 років у СРСР панувала планово-розподільча система. Більш того, на початку будівництва фінансової системи реформатори не мали чіткого уявлення про економічний розвиток і добробут, про інститути та інституції, які отримали широкого визнання у світовій економічній думці;

2) надзвичайно висока інфляція. Так, з 01.01.92 р. по 01.07.93 р. обсяг грошової маси в обігу збільшився у 40 разів. Понад 50 % усіх кредитів НБУ у 1993 р. було спрямовано на покриття бюджетного дефіциту (рис. 2.6). З 1995 р. набули розвитку монетаристські методи боротьби з інфляцією. У підсумку було знижено обсяг грошової маси через бартеризацію економіки, невиплату зарплати, пенсій тощо;

3) зниження реального ВВП практично у два рази, а питома вага збиткових підприємств збільшилась за цей період із 9,5 до 22,2 %. У 1995 р. жодне з приватизованих підприємств не випускало облігації, що пояснювалось нестійкістю фінансової кон’юнктури і проблематичністю повернення позичених коштів за умов масових неплатежів.

Період 1996–1999 рр. – формування ринково зорієнтованої взаємодії, який відрізнявся (див. дод. М табл. М.1):

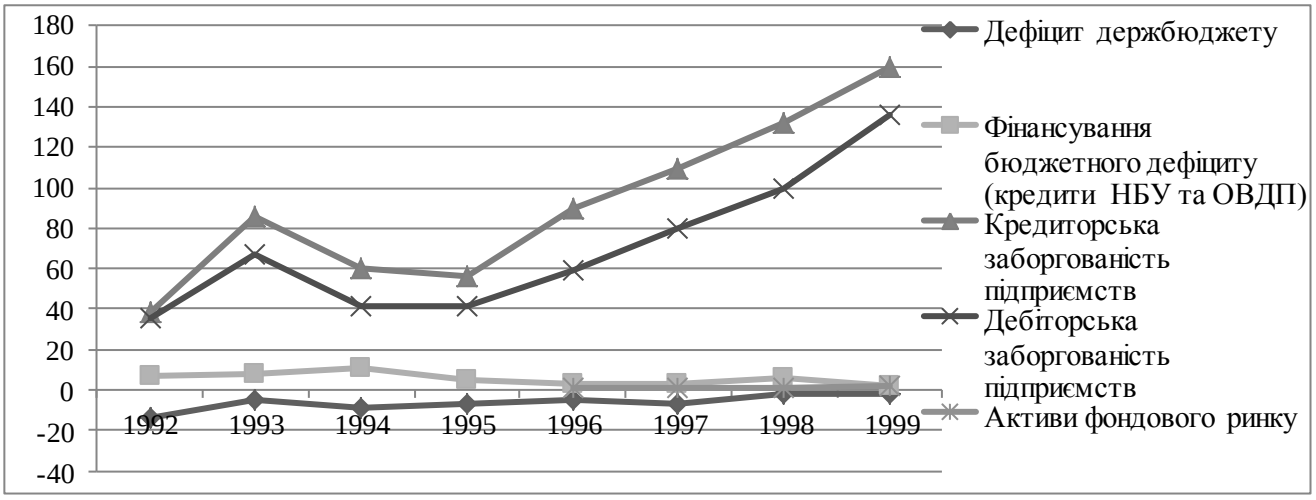


Рис. 2.6. Показники розвитку економіки України у 1992–1999 рр., % до ВВП

Джерело. Розраховано і побудовано на основі [48].

1) введенням гривні і переходом до жорсткої монетарної політики (з 1994 р.), завдяки чому вдалось приборкати інфляцію (від 80,2 у 1996 р. до 10,5 % у 1998 р і 22,7 % у 1999 р.);

2) незначними надходженнями до бюджету, збільшенням боргів із заробітної плати і соціальних виплат: приріст податкової недоїмки до доходів зведеного бюджету складав у 1995 р. 0,9 % до ВВП, а у 1998 р. вже 7,7 %; низькою податковою дисципліною і накопиченням небезпечного рівня державного боргу (з урахуванням девальвації гривні зовнішній борг у 1999 р. збільшився до 51,3 % до ВВП, тоді як у 1997 р. він складав 22,9 %);

3) збільшенням кредиторської заборгованості підприємств з 89,8 % до ВВП у 1996 р. до 159,3 % у 1999 р., що призвело до збільшення рівня бартеризації економіки до 40 %;

4) відтоком грошових коштів із реального сектору економіки: у 1991–1999 рр. ВВП скоротився на 60 %, а інвестиції на 80 %. У підсумку – формування передумов відриву фінансового сектору від реального;

5) стрімким розвитком біржового і позабіржового ринку. У 1996 р. було створено ПФТС, а у 1997 р. кількість емітентів, які пройшли у ній лістинг, досягла 160, обсяг торгів збільшився у 110 разів (див. дод. М табл. М.2). Проте

криза 1998 р. призвела до того, що капіталізація 9 компаній, що входили до першого рівня лістингу ПФТС, знизилася на 79 %, а обсяг замовлень на ринку у 40 разів поступався обсягу пропозиції;

6) значним переважанням неорганізованого ринку над організованим 1997–1999 рр. (89,9 і 10,1 %, 95,0 і 5,0 %, 88,7 і 11,3 % відповідно), що перешкоджало визначенню справедливої ціни цінних паперів;

7) поступовим зменшенням частки акцій у сукупних емісіях з 72,3 % у 1996 р. до 62,8 % у 1999 р., що стало підсумком завершення приватизаційних процесів. На початок 2000 р. загальна капіталізація українських компаній становила 600–700 млн дол., а на кінець року складала вже більше 1 млрд дол. (4 % до ВВП, у Росії – 20, Чехії – 40 %). Незначним залишався показник виплати дивідендів – 18 % від чистого прибутку;

8) розвитком ринку державних цінних паперів із переважанням великих іноземних портфельних інвесторів. У 1996 р. почали проводитись операції, у 1997 р. – активізувались, а у 1999 р. через вплив двох хвиль фінансової кризи (у другій половині 1997 р. і наприкінці 1998 р.) відбулось скорочення іноземного портфельного інвестування. Початок пожвавлення – друга половина 1999 р., яка дала позитивний поштовх на майбутню динаміку.

Період 2000 р. – перша половина 2008 р. – формування інноваційно активної взаємодії з такими тенденціями (див. дод. Л табл. Л.2):

1) позитивна динаміка ВВП (рис. 2.7): за 2001–2004 рр. темпи його зростання були найвищими серед країн СНД, що пояснюється формуванням в Україні експортоорієнтованої моделі економічного зростання на базі прискореного розвитку світової економіки;

2) поступове зменшення державного боргу: у 2000 р. він становив 45,3 % до ВВП, 2005 р. – 14,3 %, 2007 р. – 9,9 % (рис. 2.8); суттєве збільшення видатків бюджетної системи, Пенсійного фонду і фондів загальнообов’язкового соціального страхування: у 1999 р. вони становили 35,9 % до ВВП, а у 2008 р. – 46,1 %, тобто державні видатки зросли на 10,2 % до ВВП;

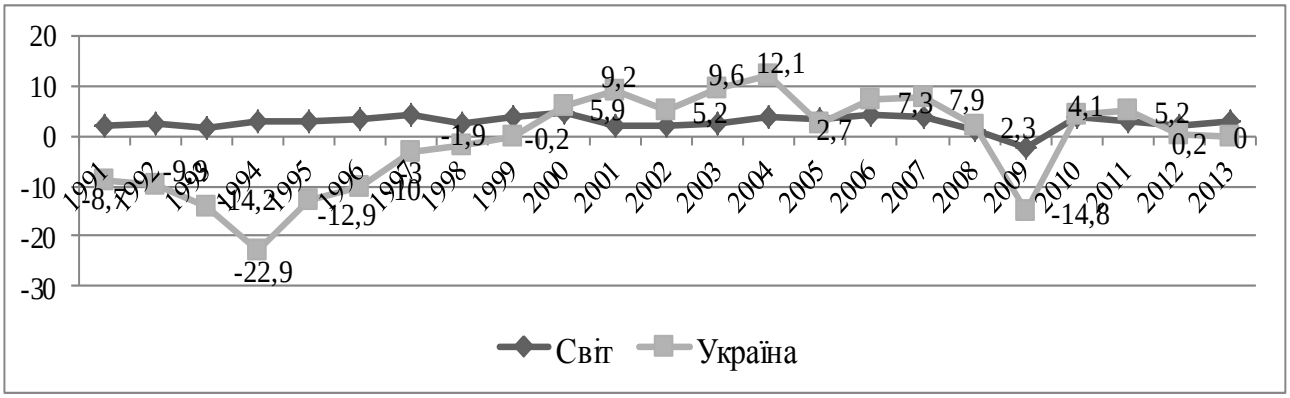


Рис. 2.7. Динаміка реального ВВП в Україні і світі у 1991–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [48; 377].

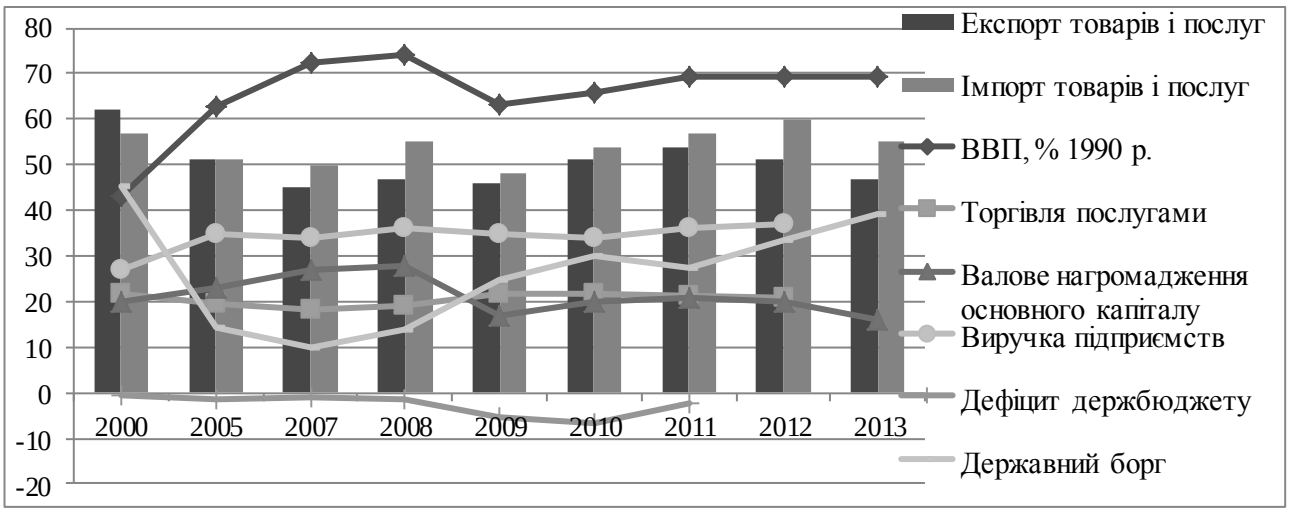


Рис. 2.8. Показники розвитку економіки України у 2000–2013 рр., % до ВВП

Джерело. Розраховано і побудовано на основі [48; 377].

3) поступове збільшення валового нагромадження капіталу в економіці, а також рентабельності фінансової діяльності, що досягло свого максимуму у 2005 р. – 17,5 %;

4) зменшення частки збиткових підприємств з 42 % у 2000 р. до 32,5 % у 2007 р. з одночасним зростанням виручки до ВВП (26,8 і 34,3 % відповідно);

5) скорочення заборгованості із зарплат і формування споживацької моделі розвитку країни з 2005 р., адже у структурі ВВП домінувала оплата праці, а на початок 2009 р. її частка сягнула 53,8 %, що на 23,2 % перевищувало частку валового прибутку/змішаного доходу;

6) збільшення капітальних інвестицій протягом 2000–2007 рр. практично у 9 разів, а ВВП – у 4 рази, тобто 1 % приросту ВВП забезпечував 2,5 % приросту цих інвестицій. На 12 % зменшились вкладення підприємств і організацій у сукупному обсязі інвестицій з одночасним збільшенням кредитування і позик у 10 разів;

7) збільшення інфляції, що було пов'язано зі зростанням цін на продовольство і підвищенням тарифів на комунальні послуги, і закладено в попередні роки: у 2004–2006 р. вона складала 11,4 % на рік, у 2007 р. – 16,6, а у 2008 р. – 22,3 %;

8) зростання обсягу операцій з цінними паперами. Якщо у 2001 р. вони досягли рівня у 39,2 млрд грн, то станом на початок 2008 р. зросли майже у 20 разів (754,3 млрд грн). Утім суттєво переважали акції, векселі, облігації підприємств і державні облігації (рис. 2.9);

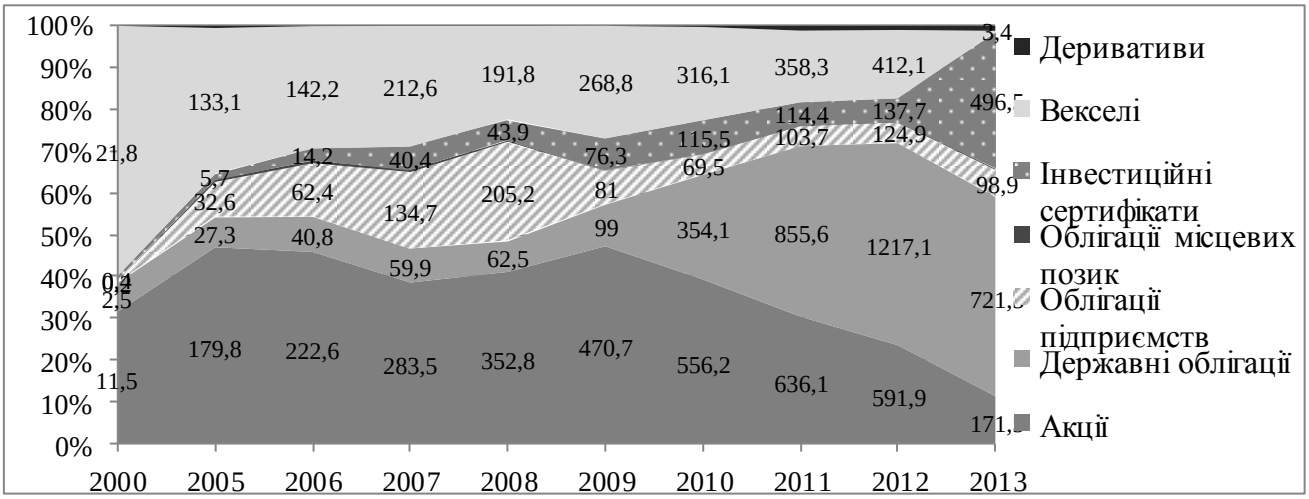


Рис. 2.9. Загальний обсяг операцій з цінними паперами в Україні у 2000–2013 рр., млрд грн

Джерело. Розраховано і побудовано на основі [187].

9) незначна частка торгів на організованому ринку (рис. 2.10), що зменшилась із 7,2 % у 2000 р. до 6,5 % у 2007 р. (87,5 % – ПФТС). При цьому позабіржові ціни могли перевищувати номінал у сотні разів і часто використовувалися для виведення активів підприємства чи відмивання коштів;

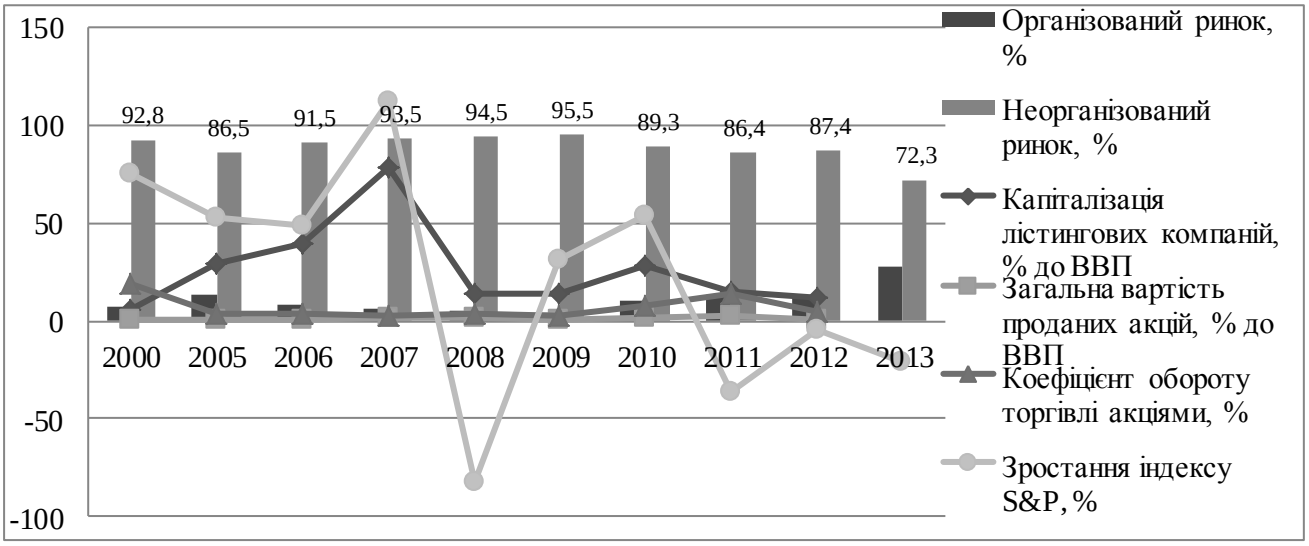


Рис. 2.10. Динаміка ключових показників ринку цінних паперів України у 2000–2013 рр.

Джерело. Побудовано на основі [377].

10) збільшення обсягів торгів державними облігаціями України (див. дод. М. табл. М.3), що було пов'язано, як і раніше, з підвищеною увагою до них з боку банків і інвесторів-нерезидентів. Більшість біржових операцій з цими інструментами було зафіксовано на ВАТ ФБ «ПФТС» (89,27 % від загального обсягу торгів державними облігаціями України) та на ВАТ ФБ «Перспектива» (10,33 %).

Період з другої половини 2008 і дотепер – гарантування фінансової безпеки (управління, посткризове відновлення економіки, перехід до більш зрілого стану фінансового сектору, нормалізації його параметрів, підвищення вимог до фінансової діяльності з метою подолання проблем у її реалізації (див.у дод. Л. табл. Л.2).

У середині 2008 р. в Україні набули поширення негативні явища, що були спричинені світовою фінансовою кризою. Ці ознаки і механізми впливу наведено у дод. М (табл. М.4). У досліджуваний період країна мала такі показники розвитку :

1) поступове зростання обсягів ВВП: з 948,1 у 2009 р. до 1 408,9 млрд грн у 2013 р. (+48,6). Проте темпи зростання цього показника у 2013 р. порівняно з попереднім склали 0 % (див. рис. 2.8);

2) активізація державних запозичень (див. дод. М табл. М.3), що пояснюється дефіцитом бюджету. Як наслідок, за 2008–2013 рр. державний борг зріс з 13,8 до 39 % до ВВП (загальний і гарантований державою борг у 2013 р. склав 480,2 млрд грн (60,08 млрд дол.). Офіційні резерви скоротились з 32,5 до 20,4 млрд дол., операції з державними облігаціями на ринку цінних паперів за цей період зросли з 62,5 до 1217,1млрд грн, тобто практично у 20 разів (!);

3) зростання інвестиційної активності підприємств: обсяги залучення капітальних інвестицій у розвиток економіки за 2013 р. збільшились у 1,8 рази порівняно з 2009 р. і становили 267,7 млрд грн. Проте з 2011 р. знижуються темпи їх зростання: у 2011 р. – 122,4, 2012 р. – 108,3, 2013 р. – 91,1 %; валове нагромадження основного капіталу за 2008–2013 рр. скоротилось на 12 % і склало 16 % (див. дод. Л табл. Л.2);

4) зниження обсягу випуску продукції в промисловості у 2008 р. порівняно з 2007 р. на 5,2 %, а за 2009 р. він становив 21,9 % до попереднього року. Надалі його темпи приросту становили: у 2010 р. – 11,2 % (передусім за рахунок експортоорієнтованих галузей), 2011 р. – 7,6; 2012 р. – -1,8, 2013 – -4,7 %;

5) переважання імпорту над експортом і дефіцит платіжного балансу: у 2013 р. імпорт складав 55 % до ВВП, експорт – 47 %. Причина – введення СОТ з 2005 р. митних тарифів на імпорт в Україні, що були менші у 2,5 рази за середні у СОТ;

6) зниження індексу споживчих цін на за 2008–2013 рр. на 22,6 % (99,7 % за підсумками 2012 р. що є найнижчим показником за всі роки незалежності України, окрім 2002 р. (99,4 %);

7) базування економічного зростання на розширенні споживчого попиту за низького рівня заощаджень в економіці. З 2008 р. відбулось поступове збільшення доходів населення у 1,8 рази (при цьому питома вага витрат на

придбання товарів і послуг у доходах не змінилась і становить 82,2 %), що дозволяє підтримувати активність такого попиту;

8) найвище у світі падіння фондового індексу, зокрема ПФТС знизився у жовтні 2008 р. на 65,7 %; індекс S&P для України склав -82,2 %. Воно було б суттєвішим за кореляції економічних показників із динамікою цього ринку. Зростання ВВП у 2010 р. становило 4,2 %, 2011 р. – 5,2, 2012 – 0,2, 2013 – 0 %, тоді як, наприклад, у 2011 р. індекс ПФТС зріс на 70 %, Української біржі – 67,9 %. Тобто динаміка українського фондового ринку є прямо протилежною динаміці макроекономічних показників країни;

9) спекулятивний характер ринку цінних паперів, адже неорганізований бере гору над організованим (див. рис. 2.10), проте частка останнього у сукупному обсязі торгів має тенденцію до збільшення (з 5,5 % у 2008 р. до 17,7 % у 2013 р.);

10) активізація строкового ринку, обсяг торгів на якому зріс у 6,5 рази. Так, після відкриття на ПАТ «Українська біржа» його секції сума контрактів з деривативами суттєво зросла: з 0,1 млрд грн у 2009 р. до 24 млрд грн у 2011 р. з подальшим уповільненням до 18 млрд грн, що можна пояснити зменшенням частки операцій з пайовими цінними паперами;

11) зростання розмірів ринкової капіталізації включених до лістингу компаній за 2008–2013 рр. з 13,5 до 15,5 % до ВВП (рис. 2.10), а їх кількість навпаки знизилася з 251 до 195, що свідчить про якісні зміни у розвитку ринку акцій;

12) поступове збільшення «боргової кризи» в ЄС у 2011 р., що призвело до закономірного зниження європейських фондових індексів і «втечі» інвесторів. У підсумку в країні зросла частка договорів з нерезидентами у загальному обсязі виконаних договорів з 13,4 % у 2010 р. до 17,5 % у 2013 р.

Не зважаючи на певну позитивну динаміку за періодами, розвиток фінансового сектору за всі роки незалежності визначили такі тенденції:

− падіння виробництва, найбільш глибоке порівняно з 23 постсоціалістичними країнами. Воно тривало в Україні 10 років, у Росії – 7, у

Білорусі – 6, Чехії – 3, Польщі – 2 роки. У 2001 р. ВВП країни, порівняно з 1990- м, становив – 43 %, Росії – 64, Білорусі – 88, Чехії – 99, Польщі – 112 % (у 2013 р. цей показник становив 72 %). Серед 15 пострадянських економік за зростанням реального ВВП від мінімуму 1990-х рр. до 2011 р. Україна зайняла 14 місце, а за його динамікою після кризи 2008 р. – 12 місце;

− структурна деформація економіки з переважанням паливно-сировинного комплексу (більш як 2/3 загального обсягу промислової продукції). Наприклад, протягом 1990–2013 рр. частка реалізованої продукції машинобудування у структурі промислового виробництва знизилась з 31 до 8,7 %, металургії – з 18 до 15,4 %. Додана вартість промисловості за 1995–2013 рр. знизилась із 43 до 27 %, а послуг, навпаки, зросла із 42 до 63 %;

− безпрецедентне старіння виробничих фондів, що супроводжується технологічною деградацією економіки (середній вік обладнання сягає 20 і більше років). Виробничий капітал сформувався в основному за 70 років планової економіки, а його технічний стан не модернізувався десятиліття після пуску. У 2013 р. частка держави в інвестиціях становила 2,4 % (у 2004 р. – 10,5 %), а витрати державного бюджету на науку становлять не більше 0,4 % до ВВП. Вкрай низькою є частка підприємств, які впроваджують інновації (рис. 2.11);

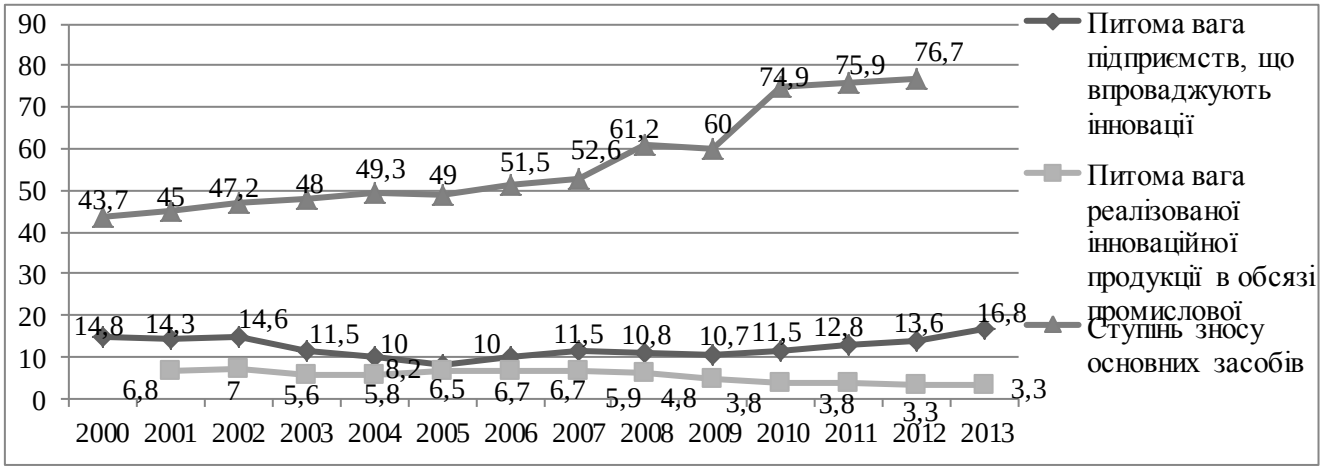


Рис. 2.11. Показники інноваційної діяльності на промислових підприємствах України у 2000–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [48].

– великий обсяг тіньового сектору. У розвинених країнах він складає 10–15 % до ВВП, а у країнах, що розвиваються, – 39–40 %. Найвища частка в Європі спостерігається в Україні – близько 45 %. Основні причини наявності такого тіньового сектору: кількість податкових платежів – 135 з прийняттям Податкового кодексу України (до цього – 147), а нині – 28; великий податковий тиск на суб'єктів господарювання – 57 % прибутку;

– зростаючий зовнішній і внутрішній борг, перетворення держави в основне джерело неплатежів і посилення соціальної нерівності. «Порівняно з 1991 р. реальні наявні доходи населення спочатку знизились до 32,9 % у 1999 р., а потім зросли до 101,3 % у 2008 р. Отже, вісімнадцять років для зростання доходів населення в цілому втрачено» [246, с. 6];

– відсутність ефективного власника на підприємствах, які набули ринкових організаційно-правових форм, що призвело до зниження ефективності управління і контролю за діяльністю менеджменту. Як зазначає А. Аслунд у своїй книзі «Як Україна стала ринковою економікою і демократією» [288], національний консенсус передбачав поступовий перехід до соціально-орієнтованої ринкової економіки, але це стало приводом для байдикування;

– протиборство нових і старих інституцій, формальних правил і неформальних норм. Потрапляючи в українське середовище, будь-які формальні правила одразу ж обростають неформальними відносинами й особистими зв'язками. Для ефективної роботи ринку капіталу необхідні «перпендикулярні» йому інституції, а в українській практиці вони стають «паралельними», переключаючись у режим персоналізованого торгу.

За цих обставин інституційні трансформації в Україні носили і носять стихійний і хаотичний характер. Ситуацію погіршує те, що світова фінансова система, по суті, перетворилась на глобальний спекулятивний конгломерат, який функціонує не в інтересах розвитку економік, зростання промислового виробництва і рівня життя людей, а в інтересах збагачення розвинених країн, що і стає причиною останніх глобальних світових криз. У цілому, «протягом останніх 30 років економіки 17 провідних держав зазнали негативного впливу

113 фінансових криз: 37 – у 80-ті роки, 42 – у 90-ті та 34 – на початку XXI ст. Кризи на фондових ринках становили 45 % від загальної кількості, кризові явища в банківських системах – 38 %, валютні кризи – 17 %» [97, с. 219].

Нині статус країни багато в чому визначається стійкістю фінансового сектору, а в Україні він відірваний від виробництва, стрімко виріс у період приватизації і тримався до останнього часу на спекулятивних угодах, що призвело до виключно низького запасу стійкості всієї фінансової системи. Вважається, що країна має економіку з фінансовою олігархією. Такий проміжний тип господарської системи отримав назву економіки владних угруповань чи сучасного меркантилізму і є закономірним підсумком сліпого слідування країни курсом Вашингтонського консенсусу з перших днів формування ринкової економіки в Україні. Ця доктрина керувалась у своїх рекомендаціях неокласичною економічною теорією, що панувала на Заході і ґрунтувалась на теорії загальної рівноваги Л. Вальраса. Планувалось, що саме такий підхід дозволить провести кардинальні й ефективні реформи в Україні. Однак очікування, що після короткострокової шокової терапії розпочнеться стрімке економічне зростання, зазнали повного фіаско і країна потрапила до інституційної пастки, завдяки якій відбулися і досі тривають провали в економічній політиці України. Країна відрізняється сприятливими природно-кліматичними умовами, забезпеченістю природними, науковими та іншими ресурсами, проте нині не може досягти у своєму розвитку показників 1990 р.

Вже у червні 1997 р. експертами Світового банку на основі досвіду 94 країн було заперечено центральний тезис монетаризму про ефективність саморегульованого економічного зростання і небажаності державного втручання, а у 1998 р. старший віце-президент і головний економіст цього банку Дж. Стігліц висловився так: «фінансові ринки не виконують корисної роботи з вибору ефективних одержувачів коштів або з моніторингу (відстеження) використання фінансових ресурсів, тому вони мають контролюватись… Вашингтонський консенсус мовчазливо виходить з того, що уряди гірші, ніж ринки… Я так не вважаю» [360]. Зауважимо, що у Великобританії, Німеччині,

Італії, Нідерландах і США частка державних витрат у ВВП зростала у середньому так: 1870 р. – 9–10 %, 1913 р. – 12–13, 1950 р. – 26, 1996 р. – 45–46 %. В Україні відповідний показник за період 1996–1999 рр. знизився з 37,4 до 25,3 %, і тільки з відходом України від вказівок МВФ з 2000 р. частка держави зросла до 27,7 % [209]. У 2002 р. Президент України Л. Кучма висловив тезу про помилковість обраної моделі трансформації економіки: економічна динаміка не набула сучасної постіндустріальної спрямованості, і ми фактично почали рухатись у напрямі демонтажу відповідного потенціалу розвитку [154]. У цьому контексті успішність функціонування новоствореної ринкової економіки більшою мірою залежала від досліджуваного нами інституційного порядку, ніж від економічної лібералізації.

Як показує практика, у виграші опинились країни, які ігнорували вказівки Вашингтону. Так, існує інша модель економічного розвитку – «Пекінський консенсус». Китайська «відкритість» – це закритість китайського ринку від західного ринку без кордонів: банки Шанхаю і Гонконгу не брали участі у жодних фінансових спекуляціях. Навіть в'їзд у країну таким фінансовим спекулянтам, як Дж. Сорос, був заборонений. Приходять лише ПІІ як придбання контрольного пакету акцій, їх валовий притік за 2010–2012 рр. досягнув у середньому 260 млрд дол. на рік [371]. За останні 15 років частка інвестицій в основний капітал зросла з 24,2 до 48,5 % до ВВП. Щодо вивезення капіталу, то за 2004–2012 рр. відтік ПІІ збільшився фактично з нуля до 100 млрд дол. Народний банк Китаю скуповує долари з метою стримання укріплення юаня і підвищення конкурентоспроможності китайського експорту. Країна інвестує значну частину цих доларів у казначейські векселі і облігації США (на початок 2013 р. офіційні авуари Китаю у перших склали 1,26 трлн дол. США).

Аналізуючи інституційні трансформації в економіці України і її фінансовому секторі, що стали передумовам становлення і розвитку вітчизняних фінансових інститутів, можна зробити висновок, що вони включають:

1) запозичення (імпортування) інституцій, без чого не можна було обійтись у процесі становлення ринкової економіки. Імпортер отримує ті з них, які вже довели свою ефективність в іншій країні, і звільняється від необхідності пошуку оптимальної інституційної структури методом спроб і помилок.

При цьому наявність комерційних банків, бірж, інвестиційних посередників, номінального ринку цінних паперів ще не гарантує посилення державних і корпоративних фінансів, формування ефективного ринку капіталу і підвищення ліквідності виробничого капіталу, зростання інвестицій в реальний сектор економіки. Ці питання досліджує Д. Еллерман [56], який вважає, що функціонування фінансового сектору економіки як посередника має забезпечуватись банками і ринками облігацій, утім на пострадянському просторі перші стали посередниками між «заощадженнями» олігархів і їх «інвестиціями» у власні рахунки в іноземних банках; ринки облігацій також не виконали відведену їм функцію, а лише слугували величезною схемою Понці. Залишається фондовий ринок, однак і в економіках розвинених країн Заходу він посідає незначне місце. У цьому сенсі основна причина уваги постсоціалістичних країн до цього ринку вбачається дослідником «культовою» в антропологічному сенсі;

2) інституційні трансплантації, які згідно з теорією В. Полтеровича, є процесом запозичення інституцій, що розвиваються в іншому інституційному середовищі, і реалізований, зазвичай, з більш розвиненої системи господарювання у менш розвинену з метою прискорення інституційного розвитку останньої може наразитись на порушення функцій трансплантованих інституцій. «Чужа» інституційна система справляє жорсткий вплив на «інституцію, що вживлюється, і яка дисфункційно проявляє себе в процесі адаптації» [212, с. 24]. Фінансовий сектор України можна вважати інвазивним, тобто необхідні зміни розглядаються як вторгнення чужорідних елементів в рідну систему, в якій цим «чужинцям» навіть нема за що зачепитися, з відповідним опором.

Цікавими у цьому контексті є дослідження групи вчених [152], які вважають, що неможливо переробити інституційні структури країн східної культури, щоб вони стали подібні західним, оскільки перші ніколи не зможуть досягнути такого рівня розвитку і добробуту, якого досягли другі. Є, щоправда, відомі виключення – це Японія, Корея, Гонконг, Сінгапур. Але їх потрібно розглядати як збіг обставин, через які конфуціанська культура опинилась на даному етапі спроможною сприймати деякі корисні західні інституції на відміну від ісламської, індійської, латиноамериканської або африканської культур.

Імпортування і трансплантація інституцій може призвести до виникнення інституційних пасток або конгруентності і конвергенції цих інституцій.

Інституційні пастки – це неефективні, але стійкі суспільні інституції, що перешкоджають нормальному протіканню господарських процесів (корупція, тіньова економіка, неплатежі, бартерна економіка тощо). У процесі становлення фінансового сектору України трансплантація таких інституцій виявилась дуже ризиковим і дорогим заходом із високим степенем невизначеності і неефективності через додаткові витрати у вигляді можливих дисфункцій. Основними чинниками формування інституційних пасток стали: надмірна увага до макроекономічних проблем на противагу мікроекономічним та інституційним перетворенням; ігнорування внутрішньої логіки, взаємозв'язаності постсоціалістичних перетворень; необґрунтоване впровадження правил без врахування норм, що призводить до інституційного конфлікту у фінансовому секторі.

Ф. Хайєк, Е. де Сото і Д. Норт зазначали, що експерти розвинених країн, зазвичай, не знали і не знають, як було сформовано діючі в країнах інституції, і формують рекомендації на основі діючих без врахування історії їх виникнення. Вивчаючи цю проблему, А. Олєйнік [199] ввводить таке поняття, як конгруентність[1] інституцій – близькість загальних тенденцій розвитку панівних у країні-імпортері неформальних норм і формальних правил, на основі яких

[1] Конгруентність (від лат. congrurentia) – відповідність, узгодження [240, с. 546].

функціонує імпортована інституція. Конгруентність норм може привести до конвергенції[1] інституцій – наближення (або навіть збігу) траєкторій інституційного розвитку. Характер і ступінь конгруентності формальних правил і неформальних норм оцінити на практиці дуже важко. Відомо кілька методик (однак їх спільним недоліком є орієнтація на конкретні випадки і, відповідно, обмеженість сфер застосування): 1) оцінювання перспектив впровадження в корпус права елементів інших правових систем; 2) оцінювання перспектив використання однакових методів управління у країнах з різними традиціями організації трудових відносин; 3) визначення ступеню сумісності формальних інституцій влади і неформальних норм у владних відносинах; 4) порівняння норм, які створюють ідеальний тип панівної у суспільстві неформальної інституції, та ідеальний тип імпортованої формальної інституції. За умови створення ідеальних типів основних інституцій фінансового сектору цей підхід дозволяє досліджувати широкий спектр інституційної динаміки.

Реформи мають стати способом здійснення інституційних змін, а реформатори – садівниками, а не інженерами або імпортерами, які вишукують кращі світові практики. Щодо концепції «вирощування» інституцій, погоджуємося з думкою В. Решетило про те, що в ній «… не враховується той факт, що в умовах нестійкого, нерівноважного і невизначеного соціально-економічного середовища інститути не вирощуються, а виникають як своєрідний інваріант у їхніх видозмінюваних взаємодіях із зовнішнім і внутрішнім середовищем» [234, с. 53–54]. Ця концепція не враховує також ступеня здатності інституційного середовища сприймати зміни. Неефективність Вашингтонського консенсусу полягає у тому, що він не враховував можливості створення, а не імпортування інституцій.

Підтримуємо думку В. Гейця про те, що Україна має враховувати «… історично властиву філософію і стереотипи поведінки людей певного культурного співтовариства, своєрідний тип ментальності і глибоко укорінені

[1] Конвергенція (від лат. convergentio) – схожусь, наближуюсь [240,с. 545].

традиції. У цьому полягає один з основних принципів нової парадигми розвитку на противагу тому, що був заснований на стандартизованій ідеології Вашингтонського консенсусу» [37, с. 302]. Отже, стратегія інституційного реформування фінансового сектору економіки України повинна мати системний характер, тобто поряд з економічними змінами обов'язково потрібно враховувати різноманітні перетворення, а також зрушення в суспільній та індивідуальній свідомості, моралі тощо.

2.5. Вплив неформальних норм на інституційні трансформації у фінансовому секторі

Нині ключова роль цінностей, традицій, національних інтересів і економічної ментальності визнається не тільки окремими дослідниками або політиками. Певною мірою вони стають пануючою теоретичною парадигмою і включаються в офіційні документи і програмні положення. У 2014 р. відомий американський економіст Т. Тейлор акцентує увагу на тому, що « жоден економіст не радив би звертатись до підручника економіки як практичного джерела трансцедентальної моральності. Остання економічна криза нагадала кожному, що хто потребував у нагадуванні, що економіка не має рішень для всіх економічних проблем світу» [364, с. 38]. Наразі у міжнародному дослідженні «Моделі посткризового розвитку: глобальна війна або новий консенсус», визнається, що нова ідеологія XXI ст. «розпакує економіку», об'єднавши економічне мислення з політичним; вплив політичних і ціннісних чинників в економічному розвитку буде все більше зростати» [181, с. 116]. Економісти-неокласики цю проблему ігнорували, міркуючи, що homo economicus скрізь однаковий, проте сьогодні він поступився реальній людині з її думками, мотивами, ціннісно-нормативними спрямуваннями. Крім тісних зв'язків із психологією і культурологією, а також соціальною і національною

антропологією, кожне фінансове рішення має й інші аспекти: соціокультурні, інституційні, демографічні тощо. Саме тому від ступеня співробітництва фінансової науки з іншими суспільними науками, перш за все філософією і соціологією, буде залежати її подальший розвиток, правильний вибір проблем, вплив на реальну економіку.

Розпочнемо з того, що нині суттєво змінюється психологія бізнесу за рахунок: 1) нових фінансових технологій та інструментів, коли гроші дістаються легше; 2) хеджування з практичним уникненням ризиків (остання обставина базується на авторитеті нобеліантів Р. Мертона і М. Шоулза [111]). І оскільки обсяги операцій у світі зросли колосально, то з'явилася немислима раніше можливість використовувати навіть найнезначніший дохід із кожної операції. Окрім цього, на ключові позиції у фінансовій сфері приходять нові підприємці, які впроваджують свої неформальні норми, а потім – і формальні правила, що структурно змінює психологію ринку. Так, нобелівський лауреат у галузі економіки М. Міллер (1990), підтримуючи «молодих енергійних менеджерів», вважав, що вони здійснили кардинальну «перебудову» фінансових ринків. В усіх цих інституційних перетвореннях і проявилась хижацька психологія цих менеджерів, коли склалась система корпоративного управління, що дозволила отримувати голові правління у 400 разів більше за середнього працівника (20 років назад він одержував у 40 разів більше)[1].

Американський психолог А. Маслоу так характеризує тип сучасної західної людини: «Кожне сторіччя, крім нашого, мало свій ідеал. Всі вони були висунуті нашою культурою – святий, герой, джентльмен, рицар, містик. А те, що запропонували ми, – гарно прилаштована людина, – це дуже бліда і сумнівна заміна» [170, с. 388]. У цьому контексті модель Homo Economicus, запропонована А. Смітом – автором не тільки «Дослідження про природу і причини багатства народів» (1776), але і «Теорії моральних почуттів» (1759),

[1] Цікавими є результати нещодавніх досліджень юридичної компанії Labaton Sucharow LLP, яка цікавилась думкою 500 фінансистів США і Великобританії щодо їх схильності до неправомірних дій у своїй діяльності: 24 % опитаних вважають, що неетична і неправомірна поведінка є необхідною для успішної діяльності фінансиста; 26 % – були свідками махінацій на своєму робочому місці; 39 % – впевнені, що до таких дій вдаються конкуренти; 16 % – пішли би на злочин у випадку їх безкарності [97, с. 322].

потребує подальшої модифікації. Основний недолік «людини економічної» полягає у її віддаленні від духовної природи людини. Можна зазначити, що разом з епохою індустріального суспільства закінчується епоха «людини економічної», яка поставлена у повну залежність від ринкових сил, коли «невидима рука ринку» управляє всіма аспектами життєдіяльності. За цих обставин виникає модель «людини економічної етичної», яка включатиме такі елементи, як духовність і совість, необхідні для справедливого партнерства у фінансовій сфері.

У фінансовому секторі «людина економічна» – типово раціонально діючий суб'єкт (власник капіталу, виробник фінансової послуги, її споживач), який націлений на максимізацію задоволення особистих потреб за рахунок операцій з фінансовими активами. Щодо «людини етичної», то на відміну від попередньої, вона зайнята обґрунтуванням власних уподобань і уточненням потреб з урахуванням їх суспільної корисності; піклується про зростання власного потенціалу, що відкриває шлях до їх задоволення; діє у системі ринку капіталу, який регулюється за допомогою узгоджених етико-правових вимог співтовариств. Це виражається у тому, що критерій максимізації індивідуальної корисності обмежується вимогою покращання якості життя людей, чиї інтереси прямо або побічно торкаються фінансової діяльності.

Під впливом інституційної теорії та її апологетів економісти все частіше визнають також те, що для «людини економічної» культура має значення, причому надзвичайно велике. Ми поділяємо твердження, що погані закони є наслідком поганої культури, а нинішня актуалізація проблеми української ментальності пов'язана з необхідністю знати, хто ми є, аби будувати державу, адекватну нашій вдачі.

Ще на початку XX ст. відомий український економіст і мислитель М. Туган-Барановський писав, що «механізми і зміст господарчої діяльності суспільства багато в чому регулюються… тим, що становить сутність ментального феномену» [Цит.: 97, с. 325], а через майже сторіччя його міркування підтримує Д. Норт: «для успішного здійснення реформ необхідні

зміни… світоглядних основ суспільства, оскільки рішення, які приймаються економічними агентами, залежать урешті-решт від ментальних моделей» [193, с. 99].

Останніми роками феномен ментальності (з лат. mens – розум, спосіб мислення, душевний стан) активно вивчають українські науковці, проте недостатньо спеціальних досліджень природи й особливостей економічної ментальності та її впливу на функціонування економіки. Деякі її аспекти знайшли втілення в роботах В. Дементьєва, Т. Гайдай, колективу авторів під керівництвом А. Гриценка. Останнім часом такі розробки активізувались у Росії, зокрема, на увагу заслуговують праці Ю. Александрова і С. Кірдіної, Л. Євстигнєєвої і Р. Євстигнєєва, а також Ю. Латова, Н. Латова, Т. Вуколової, які вважають, що вона включає стереотипи споживання, норми і зразки взаємодії, організаційні форми, ціннісно-мотиваційне ставлення до праці та багатства, ступніть сприйняття (або несприйняття) закордонного досвіду тощо. Це актуалізаціє необхідність ґрунтовного дослідження економічної ментальності у широкому історичному, етнокультурному й інституційно-цивілізаційному вимірах, особливо за імпортування інституцій та інститутів у фінансову діяльність в Україні.

Розпочнемо з того, що у джерелах із філософії та психології ментальність виражає здебільшого не індивідуальні установки людини, а безособистісний аспект суспільної свідомості, отже, характеризує синтез свідомості та колективного несвідомого, що дає змогу виділити в економічній ментальності структурні рівні її реалізації: несвідоме; свідоме; індивідуальна ментальність, єдність свідомих і несвідомих цінностей; неіндивідуальна ментальність[с. 240]. Отже, можна погодись з її визначенням Т. Гайдай, яка розуміє її як «історично сформовану індивідуальну і суспільну економічну свідомість, сценічний характер якої визначається біосоціальними факторами, культурною своєрідністю, етнонаціональними й іншими особливостями носіїв ментальності» [34, с. 241]. У широкому розумінні економічну ментальність можна визначити як таку, що обслуговує економічну сферу життєдіяльності

людини і суспільства (у фінансовому секторі – фінансову діяльність), поєднує у собі свідоме (алгоритми, моделі, «звички» мислення і поведінки) і несвідоме (автоматизми мислення й поведінки) за сприйняття людиною тих чи інших реальних або умовних економічних ситуацій. У фінансовому секторі вона має онтологічні, гносеологічні й аксіологічні рівні через таке: диференціацію й інтеграцію різних фінансових ринків і підсекторів; знань про ці ринки і фінансові інститути; цінностей, які притаманні інституційним одиницям (як виробникам, так і споживачам фінансових послуг).

Зважаючи на роль ментальних норм у фінансовій поведінці, ми дослідили відповідність особливостей менталітету українців можливим перетворенням у фінансовому секторі. У дод. П (табл. П.1**)** наочно продемонстровано дуалізм українського менталітету (індивідуалізм – колективізм, мотивація у фінансовій діяльності – утриманство, догматизм – прагнення нового).

Заходи, які допомагають виділити і використовувати потенціал ментальних норм у розвитку фінансового сектору економіки, можна здійснювати на різних рівнях господарювання згідно з ієрархічною структурою інституційного середовища (див. дод. П табл. П.2). Звичайно, щоб вони проникли на всі рівні інституційної системи хоча б мінімально, потрібен час. Бажано дати можливість проявитися наслідкам спонтанних взаємодій, які приводять до адаптації нових інституцій. Розглянувши аспекти взаємодії національної економічної ментальності та сутнісного рівня реформування фінансового сектору економіки, приходимо до висновку, що реформи, які відбуваються в Україні, частково відповідають українському менталітету (наприклад, національний колективізм і ринковий індивідуалізм).

Очевидно, що швидкість і якість фінансових реформ можна забезпечити тільки завдяки національній культурі та традиціям. Проте у довгостроковій перспективі переважання неформальних норм над формальними правилами може призвести до такого: коло учасників фінансових угод починає обмежуватися агентами, яким властиве підтримання один з одним регулярних особистих контактів; скорочується термін фінансових операцій з метою

зменшення ризиків; відкривається широкий простір для зловживань і опортуністичної поведінки, оскільки неформальні угоди формуються в загальних рисах і не забезпечені надійними санкціями проти можливих зловживань; учасники фінансових операцій залишаються без захисту, а рівень довіри між ними стає надзвичайно низьким [90, с. 63].

Як відомо, остання обставина, тобто довіра, є необхідним елементом будь-якої працездатної інституційної системи й особливою неформальною нормою в суспільстві, що відображає стосунки людей у всіх сферах діяльності. Дж. Кейнс свого часу писав, що фінансовий ринок стабільно функціонує до тих пір, поки всі його учасники перебувають у стані впевненості – the state confidence, що, у свою чергу, має значну суб'єктивну складову [69], а й сьогодні «нова фінансова цивілізація в основі своїй має філософію довіри» [49]. У цьому разі виникає таке поняття, як інституційна довіра – довіра до фінансових інститутів, що будується на: дружніх стосунках, що виникли через тривалу взаємодію; інтересах, коли довіра до контрагента базується на оцінці його вигод і втрат від ослаблення партнера; етичних цінностях і нормах, які поділяються останнім і породжують фінансову поведінку, що заслуговує на довіру. Тобто останню можна звести до доброзичливості партнера, передусім фінансової корпорації, яка опікується капіталом свого вкладника або інвестора, і чим чесніше сторони, тим глибшою є довіра між ними і нижчими трансакційні витрати. Соціологи і психологи прояв цього феномену розглядають як «довіра-недовіра», причому вважається, що довіра не завжди приносить користь, а недовіра – зло. Надлишок довіри може значно нашкодити, у той час, як здорова недовіра може запобігти збиткам і принести навіть користь. Власне, можна зробити висновок, що у фінансовому секторі довіра буде механізмом зниження витрат на забезпечення передбачуваності фінансової поведінки, а недовіра – бар'єром для виробництва і споживання фінансових послуг.

Неоінституціоналізм виходить з того, що у формуванні системи зобов'язань, що викликають довіру, важливу роль відіграє перевірка часом. Д. Норт справедливо зазначає, що в економіці феодального типу для вкорінення

відносин між владою і підлеглими потрібна була зміна кількох поколінь, за цей час поступово розширювався і «горизонт» фінансового планування монарха. У періоди воєн і фінансових криз горизонт планування, зрозуміло, скорочувався [343, с. 15]. Як пише Ф. Хайєк, «ремісників і ковалів боялись через те, що вони займалися перетворенням матеріальних субстанцій; торговців боялись через те, що вони займалися перетворенням такої неосяжної якості, як цінність. Наскільки ж сильніше люди мають боятись банкіра, який здійснює перетворення за допомогою самої абстрактної і безтілесної з усіх економічних інституцій?» [Цит.: 97, с. 331].

В Україні маємо погану спадковість, адже радянська влада була побудована на недовірі: влада не довіряє народу, потрібна партія, яка керує і направляє; держава не довіряє ринковій системі, виробникам і, у підсумку, верхи – низам, низи – верхам тощо. У 1990 рр. довіри у суспільстві більше не стало, а після 1998 р. проблема довіри була загнана практично в глухий кут. З одного боку, явна недоброзичливість влади до фінансового бізнесу, з іншого – показники економічного зростання, що свідчать, начебто, про надуманість проблеми. Всупереч міркуванням багатьох економістів, зокрема і західних експертів, які допомагали проводити реформи у країнах Центральної та Східної Європи, формування поведінкових стандартів, що забезпечують функціонування зобов’язань, які викликають інституційну довіру, не може автоматично привести до загальної лібералізації відносин (наприклад, із виникненням нових фінансових інститутів, дозволом купівлі-продажу іноземної валюти, появою фінансових інструментів і перетворенням їх на об’єкт купівлі-продажу). Маємо сьогодні визнати, що жодна річ у світі не завойовується так довго, невтомно, наполегливо і втрачається так легко, як довіра. Особливо це стосується фінансових інститутів, які користуються довірою населення.

Варто зважити на дослідження ступеня довіри в інших країнах, такі, які здійснює PR-агенція «Edelman PR Worldwide» за програмою «Trust Barometer» [303], де визначається рівень довіри представників елітних соціальних груп

близько 27 країн світу (з 2007 р. і в Росії) до суспільних інститутів і організацій: держави, ЗМІ, бізнесу тощо. За 2011–2014 рр. змінилась довіра до:

1) влади у всьому світі з 54 до 44 %. У 2014 р. порівняно з 2013 р. в Італії Польщі, Ірландії, США, Франції і Гонконгу вона впала більше за 10 %;

2) бізнесу (з 65 до 58 %), хоча він показав менше падіння настроїв. Найсуттєвіше зниження відбулось у Гонконгу, Італії і Польщі – 11 % порівняно з 2013 р. Спостерігається значне зростання довіри до бізнесу у ОАЕ (17 %) і Австралії (11 %);

4) експертів і керівників: академічним колам стало довіряти порівняно з 2009 р. на 5 % (67 % у 2014 р.); фінансовим аналітикам – на 4 % (53 %); менеджерам – на 20 % (52 %);

3) банків та індустрії фінансових послуг (рис. 2.12). Вони зайняли два останніх місця у світовому рейтингу 2014 р. у рейтингах Франції (25 %), Іспанії (24 %), Німеччини (23 %) та Ірландії (23 %).

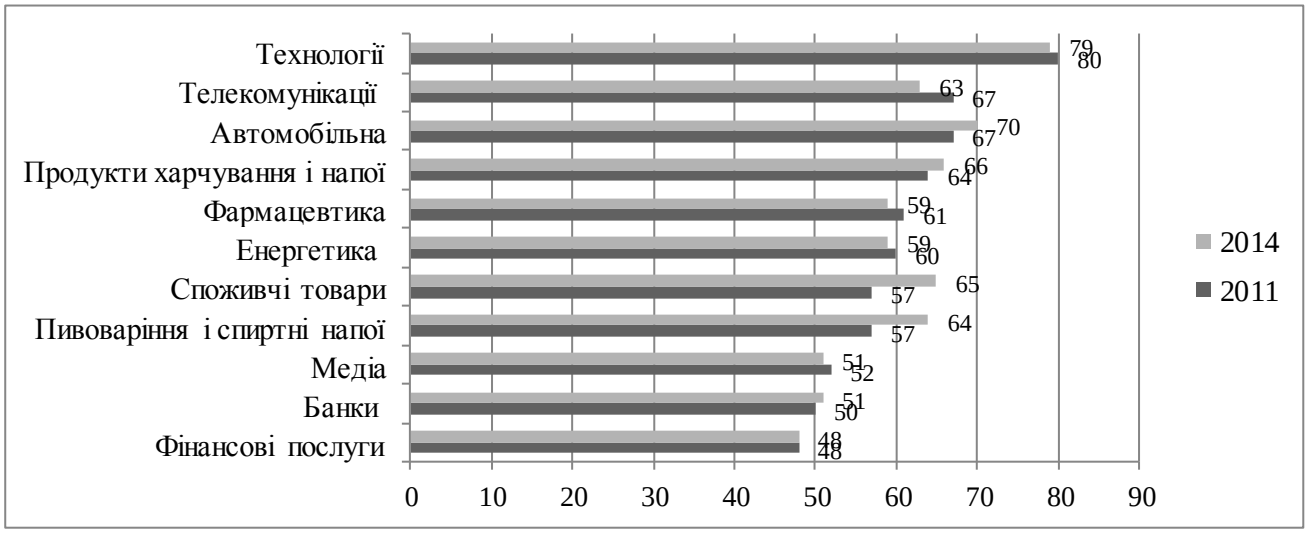


Рис. 2.12. Рівень довіри до галузей економіки у світі, % респондентів

Джерело. Побудовано на основі [303].

Безумовно, картина відрізняється від країни до країни. У країнах, що розвиваються, індекс довіри до банків все ще високий: в Індії і Китаї понад 72 % опитаних заявили, що ступінь їх довіри до банків за останній рік зріс. Але ця статистика контрастує з даними з США, де кожен другий говорить про те, що

фінансові інститути продовжують втрачати довіру. Ірландія та Іспанія мають найменший його рівень (10 % і 20 % відповідно). Майже половина опитаних споживачів у всіх країнах (42 %) не вірять у здатність банків зберегти кошти – спокійні за свої рахунки лише 17 % респондентів. Ще більше клієнтів (47 %) не відчувають банківської підтримки і незадоволені кількістю і якістю наданої ним інформації. Основна маса (52 %) незадоволена рівнем чесності і прозорості банків у відносинах з ними.

Якщо порівнювати індекс довіри до фінансових послуг порівняно з бізнесом і урядом (рис. 2.13), то вона демонструє непогані показники у 2014 р. Так, високою є довіра до фінансових інститутів, наприклад, у Китаї та Сінгапурі, Канаді, США, ПАР і Росії. Наразі у ЄС цей індекс знижується, зокрема у Великобританії, Німеччині і Польщі.

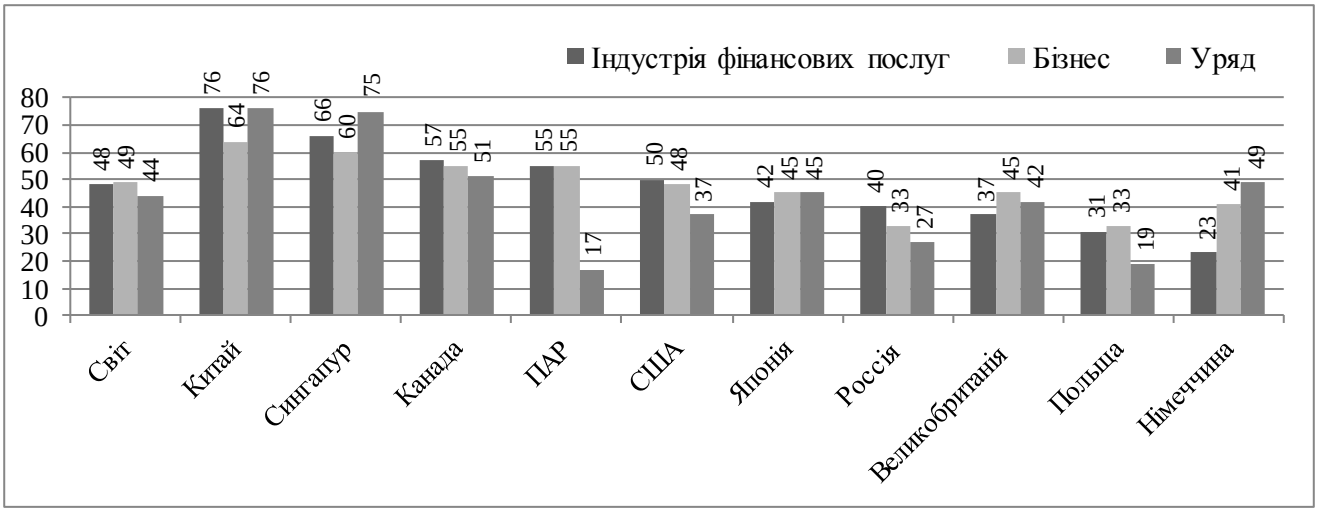


Рис. 2.13. Рівень довіри до індустрії фінансових послуг, бізнесу і уряду країн світу у 2014 р., % респондентів

Джерело. Побудовано на основі [303].

У цілому, рівень довіри в групі країн, що розвиваються, суттєво вищий, ніж у розвинених. Цікаво, що 60 % інформованих респондентів відповіли, що їм потрібно почути інформацію про компанію 3–5 разів, щоб вона заслуговувала на увагу (годі й говорити про НПФ й ІСІ, якщо українець узагалі не має інформації про їх діяльність). Основний висновок глобального дослідження: бізнес (передусім фінансовий – Ю. К.) має працювати у партнерстві з державою.

Експерти МВФ М. Квентін і Ж. Верд`є також доводять, що «довіра до уряду приводить до пожвавлення фінансової активності. Згідно з цим, якість політичних інституцій країни є визначальним чинником фінансового розвитку» [371]. Саме через дефіцит інституційної довіри до уряду, українська держава виявилась неспроможною до виведення із тіньового сектору більше як 400 млрд грн (50 % до ВВП) та залучення близько 80 млрд дол. домогосподарств, що й ставить під сумнів перспективи подальшого розвитку фінансового сектору економіки країни.

Згадане дослідження свідчить, що ринок капіталу вирізняється переважанням розмов, попереджень, публічних виступів і прогнозів, а не фундаментальних розробок і офіційних аналітичних матеріалів. Так, трейдери ринку капіталу доводять, що їх невдачі здебільшого спричинені надмірною довірою до аналітичних досліджень і фундаментальних розробок з теорії торгівлі. Ефективність операції визначається «теорією хаосу» і психологічним настроєм трейдера в момент контакту з ринком. У сучасних умовах ефективність фінансового сектору визначається людським фактором, соціальною функцією, причому середній рівень освіти операторів ринку не відповідає прискореному професійному прогресу. Натомість дослідження Е. Денісона доводять, що підвищення тільки загальноосвітнього рівня сприяло зростанню доходів на душу населення на 15 % у США, 5 % – Західній Європі, 12 % – Великобританії. Зростання фінансового сектору економіки, частка якого складає сьогодні від чверті до третини ВВП, не могло не позначитись на збільшенні кількості фінансистів, а потім і їх скороченні. Під час останніх кризових явищ міжнародне співтовариство досить швидко усвідомило, що це, передусім, – криза довіри.

Для широкої спільноти висновок один: нині не варто довіряти звітам фінансових і нефінансових корпорацій, а також заявам їх керівників. Експертний консенсус: якщо влада і керівництво крупних компаній не знають, що з ними буде, годі й говорити про інвесторів, тобто останнім не варто довіряти нічому почутому. З іншого боку, часто ігнорується, що залишалась

довіра до клієнтів з боку фінансових інститутів, адже клієнти отримували позику фактично без жодних додаткових вимог. До них існувала довіра, відповідно вони отримували кредит і виплачували його, а відсоткова ставка залишалась низькою. Відносно низькоякісних клієнтів, тобто клієнтів з низькою кредитоспроможністю, мали б виникнути сумніви, чи зможе такий клієнт виплачувати даний кредит. Оскільки ціни на нерухомість зростали, ситуацію із залученням низькоякісних позичальників розглядали як цілком припустиму.

Дослідження розвитку ринків капіталу в Україні, яке проводила Агенція з міжнародного розвитку США (USAID) [376], показало невтішні результати: приватним банкам довіряють близько 15 %, страховим організаціям – 11 %, ІСІ – 6 %, НПФ – 5 % респондентів. Реакцією на цю інформацію стало традиційне відмовчування банкірів, УАІБ обмежилась короткою реплікою, адміністратори НПФ очікують зовнішнього імпульсу до дискусії, а Ліга страхових організацій України підготувала прес-реліз із перекручуванням фактів і маніпулюванням громадською свідомістю. Ключова фраза цього прес-релізу була такою: довіра населення до страхових компаній вдвічі більша, ніж до НПФ, а наприкінці – теза про те, що пенсійні активи НПФ на кінець 2009 р. склали 885 тис. грн, хоча справжня цифра була більшою в тисячу разів. І ні слова про пенсійну реформу, про причини громадської недовіри до фінансового сектору, повна відсутність пропозицій із виправлення ситуації. Отже, є над чим працювати і державним регуляторам, і Асоціації українських банків, Українській асоціації інвестиційного бізнесу, Лізі страхових організацій України, іншим СРО [51]. Щодо довіри до державних фінансових інститутів, зокрема до НБУ, то під час подій 2014 р. він її втратив. За дослідженнями В. Козюка, така довіра підвищує значення флуктуацій у фінансовому секторі за умови помірних процентних ставок і низької інфляції навіть за експансії ліквідності [140, с. 284].

Протягом 2013 р. до Нацкомфінпослуг надійшло 8 733 індивідуальних та колективних звернень громадян із часткою скарг 48,3 % [188]. «Заритими в землю грошима», які дуже важко повернути назад, вважають перераховані і

страховим компаніям кошти ті, хто звертається зі своїми зверненнями до регулятора – 6 615, або 75,5 % (у 2004 р. ця цифра становила 264, у 2009 р. – 5 167). Переважна більшість порушень – ігнорування звернень клієнтів, невиконання усних обіцянок, неможливість звернутися зі скаргами до керівництва страховика, багатомісячні зволікання з відповідями, затримки у страховому відшкодуванні (до півроку і більше) і його заниження тощо. Наприклад, обов'язкове страхування пасажирів від нещасних випадків на транспорті забезпечує виплати на рівні лише 2 %, а за рік надходить у середньому 73 млн грн. Менеджмент компаній взагалі вважає, що основний критерій успішності страхового агента (фінансового консультанта) – комунікаційні навички і психологічні прийоми (основне гасло – «ми не маємо другого шансу на перше враження»), а не знання якостей страхових продуктів.

Надання кредитних послуг займає у зверненнях другу позицію (1 285 звернень, або 14,7 %). За деякими оцінками, збанкрутілі кредитні спілки заборгували своїм членам близько 500 млн грн. Користуючись відсутністю офіційної статистики, деякі з них і зараз намагаються залучити величезні кошти з бюджету для розрахунків з вкладниками – 4,5 млрд грн [51]. За даними Нацкомфінпослуг [188], на 01.01.14 р. налічувалось 624 спілок, з них 361 мала ліцензію регулятора, інші працювали без ліцензій, але цілком законно, адже ліцензуванню підлягають лише ті з них, хто працює з чужими коштами. Після останніх кризових явищ український ринок фінансових послуг на 80 % очистили від шахрайських спілок, проте і сьогодні є установи, які за рахунок коштів населення кредитують бізнес.

В Україні дуже повільно усвідомлюють, що у країні існує криза довіри. Останні події на ринках капіталу дали такі пояснення: 1) визнання кризи довіри заперечує офіційне трактування кризи, яке зводиться до того, що у вітчизняній економіці все було добре, а проблеми виникли через США і світову фінансову нестабільність; 2) якщо це криза довіри, то заходи з її подолання мають бути дещо іншими, а це вже зачіпає певні економічні інтереси; 3) більшість людей

вважає, що криза довіри – це щось із філософії або психології, а з економікою і фінансами пов’язане мало.

Існуюча ситуація підкреслює практичну значущість розробки індикаторів довіри до фінансових установ і аналізу методичних підходів до їх розрахунку. Загальний показник довіри має об’єднати різні підходи та емпіричні індикатори:

1) соціокультурні (соціальні установки у фінансовій поведінці, тобто фінансова культура): система цінностей; відповідальність за пенсійне забезпечення; необхідність заощадження; відповідальність за погашення кредитів; критерії вибору банків; моделі поведінки у випадків спорів з депозитними і не депозитними установами; значення фінансових знань у житті; необхідність у фінансовому консультуванні;

2) нормативні (освітня та інформаційна складова державної політики стимулювання фінансового сектору, що відображає рівень довіри до фінансових установ): інформованість про фінансові продукти і послуги; знання фінансових інститутів; страхування депозитів; способи підвищення рівня пенсійного забезпечення; розпорядження заощадженнями; наслідки неповернення кредиту або депозиту у строк; ознаки фінансової піраміди;

3) позитивні підходи (оцінювання реальної поведінки громадян у частині особистих фінансів, підвищення довіри до фінансових установ): планування бюджету; розв’язання житлової проблеми; наявність заощаджень на будь-який випадок; необхідність у позичках; кількість покупок не по кишені; пріоритети у плануванні витрат; користування банкоматами і терміналами; користування фінансовими продуктами і послугами; наявність кредитів і частка бюджету на їх обслуговування; джерела фінансової інформації; консультації.

Отже, потрібно враховувати, як у конкретній країні взаємодіють неформальні інституції і людина, такими і будуть результати реформ, зокрема і у фінансовому секторі, який також увібрав у себе генетичний код нації, а також розмаїття її інституційної пам’яті. Вже змінилося кілька поколінь економістів, які як об’єкт дослідження розглядають економічне зростання, а не причини багатства народів. І лише у 2009 р. значною подією стала робота Дж. Стігліца,

А. Сен і Ж.-П. Фітуссі, де автори зазначають: «Прийшов час змістити акценти нашої системи вимірів з вимірювання економічного виробництва на вимірювання людського добробуту» [359]. Останнє є дуже актуальним для України, де реакція людей на введені «зверху» інституційні зміни або взагалі ігнорується реформаторами, або згадується заднім числом для пояснення свого чергового провалу.

Підсумовуючи викладене, варто зазначити, що фінансовий сектор є складною частиною економіки, яка характеризується нелінійністю та еволюційним характером розвитку у межах певного інституційного середовища. Сьогодні акцентується увага на здатності цієї системи повертатись до рівноваги у коротко- і середньостроковій перспективі, а також необхідності розробки механізмів управління фінансовими потоками та «бульбашками» на фінансових ринках. Основний урок, що його дала економіці практика формування нових ринкових економік, полягає у тому, що фактор інституційного середовища, що включає також і неформальні норми, у певному аналізі є дуже необхідним. Його ігнорування істотно обмежує можливості цієї науки у формуванні адекватних уявлень про економічну реальність. Засвоєння цього уроку у наукових колах стимулюватиме активне оволодіння досягненнями інституціонального напряму і проведення численних досліджень з цієї проблематики, особливо у сфері фінансової діяльності.

Висновки до розділу 2

1. Застосування парадигми інституціоналізму у дослідженні фінансового сектору дозволяє виділити «ядро» як цільову функцію розвитку цього сектору

економіки як системи, що визначає його структурні елементи і зв’язки між ними, а також «захисний пояс» – інституційні чинники, що впливають на його розвиток. При цьому запропоновано керуватись дискурсивним підходом, який встановлює послідовність інституційних визначень у логічному порядку за схемою «інституції – організації – інститути – органи» з їх функціями і місцем у фінансовій діяльності.

2. Розроблено понятійно-методологічну модель інституцій фінансового сектору, де визначено сутнісні підходи до їх розуміння: складовими елементами інституції фінансового сектору є тверді і м’які обмеження, а також механізми примусу. Інституційну матрицю розвитку фінансового сектору можна визначити як сукупність базисних і забезпечувальних інституцій, які забезпечують ефективний розвиток інституційних одиниць цього сектору економіки.

3. Ключову роль у фінансовій діяльності відіграє інституційна організація фінансового сектору – система фінансових інститутів, а також відповідних інституцій, що визначають умови і напрями руху фінансових активів, базою яких є права власності і контрактні відносини. У цьому контексті класифікація і ієрархія інститутів та інституцій має відповідати господарському порядку в країні, який являє собою систему, що еволюціонує і визначає інституційний порядок, інституційне середовище й інституційну структуру фінансового сектору.

4. У ході дослідження інституційної ефективності фінансової діяльності виявлено, що вона пов’язана із зростанням фінансового сектору, а також його розвитком як якісними змінами параметрів системи і переходом від одного якісного інституційного стану до іншого через структурні зрушення і використання нових технологій. У зв’язку з цим основними чинниками розвитку фінансового сектору виступають внесок галузей економіки у ВВП, обсяг ВВП на душу населення, якість життя останнього, а також стійкість економічного розвитку країни.

5. Доведено необхідність визначення інституційної ефективності фінансового сектору як комплексного показника, який визначається на основі якісних і кількісних показників діяльності всіх суб'єктів фінансового сектору та відображає інституційне середовище, у якому вони функціонують. Дієвість цього сектору економіки – досягнення ним такого стану конкурентоспроможності і ефективності, які забезпечать одночасно стійкість і безпечність, а також реалізацію своїх функцій щодо інших секторів економіки. Основними характеристиками інституційної ефективності фінансового сектору є щільність та ефективність інституційного середовища, у якому функціонують фінансові інститути.

6. Інституціалізація фінансового сектору полягає у виникненні нових, запозиченні та видозміні існуючих інституцій, які беруть участь у фінансовій діяльності або сприяють її реалізації. Визначено, що інституційні трансформації у фінансовому секторі є процесом становлення і розвитку його інституційних одиниць, що впроваджують певні інституції у фінансову діяльність; упорядкування останньої через встановлення правил фінансової поведінки за існування певних неформальних норм. Вони включають такі етапи: 1) процес прийняття нових правил (норм) фінансової діяльності; 2) створення організацій і органів, що відповідають за виконання правил і визначення інституціалізованої фінансової поведінки; 3) формування ставлення інституційних одиниць економіки до правил, норм, організацій і органів, тобто до інституційного порядку.

7. Інституційне забезпечення розвитку фінансового сектору економіки України включає етапи: 1) адміністративно-командна економіка (1920–1987 рр.); 2) формування ринкового механізму (1988–1995 рр.); 3) формування ринково зорієнтованої взаємодії (1996–1999 рр.); 4) формування інноваційно активної взаємодії (2000 р. – перша половина 2008 р.); 5) гарантування фінансової безпеки (друга половина 2008 р. – дотепер). Така періодизація пояснюється спільними рисами: тенденціями розвитку (стабільність, падіння, поступова стабілізація і зростання); нормативно-правовими (прийняття базового

законодавства і підзаконних актів – спершу інформативного характеру, надалі прийняття базових законів і впорядкування нормативно-правової бази; контрольно-регулюючими (відсутність регулювання, обмеження щодо діяльності певних фінансових установ, а потім і всіх інших з боку держави і регуляторів); соціально-економічними (стабільність, падіння показників і поступове зростання).

8. У розвитку фінансового сектору економіки надзвичайно велику роль відіграють неформальні норми. Економічна ментальність обслуговує економічну сферу життєдіяльності людини і суспільства (у фінансовому секторі – фінансову діяльність), поєднує у собі свідоме (алгоритми, моделі, «звички» мислення і поведінки) і несвідоме (автоматизми мислення й поведінки) за сприйняття людиною тих чи інших реальних або умовних економічних ситуацій. Зважаючи на роль ментальних норм у фінансовій поведінці, досліджено відповідність особливостей менталітету українців можливим перетворенням у фінансовому секторі на основі певного дуалізму (індивідуалізм – колективізм, мотивація у фінансовій діяльності – утриманство, догматизм – прагнення нового).

10. Необхідним елементом дієвого фінансового сектору є інституційна довіра – довіра до фінансових інститутів, що будується на: дружніх стосунках, що виникли через тривалу взаємодію; інтересах, коли довіра до контрагента базується на оцінці його вигод і втрат від ослаблення партнера; етичних цінностях і нормах, які поділяються останнім і породжують фінансову поведінку, що заслуговує на довіру.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [78; 80; 90; 91; 97; 98; 99; 100; 107; 123; 124; 136].

РОЗДІЛ 3
ІНСТИТУЦІЙНІ ДОМІНАНТИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ

3.1. Становлення фінансових інститутів та їх інституційного забезпечення

Інституційна організація фінансового сектору передбачає створення певних її елементів за існування взаємозв'язку між інституціями та організаціями сектору. Її формування передбачає створення розгалуженої мережі фінансових інститутів, які здійснюють ефективну інтермедіацію. Нинішній стан фінансового сектору України характеризується незавершеністю інституційних перетворень, що гальмує його подальший розвиток і реалізацію стратегічних економічних програм. У цьому контексті економічні процеси залежать від траєкторії попереднього розвитку. Тож розглянемо розвиток фінансового сектору, його інституційних одиниць і забезпечення відповідно до етапів визначеної еволюції (див. у дод. К табл. К.1).

Перший етап (1920–1987 рр.) – адміністративно-командна економіка. Дореволюційний розвиток фінансового сектору був призупинений запровадженням політики «воєнного комунізму», коли було ліквідовано приватну власність на засоби виробництва і націоналізовано фінансові установи.

Варто відмітити, що єдиного плану оздоровлення і реорганізації фінансової системи на той час не існувало, самі ідеї часто носили утопічний характер, як, наприклад, пропозиції М. Бухаріна і Г. П'ятакова щодо відмови від грошей.

У квітні 1918 р. В. Леніним було розроблено «Тези банківської політики», де було запропоновано перетворити банки у єдиний апарат рахівництва і регулювання соціалістично організованого господарського життя всієї країни. Із

проголошенням у 1920 р. Постанови Наркомфіну УСРС «Про порядок ліквідації кредитних установ» виникла необхідність ліквідації приватних установ і встановлення державного монопольного права на надання фінансових послуг. У 1921 р. було створено Державний банк СРСР (Держбанк) з мережею державних ощадкас, а також Всеросійський кооперативний банк (Всекобанк), Центральний банк комунального господарства і житлового будівництва (Цекомбанк), Центральний сільськогосподарський банк (Сільгоспбанк), а також Банк довгострокового кредитування промисловості та електрогосподарства (Промбанк), які мали проводити фінансові операції через мережу відділень Держбанку без права створювати власні філії. У подальшому відповідно до указу Верховної Ради СРСР від 07.04.59 р., було укрупнено систему спеціалізованих банків із ліквідацією Сільгоспбанку і Зовнішторгбанку і передачею їх функцій Держбанку, реорганізацією Цекомбанку і Промбанку у єдину спеціальну банківську установу – Всесоюзний банк фінансування капітальних вкладень (Будбанк).

На відміну від банків, кредитні спілки та ощадно-кредитні асоціації проіснували значно довше. Після виходу у світ праці В. Леніна «Про кооперацію» розвиток кредитних кооперативів було визнано одним із завдань НЕПу, і на кінець 1928 р. система кредитної кооперації налічувала 5 093 установи і охоплювала практично половину селянських господарств України. Проте влітку 1929 р. пайові внески кредитних спілок було експропрійовано, ці установи ліквідовано, а на їх базі створено районні відділення Держбанку [40].

Націоналізація депозитних фінансових установ супроводжувалася відповідними трансформаційними процесами у сфері недепозитного посередництва. Так, 18 вересня 1925 р. було покладено початок ліквідації приватних страхових компаній і встановлення державного монопольного права на здійснення всіх видів страхування за допомогою створення Держстраху, на який було покладено здійснення операцій через свої районні відділення і опосередковано філії Держбанку. Було ліквідовано установи пенсійного і

соціального забезпечення. Згідно з Постановою Раднаркому СРСР від 10.09.33 р. вони передали всі свої накопичені кошти, майно і документацію обласним радам профспілок, а з 1939 р. обов'язки зі сплати пенсійних внесків перекладись з робітників на підприємства-роботодавців.

Щодо ринку цінних паперів, то у період НЕПу випускалась обмежена кількість державних облігацій та акцій. Надалі обіг державних боргових зобов'язань став носити добровільно-примусовий характер. До Великої Вітчизняної війни, перших повоєнних років і до кінця 50-х рр. використовувались виграшні позики з наступним періодичним погашенням облігацій, проте ставало очевидним, що уряду важко обслуговувати борг перед населенням. Тож випуск цих інструментів було зупинено, а виплати заморожено. Єдиним видом цінних паперів були облігації державної трьохвідсоткової виграшної позики, які продавались через систему ощадкас.

Другий етап (1988–1995 рр.) – формування ринкового механізму [1]. Із прийняттям Закону СРСР «О кооперации в СССР» (1988) було створено перші комерційні банки, а також страхові організації, частка яких у загальній системі страхування протягом 1988–1989 рр. не перевищувала 1 %. Надалі діяльність фінансових корпорацій почало регламентувати «Положение об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью» (1990). У цей самий період у СРСР було надано право випускати акції підприємств і прийнято ухвалу про створення спеціального управління цінними паперами у Держбанку СРСР, а потім Радою Міністрів СРСР було прийнято Постанову «О выпуске предприятиями и организациями ценных бумаг», яка внесла хаос у ці процеси і практично ототожнила акції з кредитними квитками участі.

Природно, що випереджального розвитку набули банки, оскільки були сформовані за часів адміністративно-командної системи, а надалі відбулось їх реформування, що мало такі наслідки:

---

[1] Визначальні риси: початок приватизації державних підприємств; рідкість і нестійкість фінансових інститутів; масова поява псевдоринкових структур; екстремальні ризики; порушення прав інвесторів; гіперінфляція; обмежена кількість фінансових інструментів і їх низька ліквідність тощо.

– збільшення кількості банківських установ з 90 на початок 1992 р. до 230 у 1995 р. Проте мізерний обсяг банківських капіталів. На той час 1 млрд дол. для всієї вітчизняної банківської системи порівнювався з капіталом середнього польського банку, а вся банківська система Польщі – п'ятнадцятим банком Німеччини. За дослідженнями О. Вовчак [28], у 1991–1993 рр. діяльність українських банків була надзвичайно примітивною і нагадувала операції західноєвропейських торгових банків XVIII ст., вони боролися між собою, а «мета боротьби – участь окремих банків у використанні фінансових ресурсів, залучених і отриманих державою по лінії міжнародних кредитів, допуск на аукціони із розміщення ОВДП, які проводив НБУ, участь в операціях на міжбанківському валютному ринку» [164, с. 4];

– кредитування до трьох місяців, а в окремих випадках і до одного місяця, що пояснювалось високою інфляцією; величезні депозитні і кредитні ставки, що були одними із найвищих у світі, особливо у 1994 р.; зниження частки кредитів до ВВП з 83,2 % у 1992 р. до 15,5 % у 1995 р.;

– зростання частки кредитів реальному сектору і домогосподарствам у валюті (рис. 3.1);

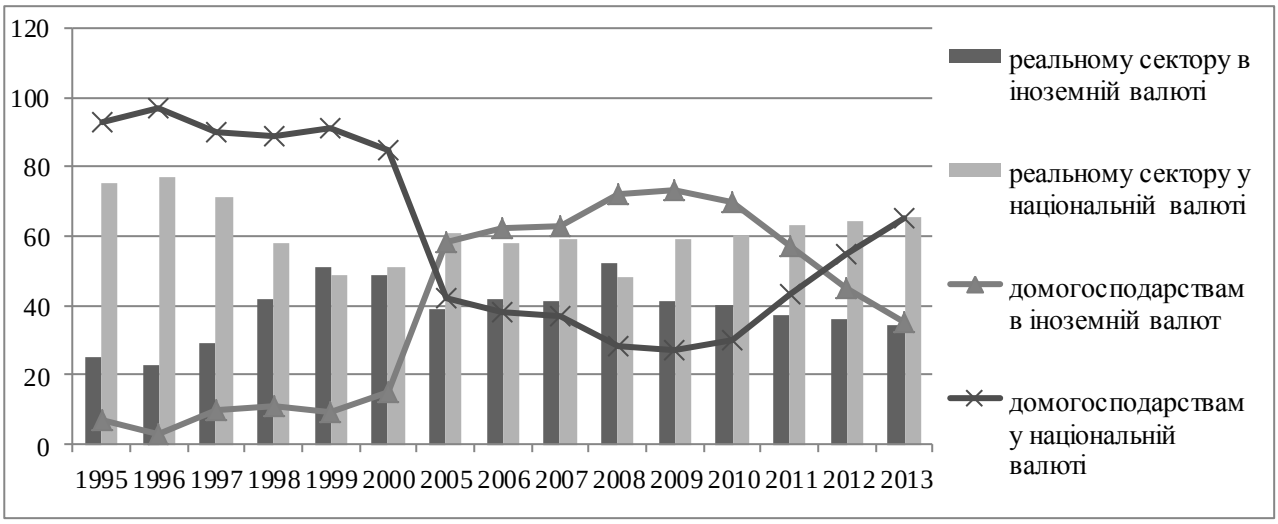


Рис. 3.1. Структура кредитів реальному сектору і домогосподарствам у 1995–2013 рр. у розрізі валют, %

Джерело. Розраховано і побудовано на основі [189].

– поступове підвищення ефективності регулювання банківської діяльності з боку НБУ і Асоціації комерційних та кооперативних банків України (1990), яку згодом було перетворено в Асоціацію українських банків;

Щодо інших депозитних установ – кредитних спілок, то перші з них було створено у 1992 р. У 1994 р. 28 кредитних спілок із 17 областей України заснували Національну асоціацію кредитних спілок України (далі – НАКСУ), а в 1995 р. їх налічувалося вже понад 150. Основними проблемами у їх діяльності були: відсутність єдиного нормативно-правового акту, що регламентував би їх роботу; неоднозначність юридичного статусу; ускладнення процесу державної реєстрації; відсутність чіткого державного регулювання і контролю.

У сфері функціонування недепозитних фінансових посередників на початку становлення ринкової економіки України також відбулись суттєві зрушення.

Як державна комерційна організація Держстрах перебував до 7 вересня 1993 р., коли було прийнято Постанову № 709 «Про створення національної акціонерної страхової компанії «Оранта». У тому ж році було прийнято Декрет КМУ «Про страхування», Постанову КМУ «Про умови ліцензування страхової діяльності на території України та контролю за їх дотриманням», а також створено Комітет у справах нагляду за страховою діяльністю (Укрстрахнагляд). Державний страховий фонд частково використовувався на фінансування капітальних вкладень. Показники страхової діяльності у 1980–1995 рр. наведено у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Динаміка обсягів страхування у 1980–1995 рр.

Показники[1]	**1980**	**1985**	**1986**	**1987**	**1988**	**1989**	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**
Страхові платежі	2,1	3,1	3,0	3,2	3,4	3,5	3,7	3,5	14,4	5,8	97,8	169,0
Страхові виплати	1,8	2,0	2,3	2,2	2,5	2,5	3,0	3,0	5,5	2,8	64,1	116,5

[1] 1980–1990 рр. – млрд крб, 1991–1992 рр. – млрд укр. крб, 1993–1995 рр. – млрд грн

Джерело. Складено на основі [188].

За дослідженнями О. Гаманкової [36], статистика досліджуваних років свідчить, що у загальному обсязі страхових премій найбільшого поширення набули договори страхування відповідальності позичальника за непогашення кредиту – 80–90 %, тобто розвивався трикутник: Банк – Позичальник (він же – страхувальник) – Страховик. Страхові компанії на той час створювались як композитні, тобто укладали договори страхування життя нарівні із договорами загального страхування. Через нормативний вакуум набуло розвитку інфляційне страхування життя, яке переслідувало цілі: 1) перетворення безготівкових страхових внесків підприємств на готівкові страхові виплати страхувальникам-фізичним особам; 2) виплату страхувальнику в умовах гіперінфляції надвисоких відсотків за фактом закінчення терміну дії договору (від 3 місяців до одного року). Страхова сума збільшувалась на певний відсоток, який відповідав банківським депозитним відсоткам (за гіперінфляції – 180 % річних). У підсумку такі послуги стали причиною не тільки збільшення кількості страхових компаній (у 1991 р. їхня кількість становила 28, 1992 р. – 172, 1993 р. – 455, 1994 р. – 616, 1995 р. – 655, 1996 р. – 700 (максимальне значення) і джерелом нарощування їх капіталів, але й загрозою краху, що і трапилось у 1995 р. через платіжну кризу. Утім згаданий Декрет не визначав нормативів платоспроможності, параметрів розрахунку резервів, механізму договірних відносин між страхувальником і страховиком. Ситуацію намагались виправити через прийняття Тимчасового положення про порядок формування і розміщення страхових резервів та Положення про порядок здійснення страхової діяльності відокремленими підрозділами страховиків, однак і вони не розв’язували всі проблеми страхового ринку.

Поштовхом для організації довірчих товариств став Декрет КМУ «Про довірчі товариства», який надав можливість цим структурам працювати і з грошима, і з приватизаційними цінними паперами, чого були позбавлені інвестиційні фонди і компанії. Пік їх популярності припадав на 1994–1995 рр., проте за неналежного контролю дискредитували себе, що призвело до банкрутства і втрати довіри до трастових послуг як таких. У 1995 р. було

прийнято Постанову ВР «Про попередження зловживань у процесі залучення суб'єктами підприємницької діяльності грошових коштів населення», відповідно до якої накладалась заборона на реєстрацію нових трастових структур допоки не набере чинності ЗУ «Про довірче управління майном».

Щодо реформування пенсійного забезпечення, то у 1993 р. ВРУ прийняла Концепцію соціального забезпечення населення України, де передбачалось введення добровільного особистого страхування через пенсійні фонди. Через відсутність відповідної нормативно-правової бази останні також займались спекулятивними операціями. У 1995 р. ВРУ було прийнято Постанову № 491/95-ВР про заборону фондам залучати кошти громадян, проте вони мали виконати всі взяті на себе попередні зобов'язання, що призвело до банкрутства більшості з них.

Через відсутність відповідної нормативної бази на ринку не було представлено лізингових і факторингових компаній, а їх нішу зайняли банки. Так, надання факторингових послуг регламентувалось листом НБУ «Щодо методичних рекомендацій по наданню послуг підприємствам та організаціям через факторинг» від 04.05.92 р. У ЗУ «Про оподаткування прибутку підприємств» було визначення фінансової оренди, а факторинг взагалі не згадувався.

Ломбарди провадили свою діяльність відповідно до єдиного нормативного акту – типового статуту ломбардів, що був затверджений Радою Міністрів УРСР ще у 1979 р. Лише у 1996 р. Ліцензійною палатою при Мінекономіки та Мінфіні було прийнято Інструкцію про порядок видачі суб'єктам підприємницької діяльності ліцензій на видобування дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння, виготовлення і реалізації виробів з їх використання, збирання і переробку твердих і рідких відходів виробництва, що містять дорогоцінні метали і дорогоцінне каміння, брухту цих металів, про умови та правила здійснення цих видів діяльності та контролю за дотриманням.

Розвиток допоміжних фінансових корпорацій і фінансових посередників як інституційних інвесторів мав забезпечуватися ринком цінних паперів. Його основними рисами на той момент були:

1) організація перших фондових бірж: Української фондової біржі (1991), Київської міжнародної фондової біржі (1995), Української міжбанківської валютної біржі (1995). Матеріальним підґрунтям для їх розвитку стали первинні розміщення цінних паперів. У 1995 р. з'являються псевдобіржі – Центри сертифікатних аукціонів, які сприяли приватизації промислових підприємств;

2) створення у 1995 р. Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – ДКЦПФР), проте її поява запізнилась на три роки і була спричинена великою мірою скандалами, пов'язаними із трастами;

3) поява СРО, таких як: Українська асоціація торговців цінними паперами (1992), яка у 1995 р. об'єднувала 45 членів з 14 областей України; Українська асоціація довірчих товариств, інвестиційних фондів та компаній (1994) з 43 організацій; Українська асоціація інвестиційного бізнесу (1995), що об'єднувала 130 компаній.

Третій етап (1996–1999 рр.) – формуваня ринково зорієнтованої взаємодії [1]. На розвиток банківської системи вплинули:

− реалізація проекту Світового банку щодо структурної перебудови фінансового сектору (15.09.98 р. – 31.12.2000 р.) обсягом 300 млн дол. У результаті було прийнято ЗУ «Про Національний банк України», проте цей банк залишався одним із небагатьох центральних банків світу, яких позбавлено права безспірного стягнення штрафів за порушення нормативів обов'язкових резервів, а також не було розподілено повноваження між його керівними органами;

− зниження частки безготівкових депозитних коштів в агрегаті М2. Населення віддавало перевагу готівці, а не депозитам (співвідношення готівка/депозити збільшилось у 1992–1997 рр. з 0,25 до 0,97); вона у структурі

[1] Визначальні риси: набуття досвіду у сфері ведення фінансової діяльності; збільшення активів фінансових інститутів і власності у фінансових пірамідах; реалізація циклу динаміки (зростання активів сектору у 1996–1997 рр. – фінансова криза 1997–1998 рр. – перехід до зростання у 1998–1999 рр.).

грошової маси зросла з 20 до 49,2 %, що сприяло зростанню тіньового сектору економіки. У практиці функціонування фінансових ринків між рівнями монетизації економіки і капіталізації ринку цінних паперів існує позитивна кореляція: з насиченням економіки грошима відбувається збільшення капіталізації;

− поява системних банків з активами понад 1 млрд грн (Промінвестбанк, «Україна», Укрсоцбанк, Ощадбанк, Укрексімбанк, «Аваль», Приватбанк і ПУМБ). Проте їх кредитний портфель складав близько 45 % робочих активів, що є недостатнім, а 30 % чистих активів припадало на кореспондентські рахунки в НБУ, в інших банках, готівку в касі. Проблемні кредити у всіх банках складали 20–23 %. На початок 2000 р. ці фінансові установи сформували 63 % необхідних резервів на покриття збитків за кредитними операціями обсягом у 1,7 млрд грн, що засвідчувало їх платоспроможність і зацікавленість у розширенні кредитування;

− зростання частки довгострокових кредитів з 10,7 у 1995 р. до 22,4 % у 1999 р., валютних – з 25,7 до 51,5 % сукупних кредитів. Валютообмінні послуги для домогосподарств надавали 2 302 пункти обміну валют, з яких тільки 46 % належали банкам, а інші працювали з банками на основі агентських угод [144, с. 19].

Щодо кредитних спілок, то вони працювали за недосконалого правового поля, проте, на відміну від трастів, їх було віднесено до неприбуткових організацій (ЗУ «Про оподаткування прибутку підприємств»), що привертало довіру домогосподарств. Але основними проблемами стали: відсутність регулятора; неврегульованість проблем реєстрації, визначення організаційно-правової форми і механізму фінансової діяльності. Певні функції щодо контролю виконували територіальні відділення НБУ, але до моменту створення Держфінпослуг не було жодних даних щодо кількості кредитних спілок і показників їх діяльності.

Період 1996–1999 рр. став визначальним для розвитку страхових компаній (рис. 3.2), адже було прийнято ЗУ «Про страхування», а у 1997 р. відбулась перереєстрація страховиків. До позитивних змін у їх діяльності можна віднести:

– прийняття ряду нормативних актів щодо порядку ліцензування, встановлення нормативів платоспроможності, особливостей ведення бухгалтерської звітності та механізмів контролю. Згідно з Указом Президента України «Про зміни в структурі центральних органів виконавчої влади» від 15.12.99 р. № 1573 Укрстрахнагляд було ліквідовано, а його функції передано Мінфіну;

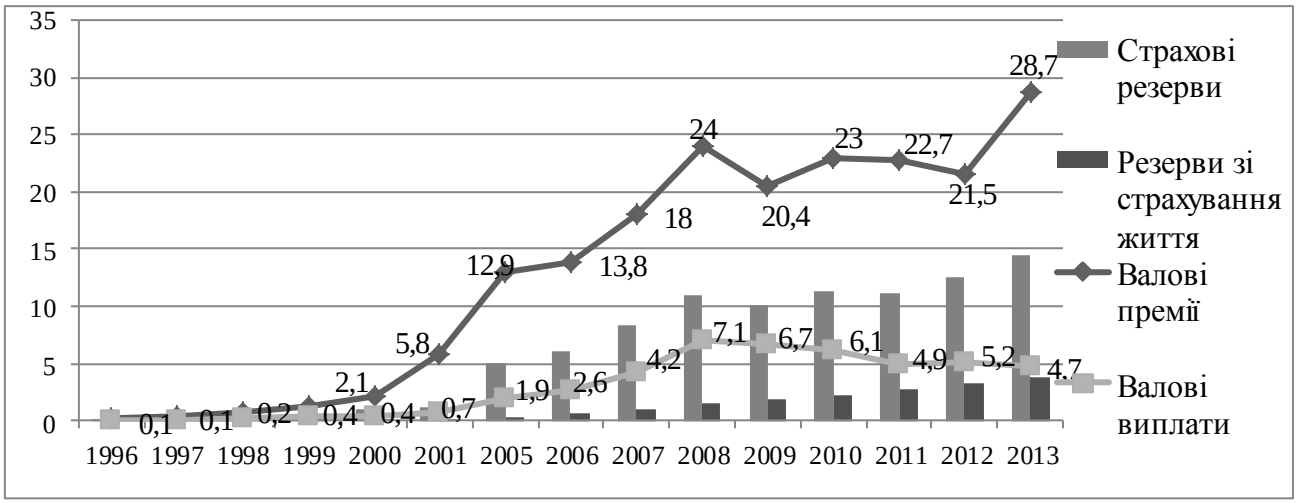


Рис. 3.2. Динаміка показників діяльності страхових компаній в Україні у 1996–2013 рр., млрд грн

Джерело. Розраховано та побудовано на основі [188].

– розмежування страхових компаній зі страхування життя і страхових компаній, що займаються страхуванням, іншим, ніж страхування життя. Починаючи з 1997 р. ті, хто отримав ліцензію на перше, не мали права здійснювати інші види страхування і навпаки. Через загальноекономічні умови, що перешкоджали укладанню довгострокових договорів страхування, набуло поширення загальне страхування. У сфері страхування життя станом на кінець 1997 р. не залишилося й десяти страхових компаній;

– встановлення контролю за рівнем платоспроможності та порядком розрахунку страхових резервів. Останній наражав страховиків на великі збитки,

проте ситуація стабілізувалась з 1998 р., про що свідчить зростання їх балансового прибутку більш ніж удвічі порівняно з 1997 р.;

– більш ніж двадцятикратне підвищення мінімального розміру статутного фонду: з 5 тис. дол. США до 100 тис. ЕКЮ, а для страхових компаній з іноземним капіталом – до 500 тис. ЕКЮ. У підсумку це стало причиною стрімкого скорочення страховиків на ринку з 700 у 1996 р. до 241 на кінець 1997 р., а на початок 2000 р. успішно працювало 50 компаній із 268: на них припадало 82,8 % зібраних премій, 95,4 % – страхових виплат, 69,9 % – статутного капіталу, 83,4 % – страхових резервів;

– перевищення темпів зростання страхових платежів над темпами інфляції.

Основними чинниками гальмування розвитку страхового ринку на той час були: недостатність інформації і низький попит на страхові послуги; накопичення обсягів заборгованості в економіці і збитковість нефінансових корпорацій; значна частка тіньової економіки; суперечливість законодавства, зокрема Цивільного кодексу УРСР і ЗУ «Про страхування»; нерозвиненість вітчизняних страхових брокерів; відсутність стимулів до інвестиційної діяльності; неефективний контроль і прояви монополізму тощо.

Становлення пенсійних фондів забезпечувалося указами Президента № 291/98 і № 401/98, постановами КМУ від 04.06.98 р. № 794 і 29.01.99 р. №111, а згодом за участі американської компанії PADCO було створено робочу групу з підготовки пенсійної реформи. Незважаючи на номінальне функціонування пенсійних фондів, починаючи з 1995 р. більшість з них або припинили свою діяльність або призупинили своє функціонування як такі. У 1996 р. Асоціація недержавних пенсійних фондів складалась всього лише з 15 фондів.

Натомість набули поширення інші інституційні інвестори – інвестиційні фонди і компанії (поряд з довірчими товариствами), кількість яких зросла з 92 у 1995 р. до 329 у 1997 р. З 1998 р. показники їх діяльності почали знижуватись, що було пов’язано з закінченням сертифікатної приватизації і термінами

існування більшості фондів. На початок 2000-х рр. на ринку обертались інвестиційні сертифікати 234 (93 %) закритих фондів, лише 18 установ здійснювали діяльність у вигляді відкритих інвестиційних та взаємних фондів, 5 інституційних інвесторів знаходились на стадії перетворення із закритих у відкриті фонди.

Набували свого розвитку ломбарди, вдосконалювалось їх нормативно-правове регулювання. Так, було прийнято ЗУ «Про державне регулювання видобутку, виробництва і використання дорогоцінних металів і дорогоцінного каміння та контроль за операціями з ними» від 18.11.97 р. № 637, постанови КМУ від 30.03.98 р. № 387 і від 04.06.98 р. № 802, де до предмету послуг ломбардів стала належати реалізація невикуплених виробів із дорогоцінних металів і каміння. Проте діяльність цих інститутів практично не контролювалась, тож вони функціонували хаотично і провадили протиправні операції щодо реалізації майна, одержаного у злочинний спосіб.

У 1996–1999 рр. розвивалися лізингові компанії, що забезпечувалось прийняттям ЗУ «Про лізинг» від 16.12.97 р. № 723/97-ВР. У 1997 р. Урядом було створено спеціальний лізинговий фонд, що згодом був трансформований у стовідсоткову державну компанію «Украгролізинг», яка мала право здійснювати щорічні бюджетні асигнування (в межах 100–150 млн грн) на закупівлю сільськогосподарської техніки у місцевих виробників. Разом із цією компанією на ринку працювали ще дві державні компанії – «Украгромашинінвест» і «Укртранслізинг». У 1998 р. налічувалось близько 16 лізингових компаній, вони створювались банками, а загальна вартість лізингових угод 11 найбільших з них складала 66,4 млн дол. із такою структурою: вантажні і легкові автомобілі – 25 %; офісне та банківське обладнання, зокрема банкомати, – 29 %; сільськогосподарська техніка – 14 %; автобуси та пікапи – 9 %; інше – 23 %. Утім не набули позитивної динаміки факторингові компанії, а їх операції здійснювали банки (часка кредитів за факторинговими операціями у загальному обсязі кредитів складала на початок 2000 р. близько 0,11 %).

Надзвичайно важливу роль у розвитку фінансового сектору відіграв ринок цінних паперів і його інститути, що пояснюється прийняттям:

1) у 1996 р. ЗУ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Постанови КМУ «Про заходи щодо розвитку фондового ринку та вдосконалення його державного регулювання» та інших, які певною мірою впорядкували діяльність учасників;

2) ЗУ «Про Національну депозитарну систему і особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.97 р. № 710/97-ВР і активізацією депозитарної діяльності. У 1997 р. було створено «Міжрегіональний фондовий союз», а в 1999 р. – Національний депозитарій України із запровадженням нумерації (кодифікації) цінних паперів. Проте на ринку спостерігалось тотальне домінували документарних цінних паперів, що робило ринок малопривабливим;

Четвертий етап (2000 р. – перша половина 2008 р.) – формування інноваційно активної взаємодії [1]**.** Він відзначився тим, що 7 грудня 2000 р. було прийнято ЗУ «Про банки і банківську діяльність», який мав в основі систематизований підхід до створення, діяльності, реорганізації та ліквідації банків. Найбільшої активності банки досягли у 2005–2007 рр., коли статутний капітал зростав на 55 % у середньому на рік, обсяги залучених ресурсів – на 50 %, кредитний портфель – на 69 % [263, с. 11]. За досліджуваний період їх прибуток зріс у 12 разів. Частка внутрішніх кредитів приватному сектору у ВВП зросла за 2000–2007 рр. з 23,8 до 61,1 % [377] (проте це нижче за аналогічний показник у США у 4 рази, Великобританії – 3, Німеччині – 2 рази).

Незважаючи на стрімкі темпи зростання кількісних параметрів розвитку банків (див. дод. Н. табл. Н.2–Н.3), саме вони виявилися найбільш ураженими фінансовою кризою, що пояснюється таким:

[1] Визначальні риси: зростання реінвестування і капіталізації компаній; подолання негативних наслідків приватизації; визнання України країною з ринковою економікою і виключення з чорного списку FATF; поширення світової фінансово-економічної кризи, яка «стала «перевіркою на міцність» фінансового сектору України, а з іншого – загострила його проблеми, яким і за умов економічного зростання не приділялося достатньої уваги» [180, с. 3].

– підвищеням активності вітчизняних банків на ринках міжнародних запозичень: у 2007 р. їх запозичення становили майже третину від загального валового зовнішнього боргу України. За 2003–2006 рр. частка цієї заборгованості зросла з 7,3 до 25,8 %, тобто у 3,5 рази;

– розширенням кредитної діяльності і диспропорції у нарощуванні капіталу. У 2006 р. кредитні вкладення збільшилися на 75 %, а регулятивний капітал – лише на 56 %. У 2008 р. темпи зростання другого призупинилися, а надалі значно випередили перші. За дослідженнями Л. Примостки, напередодні кризи кредити, надані фізичним особам, становили третину обсягу сукупного кредитного портфеля банків країни, тоді як у 2005 р. – лише 15 %. У цей же період кількість проблемних кредитів (прострочених і сумнівних) рекордно зросла: з 4 456 млн грн у 2007 р. до 54 757 млн грн на 01.10.2009 р., тобто більше, ніж у 12 разів [213, с. 141] (рис. 3.3);



Рис. 3.3. Динаміка окремих показників кредитного портфеля банків України у 2000–2013 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [189].

– доларизація економічної діяльності, що сягнула 65 %. В умовах стабільності гривні валютні кредити стали зростати: у 2006 р. їхній обсяг зріс на 95,4 %, 2007 р. – 75,4 % (див. рис. 3.1). Динаміка зростання позичок у гривні становила 52,3 % і 72,7 % відповідно;

– економічно невиправдане розширення мереж філій і відділень, а також незбалансовані політика управління ризиками і стандарти управління. У підсумку – досягнення окремими банками критичного розміру нормативу адекватності капіталу у 10,5–11 % за середнього по системі у 16,8 %.

На хвилі зростання активів фінансового сектору розвивалися кредитні установи. Так, загальні активи кредитних спілок зросли на початок 2008 р. порівняно з попереднім роком на 62,3 %, а загальний капітал – на 41,4 % (див. дод. Н. табл. Н.3). Спілки активно залучали депозитні внески: зростання становило 79 %. Суттєво активізувалося і кредитування: на початок 2008 р. було видано кредитів на суму 4,5 млрд грн (+74 %). Щодо кількості членів спілок, то вона збільшилася на 600,6 тис. осіб (34 %) і склала 2,39 млн осіб, з яких 245,3 тис. осіб (10,3 %) були вкладниками і мали депозитні рахунки в цих установах. Така їх популярність обумовлювалася спрощеною процедурою отримання кредиту порівняно з банками, а також підвищеними депозитними ставками.

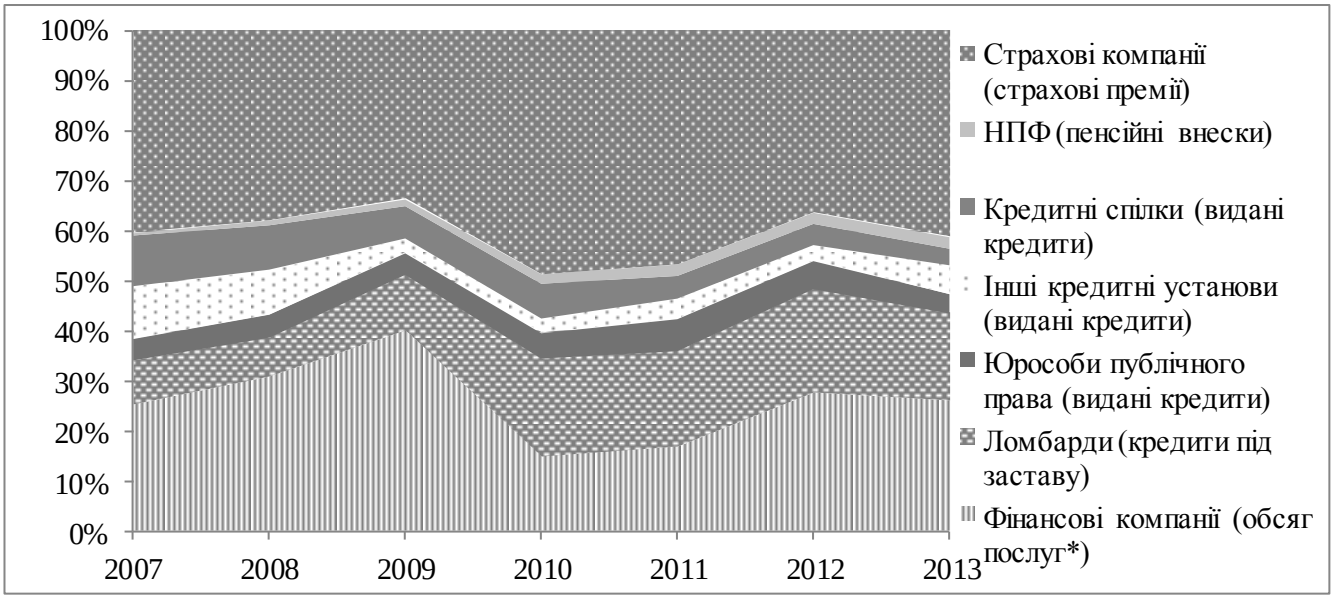


Рис. 3.4. Структура наданих у 2007–2013 рр. послуг за видами фінансових установ (окрім банків), %

* надання фінансових кредитів за рахунок власних коштів, надання позик, надання порук, фінансовий лізинг, надання гарантій, факторинг, адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах

Джерело. Побудовано на основі [188].

Активного розвитку набули й інші кредитні установи, а також юридичні особи публічного права, про що свідчать представлені на рис. 3.4 обсяги наданих послуг за видами фінансових установ.

Період з 2000 р. став визначальним для розвитку в Україні і недепозитних фінансових посередників (див. дод. Н. табл. Н.4), що було пов'язано з базовими змінами у їх функціонуванні:

–прийняття базових ЗУ «Про фінансові послуги і державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.01 р. №1057-IV і «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.06 р. № 3480-IV;

– прийняття законів для окремих фінансових установ: «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.01 р. № 2299-III; «Про внесення змін до Закону України «Про страхування» від 04.10.01 р. №2745-III; «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.03 р. №1057-IV; «Про фінансовий лізинг» від 11.12.03 р. № 1381-IV;

– створення у 2002 р. спеціалізованого регулятора – Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг (Держкомфінпослуг); врегулювання діяльності недепозитних фінансових установ.

Надходження страхових платежів на душу населення за 2000–2004 р. зросли майже у 10 разів (див. рис. 3.3), проте не спостерігалося суттєвого зростання страхових виплат на душу населення, через що частка страхових виплат у страхових платежах зменшилася з 20 % у 2000 р. до 8 % у 2004 р. і лише у 2008 р. зросла до 28 %. Для прикладу, у розвинених країнах цей показник сягає 70–90 %. У 2004 р. частка страхового ринку досягла свого максимального значення у 5,45 % до ВВП.

НПФ продемонстрували позитивну динаміку за всіма напрямками діяльності (рис. 3.5). Їх кількість на початок 2008 р. досягла 96, що більше на 21,5 % порівняно з 2006 р. Чиста вартість пенсійних активів у системі НПЗ збільшилася у 2,2 рази. Загальна кількість вкладників НПФ на початок 2008 р. склала 42,3 тис. осіб, що на 43,6 % більше, ніж у 2006 р. З них кількість

юридичних осіб зросла на 60,7 % – до 1,8 тис. осіб, а кількість учасників, в свою чергу, зросла до 278,6 тис. осіб. Надходження пенсійних внесків збільшилося більш ніж удвічі. Найбільш високими темпами зростали внески у відкриті фонди, а найнижчою була динаміка в корпоративних. Пенсійні виплати у 2007 р. становили 9 млн грн (+130 %). Відносні ж показники залишались невтішними: активи НПФ у загальній грошовій масі займали 0,1 %, а кількість учасників системи НПЗ складала лише 0,6 % населення країни.

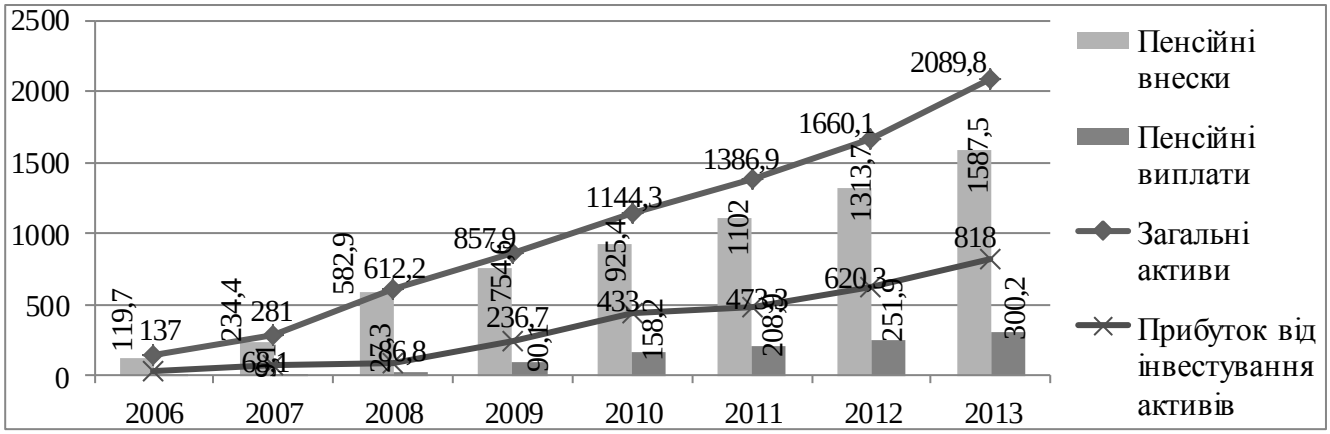


Рис. 3.5. Динаміка показників розвитку НПФ в Україні у 2006–2013 рр., млн грн

Джерело. Побудовано на основі [188].

Активно розвивалися ІСІ, що було обумовлено високим зростанням ринку цінних паперів. Протягом 2007 р. вартість їх активів зросла більше ніж удвічі й на початок 2008 р. складала близько 6 % до ВВП. Кількість КУА зросла на 46,5 %, становила 334, що відповідає європейським країнам. Кількість ІСІ, у свою чергу, зросла на 61 % – з 519 до 834. Середня кількість ІСІ на одну КУА зросла з 2,3 до 2,5, а середня вартість активів в управлінні однієї КУА – на 69,4 %. За типами фондів найкращі показники продемонстрували відкриті ІСІ, загальна вартість активів яких зросла на 821,9 %, інтервальні – 679,9 %. Щодо венчурних фондів, то їх активи зросли на 131,1 % (рис. 3.6). Вони є найбільш розповсюдженими на українському ринку спільного інвестування, хоча частка цих ІСІ і зменшилася з 92,0 до 89,8 %. У цілому ж, незважаючи на вражаючі

показники розвитку ІСІ, їх послугами, навіть за умов зростання добробуту, користувалося менше 1 % домогосподарств

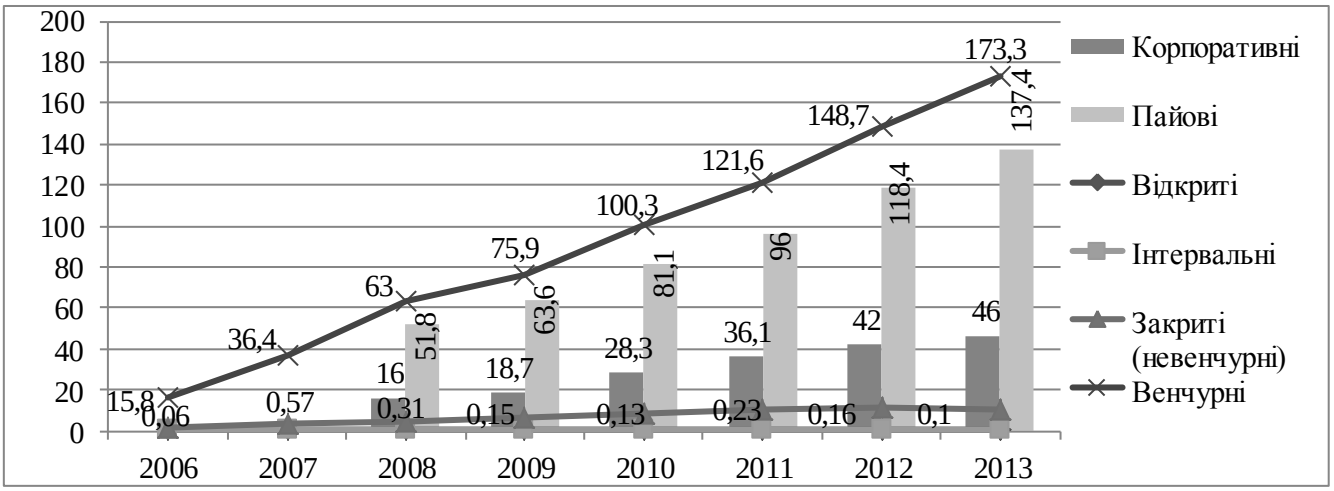


Рис. 3.6. Динаміка обсягів загальних активів ІСІ в Україні у 2006–2013 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [187].

У 2004 р. в Україні набрав чинності ЗУ «Про фінансові-кредитні механізми та управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю», який дозволив фінансовим компаніям (допоміжним фінансовим корпораціям) провадити таку діяльність. Більшість з них (80 із 116) на кінець 2006 р. стали компаніями-управителями. Їх діяльність набула стрімкого розвитку у 2007 р. Надалі кількість довірителів зменшилася приблизно у два рази, а залучення їх коштів зросло на 2 млн грн і склало у 2011 р. 8 088 млн грн. Разом із тим на початок 2007 р. із 80 компаній-управителів 48 (60 %) створили фонди фінансування будівництва (далі – ФФБ), кількість яких сягнула 209. Три фінансові компанії одержали дозвіл на право емісії сертифікатів фонду операцій з нерухомістю (далі – ФОН). Динаміку розвитку управління коштами установників управління майном з метою отримання доходу від здійснення операцій з нерухомістю наведено у дод. Н (табл. Н.4**)**.

З 2006 р. в Україні активізувалося виробництво послуг фінансових компаній: за два роки операції з обміну валют збільшилися на 26 %, переказ коштів – 12,9, фінансовий лізинг – 40,9 % (табл. 3.2). Щодо ломбардів, то в

умовах розгортання кризових явищ на ринку кількість договорів, погашених за рахунок майна, наданого у заставу, збільшилось більше ніж у три рази (з 520,2 у 2007 р. до 1749,2 тис. шт. у 2008 р.).

Таблиця 3.2

Види та обсяги фінансових послуг, наданих фінансовими компаніям (окрім послуг з управління ФФБ та ФОН), у 2006–2013 рр., млн грн

Вид фінансової послуги	**Обсяг фінансового активу, що є предметом договору**							
	2006	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Операції з обміну валют	7 252,5	9 140,1	11 623,7	17 206,5	16 631,9	13 511,4	11 053,5	7 605,2
Операції з переказу грошових коштів	1 246,1	1 406,7	1 837,8	2 818,6	3 179,3	4 758,1	10 307,1	11 127,0
Надання гарантій	7,6	8,7	41,95	8,7	502,6	204,6	739,9	327,8
Надання порук	16,8	3,9	0,14	0,3	0,5	1,0	39,1	211,2
Факторинг	–	–	1 450,0	1560,0	2 519,8	6 845,2	11 702,8	10 039,5
Фінансовий лізинг	3,2	12,8	10,6	5,2	7,6	9,7	1,7	16,5
Адміністрування фінактивів для придбання товарів у групах	–	–	–	–	–	–	266,6	622,2

Джерело. Складено на основі [188].

П’ятий етап (друга половина 2008 р. – дотепер) – забезпечення фінансової безпеки [1] відзначився подоланням кризових подій і забезпеченням стійкості фінансового сектору.

Пріоритетами антикризової політики у сфері банківської діяльності стали:

− прийняття ЗУ «Про першочергові заходи щодо запобігання негативних наслідків фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України» від 31.10.08 р. і розроблення НБУ плану антикризових заходів з нормалізації ситуації на валютному ринку,

[1] Характерні риси: посткризове відновлення економіки, перехід до більш зрілого стану фінансового сектору, нормалізації його параметрів, підвищення вимог до фінансової діяльності з метою подолання проблем у їх реалізації.

оздоровлення банківського сектору і підтримання реального сектору економіки;

– регламентація процедури призначення тимчасової адміністрації у банку, визначення можливості створення санаційного банку, який не є учасником Фонду гарантування вкладів фізичних осіб, встановлення порядку і черговості задоволення вимог кредиторів у випадку відкликання банківської ліцензії та ініціювання процедури ліквідації банку (зміни до ЗУ «Про банки та банківську діяльність» від 24.07.09 р. № 1617-VI);

– встановлення нових вимог до банків: збільшення мінімального розміру регулятивного капіталу до 120 млн грн; встановлення підвищених вимог до розміру регулятивного капіталу для здійснення окремих операцій (120–180–240 млн грн);

– націоналізація ряду банків і зростання обсягів корпоративних прав держави.

У результаті певної стабілізації банківської системи і підвищення до неї довіри відбулось збільшення загального обсягу коштів домогосподарств у зобов'язаннях за 2008–2013 рр. з 26,5 до 40 % (див. дод. Н табл. Н.3). Натомість їх кредитування знизилось у 1,4 рази до 193,5 млрд грн. на противагу реальному сектору, кредитування якого збільшилося у 1,5 рази до 691,9 млрд грн. У зв'язку з кризовими подіями суттєво збільшились обсяги прострочених кредитів – з 18 до 70,2 млрд грн (2,3 і 7,7 % відповідно). Стикаючись з масовими неплатежами за споживчими кредитами, деякі банки йдуть на відміну штрафів за прострочення з метою повного погашення кредиту.

Суттєво збільшились вкладення у цінні папери – у 3 рази, особливо у ОВДП, частка яких у 2013 р. становила близько 60 % портфеля цінних паперів.

З 2008 р. доходи від банківської діяльності зросли на 46,3 млрд грн, а витрати – 52,2. У підсумку – результати діяльності скоротились у 5 разів, рентабельність активів – 10, рентабельність капіталу – 8,6 разів.

Сьогодні банківські установи відчувають гостру потребу у довгострокових фінансових ресурсах, що спонукає їх виробляти послуги на інвестиційному

ринку, сприяти їх розвитку через виконання функцій компаній з управління активами НПФ, засновників страховиків і банківсько-страхових альянсів тощо.

З 2008 р. скорочується кількість кредитних установ (див. дод. Н. табл. Н.3). Найбільших втрат серед них та недепозитних установ зазнали кредитні спілки (прострочена заборгованість у 2011 р. – 40,5 %, 2013 р. – 17,6 %). Якщо у попередні періоди вони активно розвивались, то за 2008–2013 рр. їх кількість скоротилася з 829 (максимальне значення) до 624. Відповідно спостерігалось зменшення і кредитних (у 2,5 рази), і депозитних операцій (у 3 рази), що було викликано спекулятивними операціями спілок і призвело до дисбалансу кредитного і депозитного портфелів. Кількість членів зменшилася практично у 6 разів. Знижуються показники юридичних осіб публічного права. Натомість активи і капітал інших кредитних установ зросли з 2008 р. у 2,5 і 14,5 разів. Діяльність цих установ засвідчує, що вони впевнено займають своє місце на ринку фінансових послуг, адже їх кількість збільшилась з 20 до 85.

На відміну від інших фінансових корпорацій ломбарди найлегше пережили кризові події. Їх кількість зросла за 2008–2013 рр. з 344 до 479 (див. дод. Н. табл. Н.5). Зрозуміло, що за умов браку грошових коштів, коли доходи знижуються, а заробітки нестабільні, домогосподарства активно звертаються до цих установ за короткостроковими кредитами під заставу дорогоцінностей, частка яких становить від 66 до 90 % кредитів ломбардів. Середній розмір кредиту за останні 5 років зріс з 518,6 до 689,8 грн за зниження середньозваженої ставки з 251,1 до 209,2 %.

Ринок страхових послуг відзначився таким:

− динамічним розвитком у 2006–2008 рр., що супроводжувалося збільшенням кількості страховиків і укладених договорів (див. дод. Н табл. Н.4). Проте надалі показники знизилися з поступовим відновленням у 2010 р. У 2013 р. кількість страхових компаній скоротилась порівняно з 2008 р. на 62 і налічувала 407 страховиків (62 з них – страхування життя);

− зростанням активів за період 2008–2013 рр. приблизно у 1,5 рази: з 41,9 до 66,4 млрд грн, при цьому це становить приблизно ¾ загальних активів

недепозитних корпорацій. В умовах кризи зростання активів страховиків припинилося: за 2009 р. зросли лише на 0,1 %, проте у наступні роки – на 7,8, 6,4, 16,8 і 18,1 % відповідно;

– масовими розривами накопичувальних договорів або припиненням платежів за ними. Значна частина активів страховиків виявилася «замороженою» у банках, а багато з них і сьогодні не можуть вчасно виплачувати страхові відшкодування і намагаються ухилятися від виконання своїх зобов'язань. І у 2013 р. найбільша частка технічних резервів була представлена депозитами (42,2 %), а у математичемих – 35,8;

– неспроможністю ринку страхових послуг у частині валових виплат у 2013 р. перевершити показники 2008 р. (див. рис. 3.2). Частка страхових платежів у ВВП України за 2008–2013 рр. знизилася з 2,65 до 2 %. У 2008 р. рівень валових страхових виплат (відношення валових виплат до валових премій) становив 29,4 %, а чистих виплат – 41 %. Цікаво, що у 2009 р. показники досягли свого найвищого значення і становили вже 33 % і 47,8 % (у 2013 р. – 16,2 і 21,2 %). Прийнятним вважається рівень валових виплат до 40 %, тобто страховики за умов нестабільності наблизилися до критичної межі, однак не перетнули її через недостатній розвиток страхування [188].

Утім наслідки фінансової кризи для ринку страхових послуг в Україні носять більш м'який характер порівняно з банками, де існувала проблема забезпечення стійкості і ліквідності, повернення депозитів і кредитів, а також ринком цінних паперів, де відбувався обвал фондових індексів і курсів цінних паперів. Але вже у 2013 р. населення активізувало депозитні операції, і банки виступають для страховиків як партнери у страхуванні клієнтів, а не конкуренти за кошти домогосподарств.

Щодо діяльності ІСІ і НПФ, то вона відзначається позитивними тенденціями. Так, загальна вартість активів ІСІ за 2008–2013 рр. зросла на 27 % (див. рис. 3.6), а НПФ – на 36 % (див. рис. 3.5), що свідчить про зростання довіри до цих інститутів фінансового сектору. Серед типів та видів ІСІ суттєво активізувалась діяльність і збільшились активи закритих невенчурних (+228 %)

і венчурних (+275 %) фондів на противагу відкритим (-291 %) та інтервальних (-155 %). Активи недиверсифікованих фондів у 2013 р. перевищують диверсифіковані у 121,4 рази. Як показує аналіз, найбільших збитків зазнали ІСІ з агресивними стратегіями. Кількість КУА досягла у 2013 р. 349, а середня кількість фондів в управлінні – 4,62. В агрегованому портфелі цінних паперів збільшується частка акцій (42,3 %) на противагу векселям (34,5 %) і облігаціям підприємств (21,2 %). Серед НПФ знижується кількість відкритих. Натомість зросла кількість учасників за укладеними контрактами – з 2009 р. майже в 1,7 рази, пенсійних внесків – 2,1, виплат – 0,4 рази. В інвестованих активах НПФ депозити становлять 36,4 %, облігації підприємств – 31, акції – 13,3 %.

Продовжують свій розвиток і фінансові компанії, обсяги фінансових послуг яких за 2009 – 2013 рр. зросли у частині переказу грошових коштів у 4 рази до 11,1 млрд грн, надання гарантій – 37,7 рази (327 млн грн), надання порук – 704 рази (211 млн грн), факторинг – 6,4 рази (10 млрд грн), фінансовий лізинг – 3,2 рази (16,5 млн грн). З 2012 р. з'явився новий вид послуг – адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах (див. табл. 3.2). Проте знижуються показники діяльності з управління коштами установників управління майном з метою отримання доходу від здійснення операцій з нерухомістю, зокрема залучення коштів, яке зменшилось у 3 рази.

Серед допоміжних фінансових корпорацій у 2013 р. порівняно з попередніми роками суттєво знизилась кількість дилерів з цінних паперів, андерайтерів, управляючих цінними паперами, а також адміністраторів НПФ (див. дод. Б табл. Б.4). Ліцензію депозитарію має Центральний депозитарій, який обслуговував 12 130 випусків цінних паперів. Аналіз депозитарної системи України свідчить про наявність певних нерозв'язаних проблем, зокрема: невідпрацьованість практичної реалізації правового механізму захисту прав інвесторів; недостатній розвиток нормативно-правової бази, слабка взаємодія регуляторів із правоохоронними і судовими органами; невідповідність українських депозитарних установ міжнародним стандартам і технологічним вимогам, що висуваються до іноземних кастодіанів, що обмежує доступ до

міжнародних депозитарних і клірингових систем; відсутність повного комплексу кастодіальних послуг, а також єдиних стандартів інформаційної взаємодії і документообігу між професійними учасниками ринку.

Спонукає до дискусії діяльність СРО: держава та учасники ринку тривалий час не могли визначитись з його моделлю. Наприклад, депозитарна система України за час свого існування мала необов'язкові етапи становлення. Так, було створено інститут реєстраторів на кшталт американського, який згодом було замінено на інфраструктуру для обліку інструментів у бездокументарній формі. Так само було створено й інші СРО, традиції яких відсутні в Європі. Щодо ОПУ, то їх поява призвела до неконструктивної конкуренції між діючими СРО, ресурси яких було спрямовано не на розвиток ринку, а на забезпечення, власне, їх подальшого існування. Але у випадку приведення вітчизняного законодавства до європейського діяльність СРО і ОПУ є надзвичайно важливою.

Наразі фінансова політика, розв'язання проблем трансформацій у фінансовому секторі залежить від багатьох чинників, що формують поведінку економічних акторов. Адже визначальним у глобальному фінансовому секторі є не вартість, гроші тощо, а його інституційна цінність, яка є суб'єктивною категорією на кшталт бренду, але яка виходить на рівень формування правил і норм, які регламентують поведінку регуляторів, домогосподарств, інституційних одиниць фінансового і реального секторів тощо. Особливу роль у цих процесах відіграють права власності і контрактні відносини, що характеризують інституційні трансформації у досліджуваному секторі.

3.2. Права власності та контрактні відносини як базисні інституції розвитку фінансового сектору

У нашому дослідженні фінансовий сектор пропонується розглядати не тільки як сукупність інституційних одиниць, що займаються фінансовою

діяльністю, а з точки зору впливу на них певного інституційного середовища. Такий підхід передбачає іншу за традиційні підходи методологію розкриття поняття фінансового сектору, яке включає в себе як власне певні інституційні одиниці, так і тверді обмеження, такі як нормативно-правова база, захист прав власності і примушення виконання зобов'язань.

Ці питання ґрунтовно досліджують Д. Норт, Е. Глейзер, Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Сіланес, А. Шлейфер, Р. Вішни, М. Квентін і Ж. Верд`є та інші, які вважають, що ступінь досконалості фінансових ринків, як і структурна архітектура фінансових секторів різних країн, передусім залежать від системи правових відносин. При цьому захищені права власників гарантують збереження заощаджень, а низькі витрати укладання і реалізації контрактів мають забезпечити легкість перетворення цих заощаджень у надійні боргові зобов'язання або участь в капіталі.

Уся програма реформ в Україні, так само як і в інших країнах СНД, базувалась на двох факторах – приватизації і лібералізації цін. Ці умови є необхідними, але недостатніми для переходу адміністративно-командної економіки до ринкової. В країні неодноразово підкреслювалось, що прорахунки у приватизації призвели до появи і неефективного працівника, і неефективного власника.

Як відомо, у СРСР панувала державна власність. На 1992 р. вона складала вже 70,2 %, власність орендованих державних підприємств і об'єднань громадян – 21, колективна власність – 8,8 % (табл. 3.3). Формально існують усі підстави для доволі оптимістичних висновків щодо приватизації і роздержавлення, оскільки протягом 1992–2006 рр. змінили форму власності близько 102 тис. об'єктів колишньої державної власності (див. у дод. Л табл. Л.4 і рис. 3.7), на початок 2014 р. цей показник становив вже 129 тис. об'єктів. Після приватизації деякі з них мають інформувати ФДМУ про хід виконання взятих зобов'язань, однак від майже 2 000 приватизованих об'єктів інформації не надходить. Як стверджують фахівці ФДМУ, фірми ймовірно припинили свою

діяльність вже до 2000 р., а від керівництва 3 579 об'єктів після 1999 р. лише інколи надходять звіти.

Таблиця 3.3

Розподіл промислових підприємств та обсягів промислового виробництва за формами власності у 1992 р.

	Кількість підприємств	Відсоток	Обсяги пром. виробництва, млрд крб	Питома вага, %
Усього	9114	100,0	5801,1	100,0
Державна власність	6394	70,2	4746,9	81,8
Колективна власність (трудовий колектив, господарське товариство, кооператив)	803	8,8	133,8	2,3
Змішана власність (орендовані державні підприємства, об'єднання громадян)	1906	21,0	919,5	15,9

Джерело. Складено на основі [48].

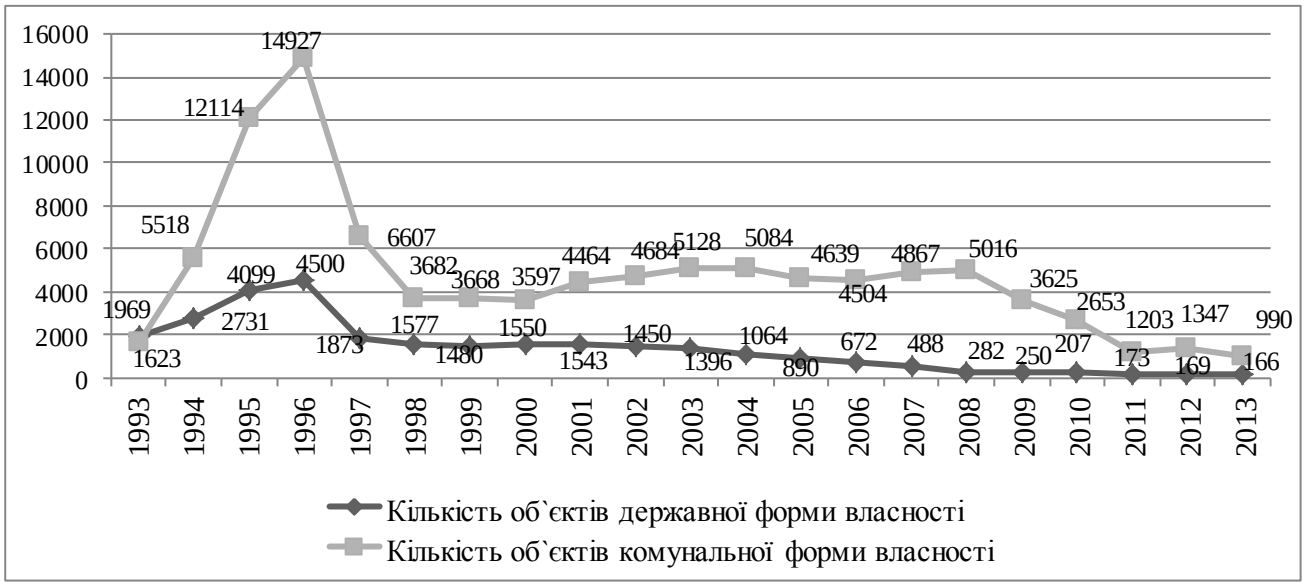


Рис. 3.7. Кількість об'єктів, які змінили форму власності, в Україні у 1993–2013 рр., од.

Джерело. Побудовано на основі [268].

Утім не враховуються глибокі зміни у системі відносин власності у так званий період перебудови, зокрема в 1985–1991 рр., тобто де-факто процес приватизації розпочався раніше, ніж у 1992 р. з прийняттям відповідного законодавства. Головним стало прийняття ще у 1987–1988 рр. законів «Про

трудові колективи» і «Про державне підприємство», відповідно до яких майно державних підприємств було передане у так зване управління трудовими колективами. У такий спосіб у 1989–1991 рр. було приватизовано спеціалізовані системні банки України.

Те, що реформатори встигли накоїти у сфері приватизації державного майна, можна назвати стратегічним провалом для країни. «Надокучливий довід: мовляв, якось поділимо, а далі ринок розставить все по своїх місцях, – це або зловмисна фальсифікація, або загрозлива помилка. Поділ і перетасування державного майна будуть тривати, допоки у його нинішніх і нових учасників, які очікують свого часу з нетерпінням, збережуться безпрецедентні можливості і стимули вести цю гру» [Цит.: 97, с. 283]. Основні етапи приватизації в Україні – «мала» приватизація, масова приватизація, грошова приватизація і «заставні» аукціони – припадали на першу половину 1990-х рр., але згадаймо націоналізацію і перепродаж такого гіганта, як «Криворіжсталь».

Таблиця 3.4

Видача ліцензій (дозволів) Фондом державного майна України на діяльність з приватизаційними паперами у 1994–1995 рр. [182, с. 44]

Вид ліцензії (дозволу)	1994.	1995	Усього
Довірчим товариствам на здійснення представницької діяльності з приватизаційними паперами	264	102	366
Інвестиційним фондам та компаніям на здійснення комерційної діяльності з приватизаційними паперами	68	184	252
Фінансовим посередникам (торговцям) на здійснення посередницької діяльності з приватизаційними паперами	24	7	31
Комерційним банкам на здійснення посередницької діяльності з приватизаційними паперами	-	22	22

До приватизації державного майна з 1994 р. були залучені досліджувані нами інвестиційні фонди і компанії, довірчі товариства, банки і торговці (табл. 3.4), які відіграли свою роль у сприянні сертифікатній приватизації із залученням приватизаційних майнових сертифікатів (далі – ПМС) населення. Під час цієї приватизації фондами, довірчими товариствами і банками було акумульовано близько 28,5 млн ПМС (63 % їх кількості). Найбільше ПМС

акумулювали інвестиційні фонди та компанії – 19,5 млн ПМС (42,6 % виданих) та довірчі товариства – 7,8 млн (17 %). Наразі найбільші вкладення були зроблені у 1996 р. – 13,8 млн ПМС (49,66 % загального обсягу інвестування) та у 1997 р. – 7 млн ПМС, (23,35 %) [210, с. 698]. Варто зазначити, що на той час ПМС скуповувалися у домогосподарств за безцінь, їх реальна ціна на приватизаційному ринку перевищувала номінал у декілька разів. У підсумку – формування у цих структур солідних портфелів акцій привабливих підприємств.

Проте перешкодами у діяльності інвестиційних фондів і компаній стали: 1) запізніла поява Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії»; 2) придбання великої кількості дрібних пакетів акцій; 3) обмежений вибір привабливих об'єктів інвестування, низька ліквідність більшості акцій і відсутність досвіду корпоративного управління; 4) формування інвестиційних портфелів без дотримування спеціалізації; 5) переважання закритих фондів.

На відміну від вітчизняних структур, польські інвестиційні фонди як акціонери з 1993 р. мали збільшувати вартість акцій підприємств, а надалі – перетворитись на венчурні або холдингові компанії. Було створено 15 національних інвестиційних фондів, які володіли 60 % капіталу 512 задіяних у програмі підприємств. Найбільшу частку – 33 % капіталу кожного з підприємств було передано одному з фондів, 27 % розподілено між рештою фондів, 15 % передано працівникам цього підприємства, а 25 % залишилось у розпорядженні держави. У результаті такого поділу кожний національний інвестиційний фонд одержав контрольні пакети акцій у 33–35 підприємствах і менші (розміром близько 1,93 %) – у 477–479 підприємствах [66]. Кожний дорослий поляк мав можливість за символічну ціну придбати сертифікат і конвертувати його в акції цих фондів, тобто не відбувалось розпорошення акцій серед громадян і фінансових інститутів.

У Чехії було реалізовано ваучерну приватизацію, у якій брали участь 6,5 млн громадян, 70 % з яких придбали акції або паї інвестиційних фондів. На відміну від України більшість цих структур були відкритими пайовими фондами, решта – інвестиційними компаніями закритого типу. На перших

етапах приватизації було створено близько 400 фондів, надалі – 200 і їм належало 72 % акцій приватизованих підприємств. Однак ці структури не виконали відведену їм функцію активного власника, який визначатиме базову стратегію компаній.

Російські інвестиційні фонди, що були створені у результаті приватизації, акумулювали близько 32 % ваучерів. Їх налічувалось 650 і понад 16 % росіян (25 млн осіб) стали їх учасниками. Проте вони провадили здебільшого спекулятивні операції, а з необхідністю ефективного управління приватизованими підприємствами і виплатою дивідендів їх кількість природно скоротилась до 302 у 1999 р. [51]. Перешкодою у їх функціонуванні було подвійне оподаткування, яке стримувало індивідуальні інвестиції.

Щодо ще одного виду приватизаційних цінних паперів – компенсаційних сертифікатів (далі – КС), що існували в Україні з 1994 р., то за їх допомогою планувалось компенсувати населенню втрати від знецінених заощаджень на рахунках Ощадбанку і Держстраху. Якщо номінальна вартість КС становила 10 грн (приблизно 2,5 дол. США), то його ринкова ціна була нижчою за встановлену державою у 4–5 разів.

Автори української програми приватизації покладали великі надії на можливість перерозподілу акцій після першої масової приватизації і керувались у цьому теоремою нобелівського лауреата Р. Коуза (1991): «якщо права власності чітко специфіковані і трансакційні витрати дорівнюють нулю, то структура виробництва буде залишатись незмінною незалежно від змін у розподілі прав власності, якщо відволіктись від ефекту доходу» [295, с. 400], тобто первинний розподіл прав власності не є ключовим через можливість вільного обміну прав власності у подальшому. Інший нобелівський лауреат Л. Клейн (1980) спростовує її і зазначає, що приватна власність далеко не завжди ефективніша за державну. Для формування ринку конкуренція має більше значення за приватизацію, тому перша повинна розвиватись випереджаючими темпами і тим самим забезпечувати умови для другої [233, с. 38], інакше приватизація створить монополістичні структури, які закриють

дорогу до конкурентного ринку, що і відбулось в Україні. Так само і Дж. Стігліц, спираючись на розроблену спільно з Д. Саппінгтоном «фундаментальну теорему приватизації», заявляє, що остання підвищує ефективність виробництва і забезпечує соціальну справедливість лише за умов, аналогічних тим, за яких конкурентні ринки стають Парето-ефективними.

Вважається, що сертифікатна приватизація мала сприяти формуванню цивілізованого вторинного ринку цінних паперів і утвердженню реального власника саме на цій основі. Проте така можливість існувала лише теоретично, насправді ж потрібно було враховувати дві умови: 1) наявність значних фінансових ресурсів; 2) легітимну основу цих ресурсів. Проте фінансові ресурси були зосереджені у руках номенклатури і мали тіньове походження. Наразі «сертифікатна приватизація сформувала основи глибокої економічної, особливо майнової нерівності» [148, с. 173].

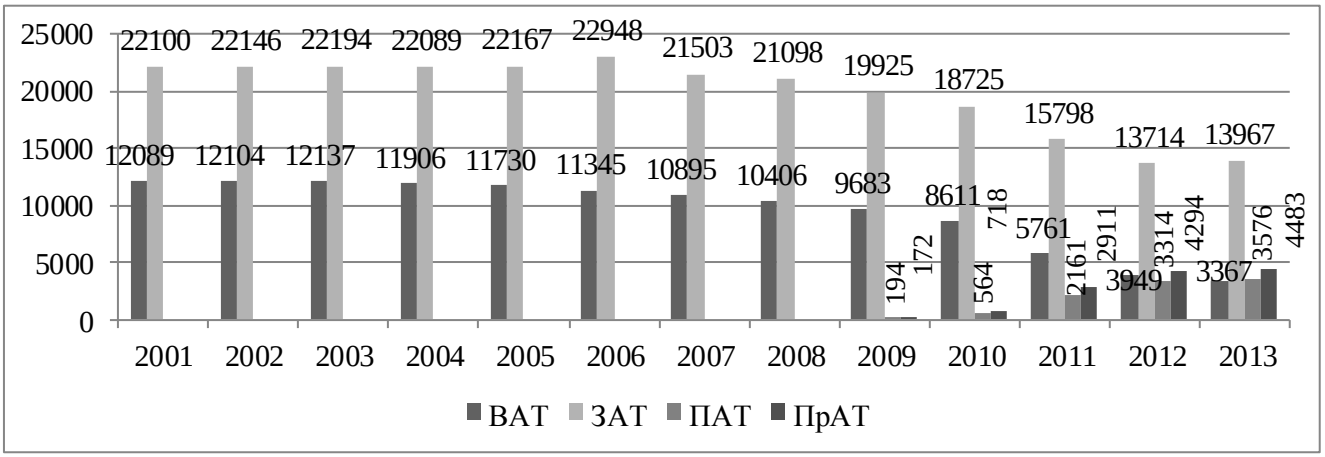


Рис. 3.8. Кількість акціонерних товариств в Україні у 2001–2013 рр.

Джерело. Побудовано на основі [187].

Методи і форми приватизації державного майна в Україні протягом 90-х рр. XX ст. не змогли забезпечити його перехід до стратегічних інвесторів (цей процес розпочався лише з 2000 р.), що призвело до домінування закритих акціонерних товариств (далі – ЗАТ), а нині і приватних товариств (далі – ПрАТ) над публічними (далі – ПАТ) (рис. 3.8), що й досі перешкоджає формуванню

цивілізованого ринку цінних паперів і виведенню на ринок інструментів інвестиційного класу.

Наразі в Україні існує велика кількість «сплячих» АТ: 1) «технічних компаній», які створювались для певної угоди, але залишились в наслідок приватизації (коли майно компанії було розпродано, але закрити цю компанії не вдалось через труднощі цього процесу); 2) середніх підприємств, де сформовано мажоритарний пакет акцій, але великою є частка «сплячих» акціонерів. З усіх зареєстрованих АТ у 2011 р. розкрили звітність 7 784 з них, а у 2012 р. таких компаній було ще менше – 7 241. За деякими оцінками [51], «справжніх» АТ в Україні 3–4 десятки, а інші знаходяться в різному ступені «акціонерної занедбаності». Кілька сотень АТ взагалі не зареєстрували випуск акцій, тобто купівля-продаж останніх є кримінальним злочином.

Ще на перших етапах приватизації в Україні потрібно було врахувати основні параметри інституційного середовища. Їх ігнорування призвело до переконання, що спершу потрібно провести приватизацію, а потім інституційні реформи. У результаті в Індексі глобальної конкурентоспроможності позиції країни суттєво погіршуються: з 2009 по 2014 рр. такі складові групи «Інституції» (табл. 3.5) як права власності знизились із 127 до 135 місця, захист інтелектуальної власності – із 108 до 129, захист інтересів міноритарних акціонерів – із 132 до 139 місця у світі, проте відбувається суттєве покращення цих показників порівняно з попередніми періодами.

Передусім має існувати ефективно функціонуючий ринок капіталу, а також юридичні обґрунтування для процедури банкрутства і примусу до виконання контрактних зобов’язань. Приватизація в Україні надала можливість вузькому колу осіб безконтрольно розпоряджатись величезною масою національного майна почасти за правом титулу власності, що до них перейшов, однак головним чином шляхом фактичного контролю над акціонованим підприємством на противагу розпилених майнових прав мільйонів міноритарних акціонерів. У такий спосіб відбулась неекономічна приватизація,

тому вона у принципі не могла бути економічно ефективною і сформувати «ефективного» власника.

Таблиця 3.5

Позиції України за інституціями в Індексі глобальної конкурентоспроможності у 2009–2015 рр.

	Складові індексу (групи)	2009–2010 (133 країни)	2010–2011 (139 країн)	2011–2012 (142 країни)	2012-2013 (144 країни)	2013–2014 (148 країн)	2014–2015 (144 країни)
Базові умови	**Інституції**	**120**	**134**	**131**	**132**	**137**	**130**
	Права власності	127	135	137	134	143	135
	Захист інтелект. власності	108	113	117	120	133	129
	Суспільна довіра політикам	105	122	115	120	117	96
	Нерегулярні платежі та хабарі	123	127	134	133	130	118
	Незалежність судової влади	123	134	134	124	139	140
	Фаворитизм у рішеннях держ. службовців	109	127	95	119	133	116
	Марнотратство держ. витрат	114	131	125	128	143	138
	Тягар державного регулювання	108	125	130	135	137	115
	Ефективність правових рамок у вирішенні спорів	130	138	138	141	144	129
	Прозорість політики уряду	107	114	116	123	130	104
	Витрати бізнесу на нейтралізацію злочинів і насильства	46	65	77	42	57	97
	Етична поведінка фірм	121	130	126	124	130	98
	Сила аудиту і звітності	117	128	133	122	130	124
	Ефективність корпорат. поведінки	127	90	106	113	103	86
	Захист інтересів міноритаріїв	132	138	138	141	146	139
	Сила захисту прав інвесторів	110	93	93	94	100	105
	Інфраструктура	78	68	71	65	68	68
	Макростабільність	106	132	112	90	107	105
	Охорона здоров'я і початк. освіта	68	66	74	62	62	43

Джерело. Складено на основі [378].

Поширена у нас теза про ключову роль приватної власності в сучасному ринковому господарстві не відповідає нинішньому стану справ у високорозвинених країнах. Так, за дослідженнями теоретиків з корпоративного управління М. Йєнсена і В. Меклінга, що були зроблені ними ще у 1976 рр., дифузія власності, яка виражається у збільшенні кількості акціонерів (власників), об'єктивно призводить до зростання агентських витрат. Власне, останні можна розуміти так: добробут однієї сторони (власника приватного бізнесу) залежить від дій, що виконуються іншою стороною (агентом).

Розрахунки Дж. Енга, Р. Коула, Дж. Ву Ліна, С. Лінна та інших показали, що за збільшення дифузії власності по осі «один власник – одна сім'я – декілька сімей – декілька сімей і холдингові компанії – холдингові компанії» агентські витрати суттєво зростали.

Взагалі, історичне призначення приватної власності полягає у сприянні процесу автономізації економіки в диференційованій соціально-економічній системі, а в основі цього процесу було первісне накопичення капіталу, тобто відокремлення виробника від засобів виробництва. У сучасних умовах ця історична умова вичерпала себе. Образ ринкової економіки з приватною власністю, звідки черпають свої аргументи прибічники сертифікатної приватизації, перетворився у світ фантазій, де акціонери «володіють» великими компаніями і «контролюють» їх. Ґрунтовні дослідження американських економістів А. Берлі і Г. Мінза показали, що особи, які володарюють у великих фірмах Америки, спираються не на «чітко специфіковані права власності» (оскільки їх частка в акціонерному капіталі таких фірм мізерна), а на свою роль організаторів. «Розподілення власності і контролю означає, що слід відрізняти «власність на компанію» від «власності на акцію» [56, с. 103].

Якщо аналізувати сучасні процеси в США, де корпорації набули найбільшого розвитку, то в країні посилюється контроль акціонерів над вищим керівництвом корпорацій і зростає кількість незалежних директорів і афілійованих членів на раді директорів, яка сьогодні становить близько 85 %. Відповідно частка директорів-інсайдерів зменшилась до 15 %. Головною кінцевою метою корпоративної діяльності та основного показника ефективності роботи вищої управлінської ланки стала максимізація доходів і статків акціонерів. Цим можна пояснити віддалення капіталу-власності від капіталу-функції і великі розміри бонусів управляючих активами фінансових інститутів.

В умовах глобальної кризи велика кількість американських фінансових корпорацій зазнала значних збитків, а деякі з них були вимушені продати свій бізнес, але це не завадило виплачувати преміальні керівництву. У Великобританії з 6 квітня 2010 р. було введено разовий податок на бонуси

банківських працівників, що перевищують 25 тис. ф. ст., у розмірі 50 %. Проте ці заходи як антикризові себе не виправдали: хоча надходження податків перевищили первісно заплановані у 4 рази, банки самі сплачували їх за своїх співробітників або істотно підвищували останнім базові суми винагород. У рамках програми скорочення дефіциту бюджету і державного боргу Великобританія також збільшила ставку ПДВ з 17,5 до 20 % і ввела з 2011 р. новий податок на діяльність банків, за допомогою якого формуються фонди антикризової підтримки фінансового сектору.

Як показує досвід, у фінансовому секторі саме права власності визначають поведінку його суб'єктів, адже вони є легітимними вимогами суб'єктів фінансових відносин на розпорядження фінансовим активом і отримуваними доходами. З одного боку, вони можуть заохочувати до певних дій, а з іншого – дозволяти контролювати, блокувати або забороняти використання активу за певних умов. Право власності має включати право на: володіння; користування; управління; одержання доходу; безпеку; безстроковість; відповідальність у вигляді стягнення (можливість стягнення об'єкта власності на сплату боргу); залишковий характер (право на повернення переданих правочинів після закінчення терміну передачі); заборону шкідливого використання; передачу всіх попередніх правочинів (у спадок, за заповітом, за договором). У подальших економічних і фінансових стратегіях України воно має бути пов'язане з: 1) рівноправним співіснуванням і розвитком різних форм власності; 2) формуванням «відповідальної» і «обмеженої» системи приватної власності, що сприяє процвітанню суспільства і кожного суб'єкта фінансового сектору зокрема; 3) створенням економічної зацікавленості в наділенні працівників суб'єктів господарювання власністю; 4) переходом титулу власності у руки публічної влади за збереження вільного перерозподілу всіх інших прав власності у приватногосподарському обороті, тобто інституції власності як такої.

Це є важливою умовою ефективного використання величезного за своїми масштабами національного майна України, а також забезпечення сталості

структур власності і правил привласнення у фінансовому секторі. У цьому сенсі доречними є міркування відомого шотландського філософа і економіста Д. Юма, який вважав, що стабільність володіння, передача власності шляхом згоди і виконання зобов'язань є трьома основними природними законами розвитку [Цит.: 111, с. 41]. Сьогодні неодноразово підкреслюється визнання первинності не «пучка прав», а «пучка відносин» власності. Але потрібно визнати, що економісти і правовики часто забувають, що переваги приватної власності у створенні творчих стимулів для її використання можуть реалізовуватись лише у ринкових умовах. При цьому «парадокс для демократичної системи, яка ніби (?) підтримує інститут приватної власності: держателі зароблених ліквідних ресурсів мають ще і страхувати свої ресурси і знову платити за це, щоб знизити ризик втрат. Зачасту, до речі, свідомих втрат. Адже банки розпоряджаються далеко не своєю власністю, а залученою, чужою власністю. Але, на жаль, ніхто не дає 100 %-ї гарантії і тому держави визначили мінімум (!??) повернення наявних сум на рахунках у банках, які кудись (?) «поділи» чиюсь приватну власність, а, отже, і права людини» [Цит.: 97, с. 296]. З цими порушеннями ніхто не намагається сперечатись, оскільки відбулось інституційне закріплення фінансової дискримінації приватної власності, що відбувається у всьому світі. Отже, найважливіша особливість приватної власності – стабільність – поступово розмивається і перестає бути непорушною у суспільній думці.

Іншою базисною інституцією фінансового сектору, що пов'язана з правами власності, є система контрактів, адже права власності реалізуються через систему стимулів/антистимулів на основі альтернатив, які стоять перед інституційними одиницями, і укладання контракту. Власне, «у грошовій економіці контракти – граматика, а гроші – мова» [327, с. 102]. Сам фінансовий сектор можна вважати мережею комунікативних контрактів між різними інституційними одиницями, а економічний розвиток можливий тільки тоді, коли всі сторони-учасники вірять у виконання зобов'язань, тобто важливим аспектом функціонування цього сектору є контроль за дотриманням фінансових

контрактів – правил, які структурують у часі і просторі взаємовідносини у фінансовому секторі на основі специфікації обмінюваних прав і зобов'язань згідно з досягнутою угодою. Їх призначенням є забезпечення гарантії фінансових потоків.

Ці питання ґрунтовно досліджуються, підтвердженням чого є наявність окремого напряму в сучасному інституціоналізмі – «економіки угод» (Л. Тавено, О. Фавро, А. Орлеан, Р. Буайє), а теорія прав власності доповнюється концепціями «економіки права» (Р. Коуз, Г. Беккер, Р. Познер, Г. Каламбрезі), тобто сучасні концепції інституціоналізму тісно переплітаються.

У теорії економічних організацій виділяється три основних типи контрактів: 1) класичний; 2) неокласичний; 3) стосунківний [386, с. 68–72]. Класичний контракт передбачає, що відносини між сторонами чітко визначені і припиняються після виконання умов угоди; неокласичний – довгостроковий контракт в умовах невизначеності, коли неможливо наперед передбачити всі наслідки укладеної угоди, тому існує необхідність звернення до арбітра; стосунківний – довгостроковий взаємовигідний контракт, у якому неформальні умови переважають над формальними. Якщо у суспільстві етичні норми дозволяють будувати свої відносини більше на довірі, ніж на можливості здійснення формальних правил, тоді угоди будуть носити більш регулярний і складний характер, що і було доведено Дж. Коулменом [296, с. 99]. Він запропонував таку формулу для порівняння ступеня довіри і можливих вигод (збитків) від контракту.

$$\frac{P}{(1-P)} > \frac{L}{G}, \qquad (3.1)$$

де P – вірогідність того, що людям можна довіряти, яка базується на власному досвіді; L – вірогідна втрата у випадку невиконання контракту; G – вірогідний виграш у випадку виконання контракту.

Для реалізації контракту, як правило, вимагається планомірний порядок, що передбачає ієрархію. У сучасній інституційній теорії під фірмою розуміється коаліція власників факторів виробництва, пов'язаних між собою мережею контрактів, у результаті чого досягається мінімізація трансакційних витрат. Тоді у фінансовому секторі фінансовою корпорацією можна вважати коаліцію власників і розпорядників капіталу, пов'язаних між собою мережею зобов'язань, результатом чого є зниження трансакційних витрат, про які йтиметься нижче. Зазначимо, що досконалого контракту не існує, більш того, «… у контракті сформульовані умови для майбутнього, яке неможливо повністю передбачити, тому взаємовідносини між фірмами повинні ґрунтуватись на чесній поведінці та довірі. Більшість учених вважає: чим більший ступінь довіри – тим нижчі трансакційні витрати» [232, с. 107].

У розвинених країнах «ядром» системи контрактів є певний набір формальних контрактів, а у перехідних – неформальних між провідними «гравцями». Це безповоротно накладає відбиток на розподіл контролю, процес прийняття рішень і характер взаємодії із зовнішнім інституційним середовищем. У фінансовому секторі ми виділяємо інституційну впорядкованість, що відображає сукупність прав, які формально закріплені в контрактах, а також у численних неформальних угодах і механізмах підтримання репутації. Вона має забезпечувати єдині правила і механізми, які дозволяють вносити зміни у закони або систему контрактів. Оскільки такі угоди укладаються добровільно в індивідуальному порядку, то інституційна впорядкованість являє собою передусім результат зміцнення нових етичних і правових норм фінансових відносин.

На ринку фінансових послуг ми виділяємо такі типи договорів:

1) договори, що необхідні для регулювання так званих разових операцій, або між професійними учасниками або між інвестором і реципієнтом інвестицій (наприклад, кредитна угода між банком і підприємством-реципієнтом коштів);

2) договори, що укладаються між професійним учасником ринку та інвестором (клієнтом) на основі стандартних типових форм (договір

банківського вкладу, договір адміністратора НПФ з клієнтом-учасником НПФ, договір між торговцем цінними паперами і клієнтом на управління цінними паперами тощо). Зазвичай умови таких договорів сформульовано у правилах (умовах) надання відповідних професійних фінансових послуг, які підлягають узгодженню з регулятором;

3) комплекси взаємопов'язаних між собою договорів, які утворюють систему норм – правил (стандартів), що забезпечують надання комплексу послуг інфраструктури ринку (наприклад, правила фондової біржі, СРО тощо).

Невиконання договірних зобов'язань, як вважає Дж. Кейнс, матиме два наслідки: 1) кумулятивний ефект, тобто порушення зобов'язань одного призведе до порушення зобов'язань іншого, і, таким чином, хвиля невиконання зобов'язання, як снігова куля прокотиться по всій економіці; 2) контрактні зобов'язання, які встановлюються у грошах і погашаються грошима. Це створює мотив перестороги у зберіганні грошей. Цей мотив визначається, зокрема, як підстави для зберігання готівки з метою забезпечення резервів для усілякого роду випадковостей, що вимагають раптових витрат [69, с. 289]. Пізніше під цими «випадковостями» стала розумітись необхідність виконання зобов'язань економічного агента перед своїми партнерами, у той час, коли інші його партнери свої зобов'язання перед ним порушили.

Не потрібно доводити, що тривалий період фінансовий сектор економіки України демонстрував низький рівень виконання контрактів. У підсумку позаконтрактна поведінка стала нормою ділових відносин, а більшість контрактів, що укладаються у фінансовому секторі, настільки формалізовані і деталізовані, що залишають позаду західні аналоги. При цьому їх реальні параметри мають ще менше відношення до зафіксованого на папері, ніж раніше. Зростаюча формалізація контрактів пов'язана передусім з превентивним захистом ринкових агентів від потенційної агресії за допомогою різноманітних тіньових схем з боку конкурентів. За таких умов держава не спроможна або не бажає ефективним способом забезпечувати виконання контрактів.

Так званий інфорсмент (англ. enforcement), або забезпечення виконання контрактів, входить до розрахунку Всесвітнього індексу легкості ведення бізнесу [302], де у 2014 р. Україна посіла 112 місце, (2013 р. – 140, 2012 – 152, 2011 – 145, 2010 р. – 149 місце). Для порівняння, Росія посідає 92 місце. Ефективна система примусового забезпечення виконання контрактів в індексі складається з трьох розділів: кількості процедур; часу, необхідного для здійснення цих процедур; витрат (у відсотках від суми позову), що несуть фірми, які домагаються виконання контракту. У 2013–2014 р. за цим індексом Україна продовжує посідати 45 місце. Кількість процедур складає 30, в Європі і Центральній Азії – 37, ОЕСР – 31; строк (дні) – 378, 441 і 529 відповідно; судові витрати у позовах – 43,8, 25,5 і 21 %. Це означає, що кількість процедур є практично співставною з іншими країнами, кількість днів є меншою, проте дуже високими є судові витрати, що свідчить про потребу посилення юридичного забезпечення прав власності. З іншого боку, показник реєстрації прав власності суттєво підвищився: з 158 місця у світі у 2013 р. до 97 у 2014 р. На сьогодні кількість процедур складає 8 (у Європі і Центральній Азії – 6, ОЕСР – 5), строки – 45 днів (26,5 і 24,1 відповідно), часткою у вартості власності – 1,9 % (2,8 і 4,4).

Таблиця 3.6

Рейтинг України за показниками виконання контрактів в Індексі фінансового розвитку у 2008–2012 рр.

Рік (кількість країн) / Показники	2008 (52)	2009 (55)	2010 (57)	2011 (59)	2012 (62)
Виконання контрактів	44	45	49	54	51
ефективність законодавчих органів	46	51	55	58	59
незалежність судової влади	48	54	56	59	58
незаконні виплати при прийнятті судових рішень	45	46	57	60	61
час для забезпечення виконання контракту	14	13	9	9	9
кількість процедур для забезпечення виконання контракту	10	10	11	13	13
індекс сили захисту інвесторів	47	52	44	47	48
вартість виконання контрактів	-	50	52	55	56

Джерело. Складено на основі [378].

Якщо ж аналізувати позиції України в Індексі фінансового розвитку (табл. 3.6), то рейтинг виконання контрактів знизився із 44 місця у 2008 р. до 51 у 2012 р. Це зниження відбулось за рахунок зниження рейтингу стосовно ефективності законодавчих органів, незалежності судової влади, незаконних виплат при прийнятті судових рішень, вартості виконання контрактів. Проте знизився час для забезпечення виконання контракту.

Як показує аналіз спеціальної літератури, останнім часом увага багатьох дослідників сконцентрована не тільки на інституційних трансформаціях з урахуванням впливу базисних інституцій, а й проблемах трансакційних витрат. Якщо спершу вони розумілись як витрати функціонування ринкового механізму, то сьогодні їх вважають витратами функціонування економічної системи, в тому числі і її фінансового сектору. Чим складнішим є останній, тим більше у ньому опосередкованих зв'язків і відносин, задіяних економічних суб'єктів, і тим актуальнішою є проблема трансакційних витрат, що створюються системою фінансових відносин.

3.3. Особливості формування трансакційних витрат у фінансовій діяльності

Вперше поняття трансакційних витрат було введено у науковий вжиток у 1930-х рр. Р. Коузом у праці «Природа фірми» [295] для пояснення створення й існування фірм, коли за кожної угоди необхідно володіти інформацією, проводити перемовини, здійснювати нагляд, встановлювати взаємозв'язки тощо. За розповсюдженим визначенням О. Вільямсона, «трансакційні витрати є еквівалентом тертя в механічних системах» [386, с. 53], а Я. Корнаї прямо використовує термін «тертя» для опису чинників, які перешкоджають оперативному укладанню угод між економічними агентами. Відійшовши від аналогії з фізикою, до категорії трансакційних він відносить будь-які витрати,

що пов’язані з координацією і взаємодією економічних суб’єктів [143, с. 49]. У свою чергу, К. Менар пропонує «назвати трансакцією будь-який трансферт прав користування товарами і/або послугами між технологічно розділеними одиницями» [172, с. 34]. Здебільшого трансакційні витрати пов’язуються з правами власності.

Дещо запізніле включення трансакційних витрат в економічну теорію можна пояснити тим, що ортодоксальна економічна теорія припускала наявність повної інформації, отже, і відсутність витрат на її отримання. Взагалі, сучасні економісти запропонували велику кількість варіантів визначення трансакційних витрат: «витрати з обміну правами власності», «витрати із здійснення та захисту контрактів», «витрати отримання вигод від спеціалізації і розподілу праці». Так, наприклад, О. Вільямсон звертає увагу на витрати опортуністичної поведінки, Дж. Стіглер – витрати отримання інформації, М. Дженсен і У. Меклінг – витрати, які виникають в межах відносин «поручитель-виконавець», передусім – витрати контролю за поведінкою виконавця, А. Алчіан і Г. Демсец – витрати координації між різноманітними ресурсами у процесі виробництва, Й. Барцель – витрати вимірювання [67, с. 518–519]. К. Менар виділяє такі типи трансакційних витрат – на виділення, інформацію, масштаб, опортуністичну поведінку [172, с. 31–33], Дж. Коммонс – угоди, трансакції управління і трансакції регулювання [297, с. 468–657].

Узагальнюючи всі існуючі підходи, ми можемо зробити висновок, що фінансові трансакції – це самі фінансові угоди, а трансакційні витрати у фінансовому секторі – це витрати, що пов’язані з присутністю фінансового інституту і здійсненням угод на ринку капіталу, тобто витрати за здійснення угоди, а не за її межами. При цьому потрібно виділяти трансакції, які здійснюються на ринку, тобто поза межами організації, а також інтеракції, які здійснюються у ній. Тож під фінансовими інтеракціями розумітимемо взаємодії фінансових корпорацій та інших інституційних одиниць, які вони здійснюють без вступу у фінансові угоди і обміну прав власності. Зауважимо, що поняття трансакційних витрат часто пов’язується з опортуністичною поведінкою –

«дбання про власний інтерес, що доходить до віроломства» [386, с. 21], тобто за порушення закону і норм моралі.

І «якщо простого економіста цікавлять оплачувані зовнішні витрати з виробництва товарів і послуг, а «гарного» економіста – витрати і внутрішні, які розраховуються за особливими методиками, то інституційний економіст має, окрім усього іншого, звернутись до витрат/корисності функціонування всієї інституційної системи. Ці сукупні витрати/корисність відображають вартість, а відповідно і ефективність функціонування певної моделі господарювання, якій інституції задають стратегічну генерацію і разом з цим обмеження розвитку» [Цит.: 127, с. 80]. У фінансовому секторі трансакційні витрати стосуватимуться передусім економічних правил (рис. 3.11), адже їх стимулююча роль пов'язується з ефективною організацією трансакцій, наслідком яких є реалізація вигод від виробництва і торгівлі фінансовими послугами.

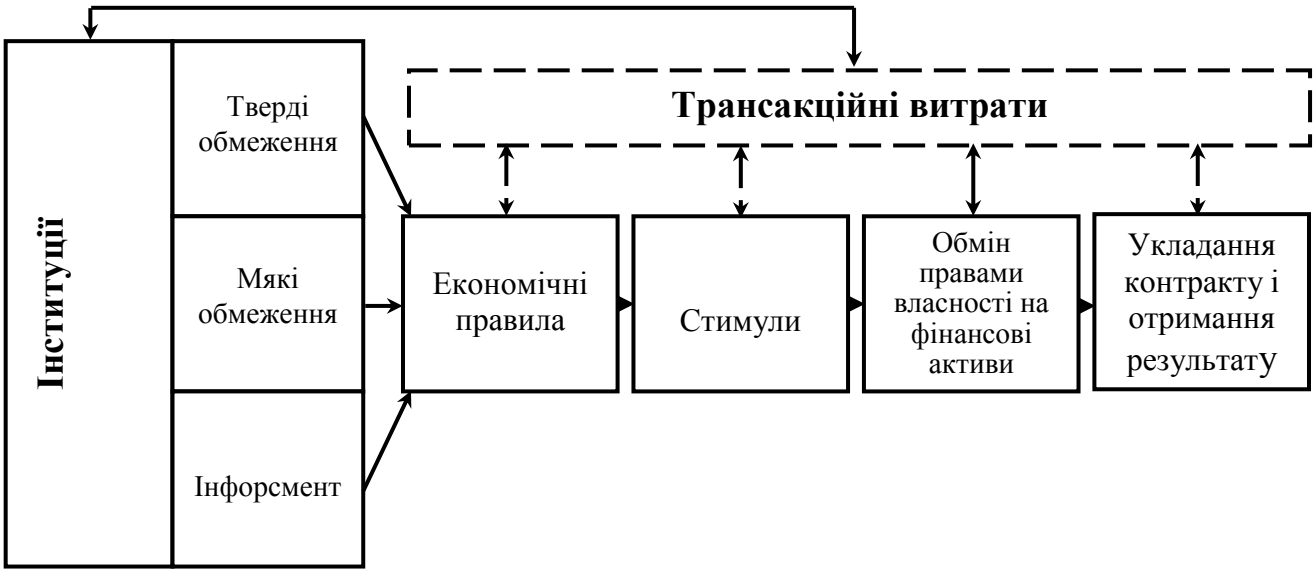


Рис. 3.11. Формування трансакційних витрат у фінансовому секторі

Джерело. Побудовано автором.

Вище нами було подано визначення фінансового посередництва як виду економічної діяльності з точки зору фінансової теорії, проте не було застосовано інституційного підходу. Тож розуміючи сутність інституцій і трансакцій, фінансовим посередництвом вважатимемо інституцію, що

покликана здійснювати постійні фінансові трансакції між інституційними одиницями економіки (передачу прав власності) на певних умовах. Такі трансакції можуть бути прямими (акумуляція грошових коштів з наступною їх пропозицією) і зворотними (надання кредитів, сплата процентів тощо). Як доводить практика, прямі трансакції мають менші трансакційні витрати порівняно зі зворотними. Наприклад, неповернення кредиту взагалі можна вважати інституційною пасткою.

Трансакційні витрати у фінансовому секторі включають у себе витрати на: пошук партнерів, інвесторів, клієнтів; ведення конкурентної боротьби (подолання цінового тиску, захист зайнятого сегмента фінансового ринку, боротьба за нові ринки тощо); усунення помилок в організації, управлінні, бізнес-системі; оплату послуг фінансових посередників, а також допоміжних інституційних одиниць; адаптацію бізнес-систем (налагоджування механізмів погодження інтересів суб'єктів фінансового сектору, зокрема погодження попиту та пропозиції фінансових активів, фінансових послуг тощо) [127, с. 82].

Якщо розглядати особливості діяльності будь-якої фінансової корпорації, то трансакційні витрати можна згрупувати за етапами ведення фінансової діяльності:

1) дослідження фінансового ринку для входу на нього – витрати, що пов'язані з отриманням необхідної інформації (нормативно-правова база, попит на даний вид діяльності, потенційні конкуренти тощо);

2) пошук необхідних ресурсів – платежі за доступ до матеріальних, фінансових та інтелектуальних ресурсів, витрати на пошук необхідної інформації, отримання вигідних контрактів, індивідуальних пільг і привілеїв тощо;

3) набуття прав власності – платежі за отримання прав власності (реєстрація, ліцензування, сертифікація), витрати, що пов'язані з подоланням бюрократичних бар'єрів, формальна і неформальна оплата послуг представників державної влади;

4) організація і управління створеною фінансовою корпорацією/квазікорпорацією – витрати, що пов’язані з підбором і навчанням персоналу, орендою приміщення, придбанням обладнання тощо;

5) вихід на ринок – витрати, що пов’язані з отриманням інформації про стан ринку, оплатою маркетингових послуг, прогнозної інформації, рекламних послуг;

6) діяльність на ринку – витрати укладання угод, забезпечення якості фінансових послуг, оплата юридичних і посередницьких послуг, витрати конкурентної боротьби тощо;

7) забезпечення ліквідності, дохідності, безпеки і зростання акумульованого капіталу;

8) відносини з партнерами і клієнтами – витрати, що пов’язані з виконанням зобов’язань, оплата судових витрат, витрати на пошук і придбання інформації про партнерів і клієнтів тощо;

9) звітність, сплата податків і платежів – витрати, пов’язані зі зміною податкового законодавства, невідповідність стандартів обліку, оплата бюрократичних послуг, корупційні витрати тощо;

10) захист прав власності – оплата юридичних послуг, аудиторських перевірок, судові витрати, бюрократичні і корупційні витрати;

11) взаємовідносини з державними регуляторами, саморегулівними організаціями тощо – витрати, пов’язані з захистом інтересів;

12) закриття бізнесу – витрати, пов’язані з реалізацією процедури ліквідації фінансової корпорації.

Побудована нами класифікація трансакційних витрат у фінансовому секторі (табл. 3.7) базується на підході О. Вільямсона, який виділяє витрати до і після укладання угоди (ex ante і ex post) [386, с. 55–59].

Трансакційні витрати можна також класифікувати за: а) періодичністю проведення – елементарні (разові) і перманентні (повторювані); б) рівнем ієрархії – міжнародні; державні; фінансової корпорації; в) складністю – однорідні і складні; г) відношенням до економічної системи – сталі і ті, що

пов’язані з перетвореннями; д) залежністю очікуваних та фактичних результатів трансакції – трансакційні витрати; трансакційні втрати; трансакційні екстерналії (антивитрати); д) легальністю – легальні та нелегальні.

Таблиця 3.7

Класифікація трансакційних витрат у фінансовому секторі економіки

Витрати *ex ante*	**Витрати *ex post***
Витрати на пошук інформації про фінансовий стан фінансової установи, реальної вартості фінансових інструментів, ситуації на фінансовому ринку; Втрати, що пов’язані з неповною і недосконалою інформацією	Витрати моніторингу і попередження опортунізму: витрати на контроль за діяльністю суб’єктів фінансового сектору, зокрема фінансових посередників, емітентів тощо; попередження ухилення від виконання зобов’язань
Витрати на ведення переговорів: витрати на ведення переговорів про умови здійснення фінансових операцій; вибір форми угоди	Витрати на специфікацію і захист прав власності: витрати на вирішення судових справ; витрати часу і ресурсів на відновлення порушених у ході виконання фінансових операцій прав; втрати через неналежну специфікацію прав власності і ненадійний захист
Витрати зміни: витрати, необхідні для зміни якості фінансових послуг	Витрати захисту від третіх осіб: витрати на захист від претензій третіх осіб (держави, організованої злочинності, рейдерських атак) на частину корисного ефекту, що отримується у результаті фінансових операцій
Витрати на укладання контрактів: витрати на юридичне, нелегальне або неформальне оформлення угоди	

Джерело. Складено на основі [386].

Щодо останніх, то різні дослідники трансакційних витрат виділяють легальний і нелегальний сектор економіки. У легальному секторі, якому і має відповідати фінансовий сектор, Е. де Сото виділяє «ціну підпорядкування закону» як різновид трансакційних витрат [245, с. 176–189]. Використовуючи методологію, запропоновану цим автором, ми пропонуємо оцінювати рівень трансакційних витрат у процесі фінансової діяльності у такий спосіб:

$$TC = N + T_m + B + T_x + S_f + T_{ms} + M_g, \qquad (3.2)$$

де *TC* – трансакційні витрати, *N*– кількість процедур для початку діяльності; T_m – час для початку діяльності; *B* – вартість хабарів за успішне проходження бюрократичних процедур і забезпечення преференційних умов; T_x – податкові платежі; S_f – витрати з неформального забезпечення захисту і виконання контрактів (витрати на «кришу», підкуп посадових осіб тощо); T_{ms} – альтернативна вартість витрат часу з пошуку достовірної інформації про контрагентів, перевірки їх надійності, інші інформаційні витрати; M_g – витрати з моніторингу виконання контрактів.

Звичайно, перераховані витрати не відображають усієї їх різноманітності, однак дають загальну картину. Деякі можуть бути виміряні експериментально, наприклад, організацією реально діючого фінансового інституту і проходженням усіх бюрократичних процедур. Іншим властиве безпосереднє вимірювання, наприклад, порівняння рівня оподаткування з оптимальним, офіційні тарифи на проходження бюрократичних процедур у фінансовій діяльності тощо. Очевидно, що в сучасних умовах необхідним є ретельне дослідження трансакційних витрат фінансового сектору якщо не за конкретним видом, то хоча б їх сукупності:

$$TC = TrC + TrCi, \qquad (3.3)$$

де *TrC* – фінансові трансакції, *TrCi* – трансакційні витрати, що опосередковують інституційні трансформації. Вони включають не тільки витрати на ліквідацію старих інституцій, але й необхідні витрати на формування нової інституційної організації фінансового сектору.

Варто зауважити, що трансакційні витрати у фінансовій діяльності зростають сьогодні у всіх країнах світу, що пов’язано насамперед з відділенням управління від власності. Якщо раніше власники фінансових корпорацій самі управляли своїм бізнесом і визначали довгострокову перспективу, то сьогодні більшістю компаній управляють наймані менеджери, які зацікавлені лише в зростанні поточного прибутку і капіталізації, часто за допомогою маніпуляцій.

В Індексі глобальної конкурентоспроможності можна знайти інституції, що мають пряме відношення до функціонування фінансових інститутів та їх трансакційних витрат (див. табл. 3.6). Україна та її фінансовий сектор не зможе реалізувати свій потенціал насамперед через погані інституції, адже за цим показником країна займає 132 місце серед 144 країн. Катастрофічна ситуація не тільки з правами власності, а й хабарами, правовими рамками у вирішенні спорів, обсягом оподаткування. Як зауважує академік В. Геєць, «за наших умов процеси руйнування старої інституційної структури і відновлення нової виявились значно розірваними у часі. Як результат, трансакційні витрати зросли багаторазово, причому цей процес носив мультиплікативний характер. За експертними оцінками, трансакційні витрати зросли в різних областях з 10–20 до 30–50 % від рівня цін кінцевого споживання. Таке навантаження не здатна витримати без втрат навіть найрентабельніша економіка» [37, с. 428]. Не виключенням є і фінансовий сектор економіки, де трансакційні витрати, що пов’язані з виходом фінансового інституту на ринок, підтриманням ділових контактів, охороною бізнесу, інфраструктурним супроводом і корупцією є надзвичайно великими і мають тенденцію до зростання. У 2012 р. респонденти поставили «доступність кредитів» на перше місце в рейтингу перешкод для бізнесу. За стійкістю банків країна спустилась з 133 місця у 2009 р. до 142 (серед 144 країн) у 2012 р.

У сучасних умовах, коли Україна демонструє аутсайдерські позиції у світових рейтингах, трансакції є однією з умов і результатів реформ. У випадку дискретності між старими інституціями, що ліквідуються, і новими може виникнути негативний ефект хаосу і невизначеності. Це той випадок, коли відсутньою є визнана більшістю ідеологія, яка дозволяє розуміти поточні проблеми і планувати майбутні сценарії, особливо для країн, що розвиваються.

У випадку генезису інституцій фінансового сектору за упорядкування потоку трансакцій відбувається поступовий відбір кращих практик такого роду, коли юридична форма й економічний зміст фінансового активу будуть втілені у фінансовому інструменті. Використання цього інструменту приносить значний

економічний ефект, відслідковування якого є можливим як на рівні мікроструктурних взаємодій, так і на агрегованому рівні, що відображає частоту угод купівлі-продажу (оскільки у цьому випадку спостерігається не тільки зниження трансакційних витрат, але і можливості купівлі-продажу в умовах частково співпадаючих і частково конфліктуючих інтересів).

Для оцінки трансакційних витрат на макроекономічному рівні професори Дж. Волліс і Д. Норт у 1986 р. запропонували поняття «трансакційного сектору», до якого вони включили і фінансовий сектор (страхування і банківський сектор) поряд з оптовою і роздрібною торгівлею, операціями з нерухомістю, державним трансакційним сектором. Емпіричні розрахунки цих дослідників показали, що його частка у ВВП за 1870–1970 рр. зросла у США із 26 до 54 % [382]. При цьому такий підхід неодноразово піддавався критиці, через недостатнє роз'яснення питання щодо того, як саме необхідно змінити систему національного рахівництва для отримання бажаних результатів. С. Архієреєв у своїй праці «Трансакційний сектор економіки України» [9] відмічає, що його розміри не тотожні розміру трансакційних витрат, оскільки до трансакційного інституційного сектору може бути включеним тільки внесок інституційних одиниць, що спеціалізуються на здійсненні трансакцій.

Проте, незважаючи на критичні оцінки методики, вона є першим кроком до визначення важливості трансакційного сектору в економіці. Нею скористався В. Кокорєв, який провів аналіз динаміки трансакційних витрат у трансформаційному і трансакційному секторах економіки Росії, а в Україні нею скористались М. Вергуненко і Ж. Поплавська.

У дослідженні трансакційного сектору економіки існує кілька підходів. Наприклад, І. Хасанов розглядає цей сектор економіки як групу галузей, які надають фінансові послуги та забезпечують трансакції з фінансовими активами, створюючи умови для ефективного відтворювального процесу економічної системи, тобто фінансовий сектор. І. Коропецький виділяє три трансакційні галузі – торгівлю, комунікації і фінанси. На думку С. Архієреєва [9], цілком у трансакційний сектор входить тільки так званий сектор фінансових корпорацій.

Крім того, до нього входять галузі сектору нефінансових корпорацій, пов’язані із здійсненням товарних трансакцій, і частково сектор загального державного управління, тобто переважно галузі, що забезпечують проведення товарних і фінансових трансакцій.

Існування трансакційного сектору передбачає існування трансакційної діяльності, головною функцією якої, як вважається, є здійснення трансакцій (тобто в обміні правами власності) або допоміжна діяльність, яка безпосередньо обслуговує реалізацію цієї функції. За цим підходом до неї можна віднести лише оптову і роздрібну торгівлю (за винятком ремонту), транспорт, операції з нерухомим майном, фінансову діяльність. «Зміст трансакції, крім передачі права власності, повинен також включати відчуження і присвоєння прав доступу до інституцій, створених у суспільстві. Тобто трансакційна діяльність відрізняється тим, що не продукує матеріальних благ, а лише обслуговує і створює необхідні передумови розвитку економіки» [88, с. 172].

Ми спробували відтворити динаміку складових трансакційного сектору України і виявили, що в економіці відбуваються певні структурні зрушення [88]. Суттєве збільшення трансакцій, власне, у фінансовому секторі, можна пояснити тією обставиною, що обсяг трансакцій залежатиме від зменшення рівня невизначеності для нових контрагентів. Якщо партнери фінансової операції поводяться згідно із загальноприйнятими правилами, їх поведінку можна передбачити: обсяг трансакцій зросте, а ступінь невизначеності знизиться. У міжнародних співставленнях трансакційний сектор України практично дорівнює таким секторам у Німеччині і Канаді. У цілому ж дослідження цього сектору економіки вимагає чіткого визначення його сутності, переліку видів діяльності, формування методичних засад оцінювання ринку трансакційних послуг, а також комплексної програми розвитку цього сектору економіки.

Повертаючись до згадуваних нами трансакційних витрат, потрібно зазначити, що справжнім їх джерелом є диференціація та інтеграція видів фінансової діяльності у реаліях інформаційної асиметрії агентів. Якщо раніше до основних факторів виробництва відносились праця, земля і капітал, то

сьогодні до них додалась інформація. Остання відіграє важливу роль у функціонуванні фінансового сектору і зниженні трансакційних витрат, особливо інформація про фінансовий стан економічних агентів, ціни на фінансові інструменти. Саме тому у суспільстві формується, за термінологією Дж. Бойда і Е. Прескотта, так звана «коаліція власників інформації» [291]. Власне, банки як сховища універсального суспільного багатства зрослись з «банками даних». Це стало можливим завдяки новій інформаційній функції грошей, яку вони стали виконувати з переходом етапу паперових і запису на рахунках банків до електронного вигляду, а також новій функції самих банків – установ, що спеціалізуються на зборі й використанні інформації. Але в умовах структурованих фінансових продуктів ці функції довели свою неспроможність: сек'юритизація призвела до втрати інформації через анонімне посередництво між кредиторами і позичальниками. Відповідальність за інформаційну складову була передана рейтинговим агентствам і, як правило, покупець траншів облігацій, забезпечених борговими зобов'язаннями, не повинен витрачати сили на збір інформації про своїх контрагентів. Банки мінімізували свою відповідальність через процес сек'юритизації, але повинні були знизити і ліквідувати асиметричність інформації – ситуацію, коли одна сторона є більш інформованою за іншу, і знає про свою інформаційну перевагу. Як пише С. Фішер, «функціями фінансових посередників є зменшення трансакційних витрат для вкладників та інвесторів, а також проблем асиметричної інформації, що притаманні відносинам між інвесторами і підприємцями» [307]. Існує й інший бік такої інформації, коли вона виникає з об'єктивних причин. Наприклад, Дж. Стігліц зазначає, що збільшення прозорості фінансових компаній не змінить ситуацію, оскільки справа не у нестачі інформації, а навпаки, у її надлишку: деривативи настільки ускладнюють сучасний фінансовий сектор, що інвестор неспроможний оцінити ризики [359]. Проте це не є підставою для зниження транспарентності фінансової діяльності, адже прозорість потрібна зрячому (компетентному). Наразі з підвищенням загального рівня фінансової грамотності всіх учасників ринку капіталу можна зменшити

рівень інформаційної асиметрії та наблизити її до оптимальної, якщо не до абсолютної.

Асиметричність інформації призводить до несприятливої зміни вектора розвитку фінансового сектору України у цілому, і фінансової установи зокрема, адже вона «на фінансових ринках фактично є антитезою їх прозорості, що безпосередньо впливає на їх ліквідність» [147, с. 46]. Нині маємо такі проблеми:

1) одержання інформації пов'язане з витратами коштів, тобто менш інформованій стороні доводиться витрачати кошти на отримання додаткової інформації, на розробку більш складних контрактів і на страхування фінансових ризиків;

2) не завжди інформація є надійною. Навіть інформація, отримана фінансовим інститутом сьогодні, що була точною, наступного дня може застаріти через зміни інституційного середовища. Окрім цього, близько 60 % інформаційних даних, що надаються суб'єктами ринку регуляторам, містять помилки;

3) когнітивні можливості фінансового інституту в особі його працівників, які безпосередньо займаються аналізом наданої інформації, є обмеженими; не у всіх фінансових інститутах є кваліфіковані спеціалісти, які мають достатні знання і навички, що дозволило б адекватно опрацьовувати інформацію, що постійно надходить.

Асиметричність інформації ми пов'язуємо із проблемою морального ризику (moral hazard) [1], що набуває специфічних рис у фінансовій діяльності.

Під час останньої фінансової кризи ризик був сконцентрований у декількох великих інвестиційних банках і компаніях (AIG, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Washington Mutual та ін.), що призвело до появи суб'єктів, які отримали назву «занадто великих, щоб упасти» (Too-Big-to-Fall, TBTF). Їх масове банкрутство могло призвести до краху світового фінансового сектору,

[1] Проблемаморального ризику пов'язана із розповсюдженням після Великої депресії в США схем страхування депозитів, що знижувало ризик банківської кризи через «набіги на банки», але втрачались стимули вкладників до моніторингу діяльності фінансових установ. Через це останні можуть застосувати більш ризиковані стратегії в умовах нівелювання ефекту масового відкликання депозитів, а у фінансову сферу прийдуть авантюрні підприємці.

тож уряди всіх країн почали допомагати своїм фінансовим інститутам. Моральний ризик у даному випадку полягав у тому, що останні знали про те, що наражаються на великий ризик, а за критичних подій їм допоможуть. Більшість економістів вважає, що не варто підтримувати TBTF: уряд має відійти вбік і дозволити крупним фінансовим інститутам збанкрутувати. На практиці ж збанкрутілі фінансові установи були вимушені відправити у відставку своїх менеджерів, що захопились спекуляціями з коштами клієнтів, але не з ганьбою, а з багатомільйонними бонусами. Більшість помилок фінансистів є наслідком незадовільного підбору кадрів і контролю за їх діяльністю через недостатню прозорість фінансового сектору (і міжнародного, і національного). Наразі Федеральна корпорація зі страхування депозитів США оприлюднила такі цифри: банкрутство банків (157 банків у 2010 р.) обійшлось у 2010–2014 рр. у 45 млрд дол. [367].

В Україні одним із результатів фінансової кризи стало збільшення частки держави у банківському капіталі у 4 рази, що потребувало витрат у розмірі 17 млрд грн (Родовід Банк – 8,4 млрд грн (частка держави – 99,99 %), Укргазбанк – 5 млрд грн (87,7 %), «Київ» – 3,56 млрд дол. (99,93 %) лише за два роки. За підсумками 2011 р., лише останньому вдалось отримати прибуток у 11,5 млн грн, а збитки Укргазбанку (3,6 млрд грн) і Родовіду (1,1 млрд грн) на дві третини сформували від'ємний фінансовий результат усієї банківської системи. На цей бік проблеми в Україні звертають увагу представники МВФ: «повернути всі 17 млрд, які було вкладено в рекапіталізовані банки, неможливо. Треба зупинити зростання ціни порятунку проблемних банків для суспільства. Це проблема не вкладників – вони одержать свої гроші. Це проблема платників податків, які втрачатимуть гроші через уливання нового капіталу в проблемні банки» [49].

Масовий порятунок фінансових установ завдав нищівного удару по національних державних фінансах. На тлі падіння виробництва рівень державного боргу в ряді країн злетів у 2–4 рази. За 2007–2012 рр. він підвищився у Франції з 64,2 до 109,3 % до ВВП, Німеччині – з 65,2 до 88,3,

США – з 64,1 до 105,1, Великобританії – з 44,4 до 102,4, Португалії – з 68,3 до 134,5, Іспанії – з 36,2 до 92,8, Ірландії – з 24,8 до 127,5, Ісландії – з 28,5 до 129,6 % (див. дод. Л табл. Л.3).

На світовому рівні вводиться визначення фінансової установи, «занадто великої, щоб ігнорувати» (Too-Big-to-Ignore). Це означає введення поняття системно значимої фінансової установи, а також установлення для неї більш високих стандартів регулювання і нагляду: більш жорсткі нормативні показники капіталу, ліквідності і бонусів; відповідність діловим і етичним вимогам для ради директорів; обмеження на високоризикові операції; передбачення механізму впорядкування ліквідації збанкрутілої фінансової установи з встановленням конкретних правил відносно того, хто отримує виплати першим, і мінімальних збитків для кредиторів; створення фонду санації для системно значимих установ зі сплатою ними коштів. Окрім цього, у 2012 р. експертами було введено поняття «занадто взаємопов'язані, щоб збанкрутувати», під якими розуміють фінансові установи і країни, які настільки вбудовані в мережу, що вони спричиняють загрозу стійкості всієї фінансової системи (набору гравців, які пов'язані між собою фінансовими договорами). Методологією, яка допомагає її подолати, стає мережевий аналіз, що використовується в епідеміології для дослідження розповсюдження хвороб.

Зрештою виникає необхідність вироблення заходів із забезпечення стійкості фінансового сектору. Так, наприклад, у Великобританії вносяться пропозиції із гарантування «токсичних активів» (toxic assets) – фінансового сміттєвого кошику, який фінансуватиметься платниками податків, а в Німеччині і Італії пропонується створити «поганий банк» (bad bank) – державний банк, що акумулюватиме проблемні кредити інших банків. Така сама ініціатива висувається комерційними банками в Україні, які пропонують виділити з проблемних установ «живу» частину активів і гарантовані (до 200 тис. грн) пасиви з наступною їх передачею на конкурсній основі працюючим банкам. Зміст механізму: депозити й активи переводяться у життєздатний банк, який одержує гроші у Фонду гарантування на виплати вкладникам. Одночасно цей

банк починає реалізацію активів, отриманих разом з депозитами, а надалі відбувається повернення коштів Фонду. Однак виникає питання, що робити з «поганим банком», з якого заберуть усі робочі активи разом з гарантованими Фондом депозитами? Тобто вкладники-юрособи і власники великих депозитів залишаться без шансів повернути кошти [49].

З 2008 р. у світі не сприймається порятунок фінансових установ за рахунок держави і платників податків. Інший механізм було апробовано Єврокомісією, Європейським центральним банком і МВФ на Кіпрі, де депозити у збанкрутілих банках будо заморожено, а механізми конфіскації коштів кредиторів і вкладників за необхідності вже прийнято у Швейцарів і Франції аналогічно до ініціатив американського закону Додда-Френка. Наразі дедалі більше банківських установ світу випускають так звані «кокоси» (від англ. contingent convertibles) – конвертовані у акції банку боргові ціні папери, які дістаються власникам великих вкладів.

За експертними оцінками, у 2014 р. 30 банків України збанкурутувало (17 % загальної кількості банків), що становить 14 % активів системи і 16 % депозитів фізосіб (близько 72 млрд грн) [49]. Банкрутство може створити Фонду гарантування проблем на 25 млрд грн. НБУ шукає можливості для санації крупних банків, передусім за рахунок приватних інвесторів. Тим часом, затверджені поправки до держбюджету 2014 р. формують умови для капіталізації і рекапіталізації банків за рахунок випуску ОВДП понад норму з наступним придбанням у державну власність в обмін на ці облігації акцій додаткової емісії банків.

З метою забезпечення зниження морального ризику і прозорості банківської системи в Україні було прийнято ЗУ «Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків» від 17.07.11р. [216], який зобов’язав банки розкривати НБУ структуру власності і власників істотної участі (більше 10 %). Утім у 2013 р. дві третини банків України приховували своїх реальних власників, більшість з них записані на офшорні компанії. З метою формування списку власників банків НБУ було розіслано телеграму

«Про надання відомостей про структуру власності», тобто якщо раніше банки мали звітувати тільки про власників існуючої участі, то тепер вони мають подавати структуру власності у схематичному вигляді (при цьому на сайті НБУ інформація про власників банків не поновлювалась вже майже два роки, що є порушенням ст. 68 ЗУ «Про Національний банк України»). Нерідко банки дроблять пакети акцій між різними фізичними і юридичними особами з тим, щоб нікому не належало більше 10 % акцій. Зрозуміло, що у такий спосіб приховуються імена навіть номінальних власників. У деяких банках кількість міноритаріїв досягає тисячі осіб, що пов'язано з отриманням акцій замість заробітної плати у 1990-і рр. Проте за останні 10 років більшість великих банків легалізувалися і надають інформацію про своїх бенефіціарів.

Іншим нормативним актом є ЗУ «Про систему страхування вкладів фізичних осіб» від 23.02.12 р. [225], який передбачив субсидіарну відповідальність власників банків, яку вони мають нести у випадку, якщо їхні дії чи бездіяльність призвели до збитків та/або завдання шкоди інтересам вкладників: у разі отримання Фондом гарантування вкладів фізичних осіб (далі – ФГВФО) відмови у задоволенні таких вимог або невиконання вимоги у строк, встановлений фондом, він має право звернутись до суду з вимогою про стягнення майна з таких осіб для задоволення вимог кредиторів. Це має дисциплінувати власників банків, проте ця норма не запрацює без відповідної судової практики, інформації про реальних власників, нагляду за інсайдерським кредитуванням.

Крім доступності інформації про власників фінансових установ, важливими також є інформація про фінансовий стан цих установ і трансакції. Так, позитивно можна характеризувати те, що НБУ у 2012 р. зобов'язав банки оприлюднювати на сайтах і відділеннях квартальні баланси і звіти про фінансові результати. Проте в Україні, так само як і в інших країнах, існує загроза того, що їх аналіз окремими аналітиками може створювати додаткові ризики для фінансової стійкості у разі їх неправильної або необережної інтерпретації.

На фондовому ринку Рішенням НКЦПФР від 26.04.12 р. № 645 [229] затверджено Концепцію розкриття інформації на цьому ринку, що базується на принципах: суттєвості; своєчасності, достовірності та повноти; вільного доступу до інформації; зацікавленості суб'єктів розкриття у покращенні інформаційної прозорості; зручності для користувачів засобів поширення інформації; уникнення інсайду. Щодо професійних учасників ринку цінних паперів, то НКЦПФР підтримує ініціативу щодо створення Ренкінгу публічності на цьому ринку. Оцінювання відбувається на основі наявності або відсутності інформації за 30 критеріями (загальна інформація про компанію; інформація про операційну діяльність; інформація про результати діяльності) на сайтах учасників (торговців цінними паперами-банків; торговців цінними паперами-небанківськими установами; КУА). Результати Ренкінгу засвідчили: з існуючих 343 КУА та 759 торговців реально працюючі сайти мають 26 % КУА і 39 % торговців. Рівень розкриття інформації торговцями-банками становить 47,3 % (найкращий – ПАТ «ПУМБ»), торговцями-небанківськими установами – 21 % (ПрАТ «Альтана-Капітал»), КУА – 29 % (ТОВ КУА «ОТП Капітал»).

Важливим є збільшення прозорості і самих регуляторів через: регулярне поінформування пріоритетної мети фінансової політики, зокрема монетарної, та заходів із її реалізації; оприлюднення графіка засідань правління НБУ, членів НКЦПФР і Нацкомфінпослуг, результатів розгляду порядку денного, роз'яснень обґрунтованості прийнятих рішень, ключових документів для них; упровадження практики регулярних промов та інтерв'ю очільників регуляторів; розробки і прийняття комунікаційних стратегій останніх.

Тільки публічне розкриття фінансовими інститутами інформації про основні ризики розв'яже проблему виникнення «асиметрії інформації». Є очевидною потреба в активному втручанні регуляторів (при цьому вони самі повинні бути прозорими) для розв'язання проблеми морального ризику з боку фінансового інституту, а також використання зовнішніх механізмів регулювання ринку капіталу. Проте цього буде недостатньо без дослідження фінансової поведінки і захисту прав споживачів фінансових послуг.

3.4. Фінансова поведінка та фінансова грамотність споживачів фінансових послуг

Фінансова поведінка домогосподарств є визначальним чинником розвитку фінансового сектору економіки України, оскільки саме вона спричиняє його розвиток і наповнення фінансовими ресурсами. Більшість дослідників трактують її як діяльність і/або сукупність рішень домогосподарств щодо акумулювання і використання грошових або ліквідних ресурсів. Вважається, що вона фактично обмежена такими альтернативами використання даних ресурсів: споживання; організовані заощадження; неорганізовані заощадження; інше.

За соціальним статусом домогосподарств в Україні у їхніх оцінках переважає знижене задоволення потреб, що обумовлено низьким рівнем доходів. У докризовий період, зокрема у 2006 р., середній клас становив найвищий рівень (22,5 %), а бідні – 87,4 %. Надалі відбулось стрімке скорочення середнього класу практично у 5,5 разів. Нині переважають домогосподарства, у яких вистачає на харчування та придбання необхідних дорогих речей (41,1 %). Найбільший розрив між верствам населення спостерігався у серпні 2008 р. За соціологічними опитуваннями Центру Разумкова, відбувалось зменшення тих, хто ледве зводить кінці з кінцями, з 25,8 % у березні 2004 р. до 8,7 % у серпні 2008 р. з подальшою зміною до 22,5 % у березні 2009 р. і 13,8 % наприкінці 2011 р. Протилежну картину спостерігаємо у тих, хто живе забезпечено, але поки що не може дозволити собі деякі покупки: їх частка зросла з 3,9 % у 2004 р. до 15,7 % у тому ж серпні 2008 р., а потім знизилась до 5,8 %. Частка тих, хто може собі дозволити практично все, зросла за період березень 2004 р. – серпень 2008 р. в 11 разів (з 0,1 до 1,1 %), а в жовтні 2011 р. складала лише 0,2 %.

Основними складовими доходів домогосподарств, як свідчать останні статистичні дані (див. дод. П. рис. П.1 і рис. 3.9), є оплата праці, також пенсії, стипендії і соціальна допомога. Значно нижчий розмір мають такі складові, як

прибуток та змішаний доход, а також доходи від власності. Вони зростають більш повільними за заробітну плату і соціальні допомоги темпами. Все це свідчить про низьку інвестиційну активність населення, що не дає змоги повноцінно функціонувати фінансовому сектору економіки. На жаль, в офіційній статистиці України відсутні точні дані про дійсну картину розподілу доходів через відсутність закону, який би зобов'язував громадян надавати декларацію про витрати і доходи. Зазначене дозволяє приховувати більшу частину доходів, особливо заможної частини громадян. Таким чином, складається відносно «благополучна» картина життєвого рівня і цим можна пояснити високу питому вагу сфери послуг у ВВП на фоні низького розміру ВВП на душу населення в Україні.

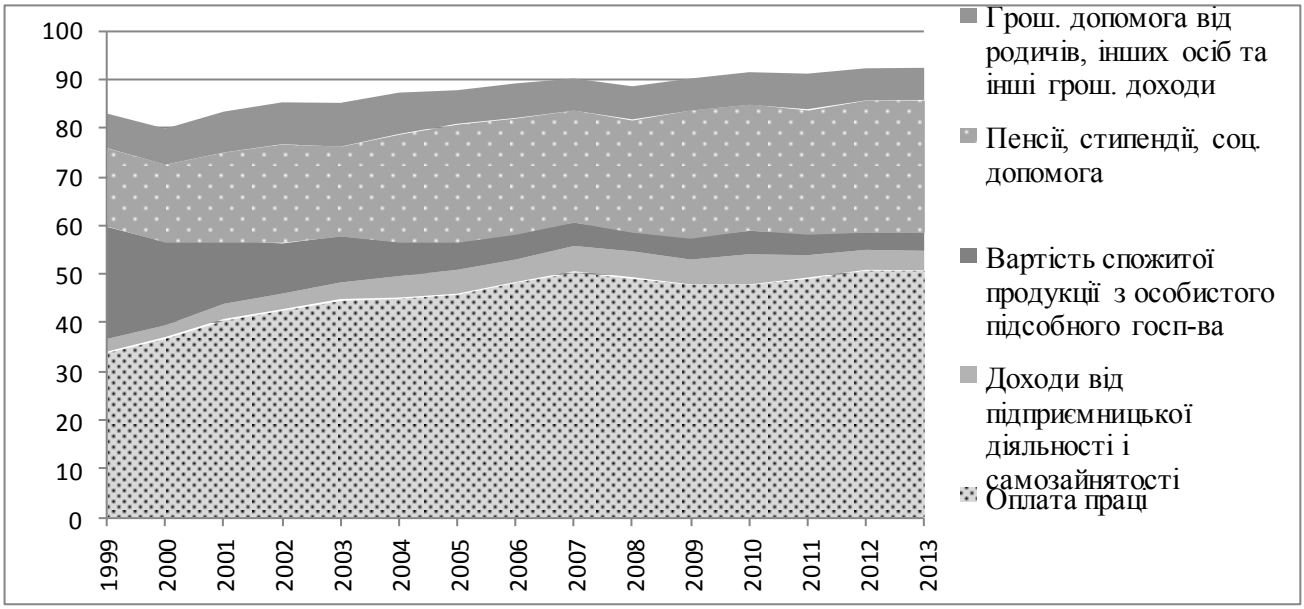


Рис. 3.9. Основні складові сукупних ресурсів домогосподарств в Україні у 1999–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [48].

Як наочно свідчить дод. П (рис. П.2) домогосподарства почали менше заощаджувати, підтримуючи на пристойному рівні споживання своє та своїх близьких, які втратили джерела доходів через кризу. «Однак якщо уявити близько 20 млн українських працівників із середньою зарплатою 2 633 грн за минулий рік та ще майже 14 млн пенсіонерів із середньою пенсією 1 152 грн і

при цьому не забути про їхніх дітей та внуків, то стає зрозуміло, що заощадження з цих доходів мало впливають на зміну обсягів споживання» [255]. Домогосподарства обирають готівку навіть серед найліквідніших активів, адже якщо після пікового 2007 р. їхні заощадження у вигляді депозитів становили 8 % до ВВП, то у 2012 р. – лише 3 %. Спостерігається зневіра у банках та інших фінансових установах, а майже 2/3 своїх заощаджень українці обмінюють на іноземну валюту і відкладають. Знижується довгострокове кредитування.

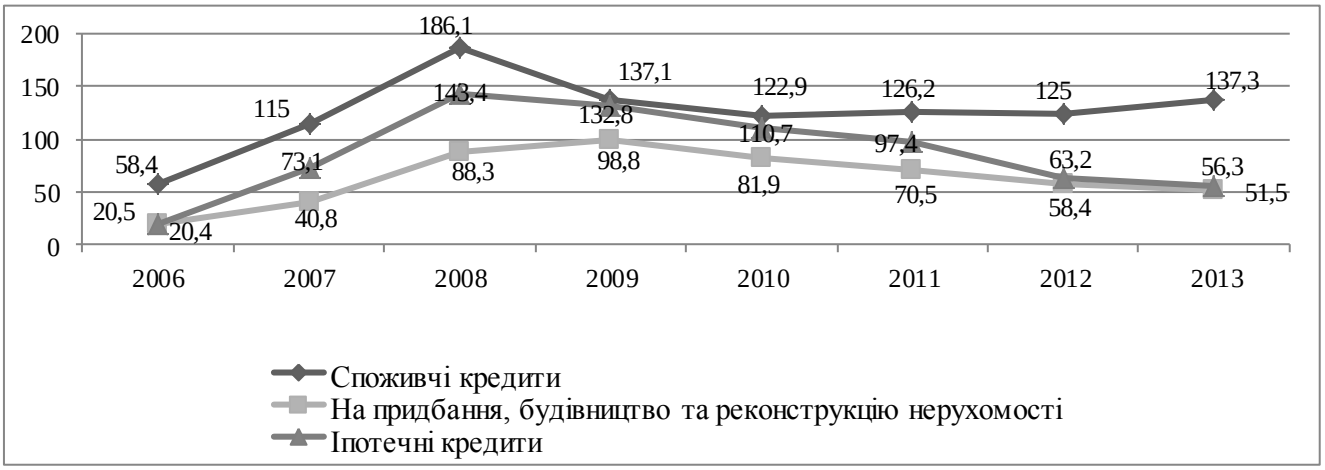


Рис. 3.10. Обсяг кредитів домогосподарствам в Україні за цільовим спрямуванням у 2006–2013 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [189].

У країні не створено умови для перетікання фінансових ресурсів домогосподарств на ринок капіталу. Наприклад, хоча і відбувається абсолютне збільшення депозитів домогосподарств, а також обсяг споживчого кредитування (рис. 3.10), проте зміни цих депозитів у річному обчисленні мають тенденцію до несуттєвого підвищення (рис. 3.11).

Якщо давати оцінку власне фінансовій поведінці домогосподарств в Україні, то вона може набувати, як вважає Т. Кізіма [72], ознак споживчої (першочергове вирішення найнагальніших поточних проблем), заощаджувальної (убезпечення заощаджень від знецінення) або інвестиційної (вкладення коштів у дохідні інструменти) моделі. Звісно, як свідчить аналіз, у країні складається типово споживча модель. При цьому «унаслідок

неспівпадіння декларацій про турботу громадян та реальних дій можновладців формуються негативні настрої населення. Поширюються уявлення, що досягнути вищого рівня життя законними шляхами майже неможливо. Бідність стає ментальним фактором, а також специфічною неформальною нормою.

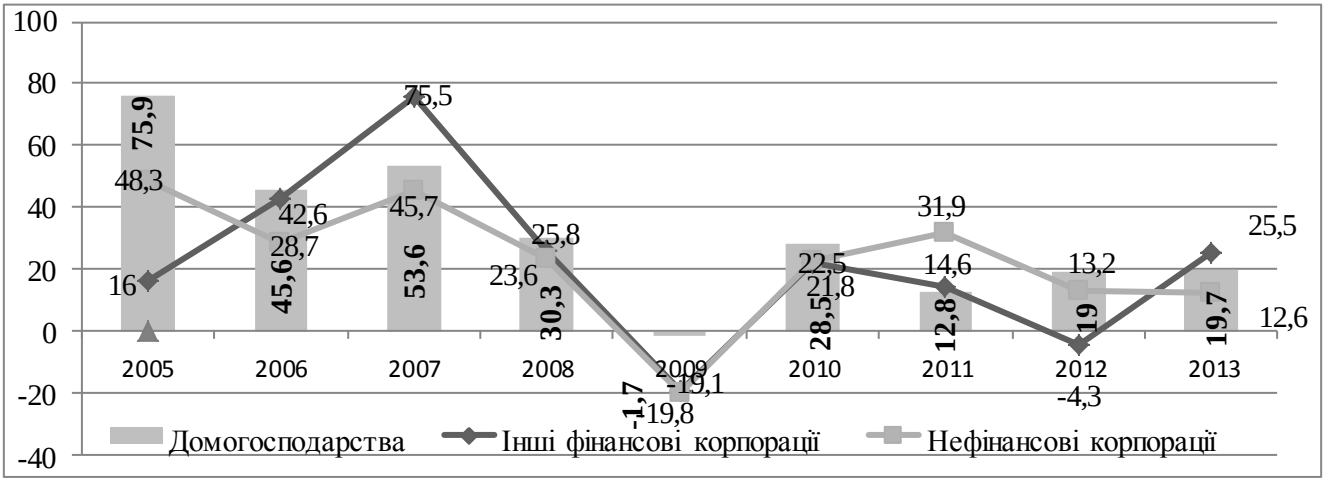


Рис. 3.11. Річні зміни депозитів резидентів у розрізі секторів економіки в Україні у 2005–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [189].

Наразі у більшості домогосподарств формуються певні стереотипи поведінки, що негативно впливають на розвиток фінансового сектору: орієнтація на виживання, а не розвиток і накопичення; нераціональна поведінка, відсутність усвідомлення зв'язку між витратами і результатами; короткий інвестиційний горизонт; високий ступінь опортунізму з порушенням правових і моральних норм; негативне ставлення до більшості аспектів, що пов'язані з багатством і бізнесом. Інституційне середовище фінансового сектору з такими характеристиками не сприяє створенню умов для його подальшого розвитку. Причини слід шукати у попередньому негативному досвіді роботи домогосподарств з фінансовими інститутами. У СРСР, наприклад, можна виділити такі особливості надання і використання фінансових інструментів і послуг:

а) обмеженість вибору фінансових послуг і продуктів, відсутність більшості з них (наприклад, операції з цінними паперами, приватні пенсійні

схеми тощо). Відповідно більшість видів послуг, як і ключові концепції фінансових ринків (наприклад, ризик), радянським громадянам були просто невідомі;

б) виробництво фінансових послуг державними організаціями-монополістами і незмінні умови надання послуг протягом десятиліть;

в) відсутність досвіду порівняння різноманітних пропозицій і вибору постачальників послуг;

г) обмеженість зв'язку між прийняттям найважливіших життєвих рішень і фінансовою стратегією. Грошовий дохід, як розмір заощаджень і можливості отримання кредиту, не мав прямого впливу на можливості придбання (отримання) житла, освіти тощо.

Як було зазначено, розвиток фінансового сектору і його інститутів розпочався на початку 90-х рр. З того часу відбулись певні події, що вплинули на сучасну фінансову поведінку домогосподарств:

1) знецінення заощаджень громадян у 1992–1994 рр. через гіперінфляцію. Саме українці найбільше постраждали від краху СРСР. Сума вкладів населення в Ощадбанк на 75 % перевищувала суму кредитування вітчизняної економіки цим банком (рис. 3.12). При цьому кількість вкладів становила 94 % від кількості населення (в азійських республіках – 25–59 %). Таким чином, близько половини боргу перед вкладниками було апріорі неможливо повернути.

У 1996 р. було прийнято ЗУ «Про державні гарантії відновлення заощаджень громадян України» щодо відновлення знецінених заощаджень загальною сумою 131,96 млрд грн, з них: грошові заощадження – 121,9 млрд грн, страхові внески – 7,77 млрд грн, державні цінні папери – 2,29 млрд грн.

Виплати здійснювалися відповідно до постанови КМУ від 23.04.12 р. № 346 "Про виплату в 2012 році громадянам України компенсації втрат від знецінення грошових заощаджень, вкладених до 2 січня 1992 року в установи Ощадного банку СРСР, що діяли на території України, та в облігації Державної цільової безпроцентної позики 1990 року, державні казначейські зобов'язання

СРСР і сертифікати Ощадного банку СРСР, придбані на території Української РСР" [215]. Ощадбанк також виплачує компенсацію у межах залишку проіндексованого вкладу, але не більше ніж 500 грн спадкоємцям вкладників, які померли у 2005–2011 рр. і не отримали компенсацію втрат від знецінення грошових заощаджень протягом 2005–2009 рр., а також померлих у 2012 р., або іншим особам, які взяли на себе організацію похорон. Компенсацію вже одержали близько 556 тис. спадкоємців померлих вкладників на загальну суму понад 270 млн грн. Проте держава не може виконати всі зобов'язання [1]. Вихід, на нашу думку, потрібно шукати не у визнанні знецінених заощаджень державним боргом, як це пропонується, а у створенні державою спеціального компенсаційного фонду, ресурси якого формуватимуться із податку на розкіш, надходжень від приватизації, відрахувань із зростання ВВП тощо;

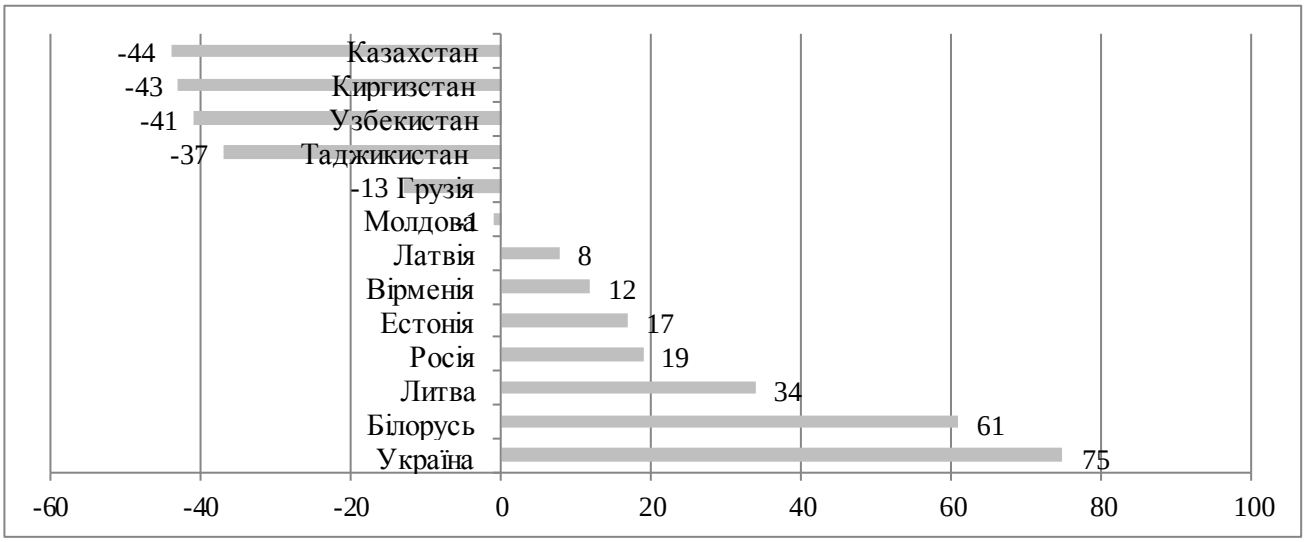


Рис. 3.12. Надлишок депозитів населення в Ощадбанку СРСР над кредитами, виданими підприємствам республік на початок 1991 р., %

Джерело. Побудовано на основі [51].

2) недостатнє регулювання і відсутність досвіду роботи на ринку капіталу, що призвело до розчарувань і прямих втрат. Також потрібно додати

[1] Залишок зобов'язань держави перед громадянами України за втраченими знеціненими заощадженнями, станом на 1 січня 2011 р., становив 121,31 млрд грн. Тобто в середньому на рік громадянам поверталось близько 0,76 млрд грн, або 90 грн кожній людині чи з урахуванням індексу інфляції 25 коп. За таких темпів потрібно близько 160 років, для того щоб повністю повернути всі втрачені кошти населенню. Середній рівень життя в Україні становить 69,3 роки. Ми маємо жити в два рази довше і, відповідно, для цього держава мала б покращити життєвий рівень і умови для населення [150, с. 111–112].

надмірні сподівання на сертифікатну приватизацію, шахрайства, пов’язані з фінансовими інститутами – «Українським будинком селенгу», «Меркурієм», «Омета-траст», «Омета-інвест», банком «ІНКО» тощо. При цьому держава дала можливість цим структурам працювати з грошима населення практично безконтрольно;

3) нестійкість фінансових ринків. З 1996 до середини 1998 р. ринок фінансових послуг для населення почав стабілізуватись: істотно зміцніла система нагляду за фінансовими установами; прийнято рішення про заборону реєстрації нових трастових структур. Проте у 1998 р. відбулось знецінення національної валюти (з 2,2 гривні за долар у серпні до 5,4 вже у жовтні), населення стало віддавати перевагу придбанню іноземної валюти.

Розглянемо, як позначився прогрес, досягнутий від 1989 р. (відправна точка) на фінансових заощадженнях у ряді країн з перехідною економікою (табл. 3.8). Всі країни у 1989–2000 рр. зазнали величезного спаду у своєму фінансовому секторі порівняно зі зниженням обсягів ВВП. Україна постраждала від зменшення фінансових заощаджень (пропозиції грошей або депозитів) майже так само, як і Росія та Вірменія, незважаючи на те, що її ВВП на душу населення скоротився не у таких обсягах, як у цих країнах. Пояснення можна знайти у випадках країн Балтії, які пережили спади ВВП на душу населення, подібні до тих, що мали місце в Україні, але досягли набагато більших успіхів у відновленні доходів та фінансових заощадженнях на душу населення. Дослідження показують, що у цих випадках відновлення пов’язане з консолідацією банківської системи.

Отже, обмежений досвід використання фінансових інструментів у радянські часи, тривале домінування державних фінансових установ, декілька фінансових криз, що супроводжувались втратою коштів, спричинили формування певного типу поведінки у випадку співпраці з фінансовим сектором. Зазвичай це «пасивний» і «традиційний» тип поведінки, якому властиві: низький рівень заощаджень; переваження заощаджень у грошовій

формі; обмежене використання сучасних фінансових продуктів; звичка розміщувати кошти в ощадних установах, зокрема Ощадбанку.

Таблиця 3.8

Вплив перехідного періоду на доходи і фінансові заощадження [260, с. 25]

Всі дані скориговані на паритет купівельної спроможності валют, дол. США	**Україна**	**Росія**	**Вірменія**	**Естонія**	**Латвія**	**Литва**
Дореформений рівень (1989 р.)						
ВВП на душу населення	3314	5871	5058	4914	5094	5505
Депозити на душу населення	2114	4042	2112	2227	2210	3620
Пропозиція грошей на душу населення	2484	4750	2746	2800	2950	4306
2000 р.						
ВВП на душу населення	2875	4400	2525	7425	6850	6900
Депозити на душу населення	250	650	200	2250	1300	1075
Пропозиція грошей на душу населення	450	850	300	2800	1975	1500
Зміна у % (1989 – 2000 рр.)						
ВВП на душу населення	-13 %	-25 %	-50 %	51 %	34 %	25 %
Депозити на душу населення	-88 %	-84 %	-91 %	1 %	-41 %	-70 %
Пропозиція грошей на душу населення	-82 %	-83 %	-89 %	0 %	-33 %	-65 %
Роки найбільшого спаду	1996	1999	1993–1996	1993	1992–1993	1993–1994
ВВП на душу населення	-36 %	-44 %	-63 %	-23 %	-40 %	-38 %
Депозити на душу населення	-94 %	-87 %	-97 %	-81 %	-81 %	-89 %
Пропозиція грошей на душу населення	-92 %	-86 %	-95 %	-74 %	-82 %	-89 %

Численні заклики залучення домогосподарств на ринок цінних паперів не мають реального змісту. Якщо в США і Європі в цінні папери вкладає близько половини населення, то в Україні лише 0,02 %. Наприклад, після запуску ринку заявок на Українській біржі у 2009 р. почав розвиватись інтернет-трейдинг і передбачалось масове залучення населення на ринок. За останні три роки рахунки відкрили понад 11 тис. осіб, але реально торгує третина з них. Активи

для торгівлі на біржі падають: на кінець травня 2012 р. у Всеукраїнському депозитарії цінних паперів на забезпечення угод було зарезервовано 99 млн грн, тоді як у 2011 р. ця сума становила 216 млн грн [51]. У інвестиційних компаній дуже мало нових клієнтів через недостатню кількість інструментів для торгівлі, низьку ліквідність і падіння торгових оборотів на біржі, а індивідуальним інвесторам вже не вистачає виходу на інші ринки, зокрема російський і американський. Пожвавити ринок інтернет-торгівлі і залучити домогосподарства уможливив би запуск нових фінансових інструментів, ф'ючерса на золото, нафту і гривну. Ця ініціатива узгоджується з НБУ, як і проект крос-лістингу цінних паперів іноземних емітентів.

На цьому тлі НБУ анонсував виведення на ринок капіталу інвестиційних монет (срібних і золотих) і сертифікатів, індексованих на вартість золота, де забезпеченням є золото НБУ (1,45 млрд дол.), уряду (100 млн дол.) і те, що видобувається (розвідані запаси в країні перевищують 3 тис. тонн і підтверджуються міжнародним аудитом і контрактом на видобуток). Обертаються ці інструменти на вторинному ринку, можуть виступати як забезпечення. Основна мета їх введення в обіг – стиснення грошової маси поза банками і мобілізація серйозного інвестиційного ресурсу домогосподарств.

Все залежатиме від наявності ефективного ринку, на якому власники нових інструментів зможуть продати їх без обмежень і значних цінових втрат, а також цінової динаміки золота. У разі прив'язки сертифікатів до ринкової ціни на золото НБУ нестиме додаткові курсові ризики. Так, за даними НБУ, з моменту запуску у продажу інвестиційних монет і до початку 2014 р. було реалізовано 46 тис. цих монет (хоча відчеканено 92,6 тис. монет – 41,1 тис. золотих і 51,5 тис. срібних) на 105,8 млн грн. Проте навесні 2013 р. вартість золота на міжнародних ринках різко обвалилась, отже подешевшали і банківські зливки. Більшість банків-агентів намагались втримати котирування на базовому рівні без зниження цін на продукти регулятора. У результаті останній переглянув механізм дистрибуції, тобто почав продавати монети на реалізацію без націнок на комісійну винагороду.

У Європі домогосподарства активно інвестують кошти у державні зобов'язання, оскільки вони вважаються надійнішими за інші фінансові інструменти. Наприклад, у перевантаженій боргами Італії вони скуповують урядові борги (250 млрд євро, або 14 % державного боргу), а в Бельгії на початок 2012 р. було придбано цих облігацій на суму 5,7 млрд євро, хоча планувалось залучити близько 200 млн євро. В Україні НБУ розпочинає продаж домогосподарствам цінних паперів, номінованих в іноземній валюті. На сьогодні дохідність цих інструментів у 1,5–2 рази вища за дохідність валютних депозитів у великих банках, а номінал зменшений до 500 дол. США. У перспективі це має зміцнити гривню і зменшити доларизацію економіки, проте може стати інструментом легалізації тіньових доходів, оскільки інструменти випускаються на пред'явника. На думку експертів, «водночас є складова, якої навіть за гроші в цьому випадку не купиш. Це довіра до дій влади. Хоч би якими високими були ставки валютних ОВДП і хоч би якою налагодженою та зручною була система, без упевненості у своєму партнері справи не буде» [49].

Наступними інструментами для домогосподарств є казначейські зобов'язання, номіновані у національній валюті з індексацією доходу на курс долара (аналог так званих індексованих ОВДП, які Мінфін запропонував фінансовим та іншим корпораціям). Агентом з їх продажу виступив Ощадний банк, який з травня став реалізовувати також і військові казначейські зобов'язання.

За останніми даними Світового банку в частині охоплення домогосподарств фінансовими послугами («Глобальний фініндекс») [377], ступінь користування офіційних послуг істотно варіюється залежно від регіону, країни і індивідуальних особливостей респондента (див. дод. Р. табл. Р.2). У всьому світі близько 43 % держателів рахунків за останні 12 місяців накопичували або відкладали кошти з використанням свого рахунку в офіційній фінансовій установі. У країнах, що розвиваються, більшість віддає перевагу альтернативним способам накопичення коштів, наприклад ощадним клубам, які об'єднують внесені щонеділі внески своїх членів і передають ці суми одному із

них за чергою. Найбільшого розвитку вони набули у країнах Африки на південь від Сахари. Щодо кредитування, то лише 9 % респондентів у всьому світі протягом 2011 р. отримали кредит в офіційній фінансовій установі. Крім того, близько половини опитаних дорослих жителів країн з високим рівнем доходу повідомили, що є власниками кредитних карт, а в інших країнах – 7 %.

В Україні офіційні рахунки у фінансових установах мають лише 41,3 % дорослого населення, що майже у два рази менше ніж в США, Німеччині і Великобританії. Позитивно можна оцінювати прагнення молоді жити краще. Так, їх частка у перших становить 45,2 %, що вище за показники Росії, Європи Центральної Азії, а також і всього світу, проте знов-таки суттєво менше за розвинені країни. Здебільшого банкомат є основним способом зняття коштів (переважно отримання заробітної плати) з рахунку, а не касир банку. Високі показники маємо у використанні мобільного телефону як засобу платежу. Проте незначною є частка заощаджень – 25 %, у фінансових установах – 5,4 %. Кредит від офіційної фінансової установи отримали 8,1 % українських респондентів. Кошти у країні переважно беруться у сім'ї або друзів, що є нетиповим для розвинених країн. Проблеми існують у галузі медичного страхування: персональні виплати становлять 1,7 %. Для порівняння, ця цифра складає у Росії 6,7, Європі і Центральній Азії – 4,5, світі – 17,1 %.

Показники доступу домогосподарств до фінансових послуг засвідчують, що, крім недовіри до вітчизняних фінансових установ з боку домогосподарств, ми маємо також низьку фінансову грамотність[1], рівень якої оцінюється за кількістю спожитих фінансових послуг. За словами директора офісу економічного зростання USAID М. Мартіна, тут існує такий зв'язок: «Грамотні споживачі фінансових послуг – стабільний фінансовий сектор» [376]. Ця агенція у рамках Проекту розвитку фінансового сектору (FINREP) проводила в Україні дослідження «Фінансова грамотність та обізнаність в Україні: факти та висновки». У результаті було виявлено певні проблеми, які перешкоджають

[1] Фінансова грамотність включає три компоненти: 1) установки; 2) знання про фінансові інститути і пропоновані ними фінансові послуги (продукти); 3) навички щодо їх використання.

подальшому розвитку фінансового сектору в Україні і залученню до нього 174 млрд грн і 75 млрд дол. (майже еквівалент ВВП країни), левова частина яких належить домогосподарствам.

Було опитано більше 2 тис. респондентів віком 20–60 років, які проживають у містах і обов'язково є споживачами фінансових послуг. Для визначення фінансової грамотності було задано прості запитання, які включали елементи фінансової математики і торкались розрахунку простих і складних відсотків, кредитних ставок, інфляції. Жоден з респондент не зміг відповісти на всі з них. Найчастіше учасники могли дати відповідь тільки на два-три запитання (38 % респондентів), чотири правильні відповіді дали 27 % опитаних. Тільки 7 % населення володіє інформацією про те, що держава гарантує компенсацію за депозитами.

Список уподобань населення України є невеликим – базові послуги банків (78 % опитаних здійснюють через них комунальні платежі, 61 % користується пластиковими картками), 7 % застрахувало своє життя і 0,95 % вклали кошти в інвестиційні та пенсійні фонди. При цьому деякі опитувані не мають наміру користуватись фінансовими послугами найближчі два роки. У зв'язку з цим було поставлено запитання про негативний досвід спілкування з фінансовими установами. 71% відповіли, що у них не виникало проблем з фінансовими послугами, що свідчить, напевно, про те, що клієнти не помітили проблем через низький рівень фінансової грамотності. Цікаво, що 47 % споживачів ніяк не реагують на низьку якість фінансових послуг. Це пов'язано з тим, що, на їхню думку, конфлікт буде вирішено на корить фінансового інституту. Домогосподарства відчувають незахищеність перед «машиною» фінансового ринку.

Крім того, українці майже не цікавляться ринком фінансових послуг і не прагнуть отримувати більше інформації про фінансові продукти. Так, 43 % споживачів фінансових послуг взагалі не відслідковують тенденцій на ринку, 20 % слідкують за змінами рівня інфляції, по 10 % – за змінами рівня пенсій (пільг) і ситуацією на ринку нерухомості, 5% цікавляться динамікою

відсоткових ставок за кредитами і 4 % – депозитними ставками. По 2 % опитуваних виявляють інтерес до цін на нафту і золото, а також курсів валют. І лише 1 % клієнтів відслідковують зміни котирувань на ринку цінних паперів.

Для порівняння, показники фінансової грамотності у різних країнах (табл. 3.9) за методикою ОЕСР свідчать про таке: 1) існують країни з високими показниками фінансової грамотності (Німеччина і Малайзія); 2) максимальний показник володіння фінансовими знаннями має Угорщина (69 %), позитивної фінансової поведінки – Німеччина і Малайзія (по 67 %), фінансового планування – Угорщина та Албанія (по 69 %).

Таблиця 3.9

Питома вага населення з високими показниками фінансової грамотності у країнах світу у 2012 р., %

Країна	Володіння фінансовими знаннями	Позитивна фінансова поведінка	Фінансове планування
Албанія	45	39	69
Вірменія	46	41	11
Чехія	57	48	62
Естонія	61	27	46
Німеччина	58	67	63
Угорщина	69	38	69
Малайзія	51	67	53
Норвегія	40	59	57
Польща	49	43	27
Південна Африка	33	43	54
Великобританія	53	51	49

Джерело. Складено на основі [377].

Головними висновками для України є такі: пересічний українець не надто розуміється на фінансах; користується переважно простими банківськими послугами; майже нічого не знає про свої права як споживача фінансових послуг; не довіряє фінансовим установам (лише 5 % споживачів фінансових послуг готові відстоювати свої права у суді). Власне, саме частка громадян, які звертаються до відповідних органів влади з проблем ринку капіталу, у загальній кількості звернень, є індикатором виконання завдання з розвитку фінансової грамотності (наприклад, це пропонується у карті проекту «Створення

міжнародного фінансового центру і перетворення рубля в регіональну резервну валюту», затвердженого Рішенням Уряду РФ від 17.12.10 р.). З іншого боку, зменшення звернень може бути зумовлено зниженням інтересу до фінансових інструментів в умовах підвищеного ризику або обмежених фінансових можливостей, а не зростанням фінансової грамотності.

Індикаторами фінансової просвіти і довіри до фінансового інституту є надійність, інформаційна прозорість і вигідність фінансових вкладень для потенційних споживачів фінансових послуг. Надійність – це збереження грошових коштів, виконання прийнятих зобов'язань. Щодо прозорості фінансових відносин, то вона є надзвичайно важливою обставиною для забезпечення широкої інституційної довіри до них з боку їх активних і потенційних учасників. Подібно до фінансової культури суспільства вона повільно накопичується у процесі відтворення і може бути одночасно втрачена через невдалі трансформації у системі господарювання. При цьому ефект залежатиме від моделі фінансового сектору, що реалізується в Україні на тому або іншому етапі розвитку економіки. Подальші дослідження з цієї проблематики пов'язані з побудовою інституційної моделі, яка визначатиме конфігурацію інтересів і дозволятиме виробити механізми взаємодії і реалізації інтересів учасників фінансової діяльності.

У цілому надзвичайно актуальним залишається завдання вивчення і узагальнення теоретичних засад і розробки практичних рекомендацій з інституційного розвитку фінансового сектору економіки України з урахуванням впливу досліджуваних правил і норм. До числа найважливіших передумов розвитку досліджуваного сектору сьогодні варто віднести наявність: 1) подолання неповноти фінансового сектору, що включає «поглиблення» його інституційної структури і розвиток нових фінансових ринків; 2) інституційних механізмів, що забезпечуватимуть реалізацію прав учасників фінансової діяльності; 3) інституційного середовища з переходом до дієвої системи інфорсменту контрактних прав; 4) ефективних механізмів акумулювання грошових ресурсів суспільства із зростанням інституційної довіри до

фінансових установ. Ці питання актуалізуються тим, що глобалізація і зростання відкритості української економіки суттєво підвищили вразливість внутрішньої фінансової діяльності від інституційних негараздів, оскільки до внутрішньої економічної стагнації, викликаної невпорядкованістю інституційного середовища, додаються негативні наслідки втрати конкурентоспроможності національної економіки внаслідок тривалого збереження та посилення негативного впливу інституційних аномалій.

Висновки до розділу 3

1. Нинішній стан фінансового сектору України характеризується незавершеністю інституційних перетворень, що гальмує його подальший розвиток і реалізацію стратегічних економічних програм. У цьому контексті економічні процеси залежать від траєкторії попереднього розвитку.

2. На першому етапі формування фінансового сектору України (1920–1987 рр.) було запроваджено політику «воєнного комунізму», коли було ліквідовано приватну власність на засоби виробництва і націоналізовано фінансові установи. Єдиним видом цінних паперів були облігації державної трьохвідсоткової виграшної позики, які продавались через систему ощадкас. Другий етап (1988–1995 рр.) характеризувався тим, що було створено перші комерційні банки, а також страхові організації. У 1992 р. було створено перші кредитні спілки. На приватизаційному ринку активно працювали довірчі товариства, які залучали також і кошти населення, що у підсумку призвело до спекуляцій із ними. На ринку цінних паперів було створено перші фондові і валютні біржі, СРО, а також ДКЦПФР (1995). Третій етап (1996–1999 рр.) відрізняється появою системних банків, активним розвитком кредитних спілок, інвестиційних фондів і компаній, встановленням нових правил діяльності для страховиків і учасників ринку цінних паперів. На четвертому етапі (2000–перша

половина 2008 р.) було прийнято низку ключових законів для одиниць фінансового сектору, що визначило динаміку розвитку банків, ІСІ, НПФ і професійних учасників ринку цінних паперів. Витоки формування п'ятого етапу (друга половина 2008 р. – дотепер) пов'язані з розгортанням світової фінансової кризи і її поширенням в економіці України. Цей період відрізняється подоланням цих подій і застосуванням певних заходів щодо мінімізації ризиків у майбутньому.

3. У фінансовому секторі права власності визначають поведінку його суб'єктів, адже вони є легітимними їх вимогами на розпорядження фінансовим активом і отримуваними доходами. Вони можуть заохочувати до певних дій і дозволяти контролювати, блокувати або забороняти використання активу за певних умов. У фінансовому секторі виділяється інституційна впорядкованість, що відображає сукупність прав, які формально закріплені в контрактах, а також у численних неформальних угодах і механізмах підтримання репутації. Вона має забезпечувати єдині правила і механізми, які дозволяють вносити зміни у закони або систему контрактів.

4. Фінансовий сектор економіки України демонструє низький рівень виконання контрактів. Розрахунки за надані послуги можуть не відбуватись, дивіденди і проценти не виплачуватись, а кредитні угоди не виконуватись. У підсумку позаконтрактна поведінка стала нормою ділових відносин, а більшість контрактів, що укладаються у фінансовому секторі, занадто формалізовані і деталізовані. При цьому їх реальні параметри мають ще менше відношення до зафіксованого на папері, ніж раніше. Зростаюча формалізація контрактів пов'язана передусім з превентивним захистом ринкових агентів від потенційної агресії за допомогою різноманітних тіньових схем з боку конкурентів.

4. Фінансові трансакції – це самі фінансові угоди, а трансакційні витрати у фінансовому секторі – витрати, що пов'язані з присутністю фінансового інституту і здійсненням угод на ринку капіталу. Трансакційні витрати можна класифікувати за часом укладання угоди, періодичністю проведення, рівнем ієрархії, складністю, відношенням до економічної системи, залежністю

очікуваних та фактичних результатів трансакції; витратами – втратами, відношенням до тіньової економіки.

5. Виявлено, що в економіці відбуваються певні структурні зрушення і суттєве збільшення трансакцій у фінансовому секторі. До основних факторів виробництва (праця, земля і капітал) додається інформація. Асиметричність інформації ми пов'язуємо із проблемою морального ризику, що набуває специфічних рис у фінансовій та с траховій діяльності.

6. Проведене дослідження дає змогу зробити висновок, що центральним завданням розв'язання проблеми подальшого розвитку фінансового сектору є необхідність створення такої інституційної організації, яка б передбачала реформування неефективних фінансових інститутів, що утворились у перші роки незалежності України на непідготовленому соціально-економічному ґрунті економіки. Це актуалізується в умовах зростання ризиків фінансової діяльності у зв'язку неконтрольованим розростанням сектору та його відривом від потреб реальної економіки. Україна зазнала значних втрат від подій у 2007–2008 рр. через інституційну аморфність фінансового сектору, який перетворився на одну з загроз сталому економічному зростанню внаслідок неефективності процесу інституційного будівництва.

7. У більшості домогосподарств в Україні формуються певні стереотипи поведінки, що негативно впливають на розвиток фінансового сектору: орієнтація на виживання, а не розвиток і накопичення; нераціональна поведінка, відсутність усвідомлення зв'язку між витратами і результатами; короткий інвестиційний горизонт; високий ступінь опортунізму з порушенням правових і моральних норм; негативне ставлення до більшості аспектів, що пов'язані з багатством і бізнесом. Українці майже не цікавляться ринком фінансових послуг і не прагнуть отримувати більше інформації про фінансові продукти.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [85; 87; 88; 89; 94; 96; 97; 112; 113; 119; 127; 129].

РОЗДІЛ 4
ІНСТИТУЦІЙНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ В АРХІТЕКТУРІ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ

4.1. Ідентифікація банківської та ринкової моделі фінансового сектору в економіці

У сучасній фінансовій науці існує велика кількість джерел, присвячених висвітленню переваг тієї чи іншої моделі фінансового ринку, проте йдеться насамперед про модель фінансового сектору, оскільки питання стосується ролі підсекторів фінансового сектору (передусім депозитних і недепозитних фінансових посередників) у фінансуванні економіки. Наразі розповсюдженою є позиція, за якої не структура фінансового сектору визначає механізм фінансування реального сектору, а роль банків на ринку цінних паперів (фінансовому ринку). Так, відомий предстаник західної фінансової теорії Ф. Мишкін [177] виокремлює модель універсальної банківської справи, британську універсальну модель і модель правового відокремлення. Колектив авторів під керівництвом А. Мороза [10], а також відомий російський вчений-економіст Я. Міркін [175] виділяють три моделі організації ринку цінних паперів: небанківську, банківську і змішану. Українські професори С. Козьменко, Т. Васильєва і С. Леонов [139] виокремлюють такі моделі фінансових ринків – банкоцентричну (континентальну), модель «із широкою участю» (англосаксонську), змішану та ісламську, В. Корнєєв [145] – фондову (англо-американську), банкоцентричну (континентальну), ісламську, бюджетну.

Всі ці підходи до типологій систем фінансування і організації фінансового сектору економіки викликані передусім еволюційними чинниками розвитку економік світу. Наприклад, посткейнсіанці [338; 388] пропонують п’ять фінансових стадій капіталізму: 1) комерційний; 2) промисловий; 3) фінансовий

(кінець XIX – початок XX ст.); 4) менеджеріальний (кінець 1930- х рр. – початок 1970 рр.; 5) капіталізм грошових менеджерів – домінування інституційних інвесторів, перетворення фінансової системи на ламку (fragile) через меншу участь держави у проведенні стабілізаційної політики, збільшення конкуренції. Остання фінансова криза є наслідком функціонування та еволюції інституцій та інститутів пізньоіндустріальної грошової економіки.

Викликає інтерес і запропонована Т. Рибчинські [352] еволюційна типологія фінансових структур: 1) економіка зі слабким потенціалом зростання, відносно низькими доходами і незначними заощадженнями; 2) поява надлишку коштів, які накопичуються і розміщуються фінансовими посередниками, передусім банками, за принципом диверсифікації. Формування фінансового сектору з орієнтацією на банки (bank oriented system); 3) прискорений розвиток ринку капіталу поряд з диверсифікацією фінансового посередництва і появою нових фінансових інститутів; велика кількість ринків, фінансових зобов'язань і різних можливостей вкладення капіталу; формування фінансового сектору, що орієнтований на ринок (market orientated system); 4) поява нових фінансових інструментів і фінансового сектору з інноваційною складовою, який більшою мірою орієнтований на ринок (strongly market orientated system).

На нашу думку зазначені типології фінансових структур не враховують нову стадію фінансових відносин – фінансоміку (фінансономіку; турбокапіталізм). Відмінними рисами цієї стадії є величезні масштаби трансакцій на світових фінансових ринках, домінування світових фінансових корпорацій, значні міжнародні потоки капіталів. Наприкінці XX ст. значно зросла роль ринку цінних паперів і збільшився обсяг глобальних фінансових активів, який у 2012 р. сягнув 225 трлн дол. (рис. 4.1).

Досліджуючи сучасні типології фінансових секторів країн світу, потрібно зазначити, що їх вихідною точкою слід вважати роботу А. Гершенкрона [311], який виділяє банківську (континентально-європейську) і фондову (американську) модель, а також Дж. Гікса [317], який класифікує економічних агентів на тих, хто задовольняє свої потреби у ліквідності завдяки володінню

ліквідними активами «економіку ринку» (auto-economy), і тих, хто дотримується практики запозичення («економіку заборгованості» (overdraft economy). Подібного підходу дотримується Г. Чапоглоу [292], який розмежовує фінансові сектори через прямий (security-based system) і непрямий (credit-based system) способи фінансування економіки, а також В. Карлін і К. Майєр [293], які вирізняють фінансову систему, що базується на ринку (market-based financial system) і таку, що базується на банках (bank-based financial system). Отже, виділяється система екзогенної пропозиції грошей (фінансування через ринки цінних паперів) і система ендогенної пропозиції грошей (банківське кредитування).

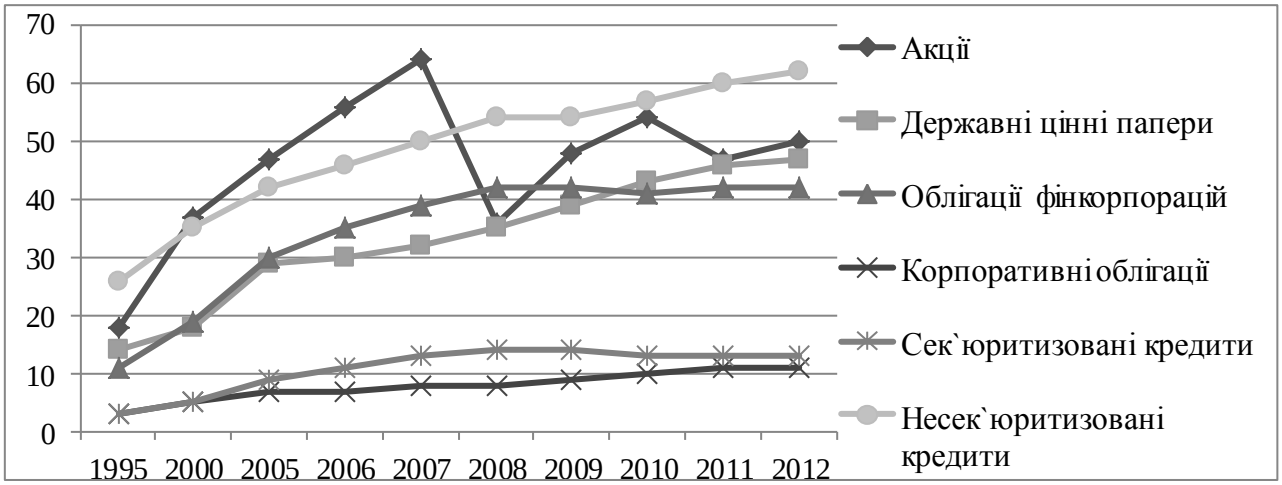


Рис. 4.1. Світові обсяги фінансових активів у 1995–2012 рр., трлн дол.

Джерело. Побудовано на основі [336].

Підвалини теорії ендогенної пропозиції грошової маси були закладені у маловідомих статтях Дж. Кейнса, які були опубліковані у 1937 р. і 1939 р. [322; 323], незабаром після видання «Загальної теорії зайнятості, відсотку і грошей». З них випливає, що безпосередній придбанні виробничого капіталу передує отримання підприємцем грошей («фінансів» у термінології Дж. Кейнса – Ю. К.) від фінансових установ, тобто кредитування є необхідною умовою інвестування. Один із лідерів посткейнсіанства Х. Мінські зробив на цьому акцент: грошова маса визначається значною мірою всередині економіки, оскільки її зміни відображають очікування майбутньої кон’юнктури з боку підприємств і банків

[338], а у випадку недостатності резервів фінансові установи задовольняють інвестиційний попит фірм на гроші через фінансові інновації. У підсумку знижується ефективність монетарної політики і ще більше зростає ендогенність грошової маси. Усе це сприяло появі гіпотези фінансової ламкості (або, як її ще називають, гіпотези фінансової нестабільності), яка базується на ідеях Дж. Кейнса, І. Фішера і Г. Саймонса про те, що капіталістична економіка ендогенно породжує фінансову структуру, яка підвладна фінансовим кризам. Тобто, як вважає Х. Мінські [338], перша теорема цієї гіпотези полягає у тому, що економіка має режими фінансування, за яких вона стабільна, і режими фінансування, за яких вона нестабільна. Друга теорема полягає в тому, що протягом періодів тривалого процвітання економіка переходить від фінансових відносин, які сприяють стабільній системі, до тих, які сприяють нестабільній системі. Позбавити економіку від нестабільності можуть ініційовані державою інституційні реформи, про що йтиметься нижче.

Потрібно зазначити, що прибічники банківської моделі часто виступають з критичними оцінками ринку цінних паперів, його суб'єктів, корпоративного управління і розподілу ресурсів. Наведемо основні з них:

1) Дж. Стігліц [357]: розвинуті ринки акцій породжують так звану «проблему безбілетника» (free rider): інформація на таких ринках є більш доступною для інвесторів, що не стимулює пошук найперспективніших компаній. Це знижує вірогідність того, що саме найефективніші проекти отримають фінансування, і позначається на економічному розвитку країни;

2) А. Шлейфер і Л. Саммерс [354]: ліквідні фондові ринки полегшують злиття і поглинання, однак призводять до збагачення корпоративних піратів, а також породження негативних соціальних явищ. Висока ліквідність призводить також і до того, що інвестори мають змогу швидко продати свої фінансові інструменти, що знижує стимули займатись корпоративним управлінням.

У свою чергу, прибічники «ринкової» концепції відмічають проблеми, пов'язані з банками:

1) Р. Раджан і Л. Зінгалез [349]: викачування своєрідної інформаційної ренти за отримання інсайдерської інформації про компанію; надмірне опікування і надання підтримки фірмам, що відчувають труднощі або провалились. У періоди радикальних перетворень це може призвести до тривалого неефективного використання ресурсів;

2) Р. Морк і М. Накамура [340], Д. Вейнстейн і Й. Яфех [384]: формування пасивів за рахунок переважно боргових інструментів; проведення достатньо зваженої інвестиційної політики щодо кредитування нових інноваційних проектів, стримуючи тим самим економічний розвиток;

3) Ф. Аллен і Д. Гейл [287], Ф. Модільяні і Е. Перотті [339]: успішна реалізація функції збору і обробки інформації, проте неефективність у нестандартних ситуаціях, коли йдеться про нові продукти і технології. Підтвердженням цьому є те, що такі країни, як Гонконг, Корея, Сінгапур, Тайвань обирають фінансування через емісію цінних паперів, передусім, акцій, а не кредитування;

5) Е. Венгер і К. Кесерер [97]: концентрація значних пакетів акцій у банків, що порушує принципи економічної демократії і призводить до неефективного корпоративного управління.

Досліджуючи моделі фінансового сектору, не можна оминути увагою потреби основних секторів економіки у формуванні певної моделі фінансування їх діяльності, тобто кожна з них має свої переваги і недоліки у фінансуванні економіки (табл. 4.1). Тож не дивно, що дослідники досі не можуть вирішити, яка з його моделей є найвигіднішою для економічного розвитку. Хоча останні дослідження А. Деміргуч-Кунт, Е. Фейєна, Р. Левіна [298] свідчать про те, що зі зростанням економіки послуги ринку цінних паперів стають більш важливими для стимулювання економічної активності, тоді як ті, що надаються банками, стають менш важливими.

У зв’язку з цим особливу роль відіграють індикатори алокації капіталу у країнах світу. За економетричними дослідженнями Дж. Вюрглера [389] було розраховано коефіцієнти еластичності інвестицій за доданою вартістю, які

визначають чутливість інвестиційних потоків до потенціалу зростання. Так, у країнах з банківською моделлю фінансового сектору виявлена більш висока ефективність алокації капіталу: у Німеччині показник еластичності інвестицій за доданою вартістю складає 0,988 і є найвищим у світі. Японія, Великобританія і США займають дев'яте (0,819), десяте (0,812) і тринадцяте (0,723) місце у світі відповідно. Причому у США зміна потенціалу зростання у тій чи іншій галузі лише на 12,6 % визначає потоки інвестицій (для порівняння, у Німеччині – на 36,4 %). Було зроблено висновок, що ринкова модель має позитивний вплив на алокацію ресурсів у межах одного року, тоді як банківська домінує за тривалих інвестиційних рішень.

Таблиця 4.1

Потреби секторів економіки у виборі моделі фінансового сектору [97, с. 375]

Сектор економіки	**Групи складових нефінансових секторів**	**Модель фінансового сектору**	
		Банківська	**Ринкова**
Сектор нефінансових корпорацій	Малі та середні корпорації (традиційні)	+	
	Малі та середні корпорації (високотехнологічні)		+
	Великі корпорації (великий борг)	+	
	Великі корпорації (малий борг)		+
Сектор домогосподарств	Високі доходи		+
	Середні доходи	+	
	Низькі доходи	+	
Сектор державного управління	Високий державний борг		+
	Низький державний борг	+	

Наразі темпи економічного зростання у країнах з різними моделями фінансового сектору показують ідентичну динаміку. У країнах з ринковою моделлю динаміка ВВП суттєвіше відчуває коливання, ніж у країнах з банківською моделлю фінансового сектору. Це наочно демонструє рис. 4.2, з якого випливає, що кризові явища на ринках капіталу істотно вплинули на чисті фінансові операції домогосподарств США і Великобританії. У підсумку, ВВП, з одного боку, значною мірою залежить від розвитку ринку цінних паперів, а з іншого – банків як регуляторів грошового обігу. У даному випадку останні

обмежують волатильність ринку і через це згладжують кризи у реальному секторі, що виникають під впливом монетарних факторів

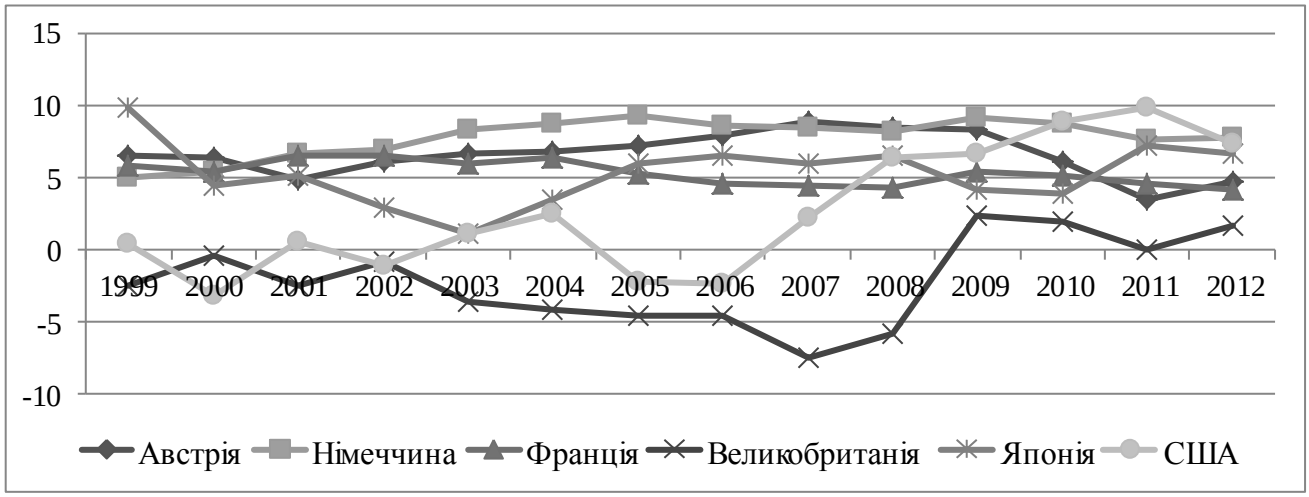


Рис. 4.2. Чисті фінансові операції домогосподарств і НКО країн світу у 1999–2012 рр., % до ВВП

Джерело. Побудовано на основі [373].

Щодо інноваційного потенціалу кожної з моделей фінансового сектору, то в Японії венчури мають слабкий потенціал, а більшість з них є дочірніми структурами банків. Фонди ризикового капіталу США інтенсивніше інвестують у високотехнологічні фірми на ранніх стадіях розвитку (37 %), у той час як німецькі фонди зазвичай фінансують фірми на останніх етапах розвитку (11 %) і переважно високі технології, до того ж ускладненим є вихід з венчуру. Німеччина сьогодні стоїть перед проблемою «яйця і курки»: ринок ризикового капіталу потребує наявності ринку цінних паперів, а той, у свою чергу, – наявності підприємців і угод, що вимагають наявності ринку ризикового капіталу. Але головна проблема – одночасне формування і наявність комплексу взаємозалежних інституцій, а також очікування їх дієвості у певний момент.

З метою використання передового досвіду у формуванні повноцінного фінансового сектору в Україні потрібно зважати також на релігійні і правові чинники, які часто не беруться до уваги, але зумовили виникнення певної його моделі в економіках світу. Наприклад, у класичній праці М. Вебера «Протестантська етика і дух капіталізму» [383] вказується на кращі результати,

що були досягнуті протестантами, порівняно з католиками, у діловій і фінансовій сфері. «Не можна забувати і про те, що США або Канада як країни емігрантів приймали найбільш схильних до ризику і самостійних дій людей, що вплинуло на традиції, психологію і ринковий потенціал населення [175, с. 201]. У дослідженні правових чинників формування фінансових секторів світу не можна оминути увагою праці С. Войгта з описом трьох традицій верховенства права (англійської, американської і німецької), а також Р. Ла Порта, Ф. Лопеса де Сіланеса, А. Шлейфера і Р. Вишні, які вбачають розбіжності у побудові цих секторів через призму контрактних відносин (концепція «право і фінанси»), тобто у різних юридичних системах по-різному вирішуються питання захисту прав власників і кредиторів, зокрема їх взаємозв'язок з державою. У країнах з англійською правовою системою права кредиторів захищені краще за країни із французькою, німецькою або скандинавською юридичною традицією. З точки зору виконання контрактів країни з французьким правом виявляють себе найгірше, а з німецьким і скандинавським – найкраще.

На увагу заслуговує також динамічна теорія права і фінансів, яка полягає в тому, що правові системи, які швидко адаптуються до змін, краще сприяють фінансовому розвитку, ніж інертні і жорсткі. Проте Р. Раджан і Л. Зінгалез [350] вважають, що правова система не спроможна пояснити зміни у розвитку фінансового сектору. Автори стверджують, що відмінності у його моделях пов'язані з дією політичних сил, а основним чинником змін стала Велика Депресія, яка породила недовіру до ринкового механізму і сприяла розвиткові державного регулювання економіки. Як відомо, у США тоді було прийнято закон Гласса-Стігалла (1933), який розділив банківський бізнес на типово кредитно-депозитний та інвестиційний.

Вже наприкінці 70-х рр. у банківській системі США відчувався дефіцит довгострокових коштів на депозитах через дії ФРС, яка підвищила облікову ставку до 20 % з метою послаблення інфляції. Це призвело до перетікання грошових коштів із банківських рахунків на ринки капіталів з більш ризикованими інструментами [125, с. 83], а банки відмовились від традиційного

ведення бізнесу, що був введений ще в рамках Нового курсу Рузвельта: сплачуй 3 % за депозитами, отримуй 6 % за іпотечними кредитами. Крім збільшення ставки рефінансування, були прийняті закони, що ввійшли пізніше до складу так званого Регулювання Q (Regulation Q), який встановив порядок ціноутворення для традиційних банківських послуг, переважно залучення депозитів. Таким чином, були остаточно нівельовані і без того скромні конкурентні переваги депозитних корпорацій перед інвестиційними фондами і страховими компаніями, а дефіцит ліквідності сприяв концентрації уваги банків на фондовому ринку, на який вони не мали доступу аж до 1999 р. Як наслідок цих процесів з часом набула розвитку сек'юритизація: якщо у 2000 р. її обсяги в США становили близько 988 млн дол., то у 2001 р. це вже було 2 млрд дол. Проте з розгортанням світової фінансової кризи 2008–2009 рр. її обсяг суттєво зменшився, причому не тільки у цій країні (рис. 4.3).

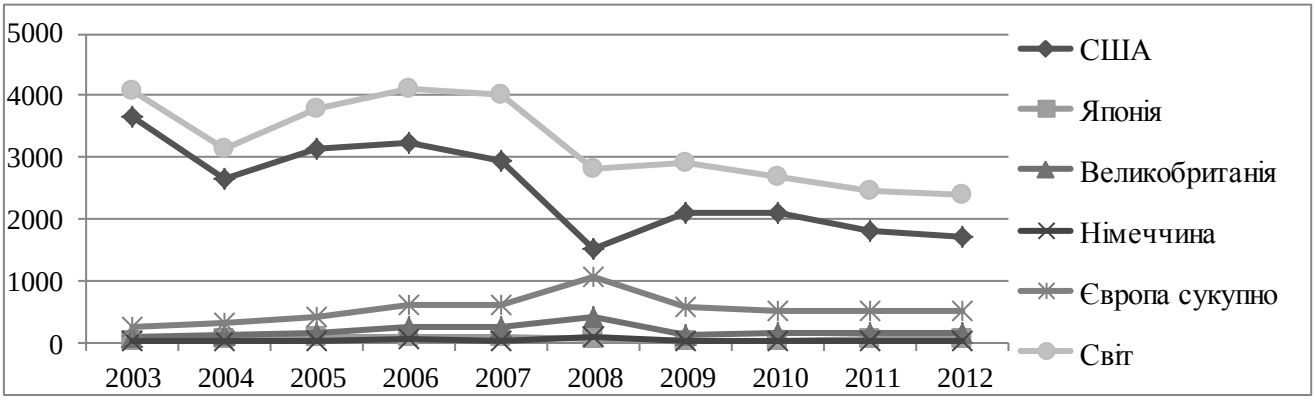


Рис. 4.3. Емісія інструментів сек'юритизації у світі у 2003–2012 рр., млрд дол.

Джерело. Побудовано на основі [319].

Посткризові тенденції розвитку світового ринку капіталу свідчать про зниження фінансової глибини на 22 % порівняно з 2007 р. (табл. 4.2), що пояснюється: зниженням капіталізації ринку цінних паперів за 2007–2012 рр. на 41 %; забезпеченням зростання за рахунок суверенних облігацій, обсяг яких з 2007 р. збільшився на 15,4 трлн дол. Це не можна вважати позитивним фактом, оскільки підсумком стане уповільнення розвитку економік світу і підвищення

ризиків дефолту у них; зміна структури економіки і великим внеском у світовий ВВП країн, що розвиваються. При цьому їх фінансові ринки розвинуті гірше за ринки розвинутих країн, тож не встигають за розвитком економіки, як-от у Китаї. У світі проживає 2,5 млрд дорослих людей, у яких відсутній доступ до банківської системи, переважно вони проживають у країнах, що розвиваються; процесом списання боргів. Наприклад, у США обсяг боргових цінних паперів фінансового сектору за 2007–2012 рр. знизився на 1,5 трлн дол. Банки нині віддають перевагу залученню депозитів. Натомість у Європі борг фінансового сектору збільшився до 2,6 трлн. дол.

Таблиця 4.2

Зміна фінансової глибини регіонів/країн за 1995–2012 рр., %

Активи / Регіон/країна	1995–2007						2007–2012					
	Кредити	Корп. облігації	Облігації фінкорпорацій	Державні цінні папери	Акції	Всього	Кредити	Корп. облігації	Облігації фінкорпорацій	Державні цінні папери	Акції	Всього
Єврозона	21	6	47	1	46	121	8	5	18	17	-32	16
Великобританія	92	4	65	-6	17	172	-15	4	33	34	-8	49
Інші країни Європи	41	1	36	-21	75	132	-2	2	17	2	-59	-39
США	38	4	69	-6	49	154	-22	9	-32	34	-27	-37
Інші розвинуті країни	-3	4	8	64	56	129	5	1	-4	24	-39	-13
Китай	-38	3	9	28	169	172	26	6	5	-13	-128	-105
Інші країни, що розвиваються	8	1	3	7	39	56	1	0	1	1	-28	-24
Всього	10	2	28	8	51		-5	3	-10	11	-42	

Джерело. Складено на основі [336].

Загалом за 2007–2012 рр. частка кредитів у світовому ВВП становила 125 % (зокрема сек`юритизовані кредити – 55 %), цінні папери – 338 % до ВВП з переважанням емісій акцій і облігацій фінансових корпорацій, що свідчить переважання ринкоцентричної моделі фінансового сектору (рис. 4.4). Визначальну роль у цих процесах відіграють США, де фінансовий бізнес характеризується високою складністю організації і диверсифікації.

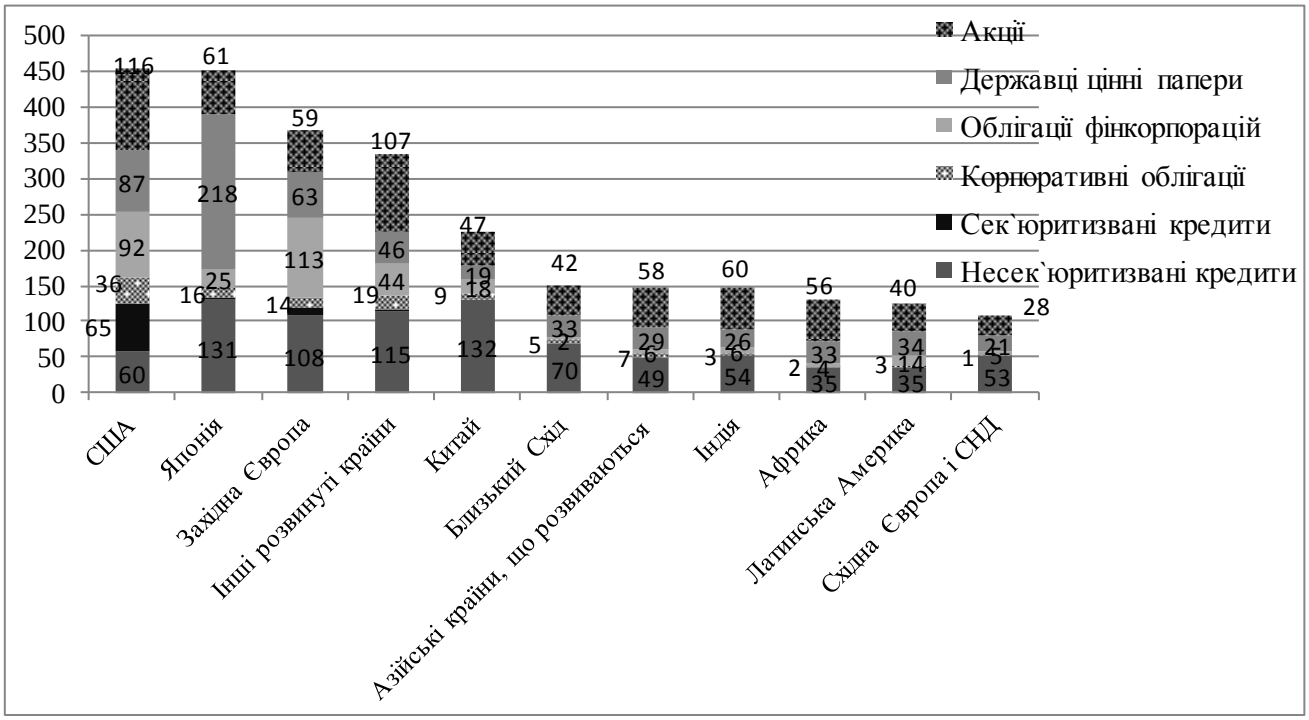


Рис. 4.4. Фінансова глибина регіонів/країн за 2007–2012 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [336].

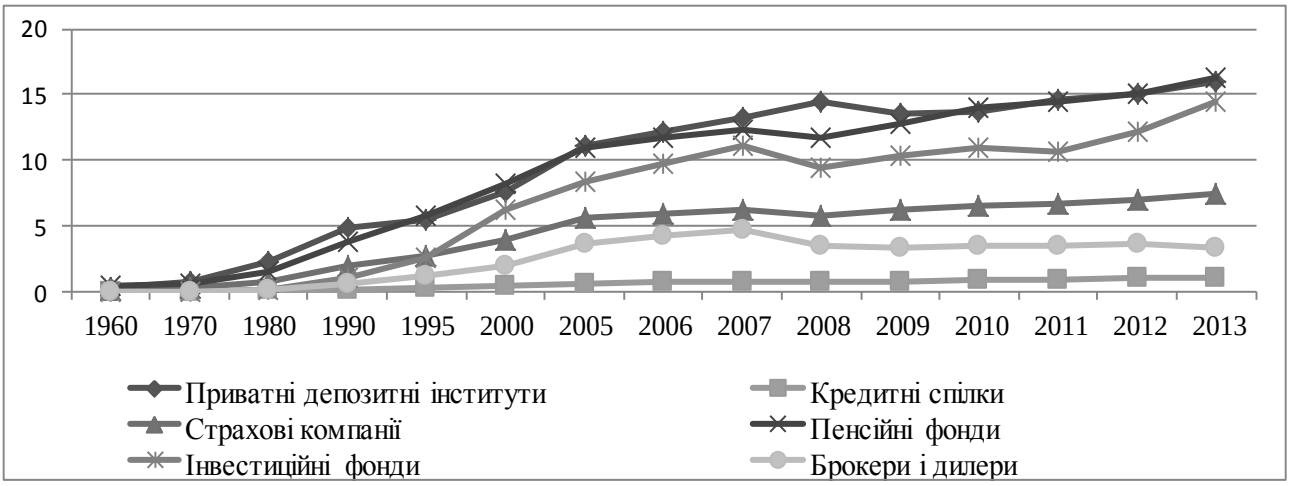


Рис. 4.5. Обсяги активів основних інституційних одиниць фінансового сектору США у 1960–2013 рр., трлн дол.

Джерело. Побудовано на основі [368].

Однією з тенденцій розвитку американського фінансового сектору є суттєве зменшення частки депозитних корпорацій за 1980–2000 рр. на 28,2 % з одночасним зростанням частки інвестиційних фондів, а також брокерів і дилерів (рис. 4.5). Якщо у 1948 р. у його структурі на депозитні інститути припадало 68 % фінансових ресурсів, страхові компанії – 24,3, інвестиційні фонди – 1,3,

пенсійні фонди – 3,1, то у 1990 р. частка депозитних інститутів знизилась до 37,6 %, тоді як частка пенсійних фондів складала 12,5, інвестиційних фондів – 13,1, а страхових компаній – 14,5. Нині у США найбільшу частку у фінансових активах становлять пенсійні фонди: їх активи з 1980 р. по 2013 рр. збільшились у більш як 10 разів до 16,3 трлн дол. і випередили приватні депозитні корпорації, які сягнули 15,9 трлн дол. Незважаючи на те, що активи страховиків зросли також у 10 разів до 7,5 трлн дол., їх частка у сукупних активах складає нині 9,2 % активів фінансового сектору. Щодо інститутів колективних інвестицій, то В. Шарп, Г. Александер і Дж. Бейлі називають їх «феноменом» [275, с. 12], адже їх активи зросли у 144 рази, а питома вага у сукупних активах збільшилась з 8,8 % у 1980 р. до 17,7 % у 2013 р., тобто вони практично наздоганяють банки (19,6 %). Природно, що у 2007 р. досягли своїх максимальних показників брокери і дилери з цінних паперів (4,7 млрд дол.), а надалі відбулось уповільнення їх діяльності.

Пояснити процеси розвитку інститутів ринку цінних паперів можна фінансовою лібералізацією та впровадженням фінансового інжинірингу з кінця 1980-х рр., а надалі – бурхливим розвитком цього ринку і великою різноманітністю фондів, коли інвестор має можливості для вибору. Різновидом таких інститутів стали хедж-фонди – закриті партнерства, які орієнтовані на спекулятивні операції і використовують у своїй діяльності різні техніки хеджування і спредові стратегії інвестувння, що стало каталізатором розгортання останніх кризових явищ в американській і європейській економіках.

В Європі періодом придушення ринків і суттєвого втручання держави у розподіл фінансових ресурсів стали 1930-і рр. Так, скориставшись кризою, уряд Італії націоналізував основні банки, а Франції – збільшив свою частку в активах. І тільки у 1994 р. в Італії було реприватизовано банки, а у Франції ще у 1979 р. 43 % кредитів надавалося з певною субсидією або привілеєм [Цит.: 97, с.382]. З 1990-х рр. послаблюється державне втручання у фінансовий сектор, відбувається лібералізація і відміна обмежень на рух капіталів, проте частка

банків у фінансуванні економіки залишається вельми істотною. Так, у Західній Європі фінансова глибина за кредитами за 2007–2012 рр. склала 120 % до ВВП, акцій – 59, облігацій фінансових і нефінансових корпорацій – 127, державних цінних паперів – 63 %. Це означає, що боргове фінансування за допомогою облігацій перевищує капіталізацію ринку акцій у 3,2 рази (див. рис. 4.4). Показники 2013 р. (рис. 4.6) наочно свідчить про велику частку: готівки, депозитів, страхування і акцій в активах домогосподарств; акцій – нефінансових корпорацій; грошових коштів, депозитів, боргових цінних паперів – фінансових корпорацій; акцій і боргових цінних паперів – страхових компаній і пенсійних фондів; акцій – сектору загального державного управління.

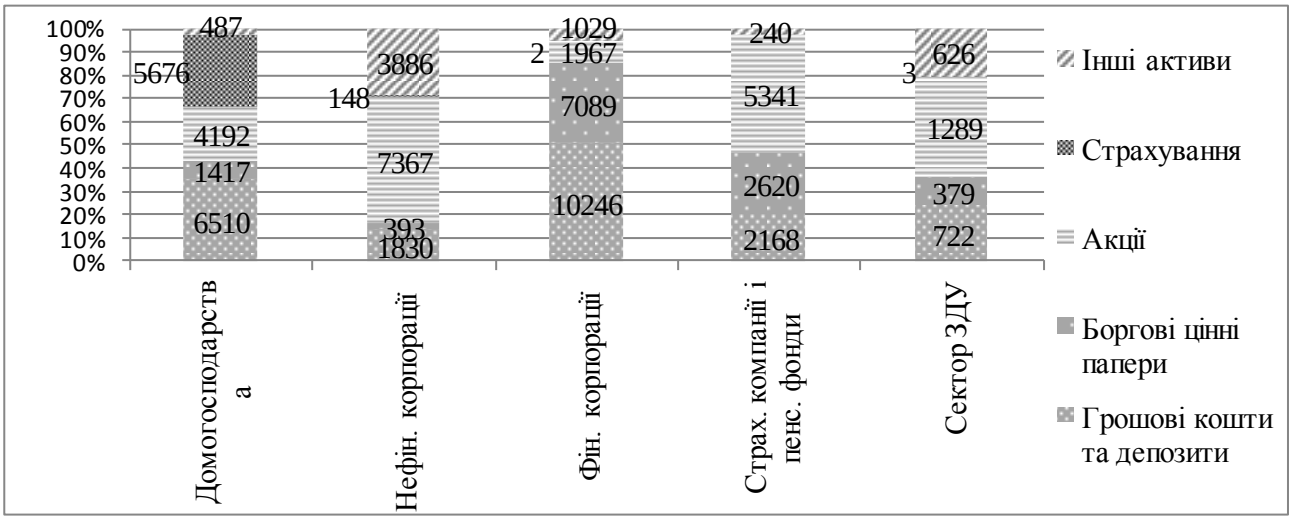


Рис. 4.6. Розподіл фінансових активів за секторами економіки ЄС у 2013 р., млрд євро

Джерело. Побудовано на основі [366].

Нині, за даними Бундесбанку [300], у Німеччині відбуваються суттєві структурні зрушення: у кризовому 2008 р. відбувалось збільшення частки активів на користь банків, що свідчить про підвищення довіри до них, як до надійних фінансових інститутів, так само як і в інших країнах світу. У цілому відбувається: зростання ролі ринку акцій (близько 40 % до ВВП) і дроблення структури акціонерних капіталів; збільшення ролі брокерських компаній та інвестиційних консультантів; створення комерційними банками фінансових

холдингів і переведення ними частини свого бізнесу у дочірні компанії; подання банками і емітентами регулярної інформації щодо своєї діяльності; урахування попиту іноземних інвесторів, активізація операцій з акціями і похідними.

У цілому, європейська модель фінансового сектору максимально наближена до стандартів Базельського комітету з банківського нагляду, проте з 2001 р. набули розвитку зміни у діяльності банків, що несуть зміни в ендогенну пропозицію грошей: 1) вважається некоректною консолідація банківського капіталу з асоційованими компаніями реального сектору і нестраховими компаніями фінансового сектору, тобто вкладення у дочірні і асоційовані компанії вилучаються із визначення розміру банківського капіталу; 2) сума інвестованих коштів в акції одного емітента реального сектору не може перевищувати 15 % банківського капіталу, а сума сукупних вкладень у корпоративні права компаній такого сектору не може перевищувати 60 % сукупного капіталу.

Щодо Японії, то країна не орієнтується на рекомендації Базельського комітету і має певні особливості: створення конгломератів; поодинокі випадки володіння контрольними пакетами, компанії контролюються групами акціонерів з частками 10–40 %; роль банків і боргових інститутів вище, ніж у Європі; інституційні інвестори мають підпорядковане значення (менше 20 % активів).

Як показує досвід становлення фінансових систем світу, банківська модель фінансового сектору є способом подолання історичного розриву розвитку його інститутів. Важливо розуміти, що нерозвиненість недепозитних інститутів і ринку цінних паперів наприкінці XIX ст. у Німеччині викликала зростання участі банків у фінансуванні і управлінні промисловими компаніями. Те саме відбувалось і у післявоєнні роки в Японії, де система їх домінування стала віддзеркаленням високого рівня недосконалості ринку капіталу. Специфічність розвитку японського фінансового сектору можна пояснити процесами, що відбувались на межі XIX–XX ст. і до 1940 р., коли промислові компанії фінансувались переважно за допомогою емісійного механізму, який забезпечував 40–65 % усіх джерел інвестицій. Надалі добробут компаній почав

формуватись за рахунок непрозорих політичних зв'язків, «купівлі» чиновників із метою маніпулювання ними, а джерелом фінансових ресурсів стали афілійовані з державою банки. Цей аргумент є досить популярним в обґрунтуванні домінуючого положення банків у фінансовому секторі перехідних економік.

Звернемо увагу на те, що апріорі вважається, що США і Великобританія – це країни з ринковим фінансовим сектором, а Німеччина і Японія – з банківським. Водночас, як свідчать наші дослідження, японський ринок цінних паперів є одним із найбільш передових у світі (61,8 % до ВВП у 2012 р.), а банки США і Великобританії є одними з найбільш активних і складних фінансових інститутів. Тому «у глобальному контексті порівняння структури фінансового сектору у Німеччині і Японії з фінансовим сектором США і Великобританії найкраще описується як «невелика розбіжність з великою подібністю», але існує «велика розбіжність з невеликою подібністю» між фінансовою структурою у розвинених країнах і країнах, що розвиваються» [334, с. 4]. У березні 2007 р. капіталізація європейського фондового ринку (24 фондові ринки, зокрема Туреччини і Росії) досягла 15,72 трлн дол. і перевищила капіталізацію фондового ринку США, що складала на той момент 15,645 трлн дол. Востаннє ринок Європи перевищував за розмірами американський 100 років тому – перед Першою світовою війною. З початку 2003 р. капіталізація американських компаній зросла на 70,5 %, а європейських – на 160 % [97, с. 385].

У сучасних умовах, як свідчить розвиток економік світу, чим вищим є рівень їх розвитку, тим більшими є фінансова глибина та диверсифікованість фінансового сектору і меншою частка банків у сукупних активах. За нашими підрахунками, у розвинених країнах частка банківського сектору знаходиться у межах 30–80 % активів (зона середніх значень – 60–70 %). У країнах, що розвиваються, частка банківського сектору є вищою (50–90 %) (зона середніх значень – 75–85 %). У цих країнах переважають банки і квазібанки (від ломбардів і лихварських контор до кредитних кооперативів і фінансових

компаній), проте вони мають певні труднощі у розширенні сфери фінансових послуг, оскільки керувати ними набагато складніше, ніж недепозитними фінансовими установами з гнучкою системою організації та володінням інформацією про клієнта і ринок. Хоча домінування банків у структурі фінансового сектору є очевидним фактом (у Польщі – 86 % фінансових активів, Чехії – 85. Словенії – 78), країни, що розвиваються, на рис. 4.7 розміщені у лівому нижньому куті, що свідчить про низьку частку кредитів і капіталізації їх емітентів у ВВП.

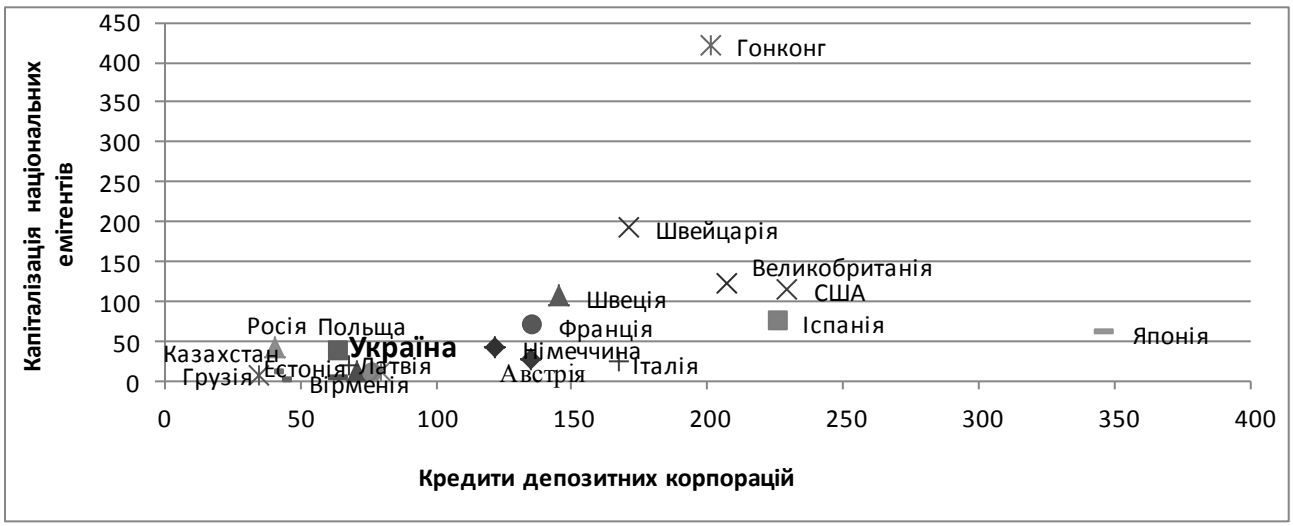


Рис. 4.7. Кредити депозитних корпорацій (крім кредитів уряду) і капіталізація національних емітентів країн світу у 2012 р., % до ВВП

Джерело. Побудовано на основі [377].

Отже, існує великий перелік аргументів на користь пріоритетності банків або інститутів ринку цінних паперів, проте стає популярною і еклектична точка зору, прибічники якої підкреслюють комплементарний характер підсекторів фінансового сектору і пропонують насамперед створення сприятливого інституційно-правового середовища як запоруки його ефективного функціонування. Крім того, зважимо насамперед на глобалізаційні процеси і відрив фінансового сектору від реального, що відбуваються у світі і спричиняють формування саме комплементарної моделі сектору фінансових корпорацій.

4.2. Вплив глобалізації й фінансіалізації на інституційну організацію фінансового сектору

Глобалізація економіки – це універсалізація всіх сфер громадського життя. За одним визначенням вона є процесом трансформації розрізнених національних господарств в інтегровану світову економіку [355, с. 312], а за іншим – «широкомасштабна гра інтересів, гра ризикована й конфліктна. Деякі народи і країни можуть мати більше користі від цієї гри, інші – менше, а деякі зовсім програють у великих перетвореннях на межі століть» [142, с. 17]. Глосарій МВФ тлумачить глобалізацію як «процес, за допомогою якого все більш вільний потік ідей, людей, товарів, послуг і капіталу веде до інтеграції економік і суспільств. Основними факторами поширення глобалізації були збільшення лібералізації торгівлі та досягнення в області комунікаційних технологій» [371]. Як влучно зауважує Дж. Сакс, «… не існує прямих доказів того, що глобалізація призводить до катастрофи. Однак немає доказів, що вона слугує панацеєю» [238, с. 14].

На нашу думку, глобалізація – це історичний процес, що пов’язаний з поступовим руйнуванням комплексу національних формальних правил і неформальних норм під напором міжнародних капіталів, корпорацій, управлінських структур тощо, які взаємодіють між собою і державами світу. Її витоками стали великі завойовницькі походи давнини і географічні відкриття, а продуцентами розповсюдження виступили: 1) залучення США до європейських справ після Першої світової війни; 2) післявоєнне відродження Західної Європи і Японії за участі США; усунення бар’єрів для міжнародної торгівлі, чим з кінця 40-х рр. XX ст. займається ГАТС; 3) розпад соціалістичного табору з 1991 р., коли рухнув біполярний світ і зламав ідеологічні кордони, що заважали економічним й політичним інтеграційним процесам. Динаміку процесу глобалізації можна проілюструвати за допомогою даних, проілюстрованих у табл. 4.3.

Таблиця 4.3

Динаміка процесу глобалізації у 1980–2020 рр.

Показник	1980	1990	2000	2007	2008	2020
Трансграничні потоки капіталу, % світового ВВП	4,7	5,2	15,3	20,7	3,1	23–28
Накопичені ПІІ, % світового ВВП	6,0	8,5	18,0	28,3	24,5	42–47

Джерело. Складено на основі [375].

Дослідження KOF Swiss Economic Institute також показують, що саме з 1990-х рр. розпочалось активне поширення глобалізації (економічної, політичної і соціальної) у 208 країнах світу. Поступово зростає й інтеграція України у ці процеси. У 2013 р. Україна займала 47 місце (нарівні з Росією), а за економічною глобалізацією – 67 місце. У 1995 р. країна посіла 58 місце, а надалі показники поліпшилися завдяки культурній спорідненості, політичній глобалізації (посольства, членство у міжнародних організаціях, міжнародні договори), інформаційним потокам (Інтернет, телебачення, продаж газет) і потокам капіталу (торгівля, ПІІ в акціонерний капітал, портфельні інвестиції, сплачені доходи іноземцям).

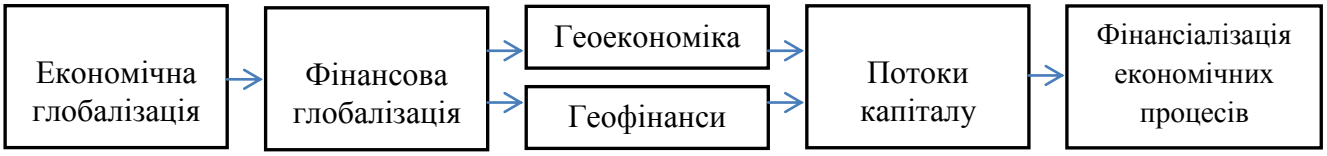


Рис. 4.8. Взаємозв'язок глобалізації і фінансіалізації економічних процесів

Джерело. Побудовано автором.

Зазвичай поняття «глобалізація» стосується зростаючого міжнародного характеру діяльності фінансових інститутів, через що поняття «фінансова глобалізація» відображує процес розвитку світового фінансового сектору (рис. 4.8) на фоні широкомасштабної лібералізації валютних режимів, активізації операцій на світових фінансових ринках, розвитку фінансового інжинірингу, інтеграції національних ринків капіталу у єдиний світовий простір з відповідною конфігурацією фінансової архітектури. Отже, фінансова

глобалізація – це частина економічної глобалізації, що є процесом поступового згладжування (конвергенції) комплексу національних фінансових інституцій через активізацію діяльності фінансових інститутів, збільшення трансакцій з фінансовими активами, винайдення нових фінансових інструментів, а також широку дифузію інформаційних технологій. Критерії світової різноманітності і глобальної конвергенції наведено у табл. 4.4.

Таблиця 4.4.

Критерії світової різноманітності і глобальної конвергенції

Критерій	Світова різноманітність	Глобальна конвергенція
Локалізація	Локалізація через глобалізацію	Глобалізація через локалізацію
Різноманітність	Збереження різноманітності	Збільшення одноманітності
Міжнародні зв'язки	Збереження фрагментарності	Зростаюча інтеграція
Основні рушійні сили	Культурна й інституційна	Технології і комунікації
Різноманітність і фрагментація	Уникнути неможливо, варто використовувати на благо фінансової корпорації	Дорого, але варто уникнути
Стратегічний фокус	Локальна пристосованість	Глобальна ефективність
Організаційні переваги	Якщо не адаптація, то децентралізація	Якщо не стандартизація, то централізація
Інноваційний процес	Національні винаходи	Централізований
Організаційна структура	Змінна (глобально мережева)	Глобальна (централізована)

Джерело. Складено на основі [29].

Класифікаційні ознаки фінансової глобалізації можна виділити на основі критерію імпортування фінансових інституцій та інститутів: широка – всеохоплення глобальних і національних структур; контурна – охоплення носить побічний характер; розповсюджувальна – повільна, але з високим степенем впливу; ковзна – велика протяжність, низька швидкість і слабий вплив. Можна визначити, що в Україні вона набула розповсюджувальної форми. Найбільш ґрунтовно еволюцію фінансової глобалізації подано Д. Хелдом, Д. Гольблаттом, Е. Макгрю і Дж. Перратоном (див. дод. Т табл. Т.1).

Посилення фінансової глобалізації викликало необхідність покращення якості глобального управління. Нові глобальні правила суттєво впливають на формування нового інституційного середовища фінансового сектору, а у цілому на інституційний порядок і організацію світової фінансової архітектури.

М. Голдштейн тлумачить таку архітектуру як «інститути, політики і практики, які пов'язані з попередженням і розв'язанням банківських, валютних, боргових криз, передусім (але не обов'язково) в економіках, що розвиваються» [312, с. 51]. Інше визначення знаходимо у Х. Кана: це «система глобальних фінансових організацій для міжнародних розрахунків зі специфічними правилами і процедурами, якими мають керуватися країни-члени» [324, с. 37]. Р. Джомейн [310] пропонує відрізняти світову фінансову архітектуру від системи, яка є сукупністю правил і процедур, за допомогою яких здійснюються міжнародні фінансові трансакції. На його думку, світова фінансова архітектура є механізмами і структурами, за допомогою ці правила і структури встановлюються: це комплекс інституційних організацій, які визначають, хто приймає правила, які, коли і як, тобто підкреслюється її політична природа. С. Науменкова і С. Міщенко зазначають, що фінансова архітектура «… характеризує сукупність визнаних міжнародних стандартів та принципів функціонування фінансового сектору, а також засобів діагностики його ефективності» [185, с. 62]. У контексті інституційної теорії світова фінансова архітектура – це інституційна організація світової фінансової системи з усією сукупністю інституційних одиниць, а також відповідних їм інституцій. Можна сказати, що це сукупність економічних відносин, на основі яких визначаються принципи побудови світової фінансової системи і національних фінансових систем, так і самі фінансові інститути, з яких складаються національні і світовий фінансові сектори.

Найактивніше поширення процесів глобалізації у фінансовому секторі можна пояснити скасуванням у розвинених країнах обмежень на міжнародний рух капіталу й лібералізацію торгівлі фінансовими послугами. Наразі більшість дослідників вважають, що до найважливіших її наслідків слід віднести значне посилення присутності на національних ринках іноземного капіталу. Це привело до диверсифікації діяльності національних фінансових інститутів, їх укрупнення в результаті злиття-поглинання, а також формування міжнародних фінансових груп. Структуру ПІІ за країнами світу наведено у дод. Т (рис. Т.1).

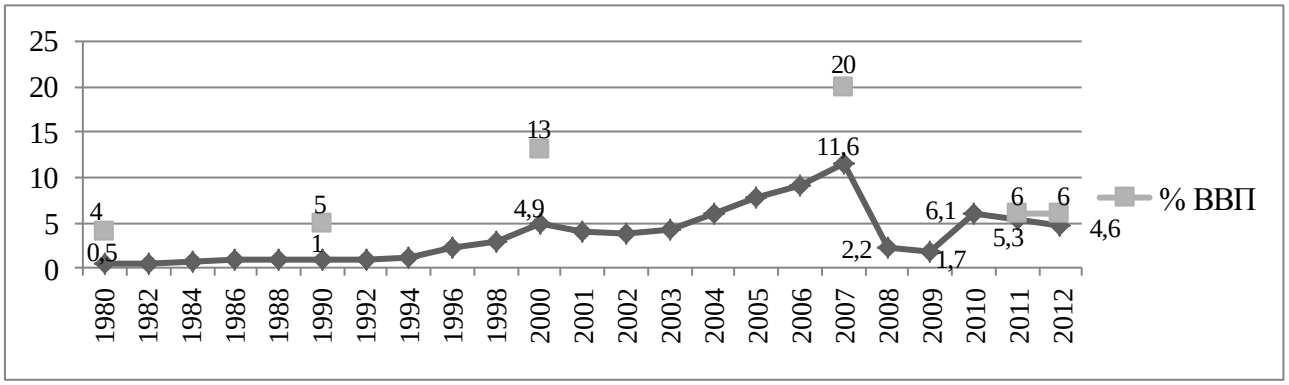


Рис. 4.9. Обсяги світових транскордонних потоків капіталу у 1980–2012 рр., трлн дол.

Джерело. Побудовано на основі [336].

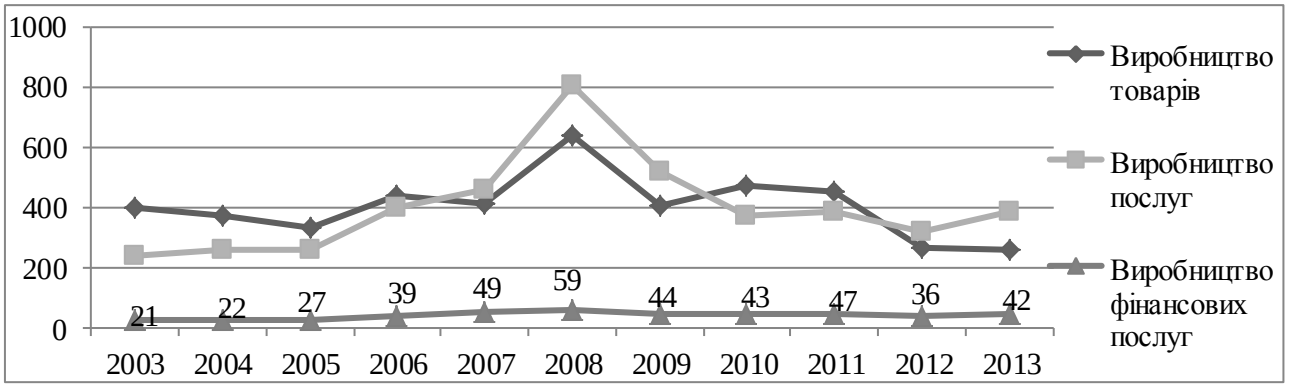


Рис. 4.10. Вартість нових проектів світових ПІІ у виробництво товарів і послуг у 2003–2013 рр., млн дол.

Джерело. Побудовано на основі [375].

За 1980–2007 рр. капітал у вигляді потоків інвестицій, кредитів та інших інструментів активно перетинав кордони: транскордонні потоки капіталу зросли з 0,5 до 11,8 трлн дол. Проте у 2012 р. їх обсяг став нижчий на 60 % від пікового значення 2007 р. (рис. 4.9). Суттєво знизились а ПІІ у виробництво фінансових послуг (рис. 4.10).

Створення ЄС і єврозони привело до того, що Європа стала світовим лідером фінансової інтеграції. За 1980–2007 рр. на країни Західної Європи припадало 56 % зростання транскордонних фінансових потоків, а надалі вже вони забезпечили 72 % їх падіння. Фінансова інтеграція тут відбувалась дуже стрімко, а інститути-регулятори не було створено, що призвело до бюджетної кризи у Греції, формуванню іпотечних бульбашок в Іспанії та Ірландії. У

підсумку за 2007–2013 рр. банки істотно знизили кредитування іноземців, а ПІІ в Європі знизились на 35 %.

В інших країнах Європи західноєвропейські банки у посткризовий 2009 р. переводили значні суми своїм дочірнім установам, які, у свою чергу, надавали ці кошти на внутрішньому ринку. Як свідчить зарубіжний досвід, у сучасному світі існує три групи країн залежно від глибини проникнення іноземного капіталу в банківський сектор: 1) розвинені країни, де невелика частка іноземних банків у банківських активах (у США, Німеччині і Швейцарії і Японії не перевищує 5–8 %); 2) країни з повним іноземним контролем (Непал, Бахрейн, Йорданія, Нова Зеландія та ін.); 3) рівень присутності коливається від 15 до 80 % банківських активів (країни Центральної та Східної Європи, зокрема і Україна).

Щодо України, то невизначеність щодо її інвестиційного клімату обмежує ентузіазм іноземних інвесторів, особливо з 2008 р. (див. дод. Т рис. Т.2–Т.3). Найбільше іноземних інвестицій (13% їх сукупного обсягу) залучає вітчизняний фінансовий сектор і посідає 3-тє місце як країна для ПІІ у фінансові послуги ЦСЄ після Росії та Польщі.

На ринку страхування за 2005–2013 рр. кількість страхових компаній з іноземним капіталом зросла практично у 1,6 рази, а частка цього капіталу у статутному капіталі становить нині близько 20 %. За підсумками 2013 р. [188] було зареєстровано 94 страховика з іноземним капіталом (22,6 % усіх зареєстрованих страхових компаній (411), із них 78 – ризикових і 16 страховиків життя. Основними інвесторами виступають Кіпр, Великобританія, Російська Федерація, Австрія і Казахстан. Їх активність зменшується, так само, як і на банківському ринку. З ринку йдуть «лайфові» страхові компанії – російська РЕСО, яка володіє страховою компанією «ПРОСТО-страхування. Життя та пенсія», бельгійсько-нідерландська група Ageas (раніше – Fortis Group), яка продала приналежну їй компанію «Фортіс Страхування Життя Україна», а фінансова група ING відмовилась від намірів вийти на український ринок страхування життя.

Частка іноземного капіталу в банках України збільшилась з 9,6 % у 2004 р. до 34 % у 2013 р. (рис. 4.11). Основними формами проникнення іноземного капіталу у банківський сектор є створення філій (представництв), відкриття власного дочірнього банку, партнерство з місцевим банком і придбання працюючого банку. Кількість банків з іноземним капіталом постійно зростала (див. дод. Н табл. Н.3): якщо у 2000 р. їх було 31 (зокрема 7 – із 100 %-м іноземним капіталом), то у 2013 р. – 49 (зокрема 19 таких банків).

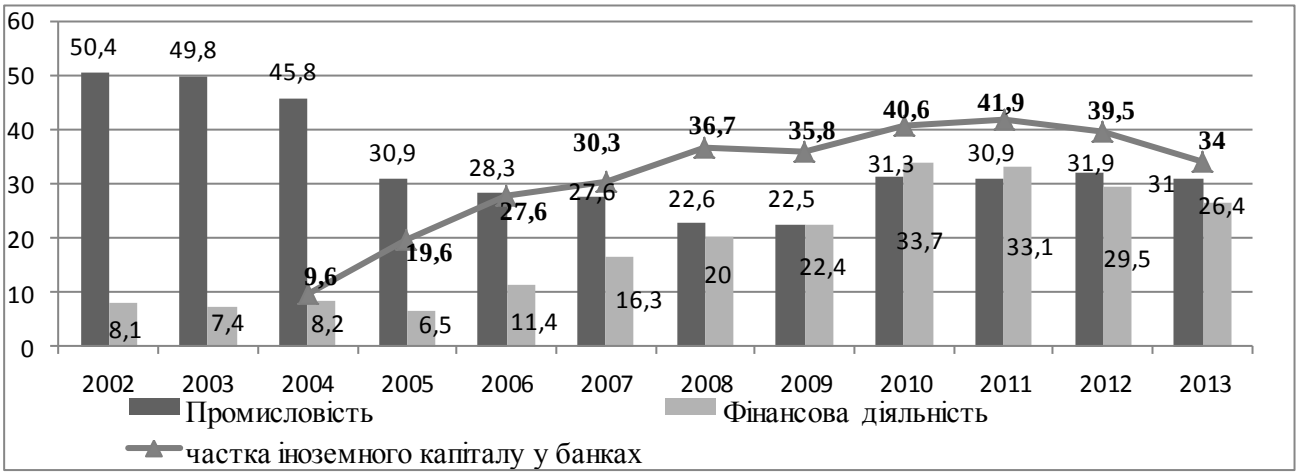


Рис. 4.11. Розподіл ПІІ в Україні у 2002–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [48].

За Методикою розрахунку рівня економічної безпеки України, що була розроблена Міністерством економіки, рівень проникнення іноземного капіталу у вітчизняну банківську систему перевищив граничну межу, що загрожує національній безпеці. Про загрозливі тенденції в Україні свідчать і дослідження Standard&Poor`s. Так, ПІІ в банківські системи СНД становлять менше 5 % до ВВП. В Україні цей показник складає 10 %, в Росії – 1,4 %, Грузії – 4,6 %, а в Узбекистані практично дорівнює нулю. Відповідно до розроблених цією організацією оцінок суверенних і галузевих ризиків банківського сектору (Banking Industry Country Risk Assessment – BICRA) [356] країни поділяються на групи – від групи 1 (країни з найменшими ризиками) до групи 10 (країни з найвищими ризиками). Оцінки України (економічний ризик – 10) свідчать про підвладність ризикам банківської системи у міжнародному контексті. З іншого

боку, тенденції зміни частки іноземних банків у банківських системах різних країн свідчать, що в Україні вона є суттєво нижчою за країни Балтії, Грузії, Польщі, Чеської Республіки тощо.

У численних наукових працях, зокрема Р. Левіна і С. Зервоса, Р. Раджана і Л. Зінгалеса, Дж. Капріо і П. Гонахана, Б. Дейджа, Л. Голдберг і Д. Кінні, А. Деміргуч-Кунт, Р. Левіна і Х. Міна, С. Классенса і Ван Хорена можна знайти висновок про позитивний вплив іноземних банків на розвиток фінансового сектору і економіки зокрема. Експерти НБУ також визначають певні позитивні наслідки присутності іноземного капіталу в економіці[1]. Вважаємо, в Україні основним позитивом у залученні іноземного банківського капіталу є те, що сформувалася поведінкова модель банківського обслуговування («модель продаж»). До 2005 р. у банківській системі країни переважала сервісна модель роботи (у центрі був продукт, а не клієнт) із динамічним зростанням кредитування у 2006–2007 рр., просуванням одночасно кредитних і дебетних карт, інтернет-банкінгу тощо, появою «Зон 24», розвитком технологічних платформ банків і вдосконаленням скорингових моделей оцінювання ризиків. Окрім того, в умовах останніх кризових подій іноземні банки краще за українські відреагували на заклики НБУ щодо підвищення капіталізації: вони збільшили у кризові роки загальний обсяг власного капіталу на 38 %, а в українських банках він знизився на 17 %.

Щодо негативних наслідків експансії іноземних банків на національні ринки, то їх виділяють Р. Кулл і М. Періа, М. Фарно, М.Лантері і Ж.Шмідт, Г.Бассо, О.Калво-Гонзалес і М. Джугілас, А. Лука і І. Петрова, М. Дулей і І. Чін та ін. Експерти НБУ виділяють свої негативні наслідки: 1) менша схильність

[1] 1) більш швидке та ефективне впровадження передових методів банківської діяльності; 2) підвищення якості кредитного аналізу; 3) зростання обсягу кредитних ресурсів та посилення стабільності їх джерел; 4) розширення спектру якісних послуг, комплексний підхід до обслуговування різних клієнтів; 5) здешевлення банківських послуг; трансформація банківської системи в системі розподілу кредитно-інвестиційних ресурсів; 6) трансформація банківської системи в процесі розподілу кредитно-інвестиційних ресурсів; 7) запровадження міжнародного досвіду фінансового оздоровлення; 8) запровадження міжнародного досвіду фінансового оздоровлення, реорганізації та реструктуризації банків, що набуває виключно важливого значення в умовах майбутніх об'єднань, поглинань і злиттів банків; 9) збільшення обсягу залучення недорогих ресурсів; 10) покращання банківського нагляду і регулювання банківської діяльності; 11) зменшення можливості відмивання брудних коштів; 12) посилення дієвості національних банківських систем як засобу розподілу інвестиційних ресурсів [189].

іноземних банків до кредитної діяльності або надання кредиту виключно великим компаніям; 2) послаблення позицій ще недостатньо розвиненої банківської системи країни; 3) можливість проведення лише спекулятивної діяльності без надання повного спектру якісних фінансових послуг. Так сталось в Україні у другій половині 90-их рр. XX ст., коли основною метою приходу іноземних банків була купівля ОВДП, а після зниження ставок за цими інструментами банки (передусім, «Кредіт Свісс Фьорст Бостон Україна», «Сосьєте Женараль Україна») згорнули свою діяльність на ринку капіталу України [1]. Основними ризиками і структурними дисбалансами, пов'язаними з присутністю іноземних банків в Україні, стали: перегрів економіки; посилення доларизації економіки; негативний вплив на стан рахунку поточних операцій платіжного балансу; посилення у домогосподарств психологічної схильності жити в борг; збільшення конкуренції, що витіснила вітчизняні банки з прибуткових сегментів ринку фінансових послуг (споживчого кредитування і великих корпоративних клієнтів) у більш ризикові сегменти. Проблемою залишається те, що філії є структурними підрозділами іноземних банків і їх діяльність контролювалась і контролюється не НБУ, а іноземним законодавством, отже, у підсумку в Україні виникають «фінансові анклави».

У цілому, не дивлячись на те, що фінансова криза привела до переоцінки фінансової діяльності, ризиків, державного регулювання, більшість країн світу провадить подальшу лібералізацію своїх фінансових секторів, укладання преференційних торговельних угод для іноземних фінансових корпорацій (табл. 4.5). Так, з початку кризи в силу вступили близько 52 подібних угод, тобто на 2 угоди більше, ніж за період 2000 – вересень 2008 рр.

Сценарії подальшого розвитку фінансової глобалізації пов'язуються з «хабовою» теорію. Словосполучення «фінансовий хаб» було взято із новин агентства Bloomberg і являє собою фінансовий центр (фінансову столицю). На

[1] За різними оцінками, з 2000 р. іноземні банки втратили в Україні більше 25 млрд грн. З трьох десятків банків десять вийшли в плюс і заробили для своїх акціонерів 7,4 млрд грн. Для порівняння, такий самий прибуток з 2000 р. самостійно одержував ПриватБанк.

Таблиця 4.5

Зміни умов діяльності у фінансових секторах деяких країн світу у 2006–2012 рр.

Країна	Сектор	Заходи	Рік
Чилі	Страхування	Дозвіл іноземним банкам створювати прямі філії	2007
Китай	Банківська діяльність	Зняття заборони на створення прямих філій	2009
	Страхування	Дозвіл іноземним компаніям продавати поліси обов'язкового страхування автоцивільної відповідальності	2012
	Цінні папери	Розширення видів діяльності для спільної діяльності	2012
	Фінансовий лізинг	Лібералізація лімітів на іноземну власність для компаній, які провадять діяльність із цінними паперами	2012
		Зняття заборони на іноземні інвестиції	2012
Колумбія	Фінанси	Дозвіл небанківським фінансовим компаніям знаходитись у повній іноземній власності	2010
Індія	Фінансові консультації	Дозвіл на діяльність консультантів з іноземних інвестицій і портфельних управляючих	2010
Ізраїль	Страхування	Дозвіл офшорним компанія на оншорну фізичну присутність	2009
Малайзія	Банківська діяльність і страхування	Лібералізація обмежень на ввезення іноземного капіталу	2009
		Оптовим банкам дозволено створювати прямі філії	2010
Непал	Банківська діяльність	Дозвіл на поглинання вітчизняних банків іноземними	2010
Нігерія	Страхування	Дозвіл на повну іноземну власність	2006
Пакистан	Страхування	Збільшення ліміту на іноземну участь	2012
Росія	Страхування	Скасування перевірок економічних передумов перед ліцензуванням	2007
Саудівська Аравія	Цінні папери	Дозвіл нерезидентам купувати-продавати біржові паї фондів	2010
Таїланд	Банківська діяльність	Дозвіл іноземним банкам створювати прямі філії	2006
		Лібералізація лімітів на кількість додаткових офісів філій іноземних банків	2010
		Лібералізація лімітів на кількість філій дочірніх організацій іноземних банків	2012
Україна	Банківська діяльність	Дозвіл іноземним банкам створювати філії	2006
ОАЕ	Банківська діяльність	Обмеження кількості філій іноземних банків	2010
В'єтнам	Банківська діяльність	Дозвіл на повну іноземну власність і створення прямих філій іноземних банків	2007

Джерело. Складено на основі [294].

нашу думку, фінансовий хаб – це регіон (місто, фінансова установа), де сконцентровані фінансові потоки. Як регіон може розглядатися Сінгапур і

Люксембург, місто – Лондон і Гонконг, фінансова установа – Нью-Йоркська фондова біржа, яка вже давно є лідером фінансової індустрії. Таких територій у світі сьогодні налічується 83 і в них сконцентровані основні фінансові ресурси (див. дод. Т табл. Т.2). Інші ж території лише втягуються у найближчий фінансовий хаб. У Росії, як відомо, такими хабами є Москва і Санкт-Петербург, проте їх рейтинг серед інших фінансових центрів знижується, як і Варшави, Праги, Будапешту і Таллінну. Україна на даному етапі розвитку не має жодного міста або фінансової установи, які спроможні виконувати таку роль.

Окрім цього, розвиток фінансового сектору, як вважають експерти міжнародного дослідження «Моделі посткризового розвитку: глобальна війна або новий консенсус» [181], на найближчі 10 та 30–50 років забезпечуватиметься спершу неоліберальною глобалізацію, а надалі – мультиполярною з виникненням регіональних кластерів, у яких процес глобалізації обмежений з боку традиційних для локальних цивілізації цінностей. Щодо конкурентних переваг країн на середньо- і довгострокову перспективу, то ефективний фінансовий сектор перебуває лише на четвертій позиції (табл. 4.6), а з часом його розвиток поступається іншим чинникам. Було зроблено висновок, що розвиватися можуть лише ті суспільства, де існує консенсус між існуючою економікою і привнесеними економічними моделями і технологіями.

Таблиця 4.6

Чинники, що визначають конкурентні переваги країн на перспективу

Найближчі 10 років			Через 30–50 років		
№	Чинники	% експертів	№	Чинники	% експертів
1	Людський капітал	45	1	Людський капітал	54,2
2	Природні ресурси	36,1	2	Нові високі технології	38,9
3	Нові високі технології	32,9	3	Природні ресурси	25,0
4	**Ефективний фінансовий сектор**	**19,4**	4	Ефективні ідеологічні системи	16,7
5	Інновації держуправління	17,1	5	Інновації держуправління	15,3
6	Розвиток малого і середнього бізнесу	13,0	**6**	**Ефективний фінансовий сектор**	**8,8**
7	Ефективні ідеологічні системи	9,7	7	Розвиток малого і середнього бізнесу	4,6

Джерело. Складено на основі [181].

Найбільш реалістичним варіантом розгортання подій є гальмування темпів розповсюдження фінансової глобалізації до тих пір, поки не буде розроблено заходи щодо блокування її негативних наслідків. Деякі заходи вже почав розробляти і реалізовувати МВФ (див. дод. Т табл. Т.3), проте ефектність цих дій є спірною через зростаючий відрив фінансового сектору від реального у більшості країн світу через:

1) домінування короткострокових форм фінансування (за якими ховається спекулятивний характер фінансових вкладень і короткий інвестиційний горизонт), що призводить до перевищення показників обороту на ринку капіталу над відповідними показниками для ринку товарів і послуг за збільшення темпів зростання обсягу першого з цих ринків (зростання FTR (Financial Turnover Ratio) – відношення фінансового обороту до реальних трансакцій). Частка цінних паперів у ВВП за останні двадцять років зросла у 11 разів, кредитів – у 4 (рис. 4.1), світовий ВВП при цьому збільшився у 2,5 рази. За останні роки основними напрямами фінансування стали споживчі кредити, угоди зі злиття і поглинання (рис. 4.12 і 4.13) та інші трансакції, вплив яких на реальний сектор є неоднозначним;

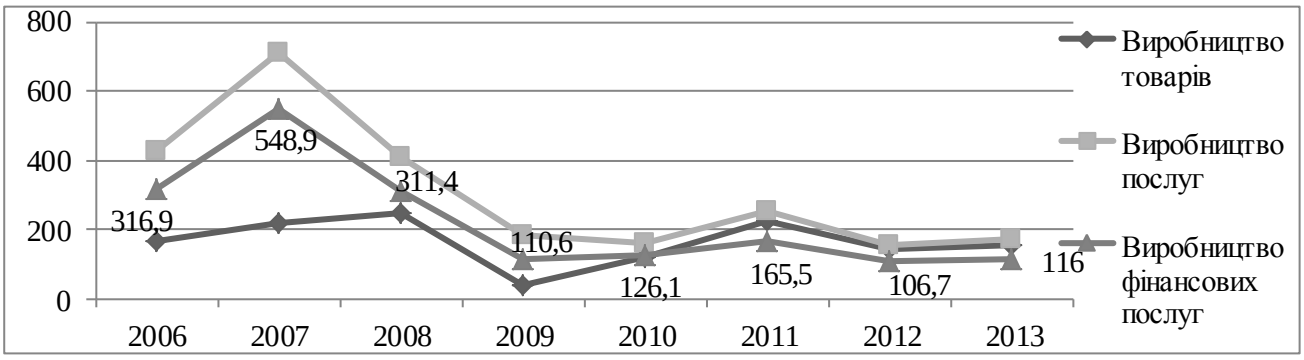


Рис. 4.12. Динаміка обсягів світових транскордонних злиттів і поглинань у 2006–2013 рр., млрд дол.

Джерело. Побудовано на основі [371].

2) відносне зростання масштабів фінансового сектору (тобто зростання FAR (Financial Asset Ratio) – відношення фінансових активів до реальних), а

також підвищення волатильності фінансових показників, які показують нарощення нестабільності у цій сфері.



Рис. 4.13. Динаміка обсягів злиттів і поглинань в Україні у 2006–2013 рр., млн дол.

Джерело. Побудовано на основі [375].

Зростання масштабів фінансового сектору призводить до того, що лише 3 % сукупного обсягу фінансових операцій припадає на операції, що пов'язані з реальним сектором економіки. Використання на обслуговування «самих себе» 97 % інших перетворює його в основний пріоритет, що дозволяє діставати колосальну дохідність. Як вважає М. Кастельс, влада фінансового капіталу над індустріальним є старою дихотомією і відповідає новій економічній реальності, де «… глобальні фінансові мережі є нервовим центром інформаціонального капіталу» [68, с. 499]. Нині близько 70 % до ВВП розвинутих країн виробляється у третинному секторі і є фіктивними цінностями (товарна марка, формування іміджу продукту, ринковий курс валют і цінних паперів, юридичні послуги тощо). Сформувалась перегорнута піраміда економічної системи, де частка реального сектора економіки постійно зменшується під дією спекулятивних чинників. Так, за даними ФРС США [368], активи фінансового бізнесу стрімко стали зростати з 1995 р. і у 2013 р. перевищили активи нефінансового у 3,6 рази (рис. 4.14).

Щодо волатильності, то її зростання призводить до невизначеності не тільки фінансового сектору, але і світової економіки у цілому, знижуючи можливості довгострокового стратегічного планування і вимагаючи додаткових

витрат зі страхування ризиків. При цьому останнє розв'язує проблему перерозподілу індивідуальних ризиків і спричиняє зростання системного ризику із новим витоком нестабільності. Інноваційність фінансового сектору підтверджується взаємообумовленістю обсягів глобального грошового обороту та глобального ринку деривативів, оскільки останній є її уособленням. Нині обсяг деривативів перевищує світовий ВВП у 10 разів, ринок цінних паперів – 14 разів, а на кожного жителя Землі припадає 100 тис. дол. їх обсягу. Він продовжує своє зростання і у посткризові роки, але найбільш тривожним фактом є те, що 95 % усіх деривативів США зосереджено у 5 мегабанках і їх холдингових компаніях;

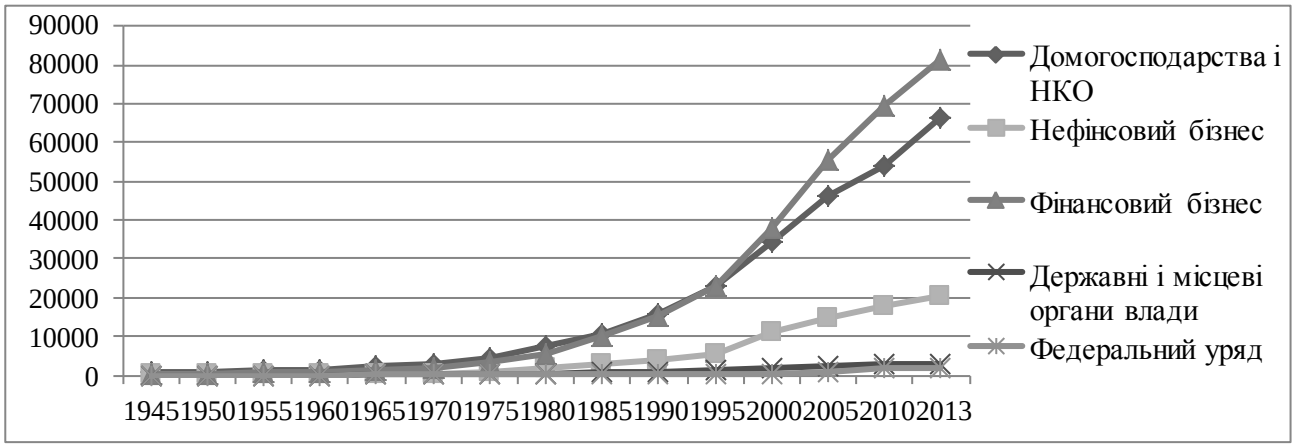


Рис. 4.14. Фінансові активи секторів економіки США у 1945–2013 рр., млн дол.

Джерело. Побудовано на основі [368].

3) перевищення дохідності фінансових інструментів над прибутковістю реальних вкладень, що призводить до зміни структури інвестицій. Ця тенденція намітилась з 1975 р. із зростанням фінансового інвестування, зниженням обслуговування потреб реального сектора, знекровлення його через збагачення геніїв фінансових махінацій. Т. Веблен про протиріччя реального і фінансового сектору помітив таке: грошова діловитість у цілому несумісна з виробничою ефективністю [26]. У сучасних умовах ринок інвестиційних очікувань, тобто ризиків як ніколи в історії не був таким далеким від процесів, що реально перебігали в економіці. Це призвело до зростання цін на акції абсолютної

більшості відомих компаній. Середній показник ціна/прибуток на одну акцію склав 35, хоча з часів великої депресії і до 1998 р. він ніколи не перевищував 15.

В Україні фінансова криза обумовила потрясіння не тільки у фінансовій сфері і пов'язаних з нею житловим будівництвом і іпотечним ринком, але й глибоко і масштабно проникла у галузі реального сектору, обумовивши низку негативних процесів – зниження виробництва, реального інвестування, збільшення безробіття, перепрофілювання, банкрутства і ліквідації. Для цього проілюструємо прибутковість інвестицій та їх розподіл за галузями економіки до і після фінансової кризи. Інформація, наведена у табл. 4.7 свідчить, що серед окремих галузей найвищий прибуток забезпечує фінансова діяльність, причому за 2007–2010 рр. спостерігалося його збільшення з 262,4 коп. на 1 гривну інвестицій до 686,3 коп., тобто практично у три рази. Це стало можливим завдяки спекулятивним операціям з державними облігаціями й іноземною валютою. Натомість промисловість за цей самий період підвищила свої показники з 14 коп. на 1 грн. інвестицій до 63,2 коп. Щодо частки інвестицій у фінансову діяльність, то вона зменшилась з 2,2 до 1,5 % (у промисловість 34,1 і 37,3 % відповідно). Це свідчить про те, що за мінімальних вкладень ця діяльність спроможна давати надвисоку прибутковість, що було спричинене в Україні активною державною підтримкою фінансового сектору на противагу реальному (виключенням були лише сировинні галузі, що забезпечують експортний потенціал України), а також неконтрольованим заохоченням іноземних інвестицій у вигляді спекулятивного капіталу, що знизило інноваційний потенціал економіки;

4) наявність премії за ризик. Згідно неокласичної теорії з часом норма прибутку у різних секторах економіки в умовах конкуренції має вирівнюватись, тобто у перспективі у фінансовому секторі вона відповідатиме цьому показнику у реальному секторі. На практиці ж цього не відбувається. Для вимірювання ринкових ризиків використовується індекс VIX, що розраховується Чиказькою біржею опціонів (Chicago Board Options Exchange). Цей індекс носить назву «індексу страху», оскільки він показує ступінь очікувань інвесторів щодо

нестійкості ринку протягом наступних 30 днів, а нормальним його значенням є 20±5 пунктів. Наприкінці 2012 р. показник коливався у межах 30–45 пунктів;

Таблиця 4.7

Прибутковість інвестицій та їх розподіл за галузями економіки України до фінансової кризи (у 2007 р.) та після неї (у 2010 р.)

Галузі	Прибуток на 1 грн. інвестицій, коп.		Частка інвестицій галузі до загального обсягу, %	
	2007	2010	2007	2010
Сільське господарство	51,4	6,7	5,3	6,1
Промисловість	14,0	63,2	34,1	37,3
Будівництво	0,3	-2,1	5,2	3,6
Торгівля, ремонт	36,5	37,5	9,7	6,7
Готелі, ресторани	2,4	4,0	1,4	1,2
Транспорті зв'язок	9,0	-6,7	16,8	16,9
Фінансова діяльність	262,4	686,3	2,2	1,5
Операції з нерухомим майном	65,2	-3,6	20,9	21,9
Державне управління	-	-	0,8	0,4
Освіта, наука	-0,5	-1,4	0,9	0,7
Охорона здоров’я	-1,2	-6,3	1,4	1,1
Комунальні послуги	-3,3	11,0	2,3	2,6
У середньому по економіці	31,5	44,6	100,0	100,0

Джерело. Складено на основі [156].

5) перенакопичення капіталу, що стало наслідком тривалої рецесії у розвинутих країнах, тобто капітал не був затребуваний у реальному виробництві. Фінансові інститути окрім своєї профільної діяльності стали займатись прямим інвестуванням, проектним фінансуванням, інвестуванням у нерухомість, консалтингом тощо, тобто діяльністю, що не є властивою для них. Наприклад, консалтинг у великих банках світу складає сьогодні близько чверті доходів. При цьому фінансові інститути нав’язують правила гри для всіх інших секторів економіки. У результаті суб’єкти реального сектору стають учасниками спекулятивних угод і трансформують виробничий і торговельний капітал у фінансовий. Вони навіть беруть на себе банківські функції і кредитують клієнтів за схемою B2C («бізнес для споживачів») і B2B («бізнес для бізнесу»);

6) зміни у співвідношенні облікових ставок центральних банків з темпами економічного зростання. Останні 30 років облікові ставки постійно перевищували темпи економічного зростання у більшості розвинутих країн. При цьому зростання капіталу за ставкою, яка начебто завжди гарантувалась банківськими депозитами, відбувалось швидше, ніж економічне зростання у довгостроковому періоді. Тобто відбувся відрив частини коштів від реальних відтворювальних процесів і перетікання у сферу спекулятивних фінансових операцій, що міг би припинитись лише у результаті наступної кризи. Зміна облікової ставки двічі в кінці 70-х рр. і у 2001–2004 рр. стимулювала перепрофілювання банківських доходів від кредитно-депозитної діяльності в комісійну, а також збільшення обсягів сек'юритизації. Нестандартні іпотечні кредити надавали можливість отримувати найбільші комісійні для банків і іпотечних брокерів, тому ці суб'єкти ринку почали пропонувати все більш доступні кредитні продукти, через що зросла частка цінних паперів, забезпечених низькоякісними кредитами [125, с. 83]. Окрім цього, в середньому частка відсотків або капітальних витрат для цін на товари і послуги повсякденного попиту складає близько 50 %. Через ці обставини складно забезпечувати економічне зростання, а фінансовий сектор все більше поглинається спекулятивними операціями.

На увагу заслуговують дослідження Л. Менкова і Н. Токсдорфа [337, с. 58–63], які виділяють п'ять блоків причин відриву фінансового сектору від реального (критерієм систематизації стала можливість державного регулювання ринкових процесів): а) реальний базис – зміни у реальному секторі і наступна експансія фінансового (зростання добробуту і вартості фінансових активів на душу населення, світової торгівлі і збільшення кількості трансакцій, пов'язаних з обміном валют, інтернаціоналізації економіки і диверсифікації вкладень); б) технічні інновації; в) інституціоналізація – скорочення витрат пошуку інформації і задоволення попиту на фінансові операції; г) фінансова нерівновага – скорочення самофінансування корпорацій та інвестиційної активності, зростання споживчого кредитування домогосподарств, державного боргу. Щодо

самофінансування, то фондовий ринок США не відіграє суттєвої ролі для фінансування компаній вже починаючи з 1950-их рр. Вони фінансують свої проекти за допомогою власних ресурсів, кредитів і зрідка емісій. Подібна ситуація спостерігається і в Україні, де фактичне економічне зростання забезпечується за рахунок власних коштів підприємств (близько 60 %), а частка банків та інших позик є низькою (близько 17 %); д) дерегулювання – зростання міжнародних трансакцій і зарубіжних інвестицій; скорочення сегментації національних фінансових ринків; перетікання трансакцій у менш регульовані зони; перехід до політики плаваючих валютних курсів.

Усе це спричиняє таке явище, як фінансіалізація (фінансизація), коли: знаменита формула Т–Г–Т спершу перетворилась на формулу торгівлі Г–Т–Г`, а потім і зовсім перетворилась на Г–Г` (або Г–Г`–Г``), яку сам К. Маркс вважав укороченою до безглуздя. На нашу думку, фінансіалізація – це процес збільшення частки фінансової діяльності у ВВП, наслідком чого є збільшення фінансової нерівноваги, зниження трансакційних витрат і періоду прийняття рішень, збільшення рівня споживання на противагу накопиченням. Це закономірно знижує конкурентоспроможність виробників товарів і промислових послуг на світовому ринку, компенсувати які доводиться за рахунок його монополізації і націоналізації, поглиблення перерозподільчих процесів на користь розвинутих країн, які володіють надлишковим фінансово-спекулятивним капіталом; закріплення лідерства за технологічно розвинутими країнами через проникнення у реальні сектори країн, що розвиваються.

Набуває все більшого поширення фінансова економіка (фінансоміка, фінансономіка). Вважається, що це поняття було введено у вжиток російським вченим Ю. Осиповим, який тлумачить фінансоміку як форму буття економіки за критерієм органічно властивого їй вартісного механізму і функціонального панування над усіма економічними, господарськими і соціальними процесами, над виробництвом благ, формуванням доходів та їх розподілом [206]. Дане дослідження дає змогу виробити власне її бачення і тлумачити фінансоміку як перехідну форму становлення і формування економіки з самодостатньою

фінансовою компонентою на різних рівнях, що трансформує процеси накопичення і споживання, а також зводить гроші у статус загального еквівалента влади. Основним її принципом є феномен фінансової опіки над економікою [206] і фінанси заради фінансів[1], а етапи наведено у табл. 4.8.

Таблиця 4.8

Етапи і чинники поширення фінансоміки

Етап	Чинники поширення
50–60-і рр. XX ст.	Лібералізація й інтернаціоналізація ринків капіталу; поява нових фінансових інструментів (євродоларів, євровалюти, цінних європаперів тощо); зростання ролі міжнародних фінансових центрів – Лондона, Нью-Йорка, Франкфурта-на-Майні та ін.; розвиток офшорних зон
70–80-і рр. XX ст.	Активізація діяльності міжнародних фінансових корпорацій; тотальна фінансова лібералізація; розвиток торгівлі деривативами і поширення сек'юритизації; виникнення міжнародної кризи заборгованості. У багатьох країнах було знято обмеження на банківську діяльність, що вводились з 1930-х рр. до початку 1980-х рр., щоб не допустити повторення Великої депресії 1929–1933 рр. На кінець 80-их рр. близько 90 % операції на світових фондових біржах не мали стосунку до торгівлі та інвестування капіталу
1990-і рр. – початок XXI ст.	Розвиток інформаційно-комунікаційних технологій; прискорене зростання обсягів і спекулятивного характеру світового ринку капіталу

Джерело. Складено автором.

У підсумку «фінансовий сектор залишається ахіллесовою п'ятою економічного відновлення» [377]. При цьому економісти залишаються у полоні своїх математичних моделей рівноваги. Найбільш точно сутність змін, що відбулись в економіці в останні десятиріччя може передати термін «омріяність» (рос. – «мечтизм»). Коли у ролі страхового фонду виступають кошти клієнтів, банки та інші фінансові установи стають менш обережними, заряджаючись «спекулятивною лихорадкою». Як зазначає П. Кругман, позичкові кошти за своєю суттю потурають ризику, а необачливість учасників фінансових операцій створює сприятливе середовище для діяльності «безпринципних (unscrupulous)

[1] Нам імпонує алегоричне порівняння фінансового сектора з супермашиною: на сьогодні яскрава метафора докризових років – «Феррарі у лісі» – дещо зблідла, оскільки «ліс» (реальний сектор) стає все більш доглянутим, а «Феррарі» (фінансовий сектор), навпаки, помалу іржавіє в очікуванні завершення дорожніх робіт. Він також порівнюється з фінансовою супермашиною, що замкнена на собі, вийшла на перший план, а реальне виробництво опинилось у положенні небожа.

підприємців [330, с. 60–64]. Президент США Д. Едамс ще у 1819 р. стверджував, що банки наносять шкоду «моралі, спокою і навіть добробуту націй» [332], а Дж. Кейнс писав: «коли розширення виробничого капіталу у країні стає побічним продуктом діяльності гральної справи, важко очікувати гарних результатів» [69, с. 224].

Фінансовий сектор став надто складним і динамічним, щоб підкоритись нормам регулювання, розробленим у XX ст. Окремі заходи застосовуються на національних рівнях. Так, у Великобританії у 2010 р. введено податок на бонуси банківських службовців, з 2011 р. – податок на банківські активи за ставкою 0,04 %, а наступні роки – 0,07 %. Податок на банківські балансові активи вводять уряди Франції і Німеччини. Європейська комісія пропонує встановити ставку податку на операції з акціями і облігаціями у 0,1 %, за деривативами – 0,01 %. Ведеться дискусія щодо введення податку Тобіна – податку на фінансові трансакції, а також скасування офшорних зон, введення обов'язкової норми резервування капіталу для іноземних інвестицій. Ці ідеї було підтримано на Давоському форумі ще у 2010 р., проте запровадити ці зміни практично неможливо, оскільки: 1) якщо обкладати податком трансакції з облігаціями і акціями, то активізується торгівля деривативами, а якщо навпаки, – то винайдуться нові складні фінансові інструменти; 2) у випадку введення податку Тобіна не у всьому світі торгівля переміститься в офшори. Фінансові регулятори звичайно усвідомлюють масштаби і швидкість змін у світовій економіці, але можливості контролю за угодами, що здійснюють фінансові інститути, постійно скорочуються. Наприклад, А. Грінспен вважає, що збір даних про баланс хедж-фондів є марним, оскільки вони застарівають ще до того, як висохнуть чорнила на папері [314]. З іншого боку, важається, що вільний рух капіталу і фінансові інновації сприяють зростанню добробуту. Ми ж можемо зробити зауваження, що це збільшує добробут лише інноваторів, оскільки однією з їх головних функцій є пошук законодавчих прогалин. «Законники» вивчають системи бухгалтерського обліку і податкове законодавство, шукають можливості арбітражу за рахунок наявних там асиметрій. Врешті решт, коли така прогалина

стає загальновідомою, то вносяться відповідні зміни у законодавство. Однак адаптивні механізми законодавства можуть бути повільними, і протягом деякого часу зберігаються можливості для використання його недосконалості [79].

У цьому зв'язку виникає питання, як країни, зокрема і Україна, можуть забезпечити більшу інституційну ефективність фінансового сектору в умовах фінансової глобалізації, відриву цього сектору від реального і поширення фінансоміки? Чи існують чітко виражені переваги тієї чи іншої моделі фінансового сектору з точки зору його структури? Масштабна зміна глобального інституційного середовища, виробництва фінансових послуг знаходить вираз у появі нових форм фінансових відносин, універсалізації фінансової діяльності.

4.3. Формування комплементарної моделі фінансових секторів країн світу

Аналіз досягнень передових країн у галузі розвитку фінансових інститутів дає зробити висновок про те, що явного зв'язку між структурою фінансового сектору і його ефективністю не існує, а отже, й давня дискусія про переваги і/або недоліки тих і/або інших структурних моделей даного сектору в сучасній економіці втрачає сенс, тобто «питання про вибір моделі побудови фінансового сектору є вторинним в економічній політиці держав» [205, с. 8]. Економіка потребує розвитку не певної складової сектору фінансових корпорацій, а всіх його елементів і, найголовніше, забезпечення фінансування довгострокового економічного зростання.

За цих обставин виникає концепція комплементарної моделі фінансового сектору. «Банки і небанківські установи розв'язують аналогічні завдання в економіці. Як свідчить досвід, важливого значення набуває якість і доступність

фінансових послуг, а не те, хто їх надає» [137, с. 42]. Так, у дослідженнях Р. Мертона і З. Боді, Д. Асемоглу і Ф. Зіліботті, Д. Бойда і Б. Сміта, Р. Левіна і С. Зервос, П. Руссо і П. Вакстелля, а також А. Бута і А. Тхакура зазначається, що банки й ринки цінних паперів взаємодоповнюють один одного, надаючи фінансові послуги і сприяючи економічному зростанню. Використовуючи аналітичні дані, А. Деміргуч-Кунт і В. Максимович показали, що зростання фондового ринку веде до зростання банківського кредитування. Ф. Агіон, П. Ховітт і Д. Майєр-Фолькс довели, що ефективні фінансові посередники корисніші для більш віддалених від межі технологічних можливостей країн. При цьому розвиток фінансового сектору може бути і причиною, і наслідком економічного зростання. Як було зазначено вище, капіталізація є важливою для інновацій, тоді як банківські кредити – важливіші для акумуляції капіталу, особливо на ранніх етапах розвитку економіки, тобто вплив фінансової інфраструктури на економічний розвиток проявляється на початкових стадіях розвитку економіки. Дійсно, достатньо розвинена банківська система слугує радше передумовою розвитку ринків цінних паперів, а не альтернативою. Існують країни з сильною банківською системою та відносно слабкими фондовими ринками, проте відсутні країни з розвиненим ринком цінних паперів і слабкою банківською системою.

Еволюція розвитку фінансових секторів країн світу привела до поширення їх комплементарної моделі, тобто взаємодоповнення банків та інших фінансових інститутів. Серед основних підвалин даної моделі ми виділяємо такі:

1) посилення конкурентної боротьби на ринках товарів, робіт і послуг, зокрема фінансових і страхових. Компанії вимушені постійно інвестувати у розвиток бізнесу і вимагають більш гнучких механізмів фінансування порівняно з можливостями, що пропонуються консервативною та інерційною банківською системою. Основним таким механізмом став ринок цінних паперів, причому і в країнах Західної Європи, де традиційно фінансування економіки відбувалося переважно через банки. Крім того, потреба у додаткових коштах, особливо

фінансовими інститутами, була обумовлена прагненням заробити «гарячі» гроші на ринках, що розвиваються.

Паралельно з посиленням конкуренції на ринку капіталу відбувається зростання фінансового монополізму. Цей парадокс пояснює теорія рефлективності Дж. Сороса, який доводить, що курси акцій залежать «не від виробничо-фінансових показників їх емітентів, а від психологічного стану потенційних інвесторів, які готові вкласти кошти в ті або інші цінні папери в стані певного психозу, що дуже нагадує дії окремих суб'єктів у великому натовпі» [244, с. 84]. Саме цей ефект натовпу і є аналогом монополізму. Коли фінансовий сектор складається з великої кількості різнорідних інституційних одиниць, їх дії можуть практично нейтралізовувати одна одну. Однак на практиці з плином часу різні учасники перетворюються в однорідну групу, а їх інвестиційні портфелі стають взаємозалежними. Це є наслідком частого об'єднання у натовп і отримання тих благ, що їх поведінка натовпу може забезпечити у коротко- або середньостроковій перспективі. Різнорідність зменшується тому, що всі фінансові інститути схильні рухатись у напрямі одних й тих самих видів високодохідної фінансової діяльності, у підсумку – тиражування бізнес-стратегій у рамках усього фінансового сектору. У випадку однорідності фінансових інститутів і стратегій макроекономічне потрясіння зачіпає всіх учасників одночасно та однаковою мірою.

За оцінювання ендогенних й екзогенних ризиків у фінансовому секторі великого значення набуває розмір фінансової установи, адже внесок останніх, особливо великих, у формування систематичного ризику значно перевищує їх розміри. «Неодноразово перевірне емпіричне правило полягає в тому, що виникнення «ланцюгової реакції» на 80 % залежить від усього лише 20 % (найбільших) учасників будь-якої мережі» [375]. Таким чином, на противагу Базелю I і II, норми мають спиратись на «неоднаковість правил гри». У цілому ж до всіх великих фінансових установ мають бути висунуті більш жорсткі вимоги щодо власного капіталу, а також інші пруденційні вимоги;

2) зміни у державному регулюванні фінансових інститутів, реалізовані у 1980–90-і рр. у більшості економічно розвинених країнах. Наприклад, у США після прийняття конгресом США закону Гремма–Ліча–Блайлі (1999) юридично припинила своє існування ринкова модель фінансового сектору. Це спричинило суттєві зміни в діяльності комерційних банків: одержання дозволу (на підставі розділу «Сприяння афіліюванню банків, фірм, які торгують цінними паперами, та страхових компаній») скуповувати контрольні пакети акцій інвестиційних банків і страхових компаній; зняття обмеження на проведення комерційними банками андерайтингу та гарантування розміщення цінних паперів. Таке послаблення банківського регулювання призвело до розширення сфери впливу багатьох банківських холдингових компаній у США [210, с. 518].

Через світову фінансову кризу, що розпочалася в 2007 р., у 2010 р. в США було прийнято закон «Про реформу фінансових інститутів США і фінансовий захист споживачів» (закон Додда–Френка). У рамках реформ в американському фінансовому секторі за загальновідомими правилами Волкера інвестиційним банкам заборонено займатися роздрібною банківською діяльністю і використовувати кошти клієнтів для покриття своїх ризиків. Усе це націлене на те, щоб банки США знизили активність на ринку цінних паперів і вкладали кошти у реальний сектор. Разом із тим, існують побоювання, що такий жорсткий крен у фінансовій політиці може призвести до відпливу капіталів, погіршенню інвестиційного клімату у країні і створенню сприятливих умов економічного зростання у конкурентів, зокрема у країнах БРІК.

У країнах ЄС за останні два десятиліття здійснюється уніфікація і лібералізація національного фінансового законодавства. Так, першим видом фінансових інститутів, чиї операції були лібералізовані у рамках ЄС, стали установи колективного інвестування. У 1985 р. було прийнято директиву Ради ЄЕС 85/611, положення якої було трансформовано у норми національного права країн Європи, що дозволило фондам однієї країни розміщувати свої цінні папери в інших країнах Співтовариства без повторної реєстрації в них. Початком масштабної лібералізації фінансового сектору Європи можна вважати 1989 р., коли було

прийнято Другу банківську директиву Ради ЄЕС про координацію законодавчих і адміністративних актів у галузі реєстрації і контролю за діяльністю кредитних інститутів. Надалі зазначені принципи були реалізовані для компанії зі страхування життя, компаній з ризикових видів страхування, а також фірм, які спеціалізуються на операціях з цінними паперами (брокерські і дилерські операції, андерайтинг, довірче управління).

Із 1999 р. в Європі ведеться робота з гармонізації у галузі регулювання і контролю згідно із затвердженим Планом дій у сфері фінансових послуг, у рамках якого до середини 2004 р. було прийнято 39 актів. У банківському секторі було уніфіковано національні вимоги до достатності власного капіталу банків, порядку і форм їх звітності, контролю за великими кредитами тощо, а також встановлено єдині вимоги до організації систем страхування банківських депозитів і визначено мінімальний для усіх країн Європи розмір відшкодування власникам депозитів (20 тис. євро). У страховому секторі було гармонізовано вимоги до порядку реєстрації і нагляду за страховою діяльністю, розміру страхових резервів, напрямів їх розміщення тощо.

Остання фінансова криза привела до посилення державного регулювання у більшості країн світу. Наприклад, 12 вересня 2010 р. Базельський комітет з банківського нагляду запропонував глобальну реформу світової банківської системи (Базель-ІІІ) через: збільшення банківських ліквідних резервів і поліпшення їх якості; збільшення мінімального розміру ліквідного резерву власного капіталу (коефіцієнта основного капіталу першого рівня) з 2 до 4,5 %, а рівень капіталу першого рівня, що представляє найбільш ліквідні активи, – з 4,5 до 6 %; зобов’язання банків створювати спеціальний буферний резервний капітал у розмірі 2,5 %, а у випадку світової фінансової кризи сплачувати до стабілізаційного фонду також 2,5 % капіталу. Введення нових норм розпочалося 1 січня 2013 р. і закінчиться 1 січня 2019 р.

У цілому зняття обмежень і скорочення прямого державного втручання у діяльність фінансових інститутів у більшості країн супроводжувалося посиленням контролю за їх операціями, що особливо важливо для стійкості фінансового сектору, а також підвищення довіри до нього з боку потенційних

інвесторів. Основні заходи стосуються прозорості діяльності фінансових інститутів, їх відповідальності за надану інформацію, оптимізації системи управління ризиками, а також регламентування інвестиційних операцій на ринку цінних паперів (рис. 4.15).

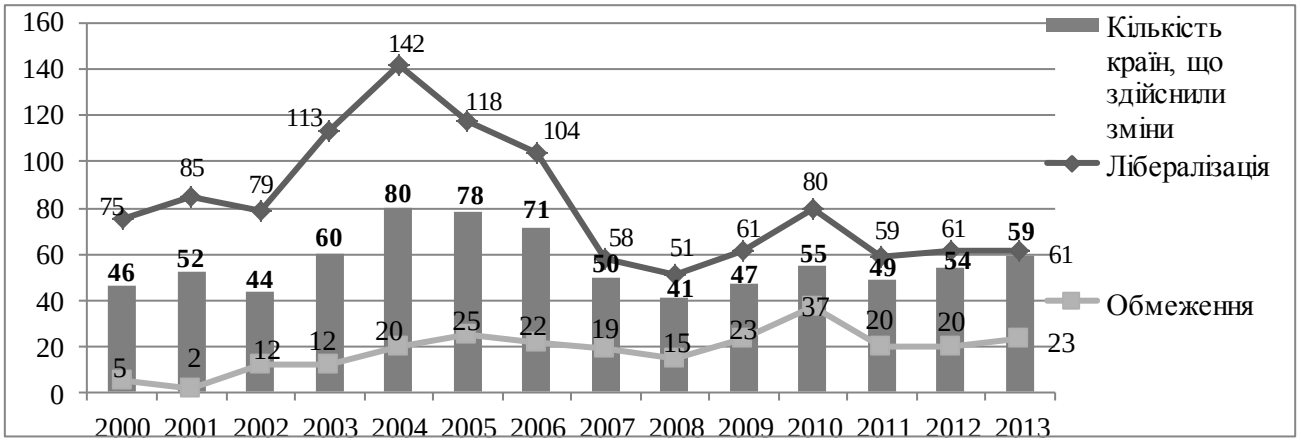


Рис. 4.15. Зміни у національних інвестиційних політиках у 2000–2013 рр., кількість країн і регуляторних змін

Джерело. Побудовано на основі [371].

Із метою запровадження ефективних механізмів спільної діяльності країн ЄС у надзвичайних ситуаціях і врегулювання розбіжностей між регуляторами у фінансовому секторі передбачено усунення недоліків на макро- і мікрорівнях пруденційного нагляду завдяки створенню Європейської ради з системного ризику і Європейської системи фінансового нагляду. Створено Європейську організацію з цінних паперів та ринків, Європейську банківську організацію, Європейську організацію страхування і пенсійного забезпечення. Слід зазначити, що нині існують три фінансові комітети, які здійснюють мікропруденційний нагляд на рівні ЄС виключно з консультативними повноваженнями – Комітет європейських регуляторів цінних паперів, Європейський комітет органів банківського нагляду, Європейський комітет страхового та пенсійного нагляду [137]. Нові організації виконують також функції цих комітетів. Це сприяє формуванню єдиного ринку фінансових послуг як частини спільного ринку ЄС завдяки принципам: 1) мінімальної гармонізації національного законодавства; 2) контролю державної реєстрації;

3) взаємного визнання достатності правового регулювання іншої держави-члена ЄС; 4) єдиної ліцензії на професійну діяльність фінансових установ.

Сучасні моделі регулювання фінансових секторів, що сформувались у посткризовий період, наведені у табл. 4.9.

Таблиця 4.9

Європейська та американська моделі регулювання фінансового сектору

Європейська модель	Американська модель
Європейська рада з системних ризиків Центробанки країн-членів ЄС Регулятори фінансових ринків країн-членів ЄС Європейська система фінансового нагляду Європейські наглядові органи за ринками Об'єднаний комітет наглядових органів	Рада нагляду за фінансовою стабільністю Агенція із захисту споживачів фінансових послуг Комісія з цінних паперів Офіс кредитних рейтингових агентств Інвестиційний дорадчий комітет Офіс інвестиційного адвоката ФРС та її установи Федеральна корпорація страхування депозитів Комісія з торгівлі товарними ф'ючерсами

Джерело. Складено автором.

Якщо говорити про доцільність і наслідки лібералізації ринків капіталу, то Г. Бекерт, К. Харві і К. Люндблат у дослідженні країн, які усунули обмеження щодо руху капіталів у 1980–2000 рр., дійшли висновків, що вона привела до загального зростання річного ВВП на душу населення майже на 1 %. Доведено, що фінансові реформи є ефективнішими у країнах із освіченою робочою силою й належним захистом прав інвесторів. Позитивно оцінюють вплив лібералізації у фінансовому секторі також А. Чері і П. Генрі, С. Фішер і Л. Саммерс. Разом із тим, деякі економісти, зокрема Дж. Стігліц, П. Кругман, Д. Родрік і А. Субраманіан, скептично оцінюють її вигоди і пропонують країнам активно контролювати потоки капіталу. Останні дослідження доводять, що фінансова лібералізація може сприяти інституційному розвитку країни і її фінансового сектору лише у випадку готовності країни до такої лібералізації;

3) диверсифікація фінансової діяльності і розмивання кордонів між підсекторами сектору фінансових корпорацій. Наприклад, у США розвиток різних фінансових інститутів, зростання масштабів і різноманітності

виконуваних ними операцій ведуть до поступового об'єднання в єдину інтегровану систему, в якій законодавчі або історичні перепони, що визначають спеціалізацію окремих сегментів, стають усе більш умовними. Аналогічні тенденції спостерігаються у Західній Європі та Японії, де з 1999 р. банки, страхові й брокерські компанії отримали дозвіл займатись усіма видами фінансових операцій. У підсумку – у країнах з банківською моделлю фінансового сектору збільшується частка активів страхових компаній, НПФ та інших фінансових інститутів по відношенню до ВВП, а країнах з ринковою моделлю – частка депозитних корпорацій (див. дод. С табл. С.1).

Нині замість традиційної схеми кредитування, тобто кредитування надійних позичальників, коли банки розраховують на свою депозитну базу як джерела фінансування, використовується зовсім інша схема: банки фінансуються на короткостроковій основі, а це джерело фінансування є нестабільним. Надалі кредити об'єднуються у пакети фінансових інструментів, що продаються на ринку цінних паперів третім особам, а банки при цьому залишають собі лише незначну їх частину. Виникає сек'юритизація і створення системи «формування і розподіл». Сучасні банки активно займаються трейдингом і брокериджем. «Тож немає нічого дивного в тому, що нинішня криза характеризується радше як «паніка кредиторів», аніж «паніка вкладників», оскільки вкладники були значною мірою захищені механізмами страхування вкладів» [375].

У спробах завоювати клієнта фінансові інститути стали позиціонувати себе як фінансові супермаркети, або універсальні інтегровані фінансові посередники. Найбільшого розвитку вони досягли у країнах Бенілюксу, Південній Європі, США і Японії (наразі спроби створення таких альянсів у найконсервативнішій Північній Європі не вдалися). До основних світових моделей єдиного фінансового сервісу можна віднести: дистриб'юторський договір або стратегічний альянс, де банк виконує агентські функції, виступає як канал продажів стандартизованих страхових та/або інвестиційних продуктів; спільне підприємство = банк + страхова компанія або інвестиційна компанія.

Виникнення афілійованих банку страхових або інвестиційних компаній (загальні акціонери), коли для банку розробляються спеціальні страхові або інвестиційні продукти; M&A-модель, де банк повністю або частково володіє страховою або інвестиційною компанією; формування банком нової страхової компанії; створення фінансового супермаркету, що пропонує одночасно різні фінансові послуги під єдиним брендом. У підсумку фінансові супермаркети отримують такі переваги: збільшення обсягів продаж фінансових послуг; отримання додаткових комісійних доходів; збільшення клієнтської бази; розширення продуктової лінійки тощо.

Одночасно зменшуються відмінності між національними моделями розвитку фінансового сектору, структура якого у різних країнах поступово зближується. Однак залежність одних фінансових інститутів від інших у підсумку може негативно відбитись на стійкість фінансового сектору країн світу. Саме таку картину ми і спостерігали під час останньої фінансової кризи, що розпочалась у банківському секторі США і потягнула за собою інші фінансові установи – страхові компанії, хедж-фонди, пенсійні фонди тощо;

4) розвиток інформаційних технологій. Кінець XX ст. – початок XXI ст. відзначилися потужним охопленням країн світу мережею Інтернет, комп’ютерними технологіями, зв’язком тощо. Якщо аналізувати галузі, які стимулюватимуть зростання європейської економіки найближчі роки, то інформаційні та комунікаційні технології посіли перше місце (24 % респондентів). Досягнення у цій сфері істотно вплинули на діяльність фінансових інститутів. Передусім було автоматизовано і радикально здешевлено проведення багатьох фінансових операцій, що сприяло їх доступності, а також диверсифікації фінансової діяльності. З’явились нові напрями роботи, що пов’язані з продажем послуг через Інтернет (інтернет-банкінг, інтернет-трейдинг, інтернет-страхування), а також власне нові фінансові інститути, які спеціалізуються на електронній комерції, наприклад, інтернет-банки. Так, на початку XXI ст. щоденні міжбанківські операції становили приблизно 1,5 трлн дол., порівняно з 600 млрд дол. у 1987 р.,

800 млрд дол. у 1989 р. та 1 трлн дол. у 1993 р. Цей оборот за один тиждень дорівнює річному ВВП США, а менше ніж за місяць – усьому світовому продукту [44, с. 264]. Головними перевагами інтернет-банкінгу стали: спрощена процедура реєстрації; цілодобовий доступ до свого рахунку; найсвіжіша інформація про трансакції і стан рахунку; користування дисконтними програмами.

Інформаційні технології сприяють формуванню мережевого принципу організації фінансових потоків, розвитку мережевої економіки (networked economy). Активно розвиваються банки, які надають послуги лише в Інтернеті, Світовими лідерами таких операцій є скандинавські країни. Традиційні пластикові картки скоро стануть раритетними, адже на їх місце приходять безконтактні картки, які приймаються у 300 тис. торговельних точках світу, все доступніше стає торгівля на основі бездротового високочастотного зв'язку через смартфони (NFC-платежі). Крім того, банківські ліцензії мають сьогодні не тільки такі гіганти, як Google, Facebook, PayPal, Hewlett Packard, а й тисячі дрібних компаній, що спеціалізуються на системах платежів і IT-розробках. Найбільш інноваційним банком світу у 2013 р. став Deutsche Bank, а в Україні кілька років поспіль лідирує ПриватБанк, хоча перешкодами для розвитку Інтернет-банкінгу в Україні продовжує залишатись невелика кількість користувачів Інтернету, відсутність належної нормативно-правової бази, а також недовіра клієнтів до фінансових установ.

Щодо ринку цінних паперів, то, за деякими прогнозами, завдяки прогресивним технологіям через 5–7 років у Європі залишиться лише 3–4 біржі. Свідчення цьому – об'єднання фондових бірж Парижа, Брюсселя і Амстердама, бірж Португалії у єдину Euronext. Приєднання до останньої планується і Deutsche Bourse, яка має партнерські стосунки з біржами Дубліна і Відня, що будуть потенційно об'єднані, а Гельсінська біржа поглинула Талліннську. У 2011 р. Лондонська фондова біржа оголосила про злиття з TMX Group, яка володіє Торонтською біржею. Біржа Сінгапуру зробила пропозицію про купівлю провідного австралійського майданчика ASX. У Москві анонсується

створення фінансового центру з єдиною біржею через об'єднання ММВБ і РТС). Прогнозується зникнення угорських і польських бірж. У підсумку ж інтеграція європейських бірж може утворити глобальну структуру, що матиме близько половини капіталізації Європи, адже третина акцій котирується в Лондоні і 12 % – у Франкфурті.

Проте маємо враховувати, що дуже широкі, електронно пов'язані глобальні ринки не змінюють вірогідності фінансових бумів, але роблять їх потенційно більшими і пов'язують національні ринки між собою, збільшуючи можливість краху усіх разом, що неодноразово доводилось спостерігати;

5) зміна інвестиційних уподобань домогосподарств, особливо у континентальній Європі, де населення довгі роки традиційно зберігало кошти на депозитах або ощадних рахунках, а тепер зі зростанням добробуту поступово переорієнтовується на вкладення коштів у більш ризиковані і дохідні інструменти (напряму або через взаємні фонди). Усе це стимулює швидке зростання активів інститутів, орієнтованих на роботу з цінними паперами. Наразі у більшості країн після кризових подій збільшуються активи у валюті і депозитах. При цьому знижується частка заощаджень у наявних доходах (див. дод. Р табл. Р.1).

Так, у Німеччині частка валюти і депозитів у структурі фінансових активів домогосподарств скоротилася з 60 % на початку 80-х рр. XX ст. до 35,5 % у 2005 р., проте у наступні роки зросла з розгортанням кризових явищ у Європі. Практично вдвічі знизилась частка довгострокових цінних паперів. Вкладення в інвестиційні фонди зростали до 2005 р. і збільшились порівняно з 1991 р. вдвічі. Часка акцій в активах зменшилась з 12,9 % у 2000 р. до 4,7 % у 2012 р. Цікаво, що поступово зростають вимоги до страховиків, а вкладення у пенсійні фонди залишаються незмінними – у середньому 6 % (див. дод. Р. рис. Р.1).

У США, де населення традиційно вкладає кошти у фондові цінності, частка банківських депозитів уже на початок 1990-х рр. була на рівні 20 %, однак на кінець десятиріччя знизилася до 13,5 % і лише у 2008 р. піднялася до 19,5 %, що пояснюється рецесією економіки (див. дод. Р рис. Р.2). Натомість зростає

придбання цінних паперів інвестиційних фондів. До 2006 р. суттєво зростали вкладення в акції (20,1 %), проте вже у 2008 р. їх частка становила 14 %. Примітно, що американці залишаються найбільшими фінансовими інвесторами: вартість придбаних населенням акцій у часи злетів і падінь перевищує вартість акцій будь-якого іншого інвестора. Якщо враховувати, що кошти ІСІ і НПФ, страховиків є також коштами населення, то воно виступає як головний інвестор в акції американських корпорацій;

6) демографічні чинники, пов'язані зі старінням населення планети. У 2000 р. співвідношення населення пенсійного (більше 65 років) і працездатного (15–64 роки) віку у країнах ОЕСР становило 20,6 %, а за прогнозами ООН, уже до 2020 р. воно зросте до 29 %, до 2050 р. – до 47,4 % (у ЄС – 49,6 %), тобто на двох працюючих припадатиме один пенсіонер (табл. 4.10). Тож стрімко збільшується кількість громадян, які намагаються подбати про своє майбутнє через програми недержавного пенсійного забезпечення.

Таблиця 4.10

Співвідношення населення старше 65 років і населення працездатного віку (15–64 роки) у промислово розвинених країнах у 1980–2050 рр., %

Країни	1980	1990	1995	2000	2004	2010	2020	2030	2040	2050
Франція	21,9	21,3	23,1	24,5	24,9	25,4	32,5	39,4	44,6	45,8
Німеччина	23,7	21,7	22,7	24,0	27,0	30,5	34,2	44,3	50,4	49,1
Італія	20,4	22,3	24,3	26,7	28,8	31,1	36,7	47,0	62,7	65,5
Японія	13,4	17,2	20,9	25,3	28,8	35,0	47,3	52,5	64,9	72,4
Іспанія	17,0	20,7	22,3	24,5	24,9	26,6	30,6	40,6	56,8	67,7
Швейцарія	20,8	20,9	22,0	23,8	25,3	29,2	38,3	52,5	58,2	55,3
Великобританія	23,5	24,5	24,6	24,4	24,1	24,6	28,4	33,8	37,8	38,5
США	16,9	18,5	18,8	18,6	18,5	19,2	24,8	31,2	32,2	32,2
ЄС-19	20,2	20,6	21,6	22,4	23,2	24,7	30,6	38,0	45,2	49,6
ОЕСР	18,0	18,7	19,7	20,6	21,3	22,9	29,0	36,6	43,5	47,4

Джерело. Складено на основі [373].

За дослідженнями McKinsey [336], попит на капітал у світі до 2030 р. перевищуватиме пропозицію (схильність до заощадження). Наприклад, у США на руках у громадян у кожний даний момент є всього 25–30 дол. готівки, а решта інвестована у різні фінансові інструменти. Окрім того, нещодавно

розроблений національний індекс пенсійного ризику показує, що майже 45 % домогосподарств працездатного віку підпадають під ризик залишитись з недостатнім пенсійним доходом. Це робить американську економіку залежною від стійкого припливу ПІІ у великих розмірах.

Прогнозується, що наступні 20 років постійне старіння населення призведе до подальшого збільшення частки пенсійних виплат до ВВП практично у всіх країнах світу на 1 %. Зі зростанням частки населення пенсійного віку слід очікувати, що зменшаться і неорганізовані заощадження. Власне, проблема полягає у недостатності довгих пасивів фінансових корпорацій за збереження високого попиту на довгі гроші. За цих умов різко зростає важливість інших джерел довгого фінансування – держави та інвесторів з тих країн, де збільшення частки пенсіонерів ще не відбулось, тобто країн, що розвиваються.

Нині реформування у сфері пенсійного забезпечення пов’язується здебільшого з підвищенням пенсійного віку, що реально веде до збільшення розміру активної робочої сили відносно кількості пенсіонерів. Такий сценарій сьогодні розглядається більшістю країн світу (табл. 4.11). Маємо зазначити, що за відсутності необхідних реформ, скорочення статей витрат, змін у розподілі ризиків фінансові витрати у зв’язку зі старінням населення і обумовлені цим зобов’язання держави можуть призвести до інтенсивного тиску на державні фінанси і суверенні рейтинги. Окрім того, існує суттєва невизначеність відносно оцінок і масштабів зобов’язань, що пов’язані зі старінням. Управляючі фінансовими активами постійно зазначають про доцільність введення нових фінансових інструментів і збільшення наявного обсягу боргових цінних паперів для забезпечення якіснішого управління ризиками.

В Україні обсяг щорічних виплат ПФУ досягнув 17 % до ВВП (для порівняння, у Греції – 12,6, Росії – 9,4, Великобританії – 6,7 %). Пенсіонерів нараховується 30,8 % громадян України (в Італії – 16,7, Німеччині – 17,2, Франції – 20 %). Нині ПФУ складається на третину з дотацій бюджету. У найближчі роки на пенсію масово виходитимуть представники післявоєнного «бебі-буму», а утримуватиме їх нечисленна армія народжених у 1980–1990 рр.

У 2013 р. кількість українських пенсіонерів досягла 13,5 млн осіб, а платників єдиного соцвнеску – 13,7 млн, тобто один працюючий утримує одного пенсіонера. Прогнозується, що до 2050 р. це співвідношення становитиме 1:1,3 [49]. З початком функціонування другого рівня НПЗ ситуація погіршиться, оскільки скорочуватимуться відрахування до першого, де за державою збережуться гарантії мінімального рівня пенсій

Таблиця 4.11

Збільшення років виходу на пенсію у країнах світу у 2015–2050 рр. [371]

Роки	США	Японія	Зона Євро	Азійські країни, що розвиваються	Інші країни
2015–2030 рр.	+2,5	0	+1,5	+1,0	+3,0
2030–2050 рр.	0	0	+0,5	+0,5	+1,5

Проілюстроване свідчать про нагальну необхідність проведення в Україні пенсійної реформи в один із таких способів: 1) підвищення пенсійного віку, що позначиться на споживанні у коротко- і середньостроковій перспективі, але при цьому збільшаться довгострокові інвестиції; 2) збільшення ставки пенсійних відрахувань. Проте останнє нагадуватиме збільшення податкового тягаря для домогосподарств і призведе до зменшення прагнення до праці, виробничого потенціалу економіки і більш низького рівня реального ВВП. Тобто підвищення ставки в українській практиці нанесе більш істотного збитку для останнього, аніж зменшення пенсій. Експерти нині пропонують кардинальне скорочення єдиного соціального внеску (нині близько 40 %) до 12–15 % із переведенням коштів на накопичувальні рахунки у НПФ[1]; 3) розширення спектру інвестиційних інструментів для індивідуальних й інституційних інвесторів. Подальший розвиток вітчизняного ринку капіталу сприятиме більшій диверсифікації портфелів за одночасного покращання співвідношення ризику і дохідності для цих груп інвесторів.

[1] Для прикладу, Варшавська фондова біржа стала успішним проектом завдяки пенсійним накопиченням. Пенсійна реформа у Польщі стартувала у 1999 р. Кожен працюючий поляк більше 30 років має платити 12,2 %, а не 19 %, як раніше, у державний пенсійний фонд, а 7,3 % – особистий накопичувальний рахунок у НПФ (нині – 2,3 %). За перші чотири роки було створено 16 НПФ, які управляли понад 10 млрд євро, а у 2011 р. досягли суми більше 50 млрд євро. В Україні ж за 10 років НПФ зібрали лише близько 2 млрд грн [49].

В Україні вплив інституційних реформ на державну економічну політику у процесі реалізації структурної трансформації національної економіки полягає насамперед у врахуванні наслідків перерахованих чинників формування комплементарної моделі. Важливий елемент державної політики – створення інституційної структури фінансового сектору, що є суттєвою передумовою розвитку вітчизняного ринку капіталу. Отже, виникає необхідність зосередження нашої уваги на ролі певних груп інституційних одиниць фінансового сектору в економіці і, власне, його моделі в Україні, що відповідатиме механізмам фінансування реальних процесів.

4.4. Специфічні особливості вітчизняної моделі фінансового сектору

У дореволюційній фінансовій політиці Російської імперії використовувався досвід Німеччини, адже центром спекулятивних операцій з цінними паперами, а також кредитними грошима була Берлінська біржа. Німеччина була основним зовнішньоторговим партнером, а Берлін – найближчим до західного кордону фінансовим і торговельним центром. Державні боргові зобов'язання Російської імперії у ті часи традиційно розміщувались за посередництва німецьких банків на грошовому ринку Німеччини. Уже у цей час з'явились відмінності німецької моделі фінансування реального сектору від англо-американської, адже «чим далі знаходиться країна порівняно з Великобританією, тим більшою мірою банки (і уряд) заміщували ініціативу незалежних підприємців… особливо тісні взаємовідносини існували між групою великих банків і важливими промисловими компаніями – взаємовідносини, які були дуже відмінними від тих, що спостерігались у Великобританії і Франції» [325, с. 129–130].

Як підсумок, через економічну реформу 1850–1860 рр. на українських землях набули розвитку депозитні фінансові установи: 22 відділення Державного банку, близько 87 філій трьох головних акціонерних комерційних

банків Російської імперії (Петербурзький міжнародний, Азовсько-Донський, Російський торговельно-промисловий); українські – 6 акціонерних, 2 приватних і 2 казенних іпотечних банки, 10 акціонерних комерційних банків, 70 міських громадських банків, 911 ощадно-кредитних асоціацій, 2181 кредитних товариств, 5 кооперативних банків, 5 кредитних централей, 4 ломбарди, 100 казначейств, 8 приватних банківських контор. У другій половині XIX ст. набули розвитку також і дисконтні контори, які купували боргові цінні папери з подальшою їх реалізацією на ринку капіталу, а також контрактові ярмарки, на яких укладались угоди між позичальниками і власниками капіталу. На початок XX ст. депозитні установи розташовувались у 350 населених пунктах, що були розташовані на сучасній території України [97, с. 425].

Щодо недепозитних фінансових установ, то вони також набували певного розвитку. Так, у 1812 р. у Феодосії було створено перше страхове товариство, а наприкінці XIX ст. функціонувало вже 13 акціонерних товариств (страховий захист від пожежі), 34 товариства земського страхування, 9 міських товариств взаємного страхування від вогню, 2 товариства взаємного страхування життя, 3 товариства взаємного морського страхування, а також філії провідних страховиків Російської імперії, США, Великобританії, Німеччини і Франції [97, с. 425-426]. Формується система недержавного пенсійного забезпечення і соціального страхування через створення страхових кас, пенсійних фондів і приватних товариств взаємного страхування. Професор С. Мошенський дослідив, що, за даними перепису населення у 1897 р. у сфері фінансових послуг працювало у: Петербурзі 2 890 (0,22 % населення); Москві – 2 078 (0,2 %), Одесі – 426 (0,1 %); Києві – 619 (0,25 %); Харкові – 332 осіб (0,2 %) [183, с. 354].

Активно розвивається ринок цінних паперів, особливо під час ажіотажного створення акціонерних товариств наприкінці 1860-х – на початку 1870-х рр., що стало наслідком «Грюндерського буму» в Німеччині, коли почали активно випускатись і продаватись цінні папери, особливо акції. У 1873 р. виник «Грюндерський крах», який виник в Австрії, а потім поширився у Німеччині і

вилився у світову фінансову кризу, яка тривала близько двадцяти років. У цей час став формуватись середній клас населення, який став потужним індивідуальним інвестором. На початку ХХ ст. в на території сучаної України функціонувало 11 фондових бірж (торгівля привілейованими і простими акціями, корпоративними облігаціями, державними борговими цінними паперами) за основної участі у торгах страхових компаній і банків. Таким чином, у той період існував широко диверсифікований фінансовий сектор із переважанням банківських установ. «До Першої світової війни (1914–1918 рр.) на території підросійської України працювало 3 660 кредитних установ різного типу. Серед них було 161 відділення акціонерних банків і банківських контор та 316 товариств взаємного кредиту, а загалом у межах українських губерній діяло 477 кредитних фірм» [35, с. 35].

Із утворенням СРСР розвиток фінансового сектору визначило органічне вбудовування фрагментарної і відносно неефективної системи державних фінансових інститутів в адміністративно-командну модель управління, а також відсутність: 1) фінансового ринку та його елементів. Мобілізація і розподіл коштів здійснювались через бюджетну систему і державні банки, які відігравали роль рахункових палат і фінансових управлінь мінфіну, пасивно залучали депозити і виконували фінансові операції відповідно до централізованого кредитного плану в межах передбачених бюджетом лімітів нефінансових установ; 2) недепозитних фінансових установ, за виключенням Держстраху, через відсутність ринку цінних паперів і економічної свободи товаровиробників, ліквідацію приватної власності.

Тож природно, що на початку ринкових трансформацій у 90-ті рр. український фінансовий сектор, так само як і російський, повторив основні риси дореволюційного: а) переважання депозитних установ; б) борговий характер і незначна роль пайових фінансових інструментів; в) посилене державне регулювання і значна частка державних цінних паперів; г) виконання банками операцій з розміщення цінних паперів на первинному ринку, комісійні операції з ними, інвестування за свій рахунок в акціонерні капітали підприємств. Як

зазначав ще у 1913 р. російський дослідник М. Боголєпов, «історично наші фондові біржі є органами банків… Самостійні російські емісії можливі тільки за безпосередньої участі банків» [21, с. 380]. Проте у формуванні ринку цінних паперів, який тільки-тільки набував свого розвитку, було здійснено спробу реалізувати ринкову американську модель (на базі власності, що є більш диверсифікованою за інші країни), адже: 1) у 90-і рр. ця модель зарекомендувала себе як така, що забезпечує найбільш успішний розвиток ринку капіталу; 2) інвестори США займали лідируючі позиції серед глобальних інвесторів у світі; 3) саме американські експерти виступили як консультанти українських реформаторів за здійснення приватизації і формування ринку.

Якщо звернутись до думок практиків у той період, то знаходимо з цього приводу міркування С. Оксанича, президента інвестиційної компанії «Кінто»: «УФБ до вподоби французька модель фондового ринку. Банки пропонують прийняти німецьку, де саме банкам належить домінуюча роль. Я особисто – за американську модель, де банки дещо дистанційовані від фондового ринку. Так, у Сполучених Штатах банки працюють на фондовому ринку, але через свої дочірні підприємства. І це, передусім, забезпечує стабільність самої банківської системи» [Цит.: 272, с. 89].

Наразі формування тієї або іншої моделі фінансового сектору напряму залежить від джерел інвестиційних ресурсів. На етапі накопичення в Україні (див. дод. К табл. К.1) фінансування капітальних вкладень здійснювалось переважно за власні кошти підприємств і організацій (рис. 4.16). У 90-х рр. кредити банків і потенціал ринку цінних паперів увійшли в «інші джерела фінансування» і, як показують дані, ця група складала надто незначну частку інвестицій в основний капітал – з 3,7 % у 1997 р. до 7,8 % у 1999 р. При цьому ставки за кредитами і депозитами залишались в Україні одними з найвищих у світі (див у дол. М табл. М.1). Ставка рефінансування НБУ у 45 % на кінець 1999 р. не відповідала нормі прибутковості реального сектору, а рівень монетизації у 17,6 % – середньому показнику розвинених країн (60–70 %).

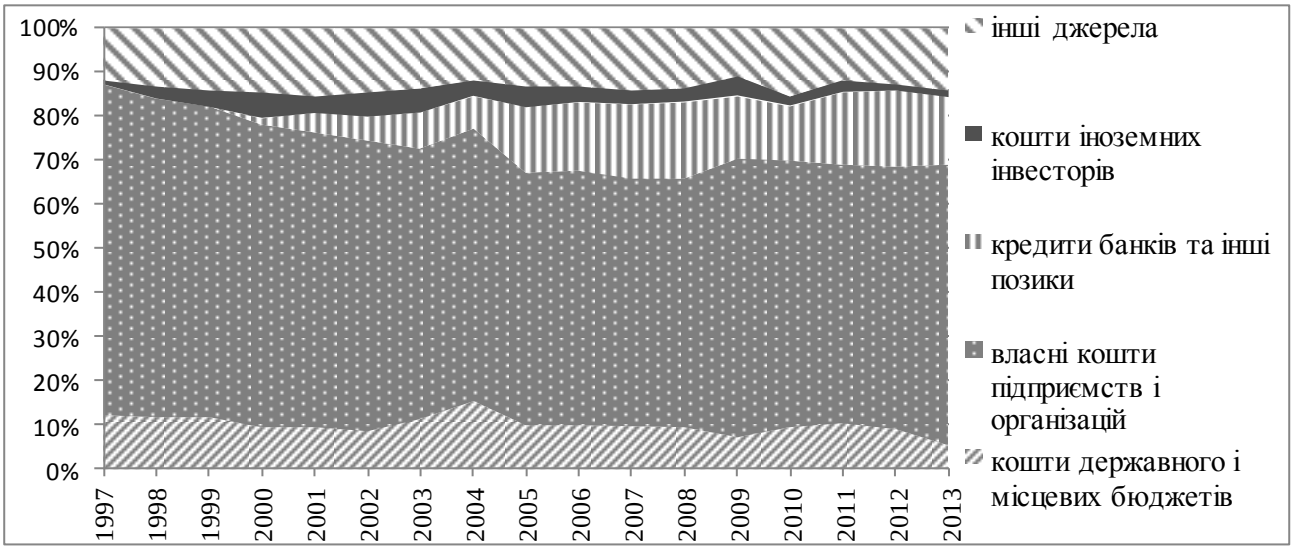


Рис. 4.16. Структура капітальних інвестицій за джерелами фінансування в Україні у 1997–2013 рр., %

Джерело. Побудовано і розраховано на основі [48].

У досліджуваний період грошові ресурси спрямовувались на кредитування уряду. Частка останнього перевищувала кредитування економіки. Якщо у 1995 р. співвідношення між ними було 4,7:5,3, то у 1999 р. досягло свого максимуму і становило 6,1:3,9. При цьому «гіперболізація ринку ОВДП створила проблеми управління ним та підтримки стабільності, що особливо виявилось у період фінансових криз 1997–1998 рр.» [163, с. 23]. У 1997 р. банки мали ОВДП на суму близько 2 млрд грн, а кредити реальному сектору становили 5,5 млрд грн.

В Україні існувала нагальна потреба в радикальних економічних реформах, проте вплив існуючих недепозитних фінансових інститутів на цей процес, на жаль, дорівнював практично нулю (рис. 4.17). Натомість розвиток фінансового сектору забезпечувався банківськими установами. Активи недепозитних фінансових корпорацій усе ще залишались незначними порівняно з депозитними. Свою роль відіграла відсутність регулятора і кардинальних реформ у сфері їх функціонування. Натомість Чехія, Угорщина Польща, Словенія, Словаччина і країни Балтії до 1994 р. їх реалізували. У більш

розвинених країнах колишнього соціалістичного табору активи цих установ становили близько 12 % до ВВП, а у високорозвинених – перевищували 60 %.



Рис. 4.17. Фінансова глибина економіки (%) та інвестиції в основний капітал в Україні у 1992–2013 рр.

Джерело. Побудовано і розраховано на основі [48]

Якій моделі фінансового сектору сьогодні слідувати Україні? Як вірно зауважує А. Олєйнік [199], на світовому ринку інститутів завжди є вибір. Наприклад, якщо не виправдовує сподівань банківська система, побудована за принципами американського банківського права, то завжди можна звернутись до німецької моделі. Крім того, через відсутність специфікованих прав власності на інституційні моделі витрати їх відтворення є мінімальними. Ні у світовому праві, ні у праві окремих країн немає положень, які перешкоджають копіюванню того або іншого формального інституту без виплати компенсації країні, якій належить авторство створення зразка.

Не новою є думка експертів: країнам, що розвиваються, рекомендується розвивати фінансовий сектор, подібний до розвинених країн. При цьому фінансовий сектор США, де фінансові ринки характеризуються високою активністю, сприймається як краща модель. З 2000 р. в Україні було зроблено спробу відтворити саме цю модель фінансового сектору з певним розділенням комерційної та інвестиційної банківської справи. Але, як зазначалось, у США це

розділення припиняє своє існування, особливо у світлі останньої фінансової кризи, де свою негативну роль відіграли саме інвестиційні банки, активно займаючись спекулятивними операціями. Основне завдання Комісії з цінних паперів США сьогодні – забезпечення небанківським фінансовим установам рівних з банками конкурентних умов на ринку, розповсюдження на банки регулювання, яке забезпечує належний захист інвесторів і підтримання ефективного ринку капіталу.

Відповідь на питання щодо вибору моделі фінансування економіки намагаються дати китайські дослідники, які останніми роками працювали над науково-дослідним проектом «Фінансова структура в економічному розвитку» [334]. Ними було доведено, що оптимальна структура фінансового сектору у країнах, що розвивається, буде системно відрізнятись від пропонованих варіантів. Слідування чужому досвіду не приведе до ефективності цього сектору економіки, а також покращення економічних показників. Таке копіювання може призвести до руйнівних наслідків, таких як фінансові кризи. Як наголошують китайські колеги, вибір моделі фінансового сектору, а також його структура буде залежати від стадії економічного розвитку країни.

Здебільшого численні дослідження фінансового сектору акцентують увагу на позитивних і негативних якостях тієї або іншої його моделі, але в них не беруться до уваги характеристики реального сектору економіки, що призводить до унеможливлення оцінити відносну ефективність альтернативних моделей фінансового сектору на різних етапах розвитку країни. Так, структура факторів виробництва, що змінюється з часом, визначає оптимальну структуру промисловості і потенціал їх розвитку. Підприємства різних галузей реального сектору мають різні обсяги і ризики. Отже, попит на фінансові послуги буде залежати від специфіки діяльності підприємства і структури його виробничого капіталу. Це означає, що країни, які знаходяться на різних стадіях економічного розвитку, мають різну галузеву і технологічну структуру, не можуть мати структуру промисловості і фінансового сектору, що буде прийнятною для всіх

країн. Але існують конкретні фінансові моделі, що будуть прийнятні на тому або іншому етапі економічного розвитку.

В Україні зростання капітальних інвестицій забезпечується за рахунок ендогенної пропозиції грошей (див. рис. 4.17). Так, частка банківських та інших позик зросла за 2000–2008 рр. з 1,7 до 17,3 %, тобто практично у 10 разів. Швидкі темпи нарощування операцій банків (див. дод. Н табл. Н.2) стали можливими завдяки розширенню посередницької діяльності цих фінансових інститутів, що виявилось у зростанні попиту інших інституційних одиниць економіки на позичкові кошти. Проте кредитний бум був пов'язаний із валютизацією і наданням незабезпечених кредитів, зниженням вимог до позичальників, зростанням ризиків і послабленням ризик-менеджменту.

У посткризовий період відновлюється інвестування реального сектору, проте основним джерелом інвестиційних ресурсів залишаються власні кошти підприємств і організацій з тенденцією їх зменшення з 65,8 % у 2002 р. до 59,7 % у 2012 р. Частка кредитів банків та інших позик знизилась за 2008–2013 рр. із 17,3 до 15,3 %. У структурі кредитів нефінансовим корпораціям переважало кредитування торгівлі та операцій з нерухомим майном, оренди, інжинірингу та надання послуг підприємцям, яке становило 52,2 %, промисловості – 26,9 %.

Низьке зростання інвестиційної активності в економіці за рахунок банківського кредитування зумовлене низкою причин: 1) спрямування довгострокових кредитних ресурсів на проведення фінансових операцій, зокрема, злиття і поглинання; 2) високий рівень кредитних ставок через існуючу систему кредитування суб'єктів економіки, динаміку макроекономічних показників, ризики країни у веденні бізнесу, повільний вихід української і світової економіки з кризи; 3) дисбаланси у галузевій структурі портфеля заборгованості підприємств; залучення більш вигідних ресурсів останніми через емісію цінних паперів або кредити іноземних банків; 4) ефект бухгалтерського обліку: кредити на строк більше трьох років часто враховуються як короткострокові у рамках укладених довгострокових договорів про кредитні

лінії; 5) пріоритетність кредитування поточної виробничої діяльності. Як не дивно, максимальну заборгованість за кредитами вітчизняних банків мають підприємства, які мінімально використовують цей ресурс для фінансування своїх проектів, і навпаки.

Наразі рис. 4.17 наочно засвідчує, що в Україні відбувається відрив фінансового сектору від реальних процесів в економіці через збільшення внутрішніх кредитів депозитних корпорацій за 2000–2012 рр. з 23,8 до 74,1 % до ВВП, ринкова капіталізація лістингових емітентів – з 6 до 11,7 %, інвестиції в основний капітал – з 13,9 до 20,8 %. Якщо у 2001 р. активи фінансових інститутів були меншими за ВВП у 2 рази, то вже у 2013 р. вони перевищили останній вже у 1,4 рази (рис. 4.18). Темпи зростання ринку цінних паперів у 2013 р. перевищили ВВП, зокрема обсяг торгів на ринку перевищив цей показник на 222 млрд грн. Рис. 4.19 наочно свідчить, що серед випущених цінних паперів знову переважає емісія акцій (44,7 %), збільшується боргове фінансування за рахунок облігацій (31 %).

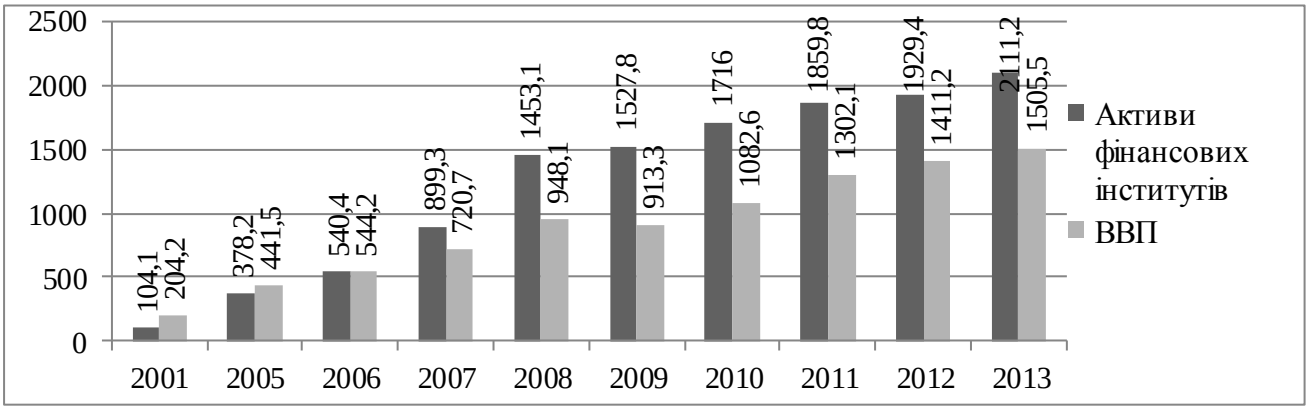


Рис. 4.18. Обсяги ВВП і активів фінансових інститутів в Україні у 2001–2013 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [48; 189].

Окремо слід наголосити на склад фінансових активів фінансових корпорацій у цілому. Так, намітилась тенденція до вкладення фінансових ресурсів у цінні папери (зокрема акції та інші форми участі в капіталі): за 2008–2013 рр. їх обсяг збільшився у два рази – з 287 до 564,9 млрд грн. Природно,

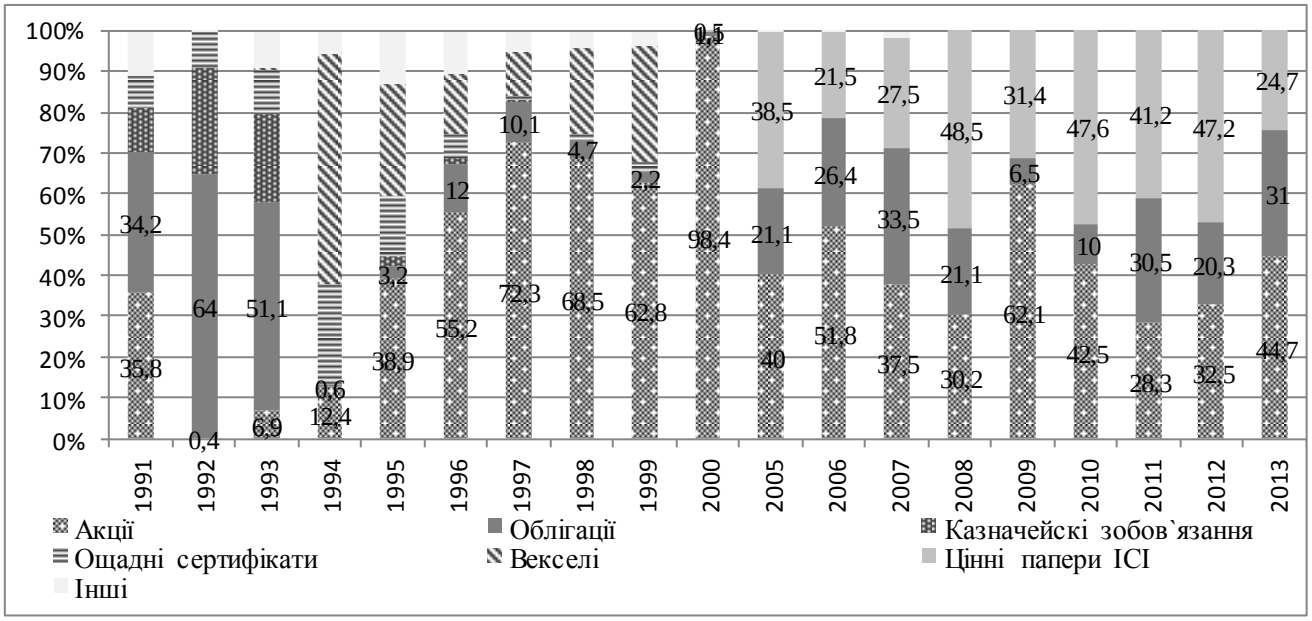


Рис. 4.19. Структура випущених цінних паперів в Україні у 1991–2013 рр., %

Джерело. Розраховано і побудовано на основі [48; 187].

найбільшими інвесторами є банки, портфель цінних паперів яких на 67,2 % складається з державних облігацій (акцій лише 5,64 %): обсяги ОВДП зросли за останні п’ять років у 17 разів. Наразі страхові резерви у цінних паперах на 83,6 % складаються з акцій маловідомих емітентів, вартістю яких легко маніпулювати. Через нормативні обмеження НПФ і ІСІ мають менш збалансовані портфелі порівняно з банками (табл. 4.12). Розвиток ринку цінних паперів не стимулює переважання у активах ІСІ депозитів, дебіторської заборгованості і нерухомості. Такі чинники, як дефіцит надійних фінансових інструментів, різнорідні з боку регуляторів вимоги до складу активів не дають змоги фінансовим посередникам як інституційним інвесторам стати впливовими гравцями ринку капіталу та консолідувати ресурси для економічного розвиту.

Натомість кредити в активах фінансових корпорацій збільшились несуттєво (з 870,8 до 1 036,3 млрд грн). Основна частина довгострокового кредитування (понад 5 років) надається домогосподарствам (35,6 % у 2008 р.), тоді як нефінансовим корпораціям – 9,8 %. У посткризовий період ситуація дещо змінилась: у 2013 р. їх частка склала 15,2 % і 9,4 %. Позички для бізнесу надаються під 24 % річних, тобто за 4 роки підприємство має повернути вже два

кредити. При цьому між кредитними ставками і інфляцією простежується слабкий зв'язок, а найважче отримати кредит восени і взимку, коли банками переважно втрачається гривнева ліквідність і переглядаються умови для позичальників. З іншого боку, підприємства реального сектору «закредитовані», тобто мають набагато більше заборгованості, ніж такі структури в інших країнах.

Таблиця 4.12

Цінні папери в активах фінансових посередників у 2013 р.

	Акції	**Держ. облі-гації**	**Облігації місцевих позик**	**Облігації підпр-в**	**Векселі**	**Інші цінні папери**	**Всього ЦП**	**Всього активів**
Обсяг цінних паперів, млрд грн								
Банки	7,41	88,09	5,86	–	33,78	–	135,14	1278,10
Страховики	17,83	2,36	0,76		–	0,39	21,33	66,39
НПФ	0,28	0,23	0,01	0,66	–	0,0001	1,17	2,13
ІСІ	23,11	0,16	0,001	11,39	18,98	0,57	54,21	180,95
невенчурні	3,76	0,14	0,001	0,52	0,51	0,00	4,93	9,71
Темп приросту від попереднього року, %								
Банки	3	40	9	–	29	–	33	12
Страховики	-40	-10	-48		–	205	-37	18
НПФ	8	17	23	26	–	–	20	28
ІСІ	3	-43	-91	4	-10	227	-1	13
невенчурні	-27	-34	-87	-28	-35	–	-29	-16
Частка цінних паперів в активах, %								
Банки	0,56	6,76	0,48	–	2,25	–	10,07	100
Страховики	26,86	3,55	1,47		–	0,59	32,14	100
НПФ	13,02	10,71	0,50	30,91	–	–	55,14	100
ІСІ	12,77	0,09	0,001	6,30	10,49	0,32	29,56	100
невенчурні	38,76	1,43	0,01	5,39	5,21	0,02	50,81	100
Частка цінних паперів у сукупному обсязі, %								
Банки	5,64	67,18	4,78	–	22,4	–	100	–
Страховики	83,60	11,04	3,54		–	1,82	100	–
НПФ	23,61	19,42	0,91	56,05	–	–	100	–
ІСІ	42,62	0,29	0,002	21,02	35,01	1,05	100	–
невенчурні	76,27	2,81	0,02	10,60	10,26	0,03	100	–

Джерело. Складено на основі [187; 188; 189].

Серед вітчизняних вчених [2] поширеною є думка, що головна проблема збільшення кредитних ресурсів, спрямованих у реальний сектор економіки для забезпечення інвестиційно-інноваційної діяльності, є низька капіталізація банківської системи України, а також структура пасивів більшості банків, у

яких переважають короткострокові ресурси, що не дає змоги повною мірою забезпечувати інноваційну сферу належним обсягом фінансових ресурсів. Однак статистичні дані суперечать цій сентенції. Так, за даними НБУ [189], загальні активи банківських установ збільшились за 2000–2012 рр. 50,8 до 1267,9 млрд грн, тобто у 25 разів. Їх частка у ВВП України зросла відповідно з 24,9 % до ВВП до 90 %. Звідси випливає висновок, що проблема полягає не у недостатності фінансових ресурсів, а їх розподілі.

Одним із можливих заходів спрямування фінансових ресурсів на потреби інвестиційного процесу може стати обмеження з боку НБУ (дохідності і обсягів) кредитування населення. Як слушно вважає А. Непран [191], процентна ставка за кредитами населенню має бути на 1,5–2 % нижчою за ставку нефінансовим корпораціям. Щодо обмеження на суму кредитів населенню, то пропонується встановити максимальний обсяг кредиту для споживчих цілей у 10 тис. грн, на придбання, будівництво та реконструкцію нерухомості – 150 тис. грн, інші кредити – 50 тис. грн. На нашу думку, зазначене не сприятиме зниженню попиту на нерухомість, іноземні товари та послуги.

У цілому, в Україні структура фінансових послуг відповідає моделі фінансування бізнесу, що наближена до всіх інших країн, що розвиваються. Проте, якщо порівнювати динаміку розвитку фінансового сектору Росії (див. дод. С табл. С.3), то вітчизняний фінансовий сектор знаходиться у більш вигідному становищі (рис. 4.20): активи підсектору інших фінансових корпорацій практично у два рази вищі (див. дод. С табл. С.2). Суттєве переважання банків у структурі фінансового сектору економіки України спричинене: 1) посиленням інсайдерської структури корпоративної власності із переважанням великих корпоративних власників. Мажоритарні власники бізнесу не зацікавлені в акціонуванні і розмиванні власності, тому віддають перевагу банківському кредитуванню; 2) більш ефективним регулюванням діяльності банківських установ порівняно з іншими фінансовими інститутами; 3) зосередженням торговельної активності на обмеженій групі фінансових інструментів, зокрема, боргових цінних паперах на противагу пайовим у

вільному обігу; 4) недоступністю ресурсів ринку цінних паперів для більшості компаній середнього і малого бізнесу. Сьогодні економіку України можна виразити такою схемою: високий відсоток – високий ризик – низька рентабельність, а має бути: низький відсоток – низький ризик – висока рентабельність; 5) доступністю і зрозумілістю для клієнтів банківських послуг, у той час як небанківські інститути набувають свого розвитку; 6) низьким рівнем доходів на душу населення і низькою фінансовою грамотністю.

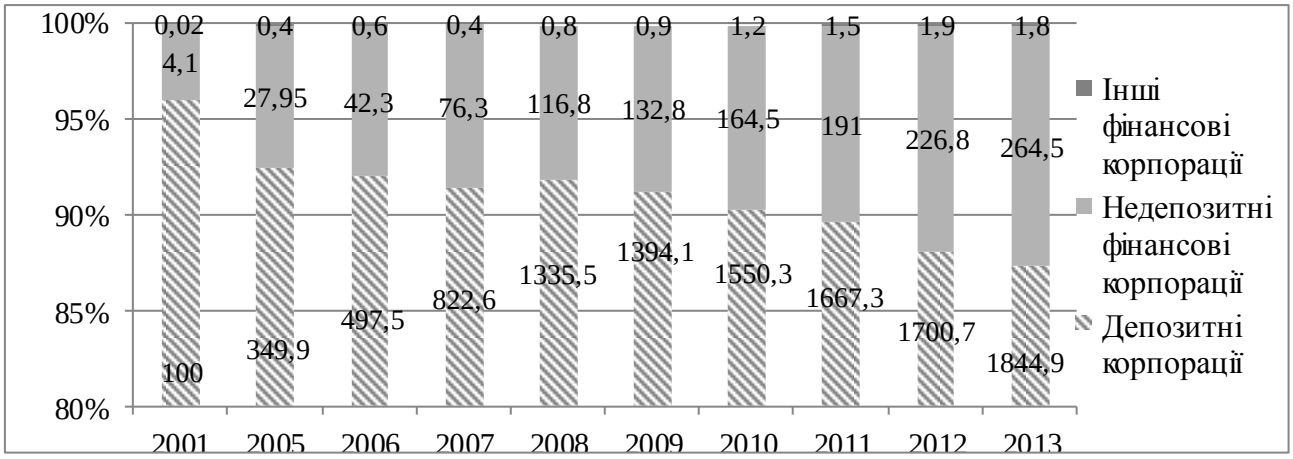


Рис. 4.20. Фінансові активи фінансових корпорацій України у 2008–2013 рр., млрд грн

Джерело. Побудовано на основі [189].

Щодо недепозитних фінансових корпорацій, то у дослідженнях фахівців Світового банку зазначається, що вони ніколи не досягають значного обсягу і реальної ваги без створення міцного й ефективного банківського сектору. І оскільки в Україні цього поки що не відбулося, саме розвиток банківської справи мусить стати пріоритетним напрямом, і іншої виправданої і надійної моделі розвитку фінансового сектору просто не існує [260,с. 17]. На нашу думку, акцентування уваги на розвитку банків відволікає увагу від системних проблем ринку цінних паперів. Проте великі українські компанії і високотехнологічні виробництва мають отримувати емісійне фінансування, інституційні інвестори та іноземні компанії потребують активних операцій на ньому, учасники фінансового ринку орієнтуються на його індикатори, цей

ринок є основою фінансового перерозподілу у межах довгострокових концепцій і стратегій.

Група українських дослідників також вважає, що банки мають залишатись базою побудови фінансового ринку, оскільки «мають більше можливостей, ніж інші фінансові інституції впливати на економічне зростання країни, принаймні до того часу, поки не почне ефективно працювати фондовий ринок… Саме банкоцентрична модель фінансового ринку більшою мірою, ніж модель з домінуванням ринку цінних паперів дозволить пом'якшити актуальну для України проблему «принципал-агент», забезпечити доступ до зовнішнього фінансування широкому колу вітчизняних підприємців, збільшити швидкість структурних трансформацій в економіці» [139, с. 16]. Вважаємо, що не тільки банки визначають економічний розвиток країни, але й недепозитні фінансові інститути, більшість з яких є інституційними інвесторами і забезпечує розвиток фінансового ринку. В Україні і так склалась ситуація, коли на останьому існує обмежена кількість фінансових інструментів, прийнятних для вкладання коштів страховиків, ІСІ і НПФ. При цьому основними інвесторами в цінні папери залишаються банки, а всі інші тримають кошти знов-таки на банківських депозитах. Втрачаються можливості використання переваг підвищення ефективності економіки за допомогою цих установ, як, наприклад, поліпшення якості управління нефінансовими корпораціями, що їх могли б фінансувати інвестиційні і пенсійні фонди; краще і повніше страхування життя і ризиків; розширення кредитування малого бізнесу з боку кредитних спілок; активізація інвестиційних процесів через лізингові операції.

Утім прогнозується відносний відплив коштів із банківської системи на фінансові ринки. З одного боку, розміщення коштів на цих ринках не знижує тих ризиків, що їх населення намагається уникнути, заощаджуючи гривню і конвертуючи кошти у валютні цінності, з іншого – проблеми з банківською ліквідністю не може не стимулювати відпливу коштів населення на фінансові ринки. Але якщо у банківській системі захист інтересів вкладників певною мірою є організованим, то контроль за залученням і використанням коштів

домогосподарств професійними учасниками ринку капіталу поки що є недостатнім. Події, які були викликані світовою фінансовою кризою, відрізняються в Україні тим, що держава зосередила зусилля виключно на банківській системі і залишила напризволяще небанківські фінансові установи, послугами яких користуються мільйони громадян. На відміну від інших країн, де першими антикризовими кроками були заходи щодо рекапіталізації фінансових установ, в Україні першим кроком була заборона на дострокову видачу банківських депозитів, що у підсумку підірвало довіру до фінансового сектору. Наступні вітчизняні антикризові заходи полягали у наданні фінансової допомоги певним банкам для підтримання їхньої стабільності. УАІБ неодноразово звертався до НКЦПФР, Нацкомфінпослуг і НБУ щодо пошуку механізмів впливу на банки. Деякі страховики і фонди подавали судові позови на банки, проте розгляд цих позовів є тривалим через неефективність вітчизняної судової системи. Вважається, що одним із ефективних заходів може стати виділення цільового рефінансування банків під повернення депозитів (коштів) інституційних інвесторів, що зможе зняти напругу між фінансовими інститутами.

У цілому, закономірності розвитку підсекторів фінансового сектору економік країн світу дозволяють визначити його можливі риси, до яких через певний час прийде і Україна: 1) універсалізація фінансового сектору; 2) формування інформаційної прозорості і подолання інформаційної асиметрії, що забезпечується єдиними методиками виміру; 3) посилення конкуренції між окремими суб’єктами фінансового сектору і створення фінансових супермаркетів; 4) монополізація фінансових ринків, що полягатиме у концентрації фінансових операцій у окремих центрах; 5) розширення кола користувачів послугами виробників цих послуг через електронні мережі і Інтернет; 6) формування нової глобальної архітектури фінансового сектору через пошук нового консенсусу у міжнародній політиці [96, с. 51].

При цьому важливо поєднувати процеси розвитку фінансового і реального сектору через:

−застосування для фінансування інноваційних проектів преференцій і пільг, величину яких можна розрахувати на основі прогнозу збільшення надходжень податків від отримувачів фінансових ресурсів із завершенням реалізації цих проектів; запровадження системи ефективних санкцій за порушення умов користування наданими ресурсами;

−державне гарантування банківських позичок[1] через створення Національного фонду гарантій для інвестиційно-інноваційних проектів;

−рефінансування банківських установ НБУ за жорсткого контролю його цільового спрямування; створення системи цільового рефінансування за зниженою ставкою під участь банків у реалізації схвалених державою інвестиційно-інноваційних програм і проектів;

−стимулювання входження фінансових установ в інвестиційні проекти не тільки як кредиторів, а й співвласників, співінвесторів тощо;

−обмеження банківської маржі на кредитно-депозитних операціях, наприклад, введення спеціального податку на чистий процентний дохід вище певного рівня;

−активний розвиток приватно-державного партнерства (зокрема кластерних об’єднань), адже остання фінансова криза зумовлює еволюцію соціальної держави у державу партнерську;

−запровадження Стандарту процесу інноваційного кредитування, що являє собою сукупність вимог, що відображають стан кращої банківської практики у галузі інвестиційного кредитування на інноваційні цілі; зацікавленими особами виступлять банківські установи, позичальники, власники ресурсів, державні органи і СРО; складовими – продуктова, технологічна, організаційна, управлінська, інформаційна, програмно-технічна, кадрова, технічно-майнова та клієнтська;

[1] Наприклад, у Великобританії у рамках програми гарантування кредитів (1981) держава гарантує до 85 % суми, кредити надаються на строк до 7 років. Натомість банки сплачують державі спеціальну ризикову премію (2–2,5 %) від негарантованої частки кредиту, яка включається до відсоткових платежів. У Німеччині для малих і середніх підприємств діють державні гарантії (надаються через спеціалізовані гарантійні банки на 80 % суми кредиту) на кредити до 15 років.

−обмеження частки ринку для фінансових установ з державною участю з метою розвитку конкурентного середовища на ринку капіталу;

−усунення інституційних бар'єрів для дистанційного фінансового обслуговування;

−визначення механізму реалізації застави, особливо житлового фонду за іпотечними кредитами.

Наразі надзвичайно актуальним залишається завдання розробки практичних рекомендацій з подальшого інституційного розвитку фінансового сектору економіки України. Це питання актуалізується і тим, що глобалізація світогосподарських процесів і зростання відкритості української економіки суттєво підвищили вразливість внутрішньої фінансової діяльності від інституційних негараздів, оскільки до внутрішньої економічної стагнації, викликаної невпорядкованістю інституційного середовища, додаються негативні наслідки втрати конкурентоспроможності національної економіки внаслідок тривалого збереження та посилення негативного впливу інституційних аномалій.

Висновки до розділу 4

1. Типології систем фінансування і організації фінансового сектору економіки викликані еволюційними чинниками розвитку економік світу. Виділяється ринкова модель (фінансування через ринки цінних паперів) і банківська модель (банківське кредитування) фінансового сектору, які мають свої переваги і недоліки у фінансуванні економіки. У сучасних умовах, як свідчить розвиток економік світу, чим вищим є рівень їх розвитку, тим більшою є фінансова глибина, тим більш диверсифікованим є фінансовий сектор і меншою частка банків у сукупних активах. За підрахунками, у розвинених країнах частка банківського сектору знаходиться у межах 30–80 % (зона

середніх значень – 60–70 %). У країнах, що розвиваються, його частка є вищою (50–90 %) (зона середніх значень – 75–85 %);

2. Фінансова глобалізація – це частина економічної глобалізації, що є процесом поступового згладжування (конвергенції) комплексу національних фінансових інституцій через активізацію діяльності фінансових інститутів, збільшення трансакцій з фінансовими активами, винайдення нових фінансових інструментів, а також широку дифузію інформаційних технологій. Поширення процесів глобалізації у фінансовому секторі пояснюється скасуванням у розвинених країнах обмежень на міжнародний рух капіталу й лібералізацію торгівлі фінансовими послугами. Найбільше іноземних інвестицій (13% сукупного обсягу) залучає фінансовий сектор України і посідає 3-тє місце як країна для ПІІ у фінансові послуги ЦСЄ після Росії та Польщі. Частка іноземного капіталу в банках України збільшилась з 9,6 % у 2004 р. до 34 % у 2013 р.;

3. На сучасному етапі розвитку економік світу відбувається відрив фінансового сектору від реального. Його основними причинами є: домінування короткострокових форм фінансування; відносне зростання обсягів фінансового сектору; перевищення дохідності фінансових інструментів над прибутковістю реальних вкладень; наявність премії за ризик; перенакопичення капіталу, що стало наслідком тривалої рецесії у розвинутих країнах; зміни у співвідношенні облікових ставок центральних банків з темпами економічного зростання;

4. Відрив фінансового сектору від реального спричиняє фінансіалізації – процесу збільшення частки фінансової діяльності у ВВП, наслідком чого є збільшення фінансової нерівноваги, скорочення трансакційних витрат і періоду прийняття рішень, збільшення рівня споживання на противагу накопиченням. Набуває все більшого поширення фінансоміка, яка є перехідною формою становлення і формування економіки з самодостатньою фінансовою компонентою на різних рівнях, що трансформує процеси накопичення і споживання, а також зводить гроші у статус загального еквівалента влади.

Виділено її етапи: 1) 50-60-і рр. ХХ ст.; 2) 70-80-і рр. ХХ ст.; 3) 1990-і рр. – початок ХХІ ст.;

5. Економіка потребує розвитку не певної складової сектору фінансових корпорацій, а всіх його елементів і забезпечення довгострокового економічного зростання. За цих обставин виникає концепція загального рівня фінансових послуг, або комплементарна модель фінансового сектору. Її основними підвалинами є: посилення конкурентної боротьби на ринках товарів, робіт і послуг, зокрема фінансових; зміни у державному регулюванні фінансових інститутів у 80-90 і рр. ХХ ст.; диверсифікація фінансової діяльності і розмивання кордонів між його підсекторами; розвиток інформаційних технологій; зміна інвестиційних уподобань домогосподарств; демографічні чинники, пов’язані зі старінням населення планети;

6. На початку ринкових трансформацій у 90-ті рр. український фінансовий сектор, так само як і російський, повторив основні риси дореволюційного: а) переважання депозитних установ; б) борговий характер і незначна роль пайових фінансових інструментів; в) посилене державне регулювання і значна частка державних цінних паперів; г) виконання банками операцій з розміщення цінних паперів на первинному ринку, комісійні операції з ними, інвестування за свій рахунок в акціонерні капітали підприємств. З 2000 р. в Україні було зроблено спробу відтворити екзогенну модель фінансового сектору з певним розділенням комерційної та інвестиційної банківської справи.

7. У посткризовий період відновлюється інвестування реального сектору, проте основним джерелом інвестиційних ресурсів залишаються власні кошти підприємств і організацій з тенденцією їх зменшення з 65,8 % у 2002 р. до 59,7 % у 2013 р. Частка кредитів банків та інших позик знизилась із 17,3 % у 2008 р. до 13,7 % у 2010 р., а надалі зросла до найвищого свого значення у 17,9 %. Відбувається відрив фінансового сектору від реальних процесів в економіці через збільшення внутрішніх кредитів депозитних корпорацій за 2000–2013 рр. з 23,8 до 74,1 % до ВВП, ринкова капіталізація лістингових емітентів – з 6 до 11,7 %, інвестиції в основний капітал – з 13,9 до 20,8 %.

8. Виявлено, що переважання депозитних установ у структурі фінансового сектору економіки України обумовлене: посиленням інсайдерської структури корпоративної власності із переважанням великих корпоративних власників; більш ефективним їх регулюванням порівняно з іншими фінансовими інститутами; зосередження торговельної активності на обмеженій групі фінансових інструментів, зокрема, боргових цінних паперах на противагу пайовим, що дозволяю банкам формувати торговельні та інвестиційні портфелі; недоступністю ресурсів ринку цінних паперів для більшості компаній середнього і малого бізнесу; доступністю і зрозумілістю для клієнтів банківських послуг; низьким рівнем доходів на душу населення, що гальмує залучення останніх до інвестиційних процесів на ринку цінних паперів.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора [79; 83; 85; 94; 95; 97; 103; 109; 111; 125; 128; 133; 137].

РОЗДІЛ 5

ПЕРСПЕКТИВНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ТА ІНСТИТУЦІАЛІЗАЦІЇ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ

5.1. Підвищення конкурентоспроможності фінансового сектору економіки

До числа найважливіших інституцій фінансового сектору можна віднести здорове конкурентне середовище. «Конкуренція постійно змушує організації інвестувати в навички і знання, щоб уціліти. Навички і знання, що набувались індивідами і організаціями, формуватимуть знання альтернативних можливостей, а отже і вибору, який змінить інститути. Тому сильна конкуренція між організаціями прискорює процес інституційних змін» [193, с. 90]. Свого часу потрібно було дослухатись до думки нобелівського лауреата Л. Клейна про те, що для формування ринку конкуренція має більш важливе значення, ніж приватизація. Тому перша має розвиватись випереджаючими темпами і тим самим забезпечувати умови для другої [233, с. 75–86]. Інакше приватизація створює монополістичні структури, які закриють дорогу до конкурентного ринку, що і відбулось в Україні. Конкурентна поведінка виникла після лібералізації української економіки із забезпеченням відповідним законодавством і структурами. Однак головна проблема полягає у тому, що жодне, навіть найкраще законодавство, не може стати на перешкоді антиконкурентній практиці. Досвід свідчить, що закон можна обійти через добре укорінені норми неформальних угод (наприклад, між власниками акцій, що знаходяться у перехресній власності), коли монопольний зговір важко виявити. Відомо, що в умовах олігархічної економіки більш значну роль відіграють промислово-фінансові групи, аніж фінансові інститути, оскільки ці

групи мають широкий доступ до інформації і вплив на владу, що поряд з можливістю перерозподілу коштів в середині групи, багато у чому замінює функції фінансових інститутів.

Щодо конкурентного інституційного середовища у фінансовому секторі економіки, то воно, власне, формується за рахунок діяльності різноманітних фінансових інститутів. При цьому конкурентоспроможність фінансового сектору економіки є складною і багаторівневою системою економічних відносин, що утворюється у результаті конкурентної боротьби між фінансовими інститутами з приводу домінування на основі ефективного використання власного потенціалу, наявних переваг і ринкової кон'юнктури, в рамках яких відбувається акумуляція і перерозподіл фінансових ресурсів з метою задоволення потреб споживачів фінансових послуг.

Варто визнати, що економічний зміст конкурентоспроможності фінансового сектору полягає в комплексному поєднанні факторів забезпечення дохідності, ліквідності та інвестиційної привабливості фінансових інструментів і послуг, що інтегровано визначає його переваги і недоліки порівняно з іншими національними секторами у складі світової фінансової архітектури.

Для оцінки конкурентоспроможності фінансового сектору економіки України ми скористаємось рейтингами та звітами міжнародних організацій, – Індексом глобальної конкурентоспроможності (ІГК) і Індексом фінансового розвитку (ІФР) Світового економічного форуму (World Economic Forum), Індексом економічної свободи (The Heritage Foundation&The Wall Street Journal), Індексом сприйняття корупції Міжнародної світової організації з боротьби із корупцією Transparency International (The Global Corruption Barometer Report), які визнані авторитетними джерелами. У всіх цих світових рейтингах Україна демонструє сьогодні регрес, що пов'язано передусім з інституційними трансформаціями. Практично в усіх рейтингах позиції країни знижені через зростаючу корупцію, рівень якої є одним із найвищих в Європі.

У Звіті з глобальної конкурентоспроможності остання тлумачиться як конфігурація інституцій, політик і чинників, які визначають рівень

продуктивності країни. У період, що безпосередньо передував світовій фінансовій кризі, відбувалось зростання рівня конкурентоспроможності економіки країни – у 2007 р. 73-тє місце серед 131 країни, 2008 – 72-е серед 234 країн. Прямим наслідком кризи стало зниження конкурентоспроможності вітчизняної економіки і досягнення 89 місця у 2010–2011 рр. Значення показника у 4,14 ІГК у 2014–2015 р.[1] свідчить, що Україна піднялась на 8 позицій і посідає 76 місце із 144 (табл. 5.1). Підвищення спостерігається і в інших країнах – Чеській республіці (+9), Естонії (+3), Литві (+7), Російській Федерації (+11). Наразі позиції України суттєво відстають від позицій цих країн, демонструючи значне відставання від середньосвітового ІГК.

Проблема впливу фінансової кризи на конкурентоспроможність національної економіки є темою окремого дослідження, особливо, якщо враховувати неоднорідний характер різних країн. Як показує детальний огляд вітчизняних показників, що складають компоненти індексу, їх погіршення пов’язане насамперед з ними усіма (окрім охорони здоров’я і освіти, ефективності корпоративної поведінки, захисту прав інвесторів, інфраструктури), тобто інституціями, макроекономічною стабільністю, ефективністю товарних, фінансових ринків і ринку праці, конкурентоспроможності бізнесу, а також інноватівністю (табл. 5.1 і див. дод. У (табл. У.1).

За наведеними оцінками, у 2014 р. порівняно з 2013 р. Україна досягла суттєвих позитивних зрушень і підвищила показники складових ІГК, ситуація з інституційним розвитком залишається ключовою проблемою в країні. З 2009 р. за цим компонентом країна погіршила свій результат з 120 до 130, опинившись майже наприкінці рейтингу. Виходить, що розвиток фінансового сектору економіки України у 2014 р. призупинений насамперед через погіршення практично всіх інституцій: права власності (із 129 до 135), платежі та хабарі (із 123 до 130), незалежність судової влади (із 127 до 135), фаворитизм у рішеннях

[1] Індекс вимірюється за шкалою від 1 (найгірший результат) до 7 (найкращий результат)

Таблиця 5.1

Порівняння змін ІГК України і деяких інших країн у 2009–2015 рр.

Рейтинг / **Країна**	**2009–2010** (133 країни)	**2010–2011** (139 країн)	**2011–2012** (142 країни)	**2012–2013** (144 країни)	**2013–2014** (148 країн)	**2014–2015** (144 країни)
Швейцарія	1	1	1	1	1	1
США	2	4	5	7	5	3
Китай	29	27	26	29	29	28
Естонія	35	33	33	34	32	29
Чеська Республ.	31	36	38	39	46	37
Польща	46	39	41	41	42	43
Литва	53	47	44	45	48	41
Індія	49	51	56	59	60	71
Російська Федерація	63	63	66	67	64	53
Казахстан	67	72	72	51	50	50
Албанія	96	88	78	89	95	97
Україна	82	89	82	73	84	76
Грузія	90	93	88	77	72	69
Вірменія	97	98	92	82	79	85
Чад	131	139	142	139	148	143

Джерело. Складено на основі [378].

держслужбовців (із 109 до 116), тягар державного регулювання (із 108 до 115), незалежність судової влади (із 123 до 140), марнотратство державних витрат (із 114 до 138), сила аудиту і звітності (із 117 до 124), захист прав міноритарних акціонерів (із 132 до 139). На 31 позицію опустилась ефективність ринку праці, 5 – технологічна готовність, 8 – конкурентоспроможність бізнесу, 19 (!) – інноватівність.

Щодо розвиненості фінансового сектору, то усі його показники в ІГК мають тенденцію до зниження і є катастрофічними (рис. 5.1). Так, доступність фінансових послуг опустилась з 2009 р. на 4 позиції до 126, фінансування за рахунок місцевого ринку капіталу – на 20 до 127, легкість отримання кредиту – на 29 (!) до 116, доступність венчурного капіталу – на 29 (!) до 120, стійкість банків – на 10 до 143, регулювання фондових бірж – на 2 до 129.

Хоча всі складові ІГК безпосередньо пов’язані з економікою країн, очевидно, що вони чинитимуть різний вплив: найкращий шлях підвищити конкурентоспроможність для України буде відрізнятись від оптимального

шляху, наприклад, для Німеччини через різні стадії розвитку. У табл. 5.2 наведено складові ІГК, які включають певні субіндекси. Значення кожного субіндексу тісно пов'язані з показником ВВП на душу населення.

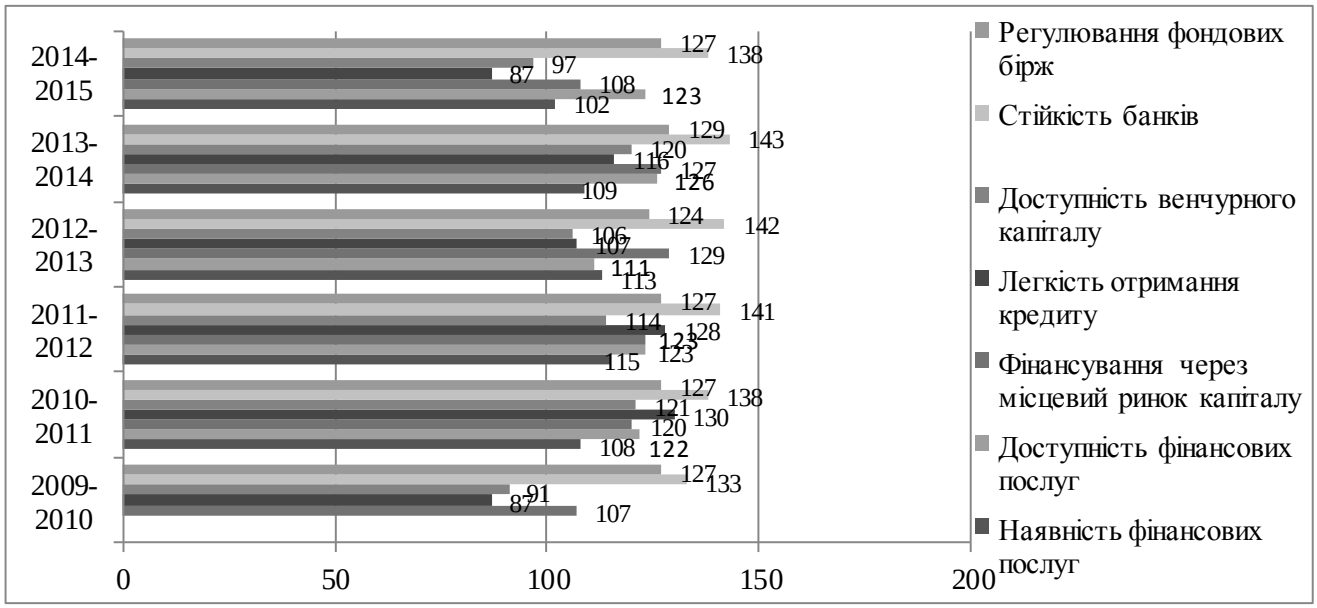


Рис. 5.1. Позиції України в ІГК у розрізі розвиненості фінансового ринку у 2009–2014 рр.

Джерело. Побудовано на основі [378].

Таблиця 5.2

Стадії розвитку країн світу та умови їх конкурентоспроможності

Стадія розвиту і ВВП на душу населення (дол.)	Країни на стадії розвитку	Умови конкурентоспроможності
Стадія 1 (економіка, яка визначається факторами виробництва): <2000	Бангладеш, Болівія, Кенія, Киргизія, Пакистан, В'єтнам	Базові умови (60 %), фактори ефективності (35 %)
Перехід від стадії 1 до стадії 2: 2000–3000	Вірменія, Азербайджан, Індонезія, Іран, Казахстан, Україна, Венесуела	Базові умови (40–60 %), фактори ефективності (35–50 %)
Стадія 2 (економіка, яка визначається ефективністю): 3000–9000	Бразилія, Китай, Малайзія, Мексика, Росія, ПАР, Туреччина,	Базові умови (40 %), фактори ефективності (50 %)
Перехід від стадії 2 до стадії 3: 9000–17000	Чилі, Хорватія, Естонія, Угорщина, Польща	Базові умови (20–40 %), фактори ефективності (50 %), фактори інновацій (10–30 %)
Стадія 3 (економіка, яка визначається інноваціями): >17 000	Австралія, Чехія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Ізраїль, Японія, Корея, Норвегія, Іспанія, Великобританія, США	Базові умови (20 %), фактори ефективності (50 %), фактори інновацій (30 %)

Джерело. Складено на основі [378].

У рамках доповіді Світового економічного форуму і Євразійського інституту конкурентоспроможності було здійснено вибірку із 25 країн, економіку яких у процесі аналізу конкурентоспроможності можна порівняти з Україною. На відміну від низьких показників в країні, світовий досвід свідчить, що практично всі члени-лідери, що досягли найкращих показників в індексі, мають такі високо розвинуті інституції, зокрема, відкриту ринкову економіку, переважання приватної власності за одночасного її захисту, ефективне податкове адміністрування, ефективні державні організації з низьким рівнем корупції, прозорі суспільні та фінансові інститути, надійні механізми контролю над державою і бюрократією, незалежну судову систему, мінімальний розрив між формальними і неформальними нормами соціальної поведінки.

З іншого боку, С. Пахомов обґрунтовує розрив між розвинутими країнами і країнами третього світу можливістю використання Заходом міжнародних організацій, зокрема фінансових та економічних. Так, МВФ, Світовий Банк, СОТ, ОЕСР тощо «… від самого початку свого існування були підвладні Заходу, що давало йому можливість не тільки контролювати світову економіку, але і визначати через ці організації глобальні правила гри. Все це разом узяте, і багато чого іншого давало Заходу, і передусім США, величезну конкурентну перевагу перед рештою світу» [209, с. 101]. В умовах, коли процеси глобалізації торкаються передусім світової фінансової системи, регулювання економічних процесів через традиційне розуміння «ринку» з конкуренцією стає ілюзорним. Тут визначають правила гри фінансові групи, які контролюють активи у трильйони доларів, а конкуренція відходить на другий план, адже не вона визначає їх прибутки. Традиційна конкуренція діє вже лише у середньому і дрібному підприємництві.

За Індексом фінансового розвитку (Financial Development Index) Україна у 2012 р. погіршила свої позиції і перебувала на 59 місці серед 62 країн (табл. 5.3 і див. дод. У табл. У.2). Індекс розраховується за сімома основними критеріями, які поділені на певні блоки: 1) інституційне середовище (лібералізація фінансового сектору; корпоративне управління; нормативно-правове

регулювання; виконання контрактів); 2) бізнес-середовище (людський капітал; податки; інфраструктура; витрати на ведення бізнесу); фінансова стабільність (валютна; банківської системи; ризик кризи суверенного боргу); 3) фінансова стабільність (валютна стабільність; стабільність банківської системи; ризик кризи суверенного боргу); 4) банківські фінансові послуги (кількісні показники; показники ефективності; розкриття фінансової інформації); 5) небанківські фінансові послуги (активність IPO), активність M&A; страхування; сек'юритизація); 6) фінансові ринки (валютні; ринки деривативів; фондовий; ринок облігацій); 7) доступ до фінансування (комерційне; роздрібне).

Таблиця 5.3

Порівняння змін ІФР України і деяких інших країн у 2008–2012 рр.

Країна (кількість)	**2008 (52)**	**2009 (55)**	**2010 (57)**	**2011 (59)**	**2012 (62)**
Гонконг, Китай	8	5	3	1	1
США	1	3	1	2	2
Великобританія	2	1	2	3	3
Сінгапур	10	4	4	4	4
Австралія	11	2	5	5	5
Канада	5	6	6	6	6
Японія	4	9	9	8	7
Швейцарія	7	7	8	9	8
Німеччина	3	12	13	14	11
Чеська республіка	35	33	33	34	35
Польща	41	39	35	33	37
Росія	36	40	40	39	39
Казахстан	45	47	49	46	47
Україна	51	53	53	54	59
Венесуела	52	55	56	59	62

Джерело. Складено на основі [378].

Практично всі вони мають тенденцію до зниження у кінець рейтингу. Найгірші позиції демонструє інституційне середовище (60 місце серед 62 країн), лібералізація фінансового сектору і корпоративне управління (з 50 і 52 місця у 2008 р. до 59 місця), нормативно правове регулювання (погіршення на 8 позицій до 57 с, зокрема регулювання фондових бірж на 9 до 61), податки (на 13 позицій до 59), фінансова стабільність (на 9 до 60 місця), частота банківських

криз (на 48 до 60). При цьому покращились показники: ступеню стимулювальних винагород (на 22 до 25 місця); якості математичних і природничих наук (на 6 до 19); зовнішнього показнику уразливості (на 8 до 29); стабільності банківської системи (на 13 до 39).

Щодо банківських фінансових послуг, то їх показники мають негативні тенденції – зниження з 39 до 59 місця з 2008 до 2012 р. Катастрофічно виглядає показник їх ефективності зі зниженням на 41 позицію до 60, зокрема агрегований показник рентабельності, накладні витрати банків, частка проблемних кредитів. Небанківські фінансові послуги мають не такі погані показники порівняно з банківськими – зниження лише на 1 позицію до 34 місця. Суттєво покращились показники IPO, M&A, практично не змінилась позиції страховиків. Фінансові ринки мають певне погіршення показників: фондовий ринок – на 7 позицій до 58 з суттєвим зменшенням капіталізації, обсягів торгів і кількості лістингових компаній; ринок облігацій – на 3 до 46 місця зі зниженням частки міжнародних і корпоративних облігацій у ВВП. Погіршується інвестиційний клімат і знижується доступ до фінансування, особливо венчурного, боргового, складніше отримати кредит.

Процес розвитку інституційних основ фінансового сектору щороку оцінюється ЄБРР. Пропонована ним бальна оцінка процесу переходу до ринку стала визнаним показником завдань, що стоять перед країнами за секторами економіки. Україна досягла певних успіхів у реформуванні фінансового сектору, особливо у галузі банківських послуг і ринків капіталу (табл. 5.4). Хоча банківська система достатньо капіталізована, після обов’язкової рекапіталізації 2009–2010 рр. баланси банків стали ослабленими великим обсягом неповернених і реструктуризованих кредитів, на які станом на середину 2012 р. припадало 9,2 % загального обсягу кредитів.

Іншим показником, за яким можна оцінити потенціал розвитку і конкурентоспроможність фінансового сектору економіки України, є Індекс економічної свободи (The Heritage Foundation & The Wall Street Journal), у якому найкращий показник складає 100 % і включає в себе десять компонентів:

регуляторну, торговельну, фіскальну, монетарну, фінансову політику, політику у сфері праці, втручання уряду, інвестиції, право власності, корупцію.

Таблиця 5.4

Показники перехідного процесу у фінансовому секторі країн з перехідною економікою у 2012 р. (у балах[1])

Країна	Банківські послуги	Страхування й інші фін. послуги	Фінансу-вання ММСП	Фонди прямих інвестицій	Ринки капіталу
Естонія	4-	3+	3	3-	3
Латвія	3+	3+	3	3-	3
Литва	3+	3+	3	2+	3
Польща	4-	4-	3	3+	4
Вірменія	2+	2	2+	1	1
Азербайджан	2	2	2	1	2+
Білорусь	2	2	2	1	2+
Грузія	3-	2	3	1	2-
Молдова	2+	2+	2	2-	2+
Україна	3-	2+	2	2	3-
Росія	3-	3-	2	2+	4-
Казахстан	3-	2+	2	2-	3

Джерело. Складено на основі [365].

У 2014 р. Україна посіла 155 місце (зі значенням індексу 49,3 %) і погіршила своє місце з 2005 р. на 57 позицій (рис. 5.2). Країна входить до групи країн із репресивною економікою, куди не входить жодна країна Європи (серед країн СНД туди увійшов лише Узбекистан). Для порівняння, Росія перебуває на 140-му місці. Лідерами рейтингу продовжують залишатися Гонконг (90,1), Сінгапур (89,4), Австралія (82), Швейцарія (81,6) і Нова Зеландія (81,2).

Після стрімкого покращення результату, починаючи з кінця 90-х років, Україна після 2005 р. розпочала стійкий рух назад. Але навіть найкращий результат країни – 55,8, якого вона досягла у 2005 р., був нижчим на 3,8 за середньосвітове значення (59,6), тоді як у 2014 р. – вже нижче на 11. Фактично за всіма складовими Індексу вона має нижчі показники за середньосвітові (рис.

[1] Оцінки подаються за п'ятибальною шкалою від 1 до 4+, де 1 відповідає практично будь-якого відходу від жорсткої централізованої планової економіки, а 4+ означає досягнення стандартів розвинених країн.

5.3), окрім компонентів «Монетарна свобода» (78,7 (світовий рівень – 73,9), «Фіскальна свобода» (79,1 (світовий рівень – 77,6) та «Свобода торгівлі» (86,2 (74,8).

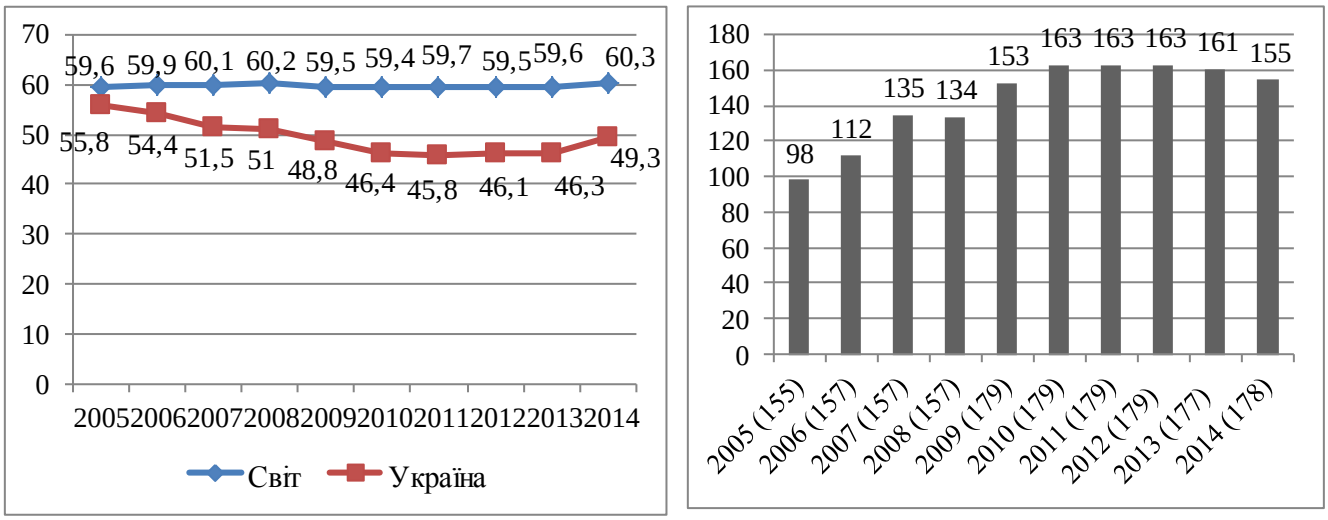


Рис. 5.2. Позиції України в Індексі економічної свободи у 2005–2014 рр.

Джерело. Побудовано на основі [370].

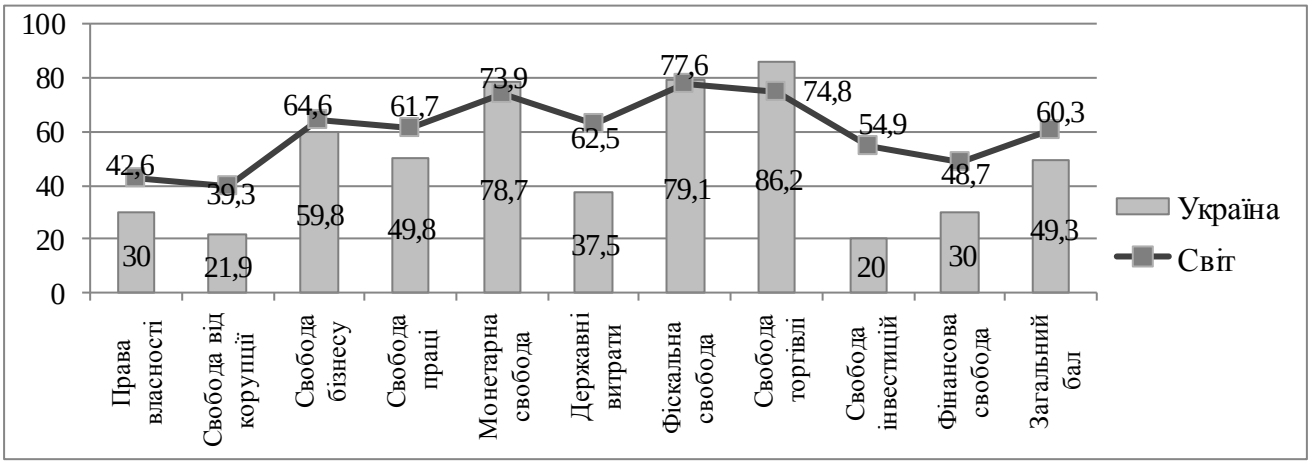


Рис. 5.3. Значення складових Індексу економічної свободи України і світу у 2014 р.

Джерело. Побудовано на основі [370].

Аналіз основних складових зведеного Індексу економічної свободи–2014 свідчить про найбільш провальні дії української влади у певних питаннях, зокрема: інвестиціях (20,0 (світ – 54,9) через обтяжливу бюрократію та правила, що стримують приплив ПІІ, заборону на володіння землею іноземними інвесторами; корупції (21,9 (світ – 39,3) – проникнення у всі сфери суспільства,

низький рівень зарплат у державному секторі; фінансовій свободі (30,0 (світ – 48,7 %). Остання насамперед стосується фінансового сектору економіки і оцінює 5 напрямів, зокрема ступінь державного регулювання фінансових послуг, частка державної власності на фінансово-банківському ринку, рівень розвитку фінансового ринку, вплив держави на розподіл кредитів і відкритість ринку до міжнародної конкуренції. Низька оцінка фінансової свободи свідчить, що в Україні високий ступінь втручання держави у фінансову діяльність. Вітчизняні фінансові інститути зазнають перешкод у своїй діяльності, а діяльність іноземних значною мірою обмежена.

Після прийняття поправок, що стосуються банківської діяльності, у 2006 р., приєднання до СОТ у 2008 р. і Східного Партнерства ЄС у 2009 р. іноземним банкам і страховикам було дозволено відкриття своїх філій в Україні. Відображаючи відсутність ефективності і глибини у фінансовій системі, розвиток внутрішнього ринку капіталу знаходиться все ще у зародковому стані. Криза ліквідності, збільшення безнадійних кредитів і позик, що пов’язані з фінансовою кризою, призвели до отримання великої суми від МВФ. Уряд отримав контрольні пакети акцій в трьох з п’яти банків, які потерпали через фінансові труднощі, і розглядає націоналізацію інших.

Зазначимо, що наше ставлення до Індексу економічної свободи є не таким однозначним, адже країни з високим показником цього індексу – Ісландія, Ірландія, Сінгапур, Великобританія, країни Балтії зазнали найбільших втрат за роки останньої кризи. Проте це не стало на заваді 200 американським професорам опублікувати у лютому 2009 р. у Wall Street Journal лист, у якому вони виступають за повну відмову втручання держави в економіку, безперешкодне банкрутство банків і компаній, які потерпають від труднощів, оскільки ринок не можна поліпшити і регулювати, ризик хеджується за допомогою сучасних інформаційних технологій, а ринкові агенти приймають вірні рішення на базі своїх раціональних очікувань.

Для аналізу впливу неформальних інституцій на розвиток економіки, зокрема фінансового сектору, використовується Індекс сприйняття корупції, який щороку розраховується Transparency International [374]. Цей індекс показує, до якого ступеню бізнес стикається з корупцією серед чиновників і органах влади. Він приймає значення до 0 (найбільший рівень корупції) до 100 (найменший рівень). Результат нижчий 30 балів вважається «ганьбою нації», яка змушена жити у тотально корумпованій країні. У 2013 р. позиція України відповідала оцінці у 25 балів (рис. 5.4), у 2012 р. – 26; 144 місце за рівнем корупції серед 177 країн світу (перше місце в світі розділили Данія і Нова Зеландія (91 бал). Як йдеться у повідомленні Transparency International [374], країна стабільно залишається у групі "підвищеного ризику" разом з Камеруном, Іраном, Нігерією, Центральною Африканською Республікою та Папуа-Новою Гвінеєю, але в наступному році вона ризикує скотитися ще нижче: державні установи та чиновники частіше вимагають від бізнесу сплати хабарів. Серед країн Східного партнерства результати такі: Грузія – 55 місце, Вірменія – 94, Молдова – 102, Білорусь – 123, Азербайджан – 127 місце.

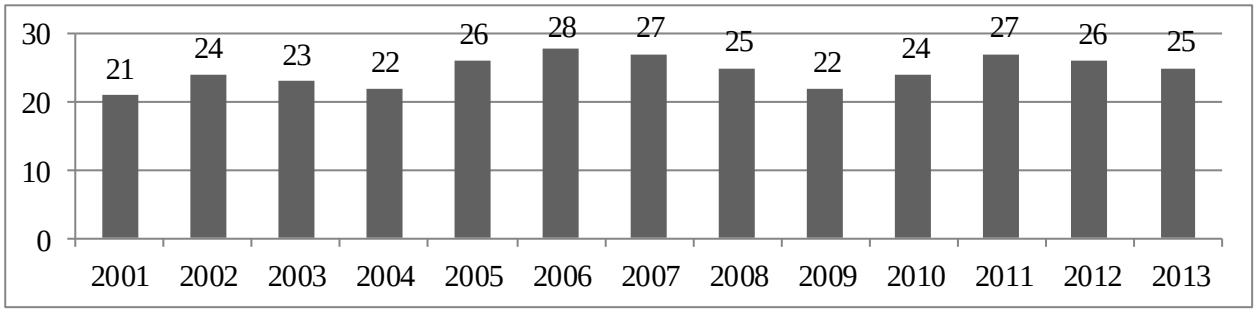


Рис. 5.4. Динаміка індексу сприйняття корупції в Україні у 2001–2013 рр., бали

Джерело. Побудовано на основі [374].

Основними проблемами в країні є: 1) бездіяльність Національного антикорупційного комітету при Президенті України, адже протягом 2012–2013 рр. продукувались лише документи про зміни у його складі та оновлені підходи роботи без жодного засідання; 2) Державна програма протидії корупції коштує не дорожче паперу, на якому вона надрукована, адже заявлені кошти на

її реалізацію так і не виділено. «Вся історія боротьби проти корупції в Україні – це невідворотний шпагат між демократичною формою і феодальним змістом, між зобов'язаннями перед світовим суспільством і законами олігархічної економіки, в якій корупція відіграє головну роль… Все це – особливість нашої країни, де строгість будь-яких законів компенсується необов'язковістю їх виконання…» [239]. Економічним підґрунтям корупції є сировинний перекіс економіки, адже зі зростанням сировинної частки зростає корупція, і навпаки. Для прикладу, інтегральний економічний потенціал у розвинутих країнах визначається на 64 % людським капіталом і на 20 % – сировинним. В Україні все навпаки: близько 70 % – сировинний чинник і лише близько 13 % – людський капітал. У підсумку – низька оплата праці, бідність і гальмування розвитку фінансового сектору.

Банки сьогодні активно виводять кошти на Кіпр і офшори – Британські Віргінські острови, Беліз, Сейшельські острови, Маршалові острови, Монако, Сент-Вінсент і Гренадіни, Сент-Кітс і Невіс, Мальдіви, Бахрейн. За 2010–2011 рр. ними було виведено більше 420 млрд грн. (більше річного бюджету України, а останній недоотримав 80 млрд грн податкових відрахувань). І, як з'ясувалось, злиденна країна протягом лише двох місяців 2012 р. здатна переказувати у офшори мільярди доларів (табл. 5.5). Як пишуть експерти, «скільки ще українська економіка витримуватиме таке безбожне викачування необтяжених податками мільярдів – невідомо» [51].

Останнім часом набула поширення схема інсайдерських кредитів, коли офшорна компанія бізнесмена дає кредит своєму українському офісу під величезні відсотки, а потім виводить кошти з України як погашення заборгованості. У підсумку частка вітчизняних компаній, які використовують офшори, за останні два роки зросла з 50 до 80 % (для прикладу, в ЄС цей показник не перевищує 15 %). Вважається, що основними причинами виведення коштів фінансових установ в офшор є: 1) переведення коштів у готівку для придбання активів, що дешевіють, і виборчих компаній; 2) захист від посягань на власність: влада не зможе зачіпати міжнародну компанію, інакше це буде

потужний удар по інвестиційному клімату України, а справами займатиметься міжнародний суд; 3) виведення коштів із стресової зони у зону підвищеної стабільності; 4) так звана оптимізація оподаткування, проте справа не у високих ставках, а у тиску податкових органів; 5) бажання власників убезпечити себе від втечі інформації про свої реальні статки.

Таблиця 5.5

Перерахунки коштів банками України до офшорних зон і Кіпру, млн дол.

Банк	Власник	Перерахунки у січні 2012 р.	Перерахунки у лютому 2012 р.
Приватбанк	І. Коломойський, Г. Боголюбов	1 561,7	2 301,6
ОТП Банк	Центральна Ощадна Каса и Комерційний Банк (Угорщина)	161,8	163,0
ПУМБ	Р. Ахметов	158,5	136,5
Піреус Банк МКБ	PIRAEUS BANK S.A. (Греція)	131,5	161,6
Сітібанк	Citigroup (США)	255,1	33,4
Проінвестбанк	Внешэкономбанк (Росія)	135,2	90,4
«Надра»	Д. Фірташ	60,8	101,9
Укрексімбанк	Держава	64,7	38,6
Ощадбанк	Держава	5,8	3,4
Укргазбанк	Держава	0,6	2,8
Банк «Київ»	Держава	0,8	0,9
Укрбізнесбанк	ТОВ «Компанія Універсал-Л»	3,0	3,5
Південний	Родина Родіних і М. Беккер	45,0	14,0

Джерело. Складено на основі [51].

Разом із тим слід відмітити, що традиційно високий рівень корупції в Україні тримається на фоні фактичного схвалення корупції населенням, яке сприймає корупцію як частину своєї культури, складову національного менталітету. Так, у фінансовому секторі попит народжує пропозицію. Неофіційно страховики визнають, що «відкати» їх працівникам стають звичним явищем. При цьому розміри хабарів зростають: якщо ще рік-два працівник страхової компанії міг отримати 15–20 % розміру страхової суми, то у 2013 р. – 30–40 %. Про фіктивність страхового ринку свідчить той факт, що з майже 400 страховиків близько 300 збирають лише 3 % страхових премій, а виведення коштів за кордон складає близько 4 % від обсягу операцій на місяць [51].

У банківській сфері з’явився новий вид послуг – дострокове повернення проблемних депозитів. Цьому сприяли Постанова НБУ № 413 від 04.12.08 р., яка наклала мораторій на дострокове розірвання договорів про депозитний вклад, а також непослідовна і агресивна політика НБУ, що започаткували компанію з надання саме таких послуг. Для того, щоб потрапити до списку вкладників, які мають право на дострокове повернення вкладу клієнт має сплатити посереднику до 40 % від суми. При цьому, чим більша сума вкладу, тим якісніше і ефективніше посередники «надають послуги». Лише припинення «покривання» банкірів, введення певних санкцій з боку НБУ може припинити цю практику. Проте проблема відкатних грошей може перейти в іншу площину, коли клієнтами стануть вже самі банкіри, які з метою збереження свого бізнесу та уникнення санкцій будуть змушені платити свою ціну за спокій і добробут. Без обмеження корупції жодні антикризові заходи неможливі, оскільки призведуть до зростання крадіжок і спекуляцій, а у випадку гострої нестачі ліквідності і відповідно масштабної допомоги фінансових установ – до зриву у гіперінфляцію.

Загальні темпи розповсюдження корупції в державі засвідчили необхідність рішучих кроків для порятунку країни та виходу з корупційної прірви. Вихід бачиться нам у таких заходах:

1) запровадження електронної реєстрації підприємств, реєстрації юридичних осіб на основі типового статуту;

2) боротьба з нелегальними фінансовими потоками у фінансовому секторі і зниження відпливу капіталів у офшори;

3) активізація антикорупційних судових процесів;

4) реалізація аналогу американської операції «Шейх» з масованою пропозицією агентами спецслужб хабарів держслужбовцям з подальшим звільненням останніх і забороною у подальшому працювати у держслужбі;

5) створення банківської установи для державних службовців і їх родичів, за допомогою якої можна знизити рівень корупції і тінізації економіки. Статутний фонд цієї установи складатимуть кошти НБУ, добровільні майнові

внески і пожертви, інші надходження. Її відмінною рисою буде здійснення операцій в інтересах державних службовців, а також посадових осіб місцевого самоврядування, проте всі фінансові операції відбуватимуться тільки через рахунки цієї установи (зарахування на рахунок усіх видів доходів, а здійснення виплат на витрати), що полегшить контроль за рухом коштів службовців. До переліку фінансових операцій необхідно віднести: відкриття і ведення банківських рахунків; залучення коштів на депозити; кредитування; здійснення розрахунків; купівля-продаж іноземної валюти; операції з цінними паперами і дорогоцінними металами; консультаційні та інформаційні послуги тощо. Важливою умовою є існування розгалуженої філіальної мережі установи по Україні і стимулів для службовців стати її клієнтом, а також прийняття відповідих змін до банківського законодавства. Подібна практика пропонується і в Росії [151], де для цього використовуватиметься винагорода за збільшення періоду використання коштів, система бонусів за підвищення чиновника по службових східцях, співфінансування пенсійних накопичень за виходу на пенсію тощо.

У цілому, аналіз різноманітних світових рейтингів щодо фінансового сектору України дозволяє зробити висновки: механізм перерозподілу власності і обов’язки, які фіксуються системою контрактів, є найбільш глибоким джерелом довгострокового розвитку фінансового сектору; зі зростанням розвитку інституції приватної власності зростають інвестиції і ефективність фінансових ринків; зі збільшенням рівня корупції зменшуються можливості укріплення ринкових інституцій та конкурентних механізмів; недостатній розвиток фінансового сектору може збільшити розрив у темпах економічного розвитку між державами-лідерами і країнами, що позбавлені можливості використовувати потенціал сучасного наукового-технічного прогресу.

Розв’язання цих проблем пов’язане з глобальним інституційним середовищем, яке включає величезний шар традицій, норм поведінки, звичок, культурних стереотипів. З позиції «наївної» теорії інституційних змін це сприятиме конвергенції інституційного середовища в різних країнах на основі

відбору найбільш ефективних інституцій. Оскільки цього не відбувається, це свідчить про наявність впливових акторов, які отримують завдяки існуючим інституційним структурам розподільчі вигоди. Д. Норт пише: «Якщо бідні країни є бідними тому, що вони є жертвами інституційної структури, яка заважає зростанню, то питання полягає в тому, нав'язане це інституційне середовище ззовні або детерміноване внутрішніми чинниками, або є наслідком поєднання і того, і іншого?» [342, с. 171].

Зрозуміло, що інтереси України можуть принципово різнитись від інтересів західних країн, а за вироблення фінансової стратегії варто керуватись насамперед власними інтересами, адже імпортування інституцій засобами «шокової терапії» не дали очікуваного результату, було підтверджено закон Самуельсона–Ле Шательє: будь-яка система, що відчуває зовнішній вплив, протидіє йому, намагаючись повернутись у свій попередній стан. Наразі концепція «кращої практики» за проектування будь-яких інституцій є настільки складною, що з країн, що розвиваються, стати розвиненими вдалось небагатьом. На думку П. Друкера, все, на що може розраховувати суспільство, яке взялось за розв'язання проблеми – це зняття обмежень, які заважають цьому. Справді суттєвих результатів можна досягти не шляхом розв'язання проблем, а шляхом використання можливостей [Цит.: 234, с. 39].

Важливим питанням залишається, чи потрібно Україні продовжувати інституційні реформи (посилення прав власності, конкуренції, економічної свободи тощо) або зробити акцент на стимулювання економічного розвитку? Більшість вважає, що за поганих інституцій будь-які спроби стимулювання зростання приречені на провал – державні кошти будуть витрачені дарма і розграбовані, а за сприятливого інвестиційного клімату фінансовий ринок сам розв'яже завдання розвитку. На перший погляд, цей підхід є переконливим, але не обґрунтованим. Причинний зв'язок між інституціями і економічним зростанням носить двосторонній характер. Це доведено і теоретично, і емпірично. Принцип «спершу інституції – потім зростання» не було реалізовано у жодній країні світу. А спроби створити механізм зростання і з його допомогою

покращити інституції в деяких, нехай не багатьох, вдало закінчився. В Україні реформи фінансового сектору явно зайшли у глухий кут. Адміністративна реформа, реформа пенсійного забезпечення, системи освіти тощо – всі вони викликають глибоке розчарування. Однак успіх може бути досягнутий у іншому напрямі – шляхом створення системи стратегічного або індикативного планування. Така думка висувається сьогодні і деякими російськими дослідниками, зокрема, відомим інституціоналістом В. Полтеровичем [212]. Головне завдання – широкомасштабний розвиток підсекторів сектору фінансових корпорацій, а також – за появи відповідних умов – удосконалення інституцій фінансового сектору. Ні ринок, ні СРО у сфері фінансового сектору не зможуть вирішити це завдання, оскільки вони вимагають певної координації.

Велику роль у цих процесах має відіграти формування в Україні ринку інституцій, який дозволяє суб'єктам фінансового сектору обирати правила гри в економічних процесах. Через свої добровільні взаємодії індивіди оцінюють вже існуючі правила, визначають і перевіряють прийнятність нових. Важливою функцією цього конкурентного ринку виступає, виходить, заохочення інституційних інновацій і форм адаптивної поведінки. Якщо ринок певної інституції відсутній, тоді ми пропонуємо використовувати інкрементальний (поетапний) підхід, за якого «історія є значимою», на відміну від неокласичних моделей, де вона не береться до уваги. Інституціалізація у даному випаду включатиме етапи: 1) моніторинг фінансової діяльності із визначенням стійких груп інтересів, можливих сил підтримки і опору; 2) пропонування декількох варіантів реформ у фінансовому секторі за обов’язкового публічного обговорення; 3) утвердження формальної моделі інституції (нормативно-правого акта), яке включає: формулювання цілей інституції; обґрунтування необхідності зміни попередньої інституції; 4) аналіз економічних та соціальних наслідків від її впровадження; розрахунок необхідних ресурсів для ефективної роботи інституції; програми моніторингу її поведінки, поінформування і навчання акторів, на яких розрахована інституція; 5) публічне обговорення

проблем запровадження інституції в практику фінансової діяльності (наприклад, через рік), розроблення і внесення необхідних змін.

І тут можна говорити про таке явище, як інституційна динаміка, яка є процесом формування правил, норм, механізмів примусу, інституційних змін, готовності до них суб'єктів фінансового сектору. Зі свого боку можемо додати, що поява ринкових інституцій у цьому секторі економіки не збігається у часі, через що вони досліджуються окремо одна від одної. Тому виникає необхідність, наприклад, у розробці банківського законодавства синхронно з іншими нормативно-правовими актами, передусім Господарським, Податковим, Бюджетним кодексами, а також законодавством у сфері недепозитних фінансових інститутів. Це приведе до вирівнювання темпів розвитку підсекторів сектору фінансових корпорацій України.

Назріває необхідність повороту від архаїчного зміцнення держави як верховного суб'єкта, що протистоїть ринку капіталу як об'єкту управління, до виконання нею передусім координуючих і соціальних функцій. Решта функцій держави в процесі ринкової трансформації має переходити до інших виразників національних інтересів у фінансовому секторі, тобто до структур, які самоорганізовуються і працюють у діалоговому режимі як по горизонталі, так і по вертикалі, як усередині країни, так і за її межами. Інституційні трансформації мають передбачати активну пропозицію інституцій з боку держави, але з урахуванням попиту на них з боку самих фінансових інститутів. Для держави набагато важливіше зосередитися на запобіганні небезпекам (систематичним ризикам), що трапляються на шляху інституційних перетворень, а також створенні умов для ефективної роботи фінансових корпорацій.

5.2. Зміна ролі держави у формуванні фінансових інституцій та інститутів

Будь-яка суспільно-значуща діяльність обмежується необхідністю дотримання певного набору інструкцій і правил, які мають силу закону і слугують для обмеження визначених аспектів функціонування фінансового сектору так само, як це відбувається в будь-якій сфері економічної діяльності. З усіх його суб'єктів найбільше значення має держава, яка визначає базові стратегії розвитку його інституційних одиниць, тобто траєкторії зміни інституцій та економічної політики, що «з'єднують» поточний стан з бажаним. Їх сукупність задає стратегічне поле інституційної структури фінансового сектору – нормативної і організаційної. При цьому держава може виконувати, згідно з дослідженнями Дж. Б'юкенена [23], дві функції – «держави, що захищає» і «держави, що виробляє». Перша слугує своєрідним гарантом дотримання конституційної угоди, а друга реалізується на базі конституційних прав і свобод як своєрідна угода між громадянами з приводу задоволення їх спільних потреб у ряді товарів і послуг. Як показує досвід, централізовані інституційні інновації у фінансовому секторі можуть бути дієвими у трьох випадках: 1) держава має практично необмежений потенціал впливу через насилля; 2) суб'єкти фінансового сектору дотримуються усіх формальних правил; 3) використання цих обмежень є вигідним суб'єктам даного сектору незалежно від дії чинника державного примусу. Але саме тут і криється загроза її переродження на тоталітарну державу. Так, у перехідній економіці, держава часто виявляє надмірну активність, коли для цього немає достатніх підстав, та є пасивною у сферах, які потребують постійного чи тимчасового її втручання.

З'являється дедалі більше публікацій, у яких говориться, що держава є не тільки джерелом порядку, а й потенційним носієм хаосу. Зокрема, у фінансовій літературі використовується поняття «парадокс Мінські» [338], суть якого полягає у тому, що політика, яка здійснюється на основі інституцій державного

регулювання, посилює економічний порядок, але одночасно зменшує економічну передбачливість агентів, які спираються на інституційну страховку. Формуючи певні очікування і звички інвесторів, економічний порядок держави збільшує припустимі ризики інвестицій, що, у підсумку, посилює хаотичні коливання майбутніх ділових циклів. У такий спосіб порядок перетворюється на хаос.

За таких умов інституційні трансформації у фінансовому секторі вимагають іншої інституційної стратегії. Остання фінансова криза суттєво підірвала світогляд архітекторів сучасної фінансової системи, а також західних політичних діячів. Віхою у створенні нового світового економічного порядку, який є встановленням єдиних міжнародно визнаних норм, правил і механізмів примусу (передусім для попередження та усунення причин виникнення світових фінансових криз) можна вважати зустріч «великої двадцятки» (15 листопада 2008 р., Вашингтон), коли було прийнято декларацію з фінансових ринків та світової економіки і визнано, що держави не можуть самотужки боротись з кризовими явищами. Підсумком наступних самітів стала відмова від ліберальних теорій вільного ринку зі зверненням до методів державного регулювання та фінансового контролю. З іншого боку, як йдеться, «… визнаючи необхідність удосконалення регулювання фінансового сектору, ми зобов’язані не допускати зарегульованості, що гальмуватиме економічне зростання і ще більше звузить потоки капіталу, у тому числі й у країни, що розвиваються» [377]. Щодо останніх, то можна погодитись із Д. Лук’яненком [159], який робить висновок, що в умовах формування контурів майбутньої глобальної економічної системи всі національні економіки стають перехідними. Відповіддю на сучасні виклики може стати нова теорія розвитку і зростання – теорія збігу обставин розвитку, коли виключається не те що шаблон, а хоча б разовий повтор заходів щодо поточних проблем у конкретній країні.

Наразі в Україні досвід формування ринкової економіки розпочався з максимального дерегулювання у перші роки незалежності. Логіка дій реформаторів вимагала вільного формування фінансових ринкових інститутів за

мінімальної участі держави. Загальновідомим є масове і практично безконтрольне створення у перші роки реформ різноманітних бірж, будинків селенгу, фондів, фінансових та інвестиційних компаній, холдингів тощо. У підсумку псевдоринкова інфраструктура у фінансовому секторі не тільки не сприяла реальній реструктуризації компаній і ефективному перетіканню фінансових ресурсів, але і прямо протидіяла ним. Великою мірою це було спричинене досвідом і навиками роботи у плановій економіці. Врешті-решт виникли провали держави у фінансовому секторі економіки.

Лібералізація фінансового сектору через його особливу важливість у більшості нестабільних економік (повоєнна Франція, Південна Корея, перехідна економіка Польщі), що досягли певних успіхів, проводилась поступово та після усунення макроекономічних диспропорцій. Здійснення масштабних структурних зрушень в економіці, лібералізації торгівлі, формування принципово нової нормативно-правової бази і організаційних структур у сфері фінансового сектору, подолання інфляції, забезпечення прав приватної власності – усі ці питання не могли вирішуватись на основі саморозвитку відповідних інституцій. Демонтуючи основні підвалини адміністративно-командної економіки, ми припустились системної помилки і порушили золоте правило: держава може залишати економіку лише за формування та ефективної дії повноцінних ринкових механізмів.

Звернімося до Програми економічних реформ на 2010–2014 рр. «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава», де однією з тез є «Формування режиму максимального сприяння для бізнесу шляхом зменшення ролі держави в економіці, зниження адміністративних бар’єрів для бізнесу, модернізації податкової системи і поглиблення міжнародної економічної інтеграції України» [59]. Звичайно, все це є актуальним, але не за рахунок послаблення участі держави в економічних процесах. Як наочно показують дані табл. 5.6, у структурі світового ВВП спостерігається тенденція посилення ролі держави і її фінансів за одночасного зменшення витрат домогосподарств, коливання показників накопичення основного капіталу і

запасів, збільшення експорту-імпорту товарів і послуг. При цьому, за дослідженнями Я. Міркіна, особливістю фінансового і реального секторів країн, що розвиваються, стане державна складова, більш значна, ніж у 1995–2008 рр., і більш помітна, ніж в індустріальних країнах англосаксонського світу і континентальної Європи. Це об'єктивна реальність, що не залежить від того, яка економічна школа домінує [174].

Таблиця 5.6

Структура світового ВВП у 1986–2020 рр., %

Роки / Показники	1986	1990	2000	2007	2008	2020п
Витрати домогосподарств	62,6	61,2	61,2	58,4	58,2	55–58
Витрати уряду	15,9	15,6	16,1	17,5	18,0	19–20
Накопичення основного капіталу і запасів	21,5	22,7	22,4	23,4	23,3	23–25
Експорт товарів і послуг	17,2	19,7	22,9	29,8	30,3	33–38
Імпорт товарів і послуг	17,1	19,4	22,8	29,8	30,5	33–38

Джерело. Складено на основі [371].

В останнє десятиліття з'явилася нова парадигма, яка поки що не знайшла узгодженої назви. Наразі Ф. Блок називає її реконструюванням ринку (market reconstruction), оскільки така назва підкреслює ступінь наявного вибору за структурування ринків і можливість їх реконструювання для збільшення ефективності, рівності і досягнення інших цілей [290]. Україну, як не парадоксально, врятувало б відродження планової економіки. Як зазначає В. Новицький, «вже немає сумніву, що світ входить у період, коли найбільш ефективний спосіб суспільного життя буде пов'язаний із системою планування» [192, с. 11]. Тож вибір стратегії розвитку фінансового сектору економіки України має базуватись на діагностиці стану економіки, тобто головних обмежень цього розвитку. Можна виділити такі їх групи: макроекономічні, що пов'язані з недостатністю капіталу; мікроекономічні, що пов'язані з недостатністю дохідних фінансових інструментів й інвестиційних проектів; інституційні, що пов'язані з несприятливим інституційним середовищем.

У науці неодноразово доведено наявність тісного зв’язку між якістю інституцій та економічним розвитком: за низької якості перших можливість успішного розвитку фінансового сектору практично виключена. Отже, обов’язкова умова подальшого розвитку цього сектора економіки – це радикальне удосконалення інституцій. Це має забезпечити реформа фінансового сектору – глибокі інституційні перетворення, що провадяться в рамках існуючого правового поля і якісно змінюють економічні відносини. Власне, вона є комплексом послідовно здійснюваних заходів регуляторів, фінансових корпорацій, СРО, ОПУ, а також інших зацікавлених осіб щодо формування розвинутого й ефективного фінансового сектору, який орієнтований на задоволення потреб інших секторів економіки і відповідає міжнародним стандартам сучасної фінансової діяльності.

Конкретні економічні й правові рекомендації щодо подальшого реформування фінансового сектору пропонуються нами у Концепції його розвитку, що враховує потенційні можливості його підсекторів у залученні фінансових ресурсів, які сконцентровані в інших секторах економіки. Пропоноване, на нашу думку, є рецептом успіху національного фінансового сектору, спробою визначити пріоритети у формуванні його моделі.

Місія Концепції – забезпечення прискореного економічного розвитку України через якісне підвищення конкурентоспроможності, стійкості й інституційної ефективності фінансового сектору, забезпечення інших секторів економіки необхідними фінансовими ресурсами і послугами, підтримання соціальної стабільності і високого рівня життя населення з урахуванням пріоритетності національних інтересів та вимог міжнародних стандартів.

Науково-теоретичним підґрунтям підготовки та реалізації Концепції є прийняті нами робочі гіпотези: 1) невідворотність зростання впливу глобалізації на формування інституційної структури фінансового сектору; 2) посилення конкурентної боротьби на національному і світовому ринках капіталу, коли можливість доступу до значних за обсягами і недорогих інвестиційних ресурсів є однією з важливих конкурентних переваг; 3) зміни у державному регулюванні

фінансових інститутів, фінансовій діяльності; 4) диверсифікація діяльності й розмивання кордонів між підсекторами фінансового сектору; 5) зростання ролі інформаційних технологій і зниження трансакційних витрат; 6) старіння населення і зміна його інвестиційних уподобань, що потребує створення умов для формування масового роздрібного інвестора і підвищення його довіри до фінансових інститутів.

Базовими принципами Концепції є: а) узгодження суспільних та приватних інтересів у фінансовій сфері; б) пріоритетність національних інтересів при імпортуванні та адаптації нових інституцій; в) уніфікація процедур регулювання (правил і норм) для учасників ринку капіталу; г) нагляду, що базуються на пруденційних правилах; д) посилений контроль за власниками і керівниками фінансових інститутів; е) участь СРО і ОПУ у розв'язанні проблем, що стримують розвиток фінансового сектору; ж) оперативна незалежність та фінансова автономія регуляторів; з) врахування особливостей різних видів фінансової діяльності і підсекторів фінансового сектору; і) врахування нових інституційних запитів.

Нині в Україні відсутнє цілісне бачення ефективної моделі розбудови фінансового сектору на середньострокову та довгострокову перспективи. Так, Стратегія розвитку фінансового сектору України на період до 2015 року визначає такі цілі: 1) стійкість; 2) відкритість; 3) конкурентоспроможність [250]. Проте неможливо досягти в обмежені строки такого: реформи державного управління; посилення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових установ; переорієнтації попиту вітчизняних суб'єктів господарювання на внутрішні джерела фінансових ресурсів; зменшення трансакційних витрат залучення капіталу; сформування сприятливих передумов для появи нових фінансових інститутів, інструментів і послуг; впровадження дієвих систем захисту прав і законних інтересів споживачів фінансових послуг та інвесторів; створення сприятливого інвестиційного клімату.

Стратегічне планування розвитку фінансового сектору включатиме: 1) розв'язання проблем міжсекторної координації, передусім ефективний

взаємозв’язок фінансового і реального секторів. З цією метою пропонуємо створити Агентство зі стратегічного планування України, яке б безпосередньо підпорядковувалось голові уряду і займалось стратегією розвитку секторів економіки України; 2) координацію в імпортуванні нових фінансових технологій, адже як показує досвід країн «економічного дива», стадії інноваційного розвитку має передувати достатньо тривала імітація технологій;) координацію діяльності інститутів розвитку, регуляторів й СРО і ОПУ; 4) удосконалення політики у сфері фінансової освіти, особливо у частині прямого зв’язку академічної науки з практикою; 5) посилення громадянського суспільства: залучення суспільних організацій у процес формування стратегії розвитку фінансового сектору; 6) удосконалення інституцій: завоювання довіри у відкритому процесі формування стратегії; збільшення відповідальності держави (особливо щодо відшкодування збитків інвесторам та споживачам фінансових послуг у випадках, коли законодавство дозволяє проводити фінансові оборудки); 7) узгодження макроекономічної політики розвитку фінансового сектору із завданнями прискорення економічного зростання і розвитку.

Виконання цих завдань передбачається у Концепції і має базуватися передусім на принципах програмно-цільового підходу, що передбачатиме виконання основоположних груп завдань – регуляторно-організаційних і методологічних.

Регуляторно-організаційні завдання Концепції стосуються визначення моделі регуляторів, об’єктів регулювання та їх інституційного забезпечення.

Аналіз зарубіжної практики, висвітлений у розд. 1.2, дозволив виокремити дві основні моделі регулювання об’єктів фінансового сектору – секторальну і функціональну (цільову). З урахуванням того, що в Україні вже створено механізм функціонування фінансового сектору з властивими йому інституційними одиницями і фінансовими інструментами, варто зосередити увагу на переході від відомчої до функціональної організаційно-економічної

моделі його регулювання з чотирма рівнями: мезо-; макро-; мікрорівень; саморегулювання.

Мезоекономічний рівень регулювання фінансового сектору – це комплекс методів та інструментів у сфері світових фінансових відносин (валютних, кредитних, страхових, інвестиційних тощо).

Макроекономічні механізми регулювання розробляються і приймаються вищими органами державної влади відповідно до основних принципів побудови фінансового сектору. При цьому завдання пошуку нового оптимуму в організації регуляторів може розглядатись як завдання вибору секторальної або крос-секторальної моделі.

Для України впровадження макропруденційного регулювання у практику фінансового сектору (див. дод. Ф. табл. Ф.1) висуває особливі вимоги до регуляторів через наступне: виконання функцій системного регулятора важко поєднується з контролюванням добросовісності ведення бізнесу; забезпечення фінансової стійкості ставить НБУ першим кандидатом на роль такого регулятора, як це зроблено у Росії. Вважається, що мегарегулятор необхідний для органічного розвитку фінансового ринку, спроможного до самоочищення і саморегуляції. Всі частини цього цілого мають стати однаково важливими, відповідальними і прозорими. Отже, він вимагає повноцінного інституційного оформлення, тобто покращення координації регуляторів, що в українських умовах навряд чи зараз можливо через потенційні ризики: загострення конфліктів інтересів; надмірної уніфікації регулювання депозитних і недепозитних установ; недостатності уваги до розвитку останніх.

На нашу думку, створення мегарегулятора на вітчизняному ринку є передчасним. За нинішніх обставин ми можемо впроваджувати модель за принципом «двох вершин» (яку впроваджує нині Нідерланди, Великобританія, Португалія та Італія), тобто існування двох регуляторів, коли перший відповідатиме за макропруденційний нагляд, а другий – за підтримування справедливих правил функціонування фінансових ринків, захисту прав їх учасників.

На першому етапі в Україні варто сформувати координаційний міжвідомчий орган, який відповідатиме за макропруденційну політику і забезпечення фінансової стійкості. Враховуючи, що в Україні сформовано ендогенну модель фінансового сектору, доцільним є призначення його головою представника саме НБУ, але без лобіювання інтересів лише депозитних корпорацій на противагу всім іншим. При цьому необхідно розподілити НБУ на дві складові з виконання функцій грошово-кредитного регулювання (макроекономічні завдання) і функцій регулювання і нагляду за банківською системою (див. дод. Ф. табл. Ф.2). Щодо інших регуляторів ринку капіталу – НКЦПФР і Нацкомфінпослуг, вважаємо, що в країні доцільно їх об'єднати у Національну комісію з фінансових ринків. При цьому важливими є: уніфікація процедур регулювання на основі Базельських принципів та Європейських директив платоспроможності (Solvency I та Solvency II); забезпечення оперативної незалежності та фінансової автономії регуляторів; впровадження процедур оцінки ефективності інвестиційної діяльності всіх фінансових інститутів за Глобальними стандартами результативності інвестування (GIPS); подання звітності регулятору виключно в електронній формі.

Корисним буде використання в Україні мережевої схеми, що завойовує все більшу популярність у світі, коли окремі фінансові відомства стають не стільки постачальниками, скільки провідниками послуг, які об'єднанні загальними задачами економічної політики держави.

На мікрорівні на додаток до перерахованих вище зовнішніх обмежень можуть використовуватися і внутрішні механізми управління, які є загальноприйнятими в галузі методами і моделями, але їх вибір і застосування визначається самими фінансовими корпораціями.

Щодо саморегулювання у фінансовому секторі, то воно має базуватись на прийнятті ЗУ «Про саморегулювання», де визначатиметься його принципи, стандарти діяльності СРО, їх статус та механізм взаємодії із регуляторами. Воно має виконувати такі цілі: протидія фінансовим ризикам; покращення інфраструктури ринку капіталу; досягнення оптимального співвідношення між

державним регулюванням і саморегулюванням. Систему інструментів саморегулювання наведено на рис. 5.5.

Як показує досвід, найбільш часто застосовується таким інструмент саморегулювання, як управління фінансовими ризиками, або прояв ринкової дисципліни. У нашому випадку вона передбачає не так дотримання формальних правил, а підтримання високої капіталізації і дохідності фінансової корпорації на будь-якій фазі економічного циклу. Важливим тут є розмір фінансового інституту, адже тільки найбільшим суб'єктам ринку капіталу властиво створення, впровадження, реалізація і вдосконалення комплексних систем управління фінансовими ризиками. Менш крупні суб'єкти фінансового сектору мають об'єднуватись у колективні системи фінансової допомоги, метою яких є її надання у кризових ситуаціях на раніше обумовлених умовах. Їх перевага – об'єднання фінансових ресурсів одразу багатьох інституційних одиниць фінансового сектору. Варто також сприяти створенню за участю СРО і ОПУ страхових і гарантійних фондів, що забезпечуватимуть додатковий захист прав інвесторів та споживачів фінансових послуг.

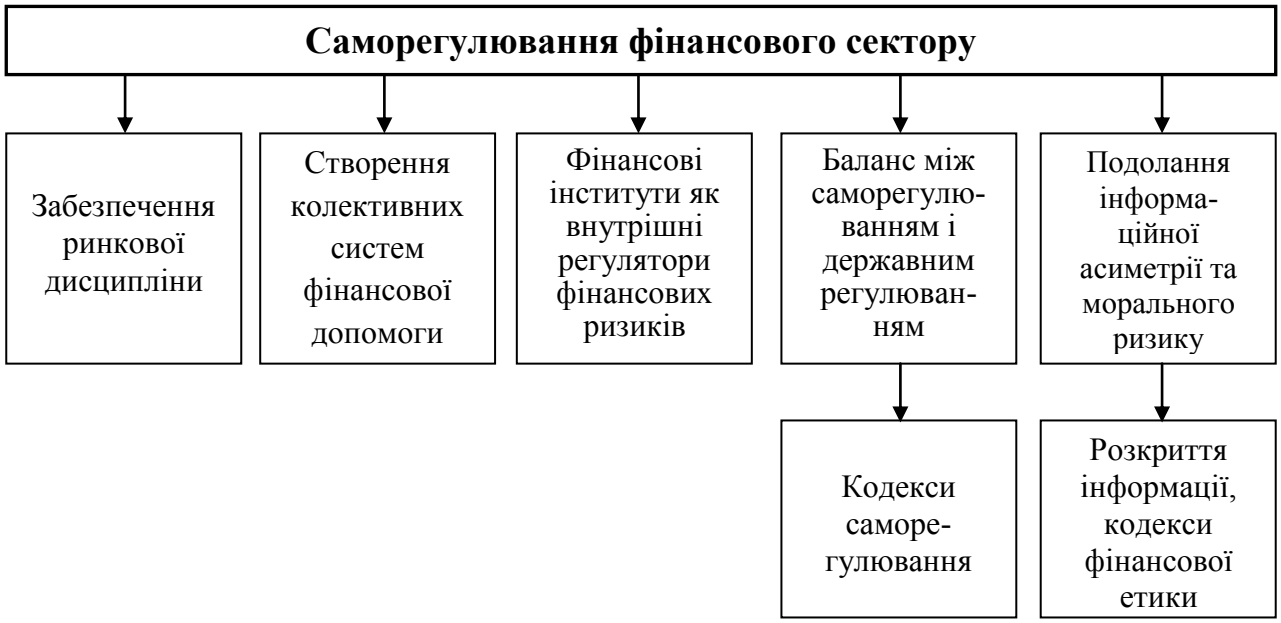


Рис. 5.5. Система саморегулювання інституційних одиниць фінансового сектору

Джерело. Побудовано автором.

Останні кризові події довели, що ураженими стали економіки з різною регуляторною інфраструктурою, а основними новаціями, що застосовуються і в Україні, стали:

− мікропруденційне регулювання з урахуванням вимог Базель III і Solvency II; макропруденційне регулювання з урахуванням розміру системного ризику; нагляд за добросовісністю ведення бізнесу;

− диференціація підходів щодо вимог до капіталу: на фазі економічного зростання із зростанням позичкового капіталу, левериджу, кількості і обсягу відкритих позицій на ринку похідних – збільшуються, а на фазі економічного спаду – знижуються;

− визначення механізму регулювання конкретної фінансової корпорації залежно від її розміру і значимості у фінансовій системі;

− гармонізація і уніфікація діяльності фінансових корпорацій згідно міжнародних стандартів і вимог, міжнародна взаємодія в галузі оцінки фінансової діяльності;

− розширення повноважень регуляторів в частині виявлення і впливу на діяльність недепозитних фінансових посередників;

− складання списку фінансових установ, які несуть системні ризики, обмін інформацією з регуляторами інших країн, попередження розголошення такої інформації.

Об’єкти регулювання фінансового сектору, на нашу думку, включають: а) виробників і споживачів фінансових послуг; б) види діяльності (надання фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення; страхування, перестрахування та недержавне пенсійне забезпечення, крім обов’язкового соціального страхування; допоміжна діяльність у сферах фінансових послуг і страхування) відповідно до КВЕД України; в) види фінансових послуг (згідно ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»); г) види фінансових інструментів (згідно П(С)БО і ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок»). Для їх розвитку пропонується:

− кардинальна зміна монетарної політики НБУ: неінфляційна кредитна експансія має стати головним чинником економічного розвитку (грошова маса у 2015 р. – 80–90 % до ВВП). Як наслідок – насичення економіки кредитами до 70–80 %, капіталізація ринку акцій – 90–95 % до ВВП;

− зважена політика НБУ щодо вартості кредитів банківських установ і дохідності державних цінних паперів;

− забезпечення фінансової стійкості і зниження системних ризиків; перехід від спекулятивного розвитку фінансового сектору, що залежить від іноземних інвестицій, до стійкої моделі, що базується посиленні внутрішнього платоспроможного попиту, націленого на довгострокове інвестування, модернізацію економіки;

− запровадження емісії державних цінних паперів з різними вбудованими опціонами, зокрема опціонів захисту від інфляції, зміни обмінного курсу;

− створення єдиної бази кредитних історій у формі НКО, здійснити роботу із його взаємодії з державними регуляторами щодо забезпечення достовірності інформації по суб'єктам кредитної історії, посилення відповідальності посадових осіб кредитного бюро за порушення інформаційної безпеки, розширення переліку інформації, що йому надається;

− сприяння прямому іноземному інвестуванню, корпоративному контролю, венчурному фінансуванню; створення системи дешевого масового кредиту (до 15 %) через кредитно-депозитні схеми і мікрокредитування;

− податкове стимулювання вкладень у довгі активи, пріоритетні галузі і регіони; введення корпоративних інвестиційних та пенсійних планів, індивідуальних пенсійних рахунків під податкові пільги;

− виконання страхових зобов'язань у повному обсязі і обумовлені строки; реалізація соціально значущих видів страхування; контроль за часткою перестрахувальників у розміщення страхових резервів; забезпечення паритету національних і зарубіжних перестраховиків; обмеження участі іноземних

перестраховиків у стратегічно важливих видах страхування; контроль за квотою іноземної участі на українському страховому ринку;

− забезпечення об’єктивної оцінки бізнесу, справедливого механізму розподілу прав власності;

− захист інтересів інституційних одиниць, які залучені до функціонування фінансового сектору; посилення фінансового потенціалу середнього класу;

− використання маркетингового підходу до клієнтів різних фінансових установ і створення єдиної інформаційної бази даних із вивчення потенційного споживача фінансових послуг;

− розвиток фінансових супермаркетів, які надаватимуть широкий спектр фінансових операцій, забезпечувати економію на ефекті масштабу;

− створення служби фінансового омбудсмена;

− організація «кредитної фабрики» (системи спрощеного отримання кредитів малими і середніми підприємствами), яка рефінансуватиме кредити, надаватиме за ними гарантії і субсидії із компенсації частини відсоткової ставки. Наприклад, російський уряд схвалив ідею створення Агентства кредитних гарантій;

− розподіл іпотечних ризиків між клієнтом і банківською установою за схемою «купівля – оренда», що полягає у спільному володінні і здачі в оренду: банк і клієнт придбавають нерухомість, а надалі із погашенням щомісячних платежів частка останнього в об’єкті зростає, при цьому він продовжує сплачувати банку орендну плату за належну йому частку допоки поступово не виплатить всю вартість нерухомості і не стане його власником;

− запровадження національної депозитарної і розрахунково-клірингової корпорації; перехід до концепції «українські біржі» (Spanish Exchanges, Hong Kong Exchanges, OMX Exchanges), що об’єднує усі організовані фондові і товарні біржі;

− спрощення входу на фінансові ринки для учасників («єдиний термінал» і міжбіржова система для угод на будь-яких ринках України) з мінімальними трансакційними витратами;

− поступове формування інтегрованого фінансового посередника – фандрайзера (фандрайзинг (від англ. «to raise funds» – збільшувати ресурси) – діяльність із залучення коштів, необхідних для здійснення діяльності нефінансових корпорацій і НКО, включаючи реалізацію неприбуткових програм і проектів). Основними його суб'єктами виступлять: фінансові і нефінансові корпорації; інвестори у фандрайзинг; фандрайзингові фірми і центри (консалтинг, навчання і надання інформації). Наприклад, в Росії фандрайзинг починає активно впроваджуватись, існує кілька десятків фондів, проте вони підтримуються західними фондами і керуються їхніми інтересами;

− забезпечення ефективності і прозорості роботи усіх фінансових корпорацій. Важливо впровадити методику визначення прозорості Standard&Poor`s (міжсекторне порівняння прозорості в економіці, проте її можна застосовувати для порівняння підсекторів фінансового сектору) і розроблений МВФ Кодекс належної практики забезпечення прозорості грошово-кредитної і фінансової політики. Звичайно, за існування кількох регуляторів діяльності фінансових установ важко порівняти рівень прозорості банків й інших структур, створити таку універсальну методику, яка дозволить інвестору обрати тип фінансового інвестування. Використання Кодексу дасть змогу забезпечити фінансовій інформації: 1) якість; 2) достовірність; 3) своєчасність розкриття; 4) обґрунтованість.

Методика оцінювання рівня прозорості фінансових корпорацій має включати у себе такі етапи: виявлення фінансової компоненти прозорості (фінансові прогнози, річна фінансова звітність за МСБО; повна інформація про угоди; показники ліквідності, дані про аудитора і його винагорода, прогноз доходів тощо); виділення критеріїв і показників такої оцінки; виявлення ступеня прозорості за кожним критерієм і виявлення недостатньо розкритих елементів фінансової інформації;

− подальший розвиток ринку цінних паперів: поява нових ліквідних інструментів, передусім, у ході IPO; розширення нормативно-правової бази і умов для розвитку строкового ринку; прийняття законів «Про сек'юритизацію», «Про похідні фінансові інструменти»;

− зняття деяких обмежень на розміщення активів інституційних інвесторів.

− запровадження державно-приватного партнерства, створення необхідних формальних правил (рис. 5.6), які підвищать інституційну ефективність фінансового сектору і якість його послуг, що виробляються.



Рис. 5.6. Державно-приватне партнерство у фінансовому секторі

Джерело. Побудовано автором.

У підсумку всі ці заходи сприятимуть економічному розвитку України, про що не йдеться у Стратегії, тобто саме ця мета не ставиться пріоритетною. Фінансовій політиці не вистачає прагматичності, адже вона концентрується здебільшого на загальних оздоровчих заходах, націлених переважно на нормалізацію нормативно-правової бази і частково структури управління

фінансовим сектором. Нині прийнято ряд нормативно-правових актів, що регламентують окремі сфери фінансової діяльності. Проте ці інституційні атрибути можуть існувати ніби потенційно, у певному «віртуальному» просторі, з великим лагом між інновацією і її безпосереднім функціонуванням. Як було зазначено вище, важливим є не тільки прийняття формальних правил, а й забезпечення реальних заходів із впровадження їх у фінансову діяльність.

Як показало дослідження, розвиток фінансового сектору досі стикається з необхідністю виокремлення проблем методологічного характеру, передусім чинників, що визначають ефективність його функціонування, а також кон'юнктуру. До них можна віднести такі:

1) тип економічної і політичної системи, яка визначає економічні рішення. Тож володіння правом діяти в якості інституційної одиниці фінансового сектору і виробляти фінансові послуги відкриває широкі можливості для розвитку цього сектора. Великого значення набуває також політична і соціальна стабільність, адже за їх відсутності фінансова діяльність набуває спекулятивного характеру;

2) макроекономічна і фінансова політика держави, які впливають на систему економічних інтересів інституційних одиниць фінансового сектору та інших суб'єктів ринку капіталу, тому можуть стримувати або, навпаки, стимулювати розвиток цього сектору і його підсекторів;

3) структура власності, яка встановлює систему економічних інтересів суб'єктів і на цій основі базові параметри попиту на фінансові послуги і структуру фінансового сектору. Власність у великих частках меншою мірою є придатною для великого ринкового обороту, оскільки останній передбачає множинність фінансових інструментів і послуг. Переважання крупних власників і їх економічних інтересів призведе до стискування фінансового сектору, спрощення його інституційної структури;

4) неформальні норми, адже моделі економічної поведінки домогосподарств різняться від країни до країни;

5) галузева структура економіки і джерела інвестиційних ресурсів, які формують причинно-наслідкові зв'язки впливу на фінансовий сектор.

Наприклад, дефіцит інвестиційних ресурсів прямо впливає на попит на фінансові послуги; податковий тиск знижує кількість вільних грошових коштів інституційних одиниць економіки; валютна політика і відсоткові ставки визначають ресурсні кордони фінансового сектору і його підсекторів, активність іноземних інвесторів, ступінь спекулятивності фінансових операцій;

6) фінансова глибина економіки, ключовим показником якої є монетизація господарської діяльності. Зі зростанням фінансової глибини економіки і задоволенням потреби у фінансових ресурсах формується необхідність розвитку широко диверсифікованого фінансового сектору і ефективного перерозподілу грошових ресурсів;

7) життєвий цикл фінансового сектору від стадії народження (високі ризики і трансакційні витрати, асиметрія інформації, становлення підсекторів і фінансових інститутів тощо) до зрілості (стабілізація, зменшення ризиків, інституційне забезпечення тощо). Накопичені проблеми в структурі фінансового сектору, диспропорції в їх організації і регулюванні, дисбаланс окремих елементів і зв’язків між ними визначають спроможність цього сектора економіки виконувати покладені на нього функції;

8) стадії економічного циклу і кон’юнктура ринку капіталу. Як показує досвід, динаміка попиту на фінансові послуги слідує за ринковою кон’юнктурою. Сьогодні довгі цикли світової економіки пов’язують більшість краї світу, а короткі цикли національних економік носять радше поверхневий характер. Ці хвилі у підсумку значно впливають на структуру і динаміку розвитку фінансових секторів різних країн;

9) диверсифікація фінансових послуг, що надають інституційні одиниці фінансового сектору. З насиченням економіки цими послугами відбувається насичення економіки грошовими ресурсами, збільшується попит споживачів, а у підсумку це має привести до підвищення рівня життя домогосподарств;

10) регіональна належність фінансового сектору, адже іноземні портфельні інвестори спершу приймають рішення про вкладення коштів у конкретний

регіон світу, а потім розміщують капітал в конкретній країні. При цьому береться до уваги класифікація країн на розвинуті і країни, що розвиваються;

11) світові ціни на товарних ринках, передусім нафти і сировини, адже дисбаланси на цих ринках позначаються на економічних процесах. Україна як постачальник сировини і напівфабрикатів в інші країни світу залежить від цін на енергоносії;

12) порівняльна конкурентоспроможність країни і фінансового сектору країни, що визначається світовими організаціями за допомогою певних індексів, передусім Глобального індексу конкурентоспроможності. При цьому конкурентоспроможність фінансового сектору значною мірою обмежується конкурентоспроможністю країни. Наприклад, надійний емітент не може мати інвестиційний рейтинг вищий за суверенний, який, скажімо, є спекулятивним;

13) залежність від інших ринків капіталу, адже Велика сімка країн формує сьогодні 80 % світової капіталізації і проблеми у цих країнах автоматично призводять про виникнення кризових явищ в інших країнах світу. Перші домінують у світових фінансах, визначають фінансову політику, тож кількісне і якісне зростання фінансових секторів країн, що розвиваються, у підсумку залежатиме від розвинутих країн.

Врахування фінансовими інститутами як основними акторами інституційного середовища фінансового сектору цих методологічних підвалин має принципове значення як розробки стратегії розвитку цього сектора, так і для формування умов, що забезпечують її реалізацію в умовах глобалізаційних явищ. Вона має включати певні ключові показники (табл. 5.7): 1) розмір фінансових інститутів і ринків (фінансова глибина); 2) міра доступу споживачів фінансових послуг до фінансових інститутів і ринків (доступність фінансових послуг); 3) ефективність фінансових інститутів і ринків щодо виробництва фінансових послуг (ефективність); 4) стійкість фінансових інститутів і ринків (стійкість). Наразі глибокий фінансовий сектор не завжди забезпечує високий рівень доступності фінансових послуг; високоефективний фінансовий сектор не обов’язково стійкіші за менш ефективні тощо. Кожна з цих характеристик має

Таблиця 5.7

Матриця характеристик фінансового сектору

	Фінансові корпорації	Фінансові ринки
Глибина	Внутрішні кредити депозитних корпорацій (крім кредитів уряду), % до ВВП Питома вага банківського капіталу в активах, % Депозити, % до ВВП Середньорічні темпи зростання грошей і квазігрошей (М2), % Додана вартість фінансового сектору, % до ВВП	Капіталізація національних емітентів, % до ВВП Капіталізація ринку акцій, млн. дол. Загальна вартість проданих акцій, % до ВВП Корпоративні боргові цінні папери, % до ВВП Державні боргові цінні папери, % до ВВП Іноземні боргові цінні папери, % до ВВП Акції, якими торгують, % до ВВП
Доступність	Рахунки на тисячу дорослих (комерційні банки) Філії на 100 тис. дорослих (комерційні банки) Населення з банківськими рахунками, % опитаних Підприємства з кредитними лініями, % фірм Підприємства з кредитними лініями, % невеликих фірм Частка дорослого населення на обліку у державних кредитних реєстрах, % Частка дорослого населення на обліку у приватних бюро кредитних історій, % Індекс сили юридичних прав, % Індекс глибини кредитної інформації, %	Кількість національних компаній, які мають біржове котирування, на млн жителів Ринкова капіталізація за межами топ-10 найбільших компаній, % Вартість, що обертається за межами топ-10 акціонерних компаній, % Дохідність державних облігацій (3 місяці і 10 років) Відношення внутрішніх до усіх боргових зобов'язань Відношення корпоративних до всіх внутрішніх боргових зобов'язань Нові випуски корпоративних облігацій, % до ВВП
Ефективність	Кредитні відсоткові ставки, % Депозитні відсоткові ставки, % Кредитно-депозитний серед, % Непроцентні доходи, % загальних доходів Накладні витрати, % сукупних активів Прибутковість, рентабельність активів (рентабельність власного капіталу) Індикатор Буна (Херфіндаля, *H*-статистика)	Коефіцієнт обороту торгівлі акціями, % Синхронність цін (спільний рух) Вплив цін Ліквідність / трансакційні витрати Спред купівлі-продажу державних облігацій Оборот облігацій (корпоративних, публічних) на фондовій біржі Розрахунок ефективності
Стійкість	Z-рахунок (можливість дефолту) Коефіцієнти достатності капіталу Співвідношення якості активів Коефіцієнти ліквідності Інші (чиста валютна позиція до капіталу тощо)	Річні зміни глобального індексу акцій S&P, % Волатильність (стандартне відхилення / середнє) індексу цін акцій, національний індекс облігацій Асиметрія індексу (ціна акції, національної облігації) Відношення ціна/прибуток (P/E) Дюрація Відношення короткострокових до всіх облігацій (корпоративних, міжнародних) Кореляція з найкращими облігаціями (Німеччина, США)

Джерело. Складено на основі [377].

зв'язок з аспектами більш широких інституційних трансформацій. Ці показники не повинні мати директивного характеру, а носити більше індикативний

характер і забезпечувати поступовий рух до заданого вектору. В сучасних умовах така задача не ставилась на державному рівні.

В умовах здійснення суспільних трансформацій в Україні під вітчизняною фінансовою наукою має стояти завдання не тільки опису того, що відбувається з фінансовим сектором у період його реформування. Більш важливим завданням є розроблення такого наукового підходу, який би дозволив би в умовах теорій, що не працюють, й інституційного вакууму сприяти підвищенню рівню організованості цього сектору в країні. При цьому варто зважати на тенденції розвитку риків капіталу і розробити заходи із забезпечення стійкого розвитку фінансового сектору України у напрямку підвищення економічного зростання.

5.3. Забезпечення фінансової стійкості та стійкого розвитку фінансового сектору

Питання фінансової стійкості знаходиться в центрі уваги західної економічної теорії, зокрема кейнсіанстві, неокласиці і монетаризмі і зводиться здебільшого до цінової або кон’юнктурної стійкості, а також можливостей антициклічної стабільності цих ринків і систем. Інституціоналісти вважають, що стійкість системи порушується, коли внутрішні і зовнішні чинники підривають сумісність і взаємне «зціплення» інституцій, після чого наступає період радикальних зрушень у суспільстві та економіці.

У фінансовій науці стійкість стосується конкретних суб’єктів економіки (корпорацій нефінансового сектору, банків, страхових компаній, пенсійних фондів тощо) або всієї фінансової системи як, наприклад, її динамічного стану, за якого вплив будь-яких шоків на фінансову систему (чи на окремі її елементи) не заважає їй забезпечувати ефективний перерозподіл фінансових ресурсів в економіці, функціонування платіжної системи, а також абсорбцію (амортизацію) шоків [204, с. 47]. Або «фінансова стійкість розуміється як

рівноважне функціонування фінансової системи або фінансового ринку за формування і використання його фінансових ресурсів» [Цит.: 274, с. 275]. Стійкість першої являє собою окремий випадок загальної фінансової стійкості.

Можна виокремити п’ять підходів до розуміння фінансової стійкості як: 1) відповідності визначеним значенням фінансових показників; 2) динамічну категорію «системи трансформації ресурсів і ризиків»; 3) ототожнення з ліквідністю і платоспроможністю; 4) ототожнення з прибутковістю; 5) складову загальної стійкості.

Щодо фінансового сектору, то дослідження його стійкості не набуло поширення. Проте в умовах фінансової глобалізації і впливу кризових явищ на економічні відносини процеси підтримання його стабільності і стійкості мають особливе значення, оскільки слугують макроекономічним індикатором стратегічного розвитку не тільки фінансового сектору, а й інших секторів, що пов’язані з ним. Отже, виникає необхідність використання теорії систем і таких сучасних загальносистемних характеристик фінансового сектору, що визначають економічний розвиток (див. дод. Д табл. Д.1). Останні дві властивості фінансового сектору (саморегуляція і розвиток) як динамічної системи, що еволюціонує, слід розглядати у нерозривному зв’язку. Основоположником теорії систем є Л. фон Берталанфі [289] було доведено, що відкриті системи функціонують за умови динамічної рівноваги, що може викликати ускладнення системи з одночасним зменшенням хаотичності в її поведінці (зменшенням ентропії). Для досліджуваного сектору можлива інша залежність – ускладнення його підсекторів і зростання самоорганізації системи супроводжується збільшенням ентропії як міри невизначеності її поведінки і впливу на ринок капіталу як глобальної системи вищого рівня ієрархії.

Апріорі вважається, що фінансовий сектор з високим ступенем самоорганізації і саморегуляції, де нівелюються ризики, теоретично є здатним до встановлення рівноваги та підтримання стійкого розвитку. Він дозволяє фінансовим інститутам ефективно знижувати трансакційні витрати і ризики, отримувати необхідну інформацію, сприяє ефективному розміщенню капіталу,

зменшує кон'юнктурні невизначеності, позитивно впливає на реальний та інші сектори економіки, протистоїть зовнішнім шокам. Ми не можемо погодитись з думкою, що фінансова стабільність не передбачає того, що всі елементи фінансового сектору мають функціонувати з максимальною ефективністю, а також те, що ця стабільна система має бути спроможною обмежувати і усувати диспропорції через механізми самокорегування, ще до того, як вони призведуть до виникнення кризи [347]. З урахуванням реалій розвитку глобального ринку капіталу здатність цього сектора до саморегуляції не спрацьовує, він виступає не тільки розповсюджувачем і посилювачем шоків, що відбуваються в інших секторах економіки, а й сам є джерелом таких шоків. Як показало наше дослідження, серед причин відсутності самоорганізації фінансового сектору як основи його стійкого розвитку можна виділити такі:

− зміна реальних товарно-грошових відносин відносинами, що опосередковують створення фіктивного капіталу;

− вартість фінансових інструментів, якими оперують його інституційні одиниці, визначається не на основі попиту-пропозиції, а на основі методів і моделей фінансового інжинірингу;

− необґрунтованість твердження про «homo economicus», оскільки поведінка учасників ринку капіталу не завжди є раціональною, що підтверджують поведінкові фінанси й інші альтернативні теорії;

− необхідність перегляду домінуючого на ринку капіталу неолібералізму, який не виправдав себе в кризових умовах і не здатний їх прогнозувати;

− порушення зв'язку між фінансовим і реальним сектором, що призводить до фінансіалізації економічних процесів.

Щодо фінансової теорії, то на позначення перекладу усталеного терміну «financial stability» вітчизняними і російськими дослідниками пропонується і фінансова стійкість, і фінансова стабільність. Переважно науковці досліджують стабільність фінансової системи і виділяють два підходи: 1) концентрація уваги на описі ситуацій, в якій вона ефективно виконує свої функції; 2) ототожнення

зі станом, в якому відсутній системний ризик [278]. Н. Вовченко вважає, що стабільна фінансова система – система, в які шоки, що відбуваються або розповсюджуються всередині неї, пов'язані з ендогенними і екзогенними причинно-наслідковими чинниками, істотно не змінюють оптимальних заощаджень та інвестиційних планів як держави, так і приватних підприємців [29]. Вона базується на довірі до фінансових інститутів країни, їх стійкості і ліквідності. Автором було систематизовано сутність поняття «фінансова стабільність» через трактування її як: 1) протилежності фінансовій нестабільності; 2) певного стану фінансової системи. Було визначено, що стійкість залежить більшою мірою від зовнішніх чинників, тоді як стабільність – від внутрішніх і зовнішніх. Отже, з наведено випливає, що фінансова стабільність фінансової системи включає її стійкість.

Розмежування стабільності і стійкості знаходимо у роботі «Основи стійкого розвитку» [207]: стабільність (від лат. stabilis – той, що дії незмінному вигляді) – здатність системи зберігати свою стйкостіруктуру і функціональні властивості під впливом внутрішніх чинників; стійкість – це здатність системи зберігати за різних параметрів зовнішнього середовища свою структуру і функціональні особливості, достатні для діяльності. Н. Шелудько пише, що етимологічно тлумачення стійкості ґрунтується на стабільності стану, сталості якихось параметрів [277]. Отже, стабільність – дискретна характеристика, стійкість неперервна, і у своєму причинно-наслідковому взаємозв'язку вони співвідносяться як ціле та частина, тобто система може бути стійкою завдяки своїй стабільності [248]. У цьому контексті маємо погодись з визначенням фінансової стійкості у Великому економічному словнику: вона є стабільністю фінансового стану, що виражається у збалансуванні фінансів, достатній ліквідності активів, наявності необхідних резервів [22]. Пропоноване відрізняється від усталеного розуміння фінансової стійкості як статичного явища, що його можна «зафіксувати» на певний момент часу. На нашу думку, стабільність – це якісна характеристика, а стійкий фінансовий сектор не завжди функціонує стабільно протягом тривалого періоду часу. Отже, його стабільність

є загальним комплексним показником, який включає оцінку і аналіз впливу на нього певного інституційного середовища (глобального і локального), а також виявлення внутрішніх резервів і економічного потенціалу розвитку.

Фінансова стійкість – це певний діапазон або континуум, що включає певні якісні показники стабільності. Наприклад, банківська система, як зазначає З. Тимофєєва, є стійкою у випадку відсутності системних банківських криз за стабільності цін на активи, проте їх відсутність все ж не забезпечує фінансову стійкість цієї системи [256, с. 11]. У випадку фінансової стійкості конкретного банку НБУ [189] тлумачить її як стан банку, який характеризується збалансованістю фінансових потоків, достатністю коштів для підтримки своєї платоспроможності та ліквідності, а також рентабельною діяльністю. Вона означає постійну здатність банку відповідати за своїми зобов'язаннями і забезпечувати прибутковість на рівні, достатньому для нормального функціонування у конкурентному середовищі. При цьому у документах НБУ стабільність включається до стійкості, адже, розрізняється три основні види останньої за стабільністю його роботи: а) нормальна стійкість, яка характеризується стабільною діяльністю, відсутністю неплатежів чи затримки виконання своїх зобов'язань, стабільною рентабельністю; б) нестійкий фінансовий стан, що характеризується затримкою платежів, неможливістю своєчасно виконувати окремі свої зобов'язання, низьким рівнем рентабельності тощо; в) кризовий фінансовий стан, який характеризується регулярними неплатежами, наявністю простроченої заборгованості тощо.

На нашу думку, фінансову стійкість можна класифікувати на такі види: поточна – на конкретний момент часу; потенційна – стійкість, яка пов'язана з перетвореннями під впливом екзогенних чинників; формальна – та, що створюється і підтримується державою ззовні; реальна – в умовах конкуренції з урахуванням можливостей реалізації всіх функцій.

За результатами аналізу динаміки фінансового розвитку можна виділити чотири типи фінансової стійкості:

1) абсолютна – абсолютно незалежний стан, що на практиці зустрічається вкрай рідко;

2) нормальна – спроможність гарантувати платоспроможність, безпеку і ліквідність фінансової системи;

3) незадовільна – нестійкий фінансовий стан, але можливе відновлення рівноваги за рахунок координації функціонування;

4) абсолютна нестійкість – кризові явища, що призводять до дисбалансів і шоків.

Примітно, що більш висока у західному розумінні якість інституцій означає сьогодні більший потенціал нестійкості. У підсумку, поняття «нестійкість» звільняється тепер від негативного відтінку, а нестабільність може виступити умовою стійкого динамічного розвитку. Фінансова нестійкість – це будь-яке відхилення фактичного від очікуваного. Її основними причинами є:

− інституційні проблеми, особливо «інституційні пастки» – неефективні стійкі норми і правила. У цьому випадку має місце негативна і несприятлива фінансова стійкість, яка невигідна для інституційних одиниць, але відмова однієї з цих одиниць від встановлених правил призводить до погіршення стану всього сектора. Головна причина цьому – недостатність координації;

− непослідовна макроекономічна політика. Часто країни переживають кризи, оскільки їх уряди використовують банківську систему для придбання нею державних зобов’язань з метою фінансування дефіциту держбюджету;

− слабкість фінансової системи, що проявляється у недостатності надійних фінансових ресурсів для реалізації інвестиційного процесу;

− недоліки у функціонуванні світового ринку капіталу – розповсюдження асиметрії інформації, що призводить до махінацій у сфері інвестиційної діяльності. У даному випадку виникає необхідність регулювання мобільності капіталу.

Стійкий фінансовий сектор означає його властивість сприймати і протистояти впливам екзогенних чинників (дисбалансів, шоків) через

стабільність по відношенню до ендогенних чинників, підтримувати своє функціонування у динамічній рівновазі, а також виконувати покладені на нього функції і забезпечувати певні параметри усієї фінансової системи і економіки у цілому. Отже, у широкому розумінні стійкість фінансового сектору є сукупністю його стабільних станів протягом певного періоду часу в динамічній

Таблиця 5.8

Ключові складові стійкості фінансового сектору

Вид стійкості	Характеристика
Капітальна	розміри власного капіталу фінансової установи, який забезпечує достатній обсяг грошових ресурсів задля задоволення потреб у погашенні внесків, резерви покриття непередбачуваних збитків і боргів, фінансування розвитку, адекватність дій у випадку настання форс-мажорних обставин, адаптація до ендогенних чинників
Комерційна	взаємодія інституційних одиниць фінансового сектору з іншими суб'єктами економіки: ступінь і міцність зв'язків з державою, системоутворювальна значимість фінансового сектору у господарських процесах, контроль значної частки фінансових потоків у країні, якість фінансових операцій і взаємовідносини з клієнтами, рівень інтеграції фінансових ресурсів фінансового сектору з реальним сектором, наявність соціальної місії
Економічна	забезпечення максимально ефективного використання всіх наявних фінансових ресурсів у довгостроковій перспективі, виконуючи при цьому всі покладені на нього функції
Організаційно-функціональна	відповідність структури фінансового сектору і його регуляторів екзогенним і ендогенним чинникам. Вона має відповідати цілям інституційних одиниць фінансового сектору, конкретному асортименту фінансових продуктів і послуг, їх функціям, реалізуючи які ці одиниці забезпечують реалізацію стратегічних цілей або покладеної на них соціальної місії. Важливим параметром організаційно-структурної стійкості є організаційно-технологічна диференціація окремих видів фінансової діяльності
Фінансова	інтегральні фінансово-економічних показники діяльності інституційних одиниць фінансового сектору (обсяг і структура власних коштів, рівень доходів і прибутків, норма прибутку на власний капітал, ліквідність тощо)
Виробнича	наявність потенційної спроможності виробляти обсяг фінансових послуг, який перевищує беззбитковий
Інноваційна	спроможність стабільного забезпечення конкурентоспроможного рівня якості фінансових послуг на основі впровадження фінансових інновацій
Маркетингова	наявність незадоволеної потреби ринку капіталу у фінансових послугах, що виробляються фінансовими корпораціями/квазікорпораціями за певного рівня ціни і якості
Кадрова	ступінь адаптованості фахівців до умов фінансової діяльності

Джерело. Складено автором.

рівновазі. Вона включає низку показників (табл. 5.8), які характеризують стан і розвиток фінансового сектору з різних сторін, при цьому всі вони взаємозв'язані, впливають один на одного. Тільки взяті у комплексі вони дозволяють робити висновок про інтегральну стійкість фінансового сектору. При основна увага фінансової корпорації має бути зосереджена на організаційно-економічних заходах (реінжиніринг бізнес-процесу), комплексній оцінці фінансово-економічної політики (управління грошовими потоками і ризиками), вдосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення і фінансових технологій.

Досліджуючи фінансовий сектор як складну структуру, маємо визначити також і таке поняття, як «структурна стійкість». Вона характеризує якісну подібність різноманітних моделей фінансового сектору за зміни різних параметрів. На етапі переходу структурної стійкості одного типу у структурну стійкість більш високого типу через стан структурної нестійкості набирає сили новий закон невідворотних змін: зі збільшенням рівня декомпозиції попередньої структури поглиблюється альтернативність процесу розвитку і реальна непередбачуваність кінцевого результату.

До стійкості прагнуть фінансові сектори всіх країн світу, але реально досягнути такого стану можуть лише відкриті (умовно відкриті) сектори адаптивного типу. Схематично процес адаптації набуває вигляду (рис. 5.7). Отже, стійкість обмежується часовими рамками, а абсолютної стійкості не буває. При цьому її можна визначити лише з певною

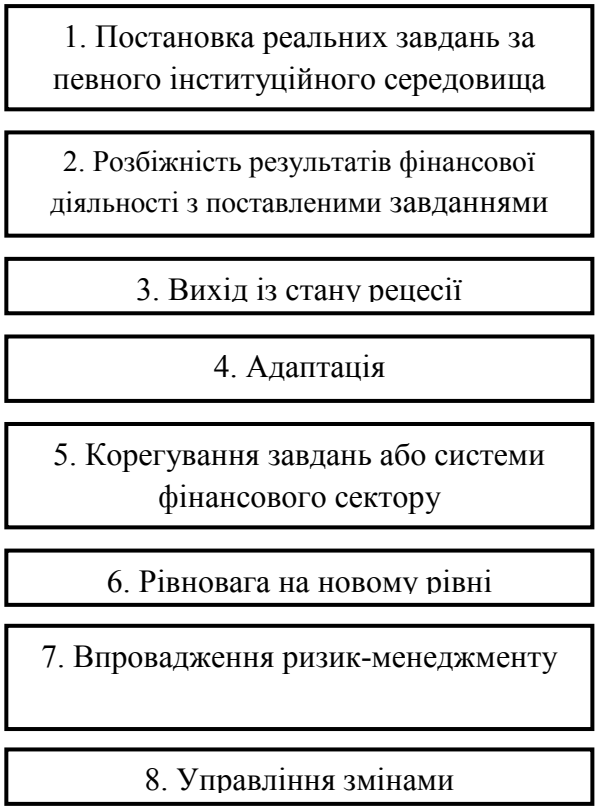


Рис. 5.7. Процес адаптивних змін у фінансовому секторі

ймовірністю, оскільки оцінювання здійснюється у статиці або у порівняльній статиці на певний момент часу, коли не можна врахувати на 100% можливий негативний вплив ендогенних і екзогенних чинників у майбутньому.

У цілому, фінансовий сектор можна вважати стійким, якщо він здатний: 1) сприяти ефективному розподілу ресурсів у просторі і часі, що у підсумку приводить до зростання макроекономічних показників і добробуту домогосподарств; 2) підтримувати надійність фінансових корпорацій та їх конкурентоспроможність; 3) своєчасно і повно сплачувати податки і платежі до бюджетів усіх рівнів; 4) виконувати договірні зобов'язання і надавати якісні фінансові послуги; 5) оцінювати, розподіляти і попереджати фінансові ризики; 6) підтримувати довіру до ключових економічних суб'єктів; 7) забезпечувати рівень зайнятості населення, що наближений до норм зайнятості в економіці; 8) нівелювати відносні коливання цін на реальні і фінансові активи; 9) дотримуватись чинної правової, судової системи, а також Кодексу ділової етики. Важливо при цьому не абсорбувати фінансові ресурси економіки на забезпечення стійкості фінансового сектору випадку шоків і дисбалансів.

За звітами МВФ з моніторингу фінансової стабільності (листопад 2012 р.) [371] основними загрозами для економіки України є гальмування економічної динаміки, відсутність структурних реформ, негативний зовнішній вплив, від'ємне сальдо торговельного балансу, суперечливість цілей економічної політики. Нині фінансовий сектор не виконує функції ефективного акумулювання фінансових ресурсів, а також їх подальшої алокації на економічний розвиток, що призводить до накопичення ризиків і залежності від зовнішніх капіталів і кон'юнктури. Основними причинами цього є:

– недостатньо чітке формулювання на державному рівні довгострокових економічних пріоритетів, на які необхідно спрямовувати фінансові ресурси. Учасникам ринку і регуляторам бракує інформації щодо того, на які галузі або інші "точки зростання" держава робить ставку в довгостроковій перспективі. В результаті – хаотичне і неефективне використання фінансових ресурсів;

− відсутність комплексного підходу до розвитку фінансового сектору – підсектори розвиваються самі собою без належної координації та охоплення єдиною державною фінансовою політикою;

− недосконаліть механізмів та інструментів перерозподілу коштів, акумульованих різними фінансовими установами, на пріоритетні потреби економічного розвитку;

− відсутність бачення державою своєї ролі як гравця на фінансовому ринку, наслідком чого, зокрема, є низька ефективність діяльності фінансових установ, створених за участю держави;

− недосконала система захисту і гарантування прав кредитора та інвестора; незадовільне бізнес-середовище;

− відсутність системи моніторингу та оцінки загальної стабільності фінансового сектору, що робить його вразливим до внутрішніх та зовнішніх системних ризиків;

− недостатній рівень розвитку ринку цінних паперів – в розвинутих економіках саме через його механізм акумулюються основні інвестиційні ресурси [236, с. 34-35].

За цих обставин набуває великого значення забезпечення стійкої рівноваги фінансового сектору, яку можна розуміти як стабільність, тобто здатність підтримувати стійкі темпи його розвитку, так і здатність утримувати рівновагу (не падати). Останнє більшою мірою відповідає традиційному розумінню «стійкого розвитку» (в оригіналі sustainable development – підтриманий, керований розвиток). Тож в українській науці і практиці має утвердитись підхід, що стосується стійкого розвитку.

Термін «стійкий розвиток» був запозичений з теорій суспільного розвитку. Нині він може розглядатись як концепція, принципи розвитку, стратегія або процес. Зазвичай розрізняють інституційну, економічну і фінансову, екологічну стійкість, тож в умовах реформування архітектури світового господарства ключовим є стійкий інституційний розвиток фінансового сектору як його загальносистемна властивість. Основне питання цієї стійкості може бути

сформульоване так: чи спроможна укріплена інституційна структура фінансового сектору донести результати фінансової діяльності до кінцевого споживача фінансової послуги?

Термін «стійкий розвиток фінансового сектору» будемо тлумачити як стан, якому в умовах динамічних змін інституційного середовища (ендогенних і екзогенних чинників) властива позитивна тенденція до виконання фінансовими корпораціями своїх функцій в економіці із забезпеченням певного рівня дохідності своїх операцій, а також тривале втримання цієї тенденції. Його принципи можна розділити на загальні і специфічні, які пов'язані з фінансовим інжинірингом (табл. 5.9).

Таблиця 5.9

Принципи стійкого розвитку фінансового сектору економіки

№	Загальні	Специфічні
1	Відповідальність перед майбутнім – певні обмеження на фінансову діяльність, достовірне рейтингування, ліміти на розміщення активів, відкриття кордонів для ведення фінансового бізнесу тощо	Регулярність – надання інформації про фінансові інновації у всі суміжні підсектори
2	Партнерство – об'єднання зусиль різних країн, їх урядів, міжнародних організацій для досягнення завдань	Оперативність – інформування інституційних одиниць про найбільш значні фінансові інновації якнайшвидше
3	Ієрархія – узгодженість рівнів: глобального, міжнародного, державного (національного), регіонального	Достовірність – недопущення існування асиметричної інформації
4	Єдність цілей – діяльність всіх рівнів ієрархії об'єднуються спільністю цілей	Повнота – інформація про новітності має бути повною і достатньою
5	Комплексність – реалізація певних систем забезпечення: нормативно-правової, економічної, наукової, соціальної, кадрової, організаційної тощо	Рівноправність – забезпечення рівних прав і можливостей щодо отримання інформації для всіх інституційних одиниць
6		Захищеність – застосування засобів захисту інформації, яка містить державну, службову і комерційну таємницю

Джерело. Складено автором.

У умовах глобалізації відбувається наближення понять «стійкий розвиток» і «глобальне управління». Інструментом їх практичного втілення у сфері фінансового сектору слугує ринок капіталу, ресурсом – інституційне середовище, об'єктом впливу – глобальне суспільство, адже концепція стійкого

розвитку економіки являє собою соціально-економічну парадигму, що переорієнтовує економічне зростання на врахування людських цінностей. У підсумку різноманітність взаємозв'язків руху фінансового і реального капіталу, інтеграція депозитних і недепозитних фінансових корпорацій з соціально-економічним середовищем знаходить своє концентроване відображення у стійкості фінансових корпорацій як базової характеристики їх розвитку.

Спеціалісти Форуму фінансової стабільності (ФФС), куди входять міністри фінансів і керівники центральних банків провідних країн світу, основними причинами дисбалансів 2007–2009 рр. вбачають такі прогалини у глобальному управлінні, що вплинули на соціально-економічні процеси країн: помилки у системі управління ризиками фінансових корпорацій; недосконалість вартісної оцінки структурованих фінансових продуктів та інформації щодо них, а також недооцінювання інвесторами ризиків цих інструментів і надмірна довіра до рейтингових агенцій; переоцінювання значення винесення ризиків за баланси фінансових корпорацій, через що такі заходи зі зниження мали зворотну дію; необґрунтована впевненість фінансових корпорацій у своїй спроможності забезпечувати ліквідність на оптових ринках і механізм рефінансування центральних банків.

Стійкими виявились фінансові сектори тих країн, де фінансові корпорації здійснювали: 1) активний системний ризик-менеджмент (з використанням інформації рейтингових агенцій, стрес-тестування, інвесторів); 2) адекватне оцінювання фінансових активів (купівля-продаж невеликих пакетів цінних паперів з визначенням їх ціни, а потім проведення масштабних трансакцій); 3) професійне управління ліквідністю (наявність повної і достовірної інформації у головної компанії про потреби і ліквідність всіх підрозділів). На міжнародному рівні їх оцінювання здійснює Рада з фінансової стабільності (РФС) а її основні завдання наведено у табл. 5.10.

Перераховане дозволяє зробити висновок, що лише одне завдання РФС пов'язано з плануванням надзвичайних заходів, але цього недостатньо. Апріорі кризи невідворотні, тож система регулювання має бути націлена на розв'язання

двох завдань: а) попередження кризових явищ; б) вихід із кризи з мінімальними втратами. Необхідним, на нашу думку, є створення Ради з антикризового регулювання (РАР). При цьому може бути два варіанти її створення: 1) та сама РФС у період кризи може перейти в інший режим роботи – виконувати функції, націлені на її подолання; 2) формування РАР тільки на період реалізації антикризових заходів. Ефективну роботу останньої можна забезпечити лише за допомогою обов'язкових умов:

Таблиця 5.10

Основні завдання Ради з фінансової стабільності

1	Аналіз чинників уразливості, що зачіпають фінансовий сектор, визначення і контроль забезпечення фінансової стабільності;
2	Сприяння координації роботи і обміну інформацією між органами, що відповідають за забезпечення фінансової стабільності;
3	Відслідковування змін на ринках і їх наслідків для вироблення політики регулювання і надання рекомендацій;
4	Надання рекомендацій з оптимального дотримання стандартів регулювання і здійснення постійного моніторингу;
5	Проведення спільних стратегічних оглядів діяльності міжнародних організацій із стандартів фінансової діяльності;
6	Встановлення керівних принципів для наглядових колегіальних органів і забезпечення участі у них системоутворюючих ТНК;
7	Планування надзвичайних заходів з регулювання криз, зокрема, відносно системоутворюючих ТНК;
8	Співпраця з МВФ в частині раннього попередження криз, що передбачає виявлення виникаючих макроекономічних і фінансових ризиків, інформування про такі випадки МВФ, представників G20, розробка певних заходів.

Джерело. Складено на основі [306].

– легітимності, тобто її рішення мають носити не лише рекомендаційний характер, а й бути обов'язковими для виконання всіма учасниками ринку. Її створення має будуватись на принципах добровільності і поступовості. Держави G20 можуть об'єднати ресурси, які дозволять розв'язувати глобальні проблеми, а інші країни увійдуть до РАР на добровільному членстві і взятті на себе зобов'язань з обмеження свого суверенітету за кризових явищ. Важливим є те, що РАР має будуватись знизу догори. Так, на першому етапі мають бути сформовані національні і регіональні системи антикризового регулювання, а потім – наднаціональна система;

– забезпеченості фінансовими ресурсами, тобто їх розмір має дозволяти приймати рішення виходячи із доцільності, а не існуючої можливості. Тут можливі такі варіанти: а) створення спеціального фонду (банку), ресурси якого формуються за рахунок внесків учасників; б) використання ресурсів МВФ. Проте спроможність останнього ефективно розпоряджатись виділеними ресурсами у різних колах піддається критиці.

Важливим є включення більшості країн світу у Програму оцінки стійкості фінансового сектору (FSAP, Financial Sector Assessment Program). Вона носить конфіденційний характер, в іншому випадку це може призвести до утікання інформації із виникненням непередбачуваної реакції ринків і негативні наслідки для країни. Ризики, що пов'язані з невірним трактуванням даних є настільки великими, що деякі країни, наприклад Чеська Республіка, відмовляються від пропозиції МВФ і Світового банку брати участь у проекті. На думку їх урядів, сам факт включення цих країн у Програму оцінювання фінансового сектору може розумітись як свідоцтво існуючих системних проблем і, як наслідок, призведе до суттєвого погіршення умов залучення зовнішніх ресурсів. Наразі в розкритті інформації країнами, що розвиваються, зацікавлені розвинені країни. Цікаво, що у глобальному контексті саме ті учасники фінансових ринків, які спричинили кризу, роблять висновки про оптимальність державної політики, що націлена на зменшення втрат. Як зазначається у доповідях ООН, буда потрібна глобальна фінансова криза, щоб врешті-решт розгорнути серйозну дискусію з приводу необхідності проведення кардинальних реформ для попередження аналогічних криз у майбутньому.

Виникає необхідність створення глобальної системи антикризового регулювання, що вирішуватиме завдання: координації діяльності міжнародних і національних органів регулювання; визначення першочергових заходів із фінансового оздоровлення і джерел їх фінансування; прийняття окремих обов'язкових постанов відносно окремих фінансових інститутів; розробки бюджету антикризових заходів. Так, на рівні ЄС створено новий наглядовий

орган, метою якого є моніторинг системних ризиків – European Systemic Risk Council (ESRC).

Як свідчать досвід зарубіжних країн і рекомендації РФС, вдосконалення управління ризиками у контексті антикризового регулювання лежить у площині методологічних засад фінансової політики шляхом перегляду макропруденційної складової, мета якої має полягати у забезпеченні фінансової стійкості шляхом відновлення цілісності економічної і фінансової систем, подолання дисбалансів на макро- і мікрорівні Отже, подолання екзогенних і ендогенних дисбалансів необхідно регулювати через макро- і мікропруденційні показники (див. дод. Ф табл. Ф.4). Недоліком існуючих методів стрес-тестування є те, що вони не базуються на систематичному і комплексному наборі принципів, а склалися способом проб и помилок, часто є відображенням обмеженості людських, технічних й інформаційних можливостей. Другим напрямом роботи з мінімізації системних ризиків є поширення використання моделі VaR (value-at-risk) для фінансового сектору у цілому.

Діюча в Україні система мікропруденційного нагляду приділяє основну увагу платоспроможності і стійкості окремих фінансових установ. Однак кризові явища виявили слабкі місця, демонструючи необхідність системної роботи з фінансовим сектором у цілому, зокрема регулювання фінансових ринків і операцій, які відображають взаємозв’язки між банками, а також між банками та іншими учасниками сектору.

З метою удосконалення стрес-тестів експертами МВФ [346] було оприлюднено сім їх «оптимальних» принципів (рис. 5.8). Перші три принципи (визначення належеного інституційного параметру, виявлення всіх актуальних каналів поширення ризиків; включення всіх існуючих ризиків і буферних запасів) вимагають включення в рамки тестів всіх системно значимих фінансових установ і відтворення потенційних вторинних ефектів і механізмів зворотного зв’язку, які можуть поглибити первісний шок. Четвертий принцип – використання думок інвесторів у розробці стрес-тестів – визнає ринкову дисципліну, з якою мають справу фінансові установи, які все більшою мірою

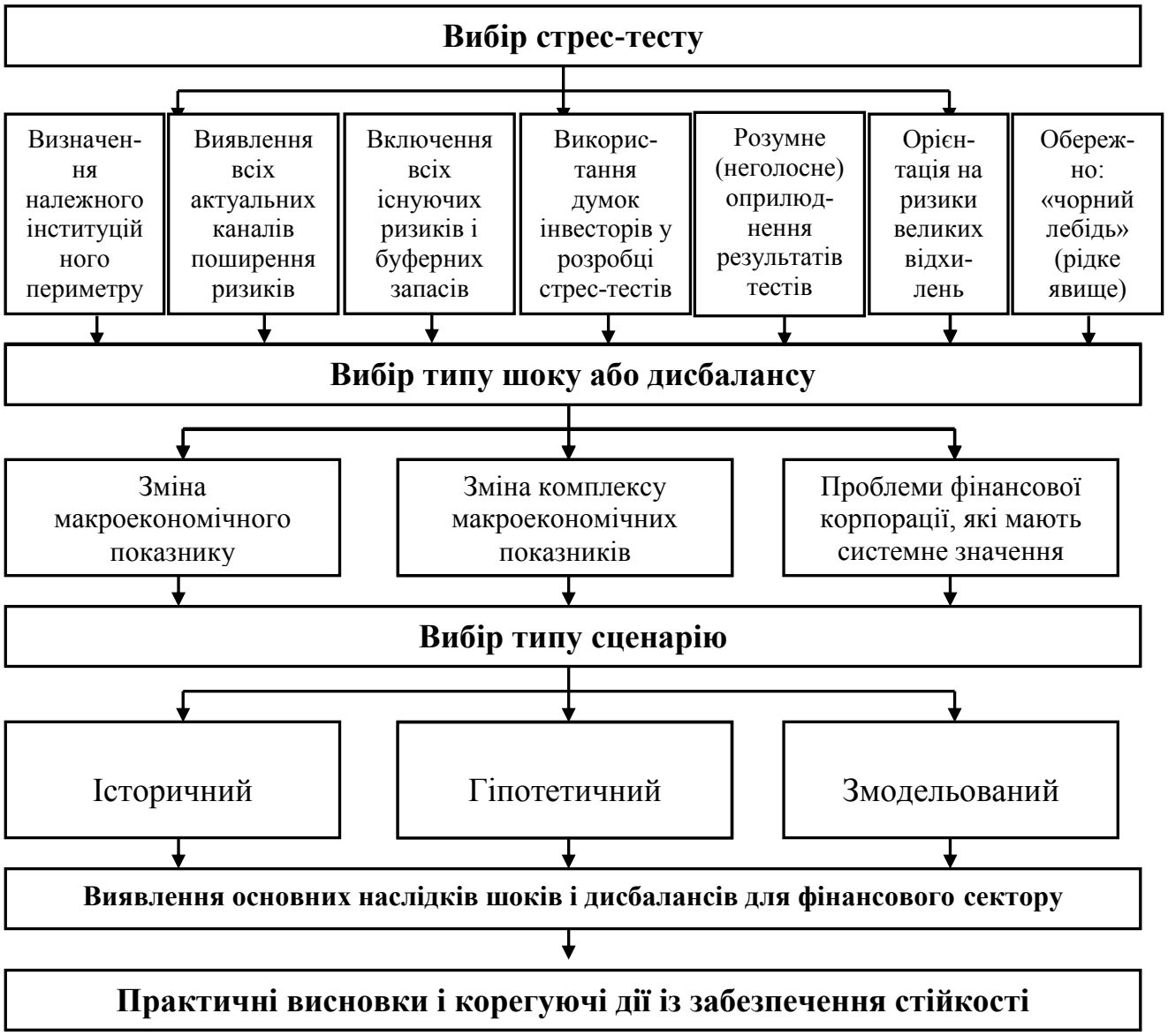


Рис. 5.8. Алгоритм стрес-тестування

Джерело. Побудовано на основі [371].

спираються на джерела оптового фінансування (тобто кредиторів, а не вкладників, на які розповсюджується система страхування вкладів). Останні роки більшість міжнародних банків більшою мірою спираються на незастраховане короткострокове оптове фінансування, а меншою – на застраховані депозити. Отже, виникає необхідність використання думок ринку як доповнення до стрес-тестування через застосування прохідних коефіцієнтів (нормативних коефіцієнтів, які виражають співвідношення, яке регулятори вважають належним коефіцієнтом платоспроможності, але оцінка ринку може відрізнятися), що базуються на цільовій вартості фінансування. Щодо принципу

«розумної» публікації стрес-тестів, то він означає об’єктивне оцінювання ризиків і попередження змін у настроях інвесторів. Наступний принцип «Орієнтація на ризики великих відхилень» носить технічний характер і базується на методах статистики і економетрики. І, нарешті, за проведення стрес-тестів завжди важливо пам’ятати про ризик так званого «чорного лебедя», тобто найнеймовірнішого випадку. Звичайно, стрес-тести намагаються визначити всі потенційні загрози, але незважаючи на всі зусилля, тут можуть бути похибки.

Механізми кількісної і якісної оцінки фінансової стійкості узагальнено у дод. Ф (рис. Ф.1). Рішення про настання кризових явищ має прийматись залежно від поточної ситуації в країні. При цьому кількісні параметри доповнюються якісними – психологічними чинниками, ринковою дисципліною, діловою етикою, моральними ризиками тощо. Вироблення системи кількісних і якісних характеристик фінансової стійкості дає змогу розробити комплексну оцінку стійкості фінансового сектору.

В Україні макропруденційні політика у фінансовому секторі має базуватись на: 1) адаптивності із моніторингом фінансових ризиків і контролю за реалізацією пропонованих заходів; 2) контролі системних ризиків, а не ризиків окремих інституційних одиниць; розвитку зворотного зв’язку; 3) централізації пруденційних рішень і створення незалежного державного інституту із провадження цієї політики; 4) підпорядкуванні діяльності всіх органів-регуляторів меті забезпечення стійкості фінансового сектору; 5) взаємодії з іншими секторами економіки, що націлена на збалансоване економічне зростання і подолання розривів у темпах їх розвитку; 6) спрямуванні фінансових ресурсів у стратегічно важливі об’єкти і види діяльності; 7) розробці простих індикаторів і показників фінансової стійкості фінансових інститутів, а також сектору у цілому; 8) інформаційній прозорості і подолання асиметрій ринку капіталу; 9) безумовному захисті прав кредитів та інвесторів – формування системи невідворотності виконання взятих фінансових зобов’язань; 10) перегляді стимулювальних механізмів у фінансовій діяльності;

11) включення у систему преміювання управляючих активами фінансових установ не лише кількісних показників, а й якісні показники із надання фінансових послуг.

Україна приєдналась до Ініціативи «Відень-2» 2008/2009 рр., що була запущена у січні 2012 р. і має на меті: 1) уникнення безладного скорочення частки позикових коштів з боку іноземних банків, що може поставити під загрозу фінансову стійкість у приймаючих країнах і в кінцевому рахунку нашкодить економіці приймаючої країни; 2) розв'язання потенційних транскордонних проблем фінансової стійкості через уникнення юридичних прогалин; 3) створення атмосфери довіри між усіма зацікавленими сторонами.

З початку 1980-х рр. на міжнародних і національних ринках було здійснено спроби забезпечити фінансову стійкість через введення певних правил і норм. Велику роботу у цьому напрямі проводить Базельський комітет з банківського нагляду, який оприлюднив «Основні принципи пруденційного нагляду», покладені потім в основу національних механізмів регулювання банківських систем. Нині «сподіватись, що коли-небудь повернеться «затишне життя в стабільній фінансовій системі»,.. абсолютно безглуздо. Вже зараз активно діючі фінансові інженери навряд чи це допустять, оскільки вони володіють високоефективною «фінансовою зброєю», проти якої у більшості фінансистів і правовиків (як і в населення в цілому) поки що немає абсолютно жодного захисту [14, с. 40]. Економісти (А. Бузгалін, Д. Валовий, А. Колганов, М. Хазін) пропонують низку заходів, де першим кроком пропонується за підрахунку ВВП включати у нього лише доходи реального сектору, виключити повторний рахунок доходів і галузі, які не створюють доданої вартості. Це дозволить оцінити макроекономічні процеси, надати стимул реальним процесам, збільшити платоспроможний попит. Далі йде реформування світової валютної системи у напрямку ліквідації нічим незабезпеченого долару і провадження системи на кшталт СДР МВФ.

У цілому, враховуючи те, що Програма оцінки фінансового сектору є актуальною і в ній підкреслено важливість реформ, Україні рекомендується

сконцентрувати на ній зусилля на таких напрямках: посилення системи нагляду за фінансовим сектором; підвищення прозорості структур власності, корпоративного контролю і фінансової звітності; сприяння консолідації і подолання фрагментарності приватних фінансових корпорацій; сприяння рівних умов для приватних і державних, депозитних і недепозитних фінансових корпорацій. Надзвичайно важливими є інституційна перебудова суспільства, зв'язок формальної організації фінансового сектору з правовими і неформальними нормами поведінки, що закріплені у звичаях і традиціях.

5.4. Узгодження інтересів виробників і споживачів фінансових послуг у процесі інституційних перетворень

Неформальні (традиційні) норми фінансового сектору економіки є складними феноменами, що набувають різних форм і мають більше значення, ніж формальні правила. Основним критерієм успіху реформ у фінансовому секторі економіки і одночасно умовою їх подальшого просування є зміна фінансової поведінки провідних економічних суб'єктів. При цьому одна з проблем стратегічного планування в країні – його розрив з практикою.

Одним із способів подолання такого розриву є впровадження стандартів Кодексу кращої практики, який був розроблений МВФ, Світовим банком і ОЕСР, проте для сфери муніципальних фінансів. Ці стандарти є відображенням найбільш досконалих інструментів управління, що сприяють досягненню максимальної ефективності і результативності діяльності органів самоврядування за дотриманням усіх законодавчих норм і вимог.

Існує, на нашу думку, три причини наслідування цьому досвіду для фінансових корпорацій:

1) успішна і визнана у всьому світі роль інструмента збору, вивчення і розповсюдження інформації про кращі стандарти управління. Як інформаційний

ресурс, кодекс може виступати для фінансових корпорацій у кількох іпостасях як: джерело передового досвіду (як роблять інші?); індикатор оцінки якості управління (наскільки правильно робимо ми?); орієнтир для вибору напряму перетворень (що робити далі?);

2) можливість активної участі у «форумі» кращої практики. Періодична актуалізація кодексу передбачає постійне додавання нових прикладів, роботу в інтерактивному режимі. Технічно це питання розв'язується через публікацію Кодексу в Інтернеті з наданням можливості його обговорення в он-лайн режимі. Фінансові корпорації у такий спосіб зможуть не тільки отримувати нову інформацію, а й передавати свій досвід, обговорювати представлену інформацію, напряму зв'язуватися з фінансовими інститутами, чий досвід представлений у кодексі;

3) приєднання до кодексу дозволяє фінансовій корпорації позиціонуватися як більш «просунутої» у фінансовому секторі і суттєво впливає на її імідж. Наприклад, він може відіграти важливу роль у підвищенні інвестиційного рейтингу фінансових корпорацій;

4) участь у кодексі кращої практики органічно вбудовується у стратегічний розвиток фінансового сектору. Роль першого суттєво зростає на етапі реалізації «Стратегії розвитку фінансового сектору України». Кодекс може стати потужним і змістовним інструментом перетворення стратегії у реально працюючий механізм. Отже, Кодекс кращої практики фінансової діяльності (далі – Кодексу) – це система стандартів, які перевищують за своїми вимогами норми чинного законодавства і добровільно приймаються і виконуються інституційними одиницями фінансового сектору економіки. Це синтезування найбільш досконалих інструментів управління, які сприяють забезпеченню її ефективності і якості, за дотримання усіх формальних правил.

Для створення Кодексу існує ряд передумов: зацікавленість у вивченні і впровадженні стандартів управління, що набули розвитку в інших країнах; відсутність рекомендованих практик. Натомість регулятори фінансового сектору і СРО розроблюють велику кількість процедур для розв'язання проблем

управління фінансами. Більшість з них не відповідають стандартам кращої практики.

Головне завдання впровадження Кодексу у фінансовому секторі – це представлення цього документу широкому колу зацікавлених осіб, обговорення його змісту і методики формування, а також вироблення комплексу заходів із подальшої інституціалізації обміну практиками, що увійшли до кодексу. Він орієнтований переважно на підтримання і посилення ділової репутації фінансової корпорації через інформаційну транспарентність. Доцільним було б створення інтернет-порталу під умовною назвою «Кодекс кращої практики фінансової діяльності», що об'єднала би усі розробки у цій сфері[1]. Засобами розкриття і представлення інформації є також сайти фінансових установ-учасників проекту, а також клієнтські документи, що знаходяться у відкритому доступі (прейскуранти, проспекти, інструкції, зразки заповнених документів).

Девіз «клієнтської» фази проекту – «відкритість і прозорість фінансової установи – довіра клієнта», що включає інформацію про: надання і рекламу послуг; структуру власності фінансових установ; результати поточної діяльності; процеси обслуговування клієнтів; гарантії інтересів клієнтів; процес управління ризиками в інтересах клієнтів; прийняті етичні норми і корпоративні цінності; механізми взаємної відповідальності і розв'язання конфліктів.

Ми пропонуємо стандарти Кодексу, що будуть згруповані у такі групи:

1. Приналежність практики до того або іншого підсектору фінансового сектору: а) депозиті фінансові посередники; б) недепозитні фінансові посередники; в) допоміжні фінансові корпорації;

2. Ступінь включення в реалізацію практики інституційного середовища, що включає практики, які описують: а) технології всередині самої фінансової корпорації – приклади успішної діяльності у сфері виробництва фінансових послуг, формування кадрової політики і підвищення кваліфікації,

[1] Наприклад, в Росії було сформовано Кодекс кращої практики у сфері муніципального управління фонду «Інститут економіки міста», причому там існує поняття, власне, Кодексу, який є стандартами, і Бібліотеки – прикладів найкращої практики, історії успіху конкретної фінансової корпорації.

процедури прийняття рішення; б) взаємодії фінансової корпорації з регуляторами – договірна політика, оптимізація їх структури і розмірів, створення конкурентного середовища тощо; в) взаємодію виробників фінансових послуг з їх споживачами – інвестиційна політика фінансових корпорацій, впровадження нових видів фінансових послуг, забезпечення їх належної якості, включення домогосподарств до споживання цих послуг, форми проведення публічних заходів.

3. Ступінь розповсюдження стандарту практики і, відповідно, реальні можливості його тиражування у фінансових інститутах різних типів: а) базовий рівень – стандарти, що реалізуються сьогодні більшістю фінансових інститутів; б) перспективний рівень – стандарти, що реалізуються окремими фінансовими інститутами, але найближчим часом розповсюдяться достатньо широко; в) стратегічний рівень – стандарти якості найвищого рівня, які довели свою ефективність за кордоном, але у вітчизняній практиці поки що не можуть бути реалізовані через низький рівень розвитку ринку капіталу і недосконаліть законодавства. Їх впровадження можливе у далекій перспективі. Такий поділ на групи значною мірою є умовним: більшість стандартів на практиці зачіпають різні підсектори фінансового сектору і фінансові корпорації, передбачають взаємодію з різними регуляторами й іншими інституційними одиницями. Його призначення полягає у полегшенні сприйняття Кодексу споживачем.

Рекомендаційний характер пропонованого Кодексу залишає фінансовим корпораціям свободу вибору – слідувати або не слідувати кращим практикам згідно своєї специфіки. Таким чином, важливим принципом приєднання до цього є добровільне прийняття його стандартів. У той самий час приєднання фінансової корпорації до Кодексу означає, що вона зобов’язується дотримуватись ідеології реформування своєї діяльності, не знижувати рівень якості управління. Таким чином, декларація приєднання до Кодексу передбачає певну моральну відповідальність суб’єктів фінансового сектору.

Впровадження кращих практик у Кодексі вимагає суттєвої попередньої роботи, а сам процес наближення до його параметрів може бути розтягнутий у

часі. Приєднання фінансових корпорацій до Кодексу може проводитися шляхом поступового розширення. Залежно від умов конкретного фінансового інституту програма може проваджувати положення Кодексу комплексно або за окремим напрямами і розділами.

Технічно процедура збору прикладів для Кодексу полягає у наступному: фінансові корпорації, які мають успішний досвід фінансової діяльності і мають намір ними поділитися, надають опис такого досвіду у стандартній формі, що розміщена на сайті. Запит розглядається експертами у відповідній галузі цієї діяльності. І якщо він є фінансовим ноу-хау, то на його основі формується новий стандарт кращої практики. У випадку, якщо приклад ілюструє новий варіант реалізації вже існуючого у Кодексі стандарту, то він додається до Бібліотеки як додаток до вже існуючих прикладів.

Щодо стимулювання участі фінансових корпорацій у цих процесах, то однієї перспективи покращити свій імідж на ринку капіталу є недостатньо. У зв’язку з цим варто поводити конкурси на «кращу з кращих практику» фінансової діяльності з нагородженням переможців. Організаторами таких конкурсів можуть виступити СРО, ЗМІ, а також спонсори.

Застосування Кодексу пов’язане з додатковими зусиллями і складнощами, що пов’язані з неприйняттям і нерозумінням фінансовими корпораціями справжніх цілей і результатів нововведень. За цих умов необхідним є досягнення певного консенсусу між інституційними одиницями економіки. Важливо, щоб регулятори розуміли важливість впровадження кращої практики, а домогосподарства як споживачі фінансових послуг були залучені в обговорення законопроектів, що націлені на повноцінну реалізацію цієї практики на рівні органів влади.

Базисним організаційним документом «клієнтської» фази проекту для кожного споживача є Кодекс взаємної довіри, який декларує прийняті фінансовою установою: зобов’язання, правила розкриття і підтримання в актуальному стані даних у забезпечення інформаційної відкритості і прозорості

діяльності; корпоративні цінності, етичні норми і принципи соціальної відповідальності; правила встановлення і дотримання взаємної відповідальності.

Обидва Кодекси після їх прийняття, реєстрації у встановленому порядку і публікації на сайті проекту «Кодекс кращої практики фінансової діяльності» матимуть статус договору публічної оферти. У подальшому (за межами клієнтської фази проекту) ці документи мають бути приведені у відповідність до вимог міжнародного стандарту ISO/WD 26000 Guidance on Social Responcibility (Керівництво із соціальної відповідальності).

У цілому, Кодекс не повинен розглядатись як сукупність «законсервованих» прикладів вдалих управлінських тактик і стратегій. В його механізм закладена процедура оновлення і актуалізації стандартів, гнучкого реагування на зміни, інтерактивна процедура взаємодії з різними інституційними одиницями. Можна вирізнити формальний (законодавчий) і неформальний (не законодавчий) спосіб розповсюдження принципів кращої практики у фінансовій діяльності (табл. 5.10). Однак всі вони будуть реалізовані лише за врахування ментальних норм і забезпечення захисту клієнтів фінансових корпорацій.

Усе це свідчить про необхідність створення правових, інфраструктурних і адміністративних умов для організації на території України мережі фінансових інститутів, які б забезпечували підвищення інституційної довіри, а також адаптували фінансові інструменти, умови їх випуску і обігу інвестиційним уподобанням споживачів фінансових послуг. Це передбачає:

− запровадження вітчизняного індексу довіри до фінансових установ, який би вимірював зміни їх надійності й прозорості за минулий період і зміни очікувань на майбутнє із включенням поточної оцінки вигідності вкладень коштів;

− дотримання фінансовими інститутами своїх початкових зобов’язань;

− готовність фінансових інститутів йти назустріч клієнту (насамперед у разі дострокової виплати депозитів і реструктуризації кредитної заборгованості);

Таблиця 5.10

Порівняльний аналіз формального і неформального способу розповсюдження принципів кращої практики у фінансовому секторі

Критерії	Законодавчий рівень	Незаконодавчий рівень
Роль уряду	Встановлення жорстких вимог у вітчизняному законодавстві	Стимулювання слідування стандартам кращої практики
Роль недержавних організацій	Участь у обговоренні проектів законів і дискусіях, що передують внесенню змін у національне законодавство	Відігрівання ключової ролі у збиранні, оцінюванні і розповсюдженні принципів кращої практики
Масовість застосування	Виконання всіма фінансовими корпораціями вимог національного законодавства	Застосування принципів кращої практики фінансовими корпораціями згідно уподобань і потреб споживачів фінансових послуг
Гнучкість	Зміна національного законодавства шляхом тривалої процедури із участю всіх зацікавлених сторін	Використання окремих практик регуляторами. Тестування нових інституцій і технологій в окремих фінансових корпораціях, перед Г. тим як рекомендуватися іншим
Співставність звітності	Використання єдиних стандартів звітності	Використання власних стандартів
Рівень кваліфікації фінансистів	Виконання державних вимог і інструкцій	Інноваційність процесу розвитку і застосування нових практик в управлінні фінансовою діяльністю
Час і вартість	Тривалий процес розробки детальних фінансових технологій і практик, навчання. Фінансування витрат із державного бюджету	Фінансування витрат фінансовими корпораціями, однак для розповсюдження кращих практик знадобиться більше часу

Джерело. Складено автором.

− підтримання банківських і небанківських установ з боку уряду;

− створення системи гарантування вкладів фізичних осіб недепозитних установ;

− перехід підприємств і організацій усіх форм власності до безготівкової оплати праці, що дозволить банкам використовувати кошти клієнтів на фінансування реальної економіки, а держава зможе чітко контролювати сплату податків і потоки грошових коштів;

− повернення стимулів до страхування і «відкладення коштів на старість» із забезпеченням переважно приватного характеру управління накопиченнями;

− беззаперечний захист прав міноритарного акціонера і можливість придбання хоча б однієї-двох акцій;

− відпрацювання системи економічних гарантій у випадку нестабільних ситуацій і розроблення заходів для контролю економічної стабільності;

− стимулювання колективного інвестування і його безпеки, посилення контролю за діяльністю інституційних інвесторів і їх податкове стимулювання, створення системи консолідованого врахування ризиків: використання широкого спектру інструментів для домогосподарств.

Отже, нині ми маємо враховувати також, що за стійке підтримання виконання контрактних зобов'язань відповідальність несе не стільки довіра, скільки зворотна йому сила, а саме соціальний контроль за поведінкою акторов всередині тісно пов'язаних організацій. Сподіваємось, що ситуацію в Україні покращать «Фундаментальні принципи захисту прав споживачів фінансових послуг», розроблені ОЕСР [373], а також рекомендації «Стратегії захисту прав споживачів і фінансової грамотності в Україні на 2012–2017 роки», що була розроблена і презентована у 2012 р. Департаментом фінансового та приватного сектору у регіоні Центральної та Східної Європи (рис. 5.8) і входить у Глобальну програму Світового банку з питань захисту прав споживачів та фінансової грамотності. Її ключовими завданнями є:

1) розроблення комплексної концепції (стратегії) захисту прав споживачів фінансових послуг та план дій щодо її впровадження;

2) впровадження відповідної інституційної структури зі створенням спеціальних департаментів за участю НБУ, НКЦПФР і Нацкомфінпослуг, Держспоживстандарту, Антимонопрольного комітету, Міносвіти, професійних асоціацій і неурядових організацій захисту прав споживачів; використання єдиних зразків основних даних про фінансові послуги, створення веб-сайтів з довідковою інформацією про середню вартість фінансових послуг, ефективні процентні ставки тощо;

Сектор загального державного управління	Фінансовий сектор	Домогосподарства і нефінансові корпорації/ квазікорпорації і НКО
Міністерство фінансів України; - Міністерство економічного розвитку і торгівлі України; - Міністерство освіти і науки України; - Міністерство соціальної політики України	- Фінансові посередники; - допоміжні фінансові корпорації; - інші фінансові корпорації	- Споживачі; - асоціації споживачів; - фонди; - наукові співтовариства; - ЗМІ; - навчальні установи
Система фінансової безпеки	**Механізми вирішення спорів**	**Міжнародна спільнота**
- НБУ; - НКЦПФР; - Нацкомфінпослуг; - Держфінмоніторинг; - Антимонопольний комітет; - Всеукраїнська громадська організація захисту прав споживачів фінансових послуг	- Омбудсмен; - арбітраж; - суди; - посередництво, примирення	- Органи з розробки стандартів фінансової діяльності; - міжнародні фінансові організації; - інвестори; - міжнародні і регіональні асоціації; - ЗМІ

Рис. 5.9. Основні суб'єкти реалізації Стратегії захисту прав споживачів фінансових послуг і підвищення фінансової грамотності в Україні

Джерело. Складено на основі [249].

3) оновлення законодавства із захисту прав споживачів фінансових послуг відповідно до принципів ОЕСР та Світового банку, прийняття ЗУ «Про захист прав споживачів фінансових послуг» або внесення змін у чинне законодавство; гармонізація українських законів, постанов, практики проведення нагляду і ринкової поведінки з директивами ЄС та найкращою міжнародної практикою: прийняття нових законів про страхування (Директива ЄС Solvency II та принципи IAIS), депозитні установи (банки та кредитні спілки), схеми житлового будівництва та інші схеми довгострокового накопичення (інвестування) заощаджень, стягнення заборгованості, банкрутство фізичних осіб;

4) заснування незалежної інституції фінансового омбудсмену, створення внутрішніх департаментів розгляду скарг у фінансових установах, використання

альтернативних механізмів вирішення спорів у судах загальної юрисдикції і третейських судах;

5) запровадження національної програми відповідної фінансової просвіти для всіх ринків фінансових послуг: розроблення національної стратегії фінансової просвіти; спеціальне навчанням суддів, журналістів і вчителів; перегляд матеріалів для початкових і середніх шкіл; посилення ролі споживчих організацій за допомогою відповідних грантів; проведення оновлених обстежень домогосподарств для з'ясування фінансової грамотності, щоб оцінити досягнутий прогрес;

6) покращання ділової практики, управління і прозорості: вдосконалення механізму пруденційного нагляду, консолідація ринку професійних асоціацій за принципом один ринок – одна асоціація з обов'язковим членством, дотримання вимог щодо розкриття інформації, введення кодексів поведінки для всіх підсекторів фінансового сектору і фінансових установ, ліцензування колекторських компаній НБУ, вдосконалення механізму діяльності кредитних бюро з обміном даними між собою і переведення функцій нагляду за ними НБУ;

7) створення нових фондів страхування (гарантування) заощаджень тільки після того, як буде виконано усе вищезазначене.

Частина рекомендацій вже втілена або втілюється в життя. Основними заходами стали:

– створення Всеукраїнської громадської організації захисту прав споживачів фінансових послуг (2009), яка надає безкоштовну юридичну допомогу клієнтам фінансових установ і складає список фінансових установ, що не виконують зобов'язань перед клієнтами. В Україні у 2010 р. Українська федерація страхування виступила з ініціативою прийняття Положення про розгляд скарг щодо порушень страховиками-членами УФС законодавства про фінансові послуги, що можна вважати появою інституту фінансового омбудсмену;

– розроблення проекту Указу Президента «Про стратегію реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг в Україні на 2012–2017 роки» [226] на виконання першої рекомендації;

–прийняття ЗУ «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо врегулювання відносин між кредиторами та споживачами фінансових послуг» від 22.09.11 р.[218]. Проте він не дає відповіді на запитання, який орган застосовуватиме санкції до порушника закону і в якому розмірі?[1]. Тож для збалансування інтересів кредиторів і споживачів фінансових послуг в Україні має з'явитись уповноважений орган;

–набрання чинності ЗУ «Про систему гарантування вкладів фізичних осіб» від 21.09.12 р. [225], метою якого є захист прав і законних інтересів вкладників банків, зміцнення довіри до банківської системи України, стимулювання залучення коштів до останньої, забезпечення ефективної процедури виведення неплатоспроможних банків з ринку та ліквідації банків.

На нашу думку, основними новаціями Закону, що мають підвищити довіру до фінансових установ, є:

а) закріплення за ФГВФО[2] функції виведення з ринку неплатоспроможних банків (через продаж, ліквідацію тощо), що дасть змогу саме НБУ займатися основним завданням – підтримувати стабільність гривні;

б) запровадження диференційованих внесків до фонду через зважування базової річної ставки збору за ступенем ризику, тобто схильні до ризику банки будуть сплачувати більше;

в) підвищення регулярного збору з валютних вкладів фізичних осіб до 0,8 % (для гривні – 0,5 %), що стимулюватиме інтерес до фінансових операцій з гривнею, а валютні депозити матимуть тенденцію до зниження дохідності (хоча пропонується і взагалі їх вивести з-під гарантій ФГВФО);

---

[1] Наприклад, в Чехії виписано чіткі санкції з боку національного банку, а у Словаччині за одне порушення торговельна інспекція може накласти штраф на банк або посадову особу у розмірі 7 тис. євро (повторно – 140 тис. євро).

[2] З 2000 р. кількість вкладників у банках-учасниках ФГВФО зросла у 7,6 раза до 35 млн осіб, обсяг вкладів – у 76,4 рази до 282,6 млрд грн, а середній розмір вкладу – 0 806 грн до 8 072 грн. Фінансові ресурси зросли більше ніж у 70 разів до 5,13 млрд грн. За станом на 01.04.12 р. кількість банків-учасників становила 171, а тимчасових учасників – 3. З 1998 р. виплати здійснювались вкладникам 28 банків, у яких було відкликано банківську ліцензію. Відшкодування отримали більше ніж 353 тис. вкладників на загальну суму в 4,13 млрд грн, а найбільші виплати було здійснено у 2008 – 2010 рр. і становили 3,5 млрд грн.

г) скорочення термінів початку виплат після прийняття рішення про ліквідацію банків (з двох до семи днів);

д) скасування мораторію на виплату депозитів, термін яких закінчився (у разі нестачі у банку коштів на повернення вкладів це можна буде зробити за рахунок позики ФГВФО);

е) зменшення строку введення тимчасової адміністрації в банк з року до 3 місяців, а для системоутворюючих банків – з 18 до 16 місяців.

На нашу думку, доцільною також є ідея створення фонду гарантування депозитних вкладів і кредитних спілок, яка час від часу проголошується, проте досі механізм його творення не реалізовано. Такий фонд збалансує інтереси вкладників спілок і держави, підвищить довіру до перших, що приведе до збільшення депозитів і кредитів, що можуть отримати позичальники. З іншого боку, подібні фонди створюються на інших ринках не під час рецесії, а підйому;

– розроблення проекту ЗУ «Про фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку» відповідно до законодавства ЄС (Директиви 97/9/ЄС «Про схеми компенсації інвесторам» від 03.03.97), основною метою якого є створення схеми-компенсації для інвесторів (фізичних осіб, що обмежує захист інвестицій інституційних інвесторів – Ю. К.) у випадку неспроможності учасника ринку виконати свої зобов'язання. Очікується, що ініціатива збільшить витрати на управління, проте приведе до масових вкладень[1]. В українській практиці варто звернути увагу на пропоновані програми прямого і побічного захисту інвесторів (табл. 5.11).

– стартування у 2012 р. пілотного проекту з викладання десятикласникам курсу фінансової грамотності, що був розроблений Університетом банківської справи НБУ (м. Київ) спільно з Агентством США з міжнародного розвитку (USAID) у рамках проекту «Розвиток фінансового сектору» (FINREP);

[1] З іншого боку, ініціатива пов'язана з проблемами: 1) перекладення відповідальності за порушення прав інвесторів на добросовісних учасників ринку(для започаткування Фонду держава вносить свій перший внесок 30 млн грн); 2) формування компенсаційного портфеля торговцями, ПІФ і КУА як обов'язковими учасниками за рахунок внесків, проте держава не братиме участі у забезпеченні гарантування інвестицій на ринку; невизначеність кола осіб та інвестиційних послуг.

–презентування НКЦПФР спільно з Агентством розвитку інфраструктури фондового ринку Програми підвищення фінансової грамотності населення України;

– проведення конкурсу «Біржова УНІВЕРсіада 2012», організаторами якої виступили «Українська біржа» і ІГ «Універ».

Таблиця 5.11

Програми захисту інвесторів на ринку цінних паперів

Програми прямого захисту		**Програми побічного захисту**
Методи захисту клієнтів брокерів	**Методи захисту колективних інвесторів**	**Методи захисту від розрахункових ризиків**
Статус преференціального кредитора	Схема компенсації інвесторам взаємних фондів	Біржові гарантійні фонди
Збереження права власності на активи за клієнтами		
Компенсаційні фонди		
Приватне страхування		
Методи, що застосовуються самими клієнтами		

Джерело. Складено автором.

З одного боку, програма підвищення фінансової грамотності українців приречена на успіх, проте існує і можливість негативного сценарію. Останній можливий у таких випадках: 1) рекламування і просування окремих фінансових продуктів і послуг. Домогосподарства користуються ними, проте не розуміють природу фінансових продуктів і послуг; 2) сприйняття фінансових інститутів як складних, непрозорих і/або лихварських структур; 3) проведення разових акцій з підвищення фінансової грамотності; 4) некваліфіковані і необізнані з тонкощами фінансової діяльності особи, що реалізують програму; 5) проблеми організації і координації всіх зацікавлених осіб.

На нашу думку, до рекомендації Світового банку і вітчизняних заходів варто додати:

− розвиток інституції фінансових консультантів у сфері особистих фінансів[1];

[1] В Європі понад 40 % усіх фінансових угод фізичних осіб здійснюється через фінансових консультантів, США – 60 %, Австралії – 80 %, Росії – близько 20 %, Україні – 2 % (переважно трейдери і персональні брокери) [138].

− запровадження тимчасової заборони колекторської діяльності щодо фізичних осіб із наступним її нормативно-правовим врегулюванням;

− стимулювання розвитку небанківських фінансових посередників, які б займались також і мікрофінансуванням;

− створення і розвиток спеціальних НКО – суб'єктів із підвищення фінансової грамотності українців, з прозорою системою фінансування і суспільним контролем;

− формування і диверсифікація мережі банківського обслуговування;

− становлення агентської моделі продажу фінансових послуг;

− стимулювання розвитку фондових магазинів (центрів) і спеціалізованих розгалужених мереж розміщення цінних паперів;

− популяризація елементів самоменеджменту у веденні домашнього господарства (планування бюджету; контролю за ефективним використанням грошей) і електронних програм на кшталт «Home Money». Потрібно зазначити, що ні ЗУ «Про захист прав споживачів», ні антимонопольне або спеціальне банківське законодавство, ні жодне інше не спроможне за споживача вирішити абсолютно всі проблеми, які він має вирішувати для себе сам;

− нормативно-правове закріплення і розвиток електронних грошей, технологій електронних і мобільних платежів, а також дистанційного фінансового обслуговування;

− оволодіння базовими економічними знаннями з раннього віку, як це робиться у США. У підсумку сформується культура ділової комунікації, здатність відстоювати свої права, вести переговори, брати на себе ризики і працювати в команді;

− популяризація ділових ігор із наближенням до реальної економічної ситуації;

− створення гарячої лінії для консультування громадян з фінансових питань;

− активне пропагування економічних знань у ЗМІ. Наприклад, «англійська телекомпанія BBC виходить з навчальними програмами обсягом 400 годин щорічно і охоплює практично всі школи Великої Британії;

систематичні освітні програми транслюють державні станції Франції та Японії» [72, с. 35]. Американська страхова компанія State Farm у 2011 р. відкрила кілька банківських відділень Next Door у вигляді міських кафе для молоді, де пропонуються послуги фінансових консультантів, а також виставки художників, різні навчальні програми тощо. Концепція молодіжного банкінгу FRANC запущена великим сінгапурським банком OCBC. Відділення банку розташовані переважно у торговельних центрах і будівлях університетів, мають оригінальний інтер'єр і нагадують радше модні магазини, а не банк. Крім цього, особливою прикметою останнього є 130 різновидів дизайну пластикових карт, що є одночасно і модним, і престижним аксесуаром [97, с. 363].

Саме знання, інформованість спонукають людей у всьому світі користуватись пропонованими фінансовими послугами. Якщо відомостей недостатньо, то люди неадекватно сприймають послуги, що, у свою чергу, перешкоджає розвиткові деяким фінансовим ринкам та їх інститутам. За деякими дослідженнями, в інвестуванні завжди існує альтернативність варіантів і потенційний інвестор за негативних емоцій приймає рішення гірше, а через небажання докладати додаткових зусиль більшість людей взагалі прагнуть не приймати рішення і поводяться інертно. Інформація, яку фінансові установи повинні надавати споживачу, має бути доступною і зіставною. Однак фінансові установи не відповідають цьому критерію, наприклад на ринку кредитування готівкою реальні (ефективні) ставки досягають 100 %. Споживач же віддає перевагу роботі з простими і зрозумілими продуктами. Деякі установи в Румунії і Болгарії вже без проблем віддають потенційному позичальнику зразки кредитних договорів для детального вивчення у домашніх умовах. У такий спосіб важливо займатись не лише просвітництвом і підвищенням фінансової грамотності населення, а й формуванням у останніх відповідальності за свою інвестиційну поведінку.

У цілому ж, як визначено USAID [376], фінансовий сектор має забезпечити для споживачів фінансових послуг: прозорість шляхом надання їм повної, простої для сприйняття, адекватної та можливої для зіставлення інформації

щодо вартості фінансових продуктів, їх умов та притаманних їм ризиків; право регресу через надання споживачам недорогих і швидких механізмів подання претензій та врегулювання спорів; охорону таємниці приватного життя через контроль за збиранням та доступом до їхніх персональних фінансових даних; можливість вибору фінансових послуг через забезпечення справедливої, вільної від примусу практики їх продажу та рекламування. У цьому контексті не можна оминути увагою новий напрям в економіці – економіку вражень. Власне, Б. Пайн II і Дж. Гілмор [208] вказують на те, що споживачі втомились від стандартизованої продукції і намагаються отримати штучний товар, тому потрібно орієнтуватись на відчуття споживача. Споживча цінність пропозиції може бути виражена формулою «споживач – як герой». Адаптуючи дану розробку до фінансового сектору економіки, ми виділяємо такі типи потенційних споживачів фінансових послуг: 1) «бездіяльне занурення» – використання інформаційної реклами зі створенням позивного образу споживача і приводом замислитися над тим, яку саме модель фінансової поведінки обрати; 2) «пасивне поглинання» – формування комплексу пасивного інвестування, що базується на рідкій увазі до свого портфеля. Тому прийнятним варіантом наразі є закриті ІСІ, компанії із страхування життя і НПФ із забезпеченням приросту капіталу у довгостроковій перспективі; 3) «активне поглинання» із готовністю до навчання і підвищення фінансової грамотності та «активне поглинання», що притаманне професійним учасникам ринку капіталу. Для них маркетинг не є вирішальним, оскільки він зосереджений на пошуку і аналізі інформації.

Кожен із цих типів фінансової поведінки пов’язаний насамперед з віковими, соціальними і психологічними особливостями конкретного споживача фінансової послуги. Отже, для успішного позиціонувіання певних фінансових послуг необхідно обирати цільового покупця і використовувати схему позиціонування з акцентом на «героя». Практичне втілення економіки вражень знаходимо у висновках дослідження «Індекс враження клієнта» (Customer Experience Index) [308], що проводилось міжнародними компаніями

PricewaterhouseCoopers та Santeo у Росії, Україні, Чехії і Словаччині. Експерти вважають, що цей індекс слугуватиме орієнтиром для роздрібних банків і допоможе розробити ефективні стратегії обслуговування. Банки оцінювались за категоріями: «Бренд» (найкращий – «Універсал Банк»), «Комунікації» (ВТБ Банк), «Оточення» (ВТБ Банк), «Пропозиція» (УкрСіббанк), «Культура» (ВТБ Банк). У дослідженні зазначено, що в Україні розрив середніх показників між п'ятіркою кращих та п'ятіркою гірших банків виявися найбільш значним серед чотирьох зазначених країн і склав 1,84 бала, що свідчить про значну різницю між рівнями розвитку різних банківських установ. Найкращий середній показник Індексу має Чехія (3,85 бала), після неї – Словаччина (3,7), Україна (3,66) і Росія (3,43). За показником враження клієнтів на кожному відповідному ринку (за винятком російського) домінують іноземні банки. Це пояснюється тим, що західні банки привносять та успішно запроваджують власний передовий досвід, тоді як місцеві банки досі не мають необхідної методології, яка сприяла б формуванню у клієнта стабільних позитивних вражень.

Наприкінець, інституційні трансформації мають шанс на успіх тільки у тому випадку, якщо вони зможуть наблизити поведінку фінансових інститутів і споживачів фінансових послуг до ринкових стандартів. Так, інституціалізація фінансової діяльності дозволяє її учасникам увійти у суспільство «носіїв» різних інституційних норм і статусів, які функціонують на ринку капіталу. Разом з тим, потрібно враховувати, що ці процеси є найбільш кон'юнктурним феноменом, який формується під впливом домінанти політичного чинника; за їх відхилення від вектору оптимальності вони виступають гальмом економічного розвитку.

Висновки до розділу 5

1. Конкурентоспроможність фінансового сектору економіки є складною і багаторівневою системою економічних відносин, що утворюється у результаті конкурентної боротьби між суб'єктами цього сектора економіки з приводу домінування на основі ефективного використання власного потенціалу, наявних переваг і ринкової кон'юнктури, в рамках яких відбувається акумуляція і перерозподіл фінансових ресурсів з метою задоволення потреб споживачів фінансових послуг. Її оцінювання можна здійснити за допомогою індексів глобальної конкурентоспроможності, фінансового розвитку, економічної свободи, сприйняття корупції. У всіх цих індексах позиції фінансового сектору погіршуються, що пояснюється недосконалим інституційним середовищем;

2. Удосконалення механізму регулювання фінансового сектору України має носити системний характер, ґрунтуватись на інституційній парадигмі і передбачати розробку концепції його розвитку з визначеннм цілей, об'єктів (виробники і споживачі фінансових послуг; види фінансової діяльності; фінансові послуги; фінансові інструменти); рівнів регулювання (мезо-; макро; мікро; саморегулювання).

3. Доведено, що в Україні необхідно покращувати координацію регулівних структур. На першому етапі варто сформувати координаційний міжвідомчий орган, який відповідатиме за макропруденційну політику і забезпечення фінансової стійкості. Він доповнить структуру інших регуляторів, знизить дублювання повноважень. Враховуючи, що в Україні сформовано банківську модель фінансового сектору, доцільним є призначення його головою представника саме НБУ, але без лобіювання інтересів лише депозитних корпорацій на противагу всім іншим. При цьому необхідно розподілити НБУ на дві складові з виконання функцій грошово-кредитного регулювання і функцій регулювання і нагляду за банківською системою. Необхідним є запровадження державно-приватного партнерства, яке сприятиме: підвищенню якості

фінансової діяльності; розвиткові державно-приватних фінансових корпорацій; підвищенню інституційної довіри до них; інноваційній активності фінансових корпорацій; захисту їх інтересів за кордоном.

4. У процесі дослідження розроблено матрицю основних характеристик фінансового сектору: 1) розмір фінансових інститутів і ринків (фінансова глибина); 2) міра доступу споживачів фінансових послуг до фінансових інститутів і ринків (доступність фінансових послуг); 3) ефективність фінансових інститутів і ринків щодо виробництва фінансових послуг (ефективність); 4) стійкість фінансових інститутів і ринків (стійкість). Кожна з цих характеристик і складових має зв'язок з аспектами більш широких інституційних трансформацій. Ці показники не повинні мати директивного характеру, а носити більше індикативний характер і забезпечувати поступовий рух до заданого вектору. В сучасних умовах така задача не ставилась на державному рівні.

5. Запропоновано визначення фінансової стійкості як певного діапазону або континууму, що включає певні якісні показники стабільності. За результатами аналізу динаміки фінансового розвитку можна виділити чотири типи фінансової стійкості: абсолютна; нормальна; незадовільна; абсолютна нестійкість. Фінансова нестійкість – це будь-яке відхилення фактичного від очікуваного. Стійкий фінансовий сектор означає його властивість сприймати і протистояти впливам екзогенних чинників (дисбалансів, шоків) через стабільність по відношенню до ендогенних чинників, підтримувати своє функціонування у динамічній рівновазі, а також виконувати покладені на нього функції і забезпечувати певні параметри усієї фінансової системи і економіки у цілому. Подолання екзогенних і ендогенних дисбалансів необхідно регулювати через визначені макро-, мікропруденційні показники і методику стрес-тестування. Визначено, що стійкий розвиток фінансового сектору – це стан, якому в умовах динамічних змін інституційного середовища (ендогенних і екзогенних чинників) властива позитивна тенденція до виконання фінансовими корпораціями своїх функцій в економіці із забезпеченням певного рівня дохідності своїх операцій, а також тривале втримання цієї тенденції.

6. Запропоновано введення у фінансові процеси Кодексу кращої практики фінансової та страхової діяльності як системи стандартів, які перевищують за своїми вимогами норми чинного законодавства і добровільно приймаються і виконуються інституційними одиницями фінансового сектору економіки. Технічно процедура збору прикладів для Кодексу полягає у наступному: фінансові корпорації, які мають успішний досвід фінансової діяльності і мають намір ними поділитися, надають опис такого досвіду у стандартній формі, що розміщена на сайті. Запит розглядається експертами у відповідній галузі фінансової діяльності. І якщо він є фінансовим ноу-хау, то на його основі формується новий стандарт кращої практики. У випадку, якщо приклад ілюструє новий варіант реалізації вже існуючого у Кодексі стандарту, то він додається до Бібліотеки як додаток до вже існуючих прикладів.

7. Необхідним є створення фонду гарантування депозитних вкладів і кредитних спілок, який збалансує інтереси вкладників спілок і держави, підвищить довіру до перших, що приведе до збільшення депозитів і кредитів, що можуть отримати позичальники. З метою активізації інвестиційної активності домогосподарств запропоновано розширити рекомендації Світового банку і вітчизняні ініціативи з урахуванням нового напряму в економіці – економіки вражень. Її практичне втілення полягає у дотриманні потенційними споживачами фінансових послуг поведінки бездіяльного занурення, пасивного поглинання; або активного поглинання.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях автора [82; 92; 93; 95; 96; 97; 101; 104; 105; 116; 120; 129; 132; 136].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено комплексне вирішення важливої науково-прикладної проблеми – розроблення теоретико-методологічних засад і формування науково-методичного забезпечення розвитку фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій. Результати проведеного дослідження дозволяють зробити такі висновки:

1. Узагальнення наявних теоретичних концепцій щодо сутності фінансового сектору дозволило виявити, що об’єктиві процеси зміни його структури, ролі і функцій в економіці поки що не дістали належної наукової оцінки в економічній та фінансовій теорії. Вживання цієї дефініції часто носить випадковий характер і пов’язується з фінансовою системою, банківською системою, фінансовим ринком, ринком фінансових послуг тощо.

Виходячи з поділу економіки на інституційні сектори, фінансову систему запропоновано розглядати як форму організації грошових відносин між інституційними одиницями із трансформації та розподілу фінансових ресурсів. Фінансовий сектор визначено як сукупність фінансових посередників, допоміжних фінансових корпорацій, інших фінансових корпорацій, специфіка яких полягає у тому, що вони здійснюють фінансову діяльність згідно з чинним законодавством, а також НКО, які пов’язані з цими суб’єктами. У його складі виділено підсектори: 1) фінансові посередники (НБУ; інші депозитні корпорації; ІСІ); інші фінансові посередники, крім страхових компаній і НПФ; страхові компанії; НПФ); 2) допоміжні фінансові корпорації і НКО (у сфері фінансового посередництва, страхування і недержавного пенсійного забезпечення, регулювання фінансової діяльності); 3) інші фінансові корпорації, які є кептивними фінансовими установами та лихварями.

2. Аргументовано, що основною формою економічних відносин у фінансовому секторі є фінансова послуга, яку можна розкрити лише з визначенням її ринків і суб’єктів. З цих позицій вона трактується як операції з

фінансовими активами на банківському, страховому, інвестиційному та інших ринках послуг, що здійснюються інституційними одиницями фінансового сектору в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання доходу і/або збереження реальної вартості останніх. Фінансову послугу пов’язано з фінансовим продуктом і комплексом фінансових послуг, що в межах єдиної методологічної основи сприяло паспортизації та класифікації фінансових послуг. Запропоновано визначення індустрії фінансових послуг і фінансового сервісу, їх головного завдання – забезпечення якості фінансових послуг через сукупність стандартизованих та очікуваних характеристик, що задовольняють потреби і фінансові цілі споживачів.

3. Дослідження зв’язку фінансового сектору з фінансовим ринком і ринком фінансових послуг як сфер діяльності фінансових корпорацій дало змогу запропонувати власний підхід щодо визначення сутності та структури цих ринків, який відповідатиме міжнародним стандартам. Фінансовий ринок доцільно визначити як систему економіко-правових відносин, пов’язану з перерозподілом тимчасово вільних фінансових ресурсів між державою, фінансовими і нефінансовими корпораціями, домогосподарствами, а також НКО на основі співвідношення попиту та пропозиції фінансових інструментів. Ринок фінансових послуг являє собою систему економіко-правових відносин щодо задоволення наявної та формування перспективної потреби у різноманітних фінансових послугах (страхових та тих, що пов’язані зі страхуванням; банківських та інших фінансових послуг (за винятком страхування); інвестиційних; інших) з метою одержання доходів інституційними одиницями фінансового сектору економіки, задоволення попиту споживачів. Фінансове посередництво визначено як вид економічної діяльності, в процесі якої інституційна одиниця (депозитна або недепозитна фінансова корпорація) мобілізує кошти шляхом прийняття зобов’язань за власний рахунок із метою спрямування цих коштів іншим інституційним одиницям шляхом кредитування

або придбання фінансових активів іншим способом. Розуміння цих теоретичних засад має виняткове значення для уточнення складу фінансових посередників, інституційних і кваліфікованих інвесторів.

4. На основі аналізу загальносистемних характеристик фінансового сектору виокремлено його основні функції, зокрема: виробництво та споживання різноманітних фінансових послуг; згладжування споживання, що сприяє обміну товарів і послуг; акумуляція фінансових ресурсів для реалізації інноваційної діяльності; вплив на економічний розвиток і згладжування (посилювання) амплітуди циклічних коливань; ефективне розміщення капіталу; створення нових фінансових продуктів; активізація відтворення людського капіталу і стимулювання зниження рівня бідності. При цьому основою формування необхідного та достатнього підґрунтя для фінансової діяльності є ефективна алокація ресурсів фінансового сектору, тобто забезпечення такого розвитку, фінансових відносин і процесів у ньому, за яких створюються необхідні умови для ефективного використання консолідованих фінансових ресурсів згідно зі стратегією розвитку національної економіки. У підсумку це сприятиме підвищенню його потенціалу як акумульованої фінансової спроможності до забезпечення країною розширеного відтворення у реальному секторі та акумуляції фінансових ресурсів у секторі домогосподарств і НКО.

За результатами дослідження ролі фінансового сектору у сучасних економічних процесах за допомогою різних теоретичних концепцій, зокрема законів живої природи, доведено, що саме науковий інструментарій інституційної теорії формує підґрунтя для глибокого розкриття засад формування, виявлення закономірностей та суперечностей розвитку цього сектору.

5. З метою всебічного вивчення розвитку фінансового сектору сформульовано інституційну парадигму фінансового сектору з виокремленням її «ядра» і «захисного поясу». При цьому встановлено взаємозв’язок фінансових інституцій, організацій, інститутів та органів-регуляторів, розроблено понятійно-методологічну модель інституцій фінансового сектору, його

інституційну матрицю як сукупність базисних і забезпечувальних інституцій, що містять у собі відносно стійкі офіційні й неофіційні обмеження (закони, контракти (договори), положення, кодекси поведінки, звичаї тощо) і забезпечують ефективний розвиток інституційних одиниць цього сектору. Розуміння цих теоретико-методологічних засад має виняткове значення для побудови ієрархії інституційної організації фінансового сектору (господарський порядок→інституційний порядок→інституційне середовище→інституційна структура), тобто системи фінансових інститутів і притаманних їм інституцій, що визначають умови та напрями руху фінансових активів, базою яких є права власності й контрактні відносини.

6. У процесі дослідження інституційної ефективності фінансової діяльності виявлено, що вона пов’язана зі зростанням фінансового сектору, а також його розвитком як якісними змінами параметрів системи та переходом від одного якісного інституційного стану до іншого через структурні зрушення і використання нових технологій. У зв’язку з цим основними чинниками розвитку фінансового сектору виступають внесок галузей економіки у ВВП, обсяг ВВП на душу населення, якість життя останнього, а також стійкість економічного розвитку країни. Доведено, що ефективне інституційне середовище фінансового сектору характеризується охопленням усієї сукупності виробників і споживачів фінансових послуг, поєднанням індивідуальних і корпоративних інтересів, міжсекторною взаємодією, інформаційною прозорістю, суворим виконанням формальних правил, рухливістю та адаптивністю до зовнішніх факторів впливу.

7. Інституціалізація фінансового сектору полягає виникненні нових у запозиченні та видозміні існуючих інституцій, які беруть участь у фінансовій діяльності або сприяють її реалізації. У свою чергу, інституційні трансформації є процесом становлення та розвитку фінансових інститутів, що впроваджують притаманні їм інституції у фінансову діяльність; упорядкування цієї діяльності через правила фінансової поведінки за існування неформальних норм. Дослідження довело, що цей процес на теренах України включає перехідні

інституційні стани (екстренні, граничні, парето-ефективні та комбіновані) та етапи, зокрема планову економіку, формування ринкового механізму, а надалі ринково орієнтовану взаємодію, інноваційно активну взаємодію і гарантування фінансової безпеки. Водночас, зважаючи на роль неформальних норм у фінансовій поведінці, розроблено пропозиції щодо використання потенціалу ментальних норм в ієрархічній структурі інституційного середовища фінансового сектору. Доведено, що необхідною передумовою подальшого розвитку фінансового сектору є підвищення інституційної довіри до фінансових установ.

8. Системний аналіз формування та функціонування вітчизняного фінансового сектору і його фінансових корпорацій проілюстрував хаотичність трансформаційних процесів, що обумовлюються траєкторією попереднього розвитку. Становлення диверсифікованого фінансового сектору відбулось у 1988–1995 рр. з випереджальним розвитком банків. Позитивні зрушення в економічних процесах України стали відбуватися з 2000 р., що привело до розвитку інших фінансових установ і збільшення їх активів. Центральним завданням розв’язання проблеми подальшого розвитку фінансового сектору є необхідність реформування неефективних, але стійких інституцій, що утворилися у перші роки незалежності України на непідготовленому соціально-економічному ґрунті економіки.

9. В основі інституційного розвитку фінансового сектору лежать права власності та контрактні відносини. Права власності визначають поведінку його суб’єктів через легітимність щодо розпорядження фінансовим активом і отримуваними доходами: вони можуть заохочувати до певних дій та дозволяти контролювати, блокувати або забороняти використання активу за певних умов. У цьому контексті важливим аспектом функціонування фінансового сектору є контроль за дотриманням фінансових контрактів, які забезпечуватимуть гарантії фінансових потоків. Доведено, що в Україні позаконтрактна поведінка стала нормою ділових відносин, а більшість укладених контрактів надміру формалізовані та деталізовані. Визначено трансакційні витрати у фінансовому

секторі, їх склад і класифікацію. На цій основі відтворено динаміку складових трансакційного сектору і виявлено, що в українській економіці відбуваються суттєві структурні зрушення і збільшення трансакцій у фінансовому секторі. До основних факторів виробництва додається інформація, асиметричність якої пов'язана з моральним ризиком. Для його зниження необхідними є розроблення концепції розкриття інформації на фінансовому ринку і механізму санації крупних фінансових корпорацій.

Ключове місце у розвитку фінансового сектору займають споживачі фінансових послуг і захист їхніх прав. Дослідження показало, що у більшості домогосподарств формуються певні стереотипи поведінки, що негативно впливають на розвиток вітчизняного фінансового сектору, а показники їх доступу до фінансових послуг засвідчують вкрай низьку фінансову грамотність. Це актуалізує створення державою умов для підвищення фінансової культури, інформаційної прозорості та привабливості фінансових інструментів.

10. Визначальними тенденціями розвитку фінансового сектору є фінансова глобалізація і його відрив від реального сектору, що приводить до фінансіалізації, поширення фінансоміки та фінансової конвергенції. Дослідження довело, що економіка потребує розвитку не певної складової фінансового сектору, а всіх їх у напрямі забезпечення економічного розвитку, що слугує реалізації його комплементарної моделі. Серед основних її підвалин виокремлено посилення конкурентної боротьби на міжнародних ринках, зміни в державному регулюванні фінансових інститутів, диверсифікацію фінансової діяльності, розвиток інформаційних технологій, зміну інвестиційних уподобань домогосподарств і старіння населення планети. Виявлено, що ця модель набуває свого поширення і в Україні, проте вимагає створення умов для активізації діяльності недепозитних фінансових посередників та підвищення ефективності ринку цінних паперів.

11. У результаті дослідження обґрунтовано, що розвиток фінансового сектору має забезпечуватись за рахунок підвищення його конкурентоспроможності. Позиції України і її фінансового сектору

погіршуються, що пояснюється незавершеністю інституційних трансформацій. Це актуалізує формування ринку фінансових інституцій або їх створення на основі інкрементального підходу. Доведено необхідність реалізації концепції розвитку вітчизняного фінансового сектору, що базуватиметься на принципах програмно-цільового підходу і передбачатиме виконання регулярно-організаційних і методологічних завдань. Запропоновано створення міжвідомчого органу, який відповідатиме за макропруденційну політику і забезпечення стійкості фінансового сектору, із призначенням головою цього органу представника НБУ і розподіленням функцій НБУ на грошово-кредитне регулювання, а також регулювання та нагляд за банківськими установами. У рамках концепції рекомендовано розвивати саморегулювання і державно-приватне партнерство, а також застосовувати матрицю основних характеристик фінансового сектору, яка включає показники глибини, доступності, ефективності та стійкості фінансових інститутів і ринків.

12. Визначено підвалини стійкості фінансового сектору і з’ясовано, що стійкого розвитку фінансового сектору в умовах динамічних змін інституційного середовища (ендогенних і екзогенних чинників) можна досягти за рахунок втримання позитивної тенденції до виконання фінансовими корпораціями своїх функцій в економіці із забезпеченням певного рівня дохідності своїх операцій. При цьому основна увага окремої фінансової корпорації має бути зосереджена на реінжинірингу бізнес-процесів, управлінні грошовими потоками і ризиками, вдосконаленні інформаційно-аналітичного забезпечення і фінансових технологій. Подолання дисбалансів у сфері фінансової діяльності необхідно регулювати через макро-, мікропруденційні показники і алгоритм стрес-тестування.

13. Також важливе значення має розширення неформальних ініціатив для: 1) виробників фінансових послуг – введення Кодексу кращої практики фінансової діяльності як системи стандартів, які виходять за межі норм чинного законодавства, добровільно приймаються і виконуються інституційними одиницями фінансового сектору економіки; 2) споживачів послуг – розширення

міжнародних рекомендацій і вітчизняних ініціатив з урахуванням нового напряму в економіці – економіки вражень.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Абрамов А. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность / А. Абрамов, А. Радыгин, М. Чернова // Вопросы экономики. – 2014. – № 2. – с. 33–49.

2. Активізація інвестиційного процесу в Україні: монографія / Т. В. Майорова, М. І. Диба, С. В. Онишко та ін.; за наук. ред. М. І. Диби, Т. В. Майорової. – К.: КНЕУ, 2012. – 143 с.

3. Александров А. М. Финансы СССР / Александров А. М. – М.: Госфиниздат, 1952. – 407 с.

4. Алексеєнко Л. М. Економічний словник: банківська справа, фондовий ринок (українсько-англійський тлумачний словник) / Алексеєнко Л. М., Олексієнко В. М., Юркевич А. І. – К.: Видавничий будинок «Максимум»; Тернопіль: Економічна думка, 2000. – 592 с.

5. Алексеєнко Л. М. Пріоритети просторового розвитку економіки України в умовах переформатування глобального середовища / Л. М. Алексеєнко // Економіка України. – 2012. – № 2. – с. 91–95.

6. Алексеєнко Л. М. Ринки фінансового капіталу і цінних паперів: нові реалії на шляху до консенсусу розвитку // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2014. – Вип. 3. – с. 102–115.

7. Алексеєнко М. Д. Капітал банку: питання теорії і практики: [монографія] / Алексеєнко М. Д. – К.: КНЕУ, 2002. – 276 с.

8. Андрущенко В. Л. Фінансова думка Заходу в ХХ столітті (Теоретична концептуалізація і наукова проблематика держаних фінансів): [монографія] / Андрущенко В. Л. – Львів: Каменяр, 2000. – 303 с.

9. Архієреєв С. І. Трансакційний сектор економіки України / Архієреєв С. І. – Х.: ХФ НІСД, 2003. – 56 с.

10. Банківські операції: підручник / [А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна та ін.]; за ред. д. е. н., проф. А. М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2000. – 384 с.

11. Барановський О. Сьогодення світового ринку банківських послуг / О. Барановський // Вісник НБУ. – 2012. – № 4. – с. 18–23.

12. Баринов Э. А. Рынки: валютные и ценных бумаг / Э. А. Баринов, О. В. Хмыз. – М.: Экзамен, 2001. – 608 с.

13. Белінська Я. В. Валютно-курсове регулювання: проблеми теорії і практики: [монографія] / Белінська Я. В. – К.: НАУ, 2007. – 372 с.

14. Березкин Ю. М. Финансовая инженерия как фактор несистемности современных финансов / Ю. М. Березкин // Известия ИГЭА. – 2011. – № 6 (80). – с. 38–43.

15. Береславська О. І. Валютна політика України: теорія та практика: монографія / О. І. Береславська; Держ. податк. адмін. України [та ін.]. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2010. – 330 с.

16. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: Эволюция / Бернстайн П.; [пер. с англ.]. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.

17. Бесси К. Экономика конвенций и институционализм: результаты взаимодействия / К. Бесси, О. Фавро // Вопросы экономики. – 2010. – № 9. – с. 26–40.

18. Білорус О. Г. Глобальна перспектива і сталий розвиток: (Системні маркетологічні дослідження) / О. Г. Білорус, Ю. М. Мацейко. – К.: МАУП, 2005. – 492 с.

19. Білоцерківець В. В. Нова економіка: сутність та ґенеза: монографія / В. В. Білоцерківець, А. В. Лященко. – Д.: Січ, 2007. – 221с.

20. Боди З. Финансы: уч. пос. / З. Боди, Р. Мертон; [пер. с англ.]. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 592 с.

21. Боголепов М. И. Биржи и банки: в 2 т. / [под ред. проф. Л. Н. Яснопольского]. – К.: Изд-во Банковской Энциклопедии, 1917– . –

Т.2: Биржа. История и современная организация фондових бирж на Западе и в России. – 1917. – 382 с

22. Большой экономический словарь / [под ред. А. Н. Азрилияна]. – М.: Ин-т новой экономики, 2002. – 1280 с.

23. Бьюкенен Дж. Границы свободы. Между анархией и Левиафаном / Бьюкенен Дж.; [пер. с англ.]. – М.: Таурус Альфа, 1997. – 560 с.

24. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Ван Хорн Дж. К.; [пер. с англ. / гл. ред. Я. В. Соколов]. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.

25. Василик О. Д. Теорія фінансів: [підруч.] / Василик О. Д. – К.: НІОС, 2000. – 416 с.

26. Веблен Т. Теория праздного класса / Веблен Т.; [пер. с англ.]. – М.: Прогресс, 1984. – 367 с.

27. Вікіпедія [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://ua.wikipedia.org.

28. Вовчак О. Д. Роль банків в економіці України / О. Д. Вовчак // Фінанси України. – 1999. – № 10. – с. 100–108.

29. Вовченко Н. Г. Институциональные преобразования финансовой системы России в условиях глобализации: [монография] / Вовченко Н. Г. – Ростов н/Д: РГЭУ «РИНХ», 2006. – 235 с.

30. Вольчик В. В. Институты, информация и институциональная структура экономики / В. В. Вольчик, А. А. Оганесян // JOURNAL OF ECONOMIC REGULATION. – 2010. – Т. 1. – № 2. – с. 30–42.

31. Вольчик В. В. Комплементарность и иерархия институтов в рамках хозяйственного порядка / В. В. Вольчик // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37–1. – с. 35–41. – (Серия «Экономическая»).

32. Габбард Р. Глен. Гроші, фінансова система та економіка: [підруч.] / Габбард Р. Глен; [пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесневич]. – К.: КНЕУ, 2004. – 889 с.

33. Гайдай Т. В. Інституція як інструмент інституційного економічного аналізу / Т. В. Гайдай // Економічна теорія. – 2006. – № 2. – с. 53–64.

34. Гайдай Т. В. Парадигма інституціоналізму: методологічний аспект: [монографія] / Гайдай Т. В. – К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2008. – 296 с.

35. Гай-Нижник П. Приватні банківські та кредитні установи в Україні 1917–1918 років / П. Гай-Нижник // Вісник НБУ. – 2009. – № 6. – с. 35–39.

36. Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: [монографія] / Гаманкова О. О. – К.: КНЕУ, 2009. – 283 с.

37. Геєць В. М. Суспільство, держава, економіка: феноменологія взаємодії та розвитку / Геєць В. М. – К: НАН України; Ін-т екон. та прогнозув. НАН України. 2009. – 864 с.

38. Генеральна угода про торгівлю послугами (ГАТС) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=981_017.

39. Гильфердинг Р. Финансовый капитал: новейшая фаза в развитии капитализма / Гильфердинг Р.; [пер. с нем.]. – М.: Государственное издательство, 1924. – 480 с.

40. Гончаренко В. В. Кредитна кооперація: Форми економічної самодопомоги сільського та міського населення у світі та в Україні (теорія, методологія, практика): [монографія] / Гончаренко В. В. – К.: Глобус, 1998. – 325 с.

41. Горбунов Е. А. Теоретические основы финансовых транспортно-кинетических процессов а экономике: [монография] / Горбунов Е. А. – Калуга: Манускрипт, 2005. – 126 с.

42. Горлов И. Я. Теория финансов / Горлов И. Я. – Казань: Университетская типография, 1841. – 339 с.

43. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс: від 16.01.03 р. № 436-IV. – Режим доступу. http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15.

44. Гражевська Н. І. Економічні системи епохи глобальних змін: [монографія] / Гражевська Н. І. – К.: Знання, 2008. – 431 с.

45. Гриценко В. В. Сутність і категоріальна відмінність понять «інститут» та «інституція» / В. В. Гриценко // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановского: Економічні науки. – 2009. – № 4. – с. 37–48.

46. Грушко В. І. Первинне публічне розміщення акцій (IPO): теорія та практика вітчизняних компаній: монографія / В. І. Грушко, О. Г. Чумаченко. – К.: ТОВ «Дорадо-друк», 2009. – 252 с.

47. Дементьєв В. В. Що ми досліджуємо, коли досліджуємо інститути? / В. В. Дементьєв // Економічна теорія. – 2009. – № 3 – с. 75–92.

48. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http:/www.ukrstat.gov.ua.

49. Дзеркало тижня [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zn.ua

50. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / [за ред. акад. НАН України В. М. Гейця]. – К.: Ін-ст. екон. прогнозув.; Фенікс, 2003. – 1008 с.

51. Економічна правда [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.epravda.com.ua.

52. Єгоричева С. Б. Вплив механізму монетарної трансмісії на фінансовий стан підприємств / С. Б. Єгоричева, Т. П. Гудзь // Фінанси України. – 2013. – № 8. – с. 62–72.

53. Єгоричева С. Б. Регулювання аутсорсингу комерційних банків: зарубіжний досвід // Фінансовий простір. – 2012. – № 4. – с. 27–31.

54. Єгоричева С. Б. Фінансові інновації як засіб фінансизації економіки / С. Б. Єгоричева // Науковий вісник Полтавського університету економіки і торгівлі. – 2012. – № 3(54). – с. 163–167.

55. Єфименко Т. Інституційне регулювання економічного розвитку / Т. Єфименко // Економіка України. – 2011. – № 1. – с. 16–26.

56. Эллерман Д. Ваучерная приватизация как инструмент холодной войны / Д. Эллерман // Вопросы экономики. – 1999. – № 8. – с. 99–111.

57. Загородній А. Г. Фінансово-економічний словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. — К.: Знання, 2007. — 1072 с.

58. Зазнаев О. И. Политическая институционализация: концептуальный анализ / О. И. Зазнаев // Вестник КГТУ им. А. Н. Туполева. – 2005. – № 4. – с. 70–73.

59. Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава [Електронний ресурс]. – Програма економічних реформ на 2010–2014 рр. – Режим доступу: http://www.president.gov.ua/docs/Programa_reform_FINAL_1.pdf.

60. Зимовець В. В. Акумуляція фінансових ресурсів та економічний розвиток: [монографія] / Зимовець В. В. – К.: Інститут економіки НАНУ, 2003. – 314 с.

61. Зимовець В. В. Державна фінансова політика економічного розвитку: [монографія] / Зимовець В. В. – К.: НАН України, Ін-т екон. та прогнозув., 2010. – 356 с.

62. Измайлов С. Теория экономических механизмов (Нобелевская премия по экономике 2007 г.) / С. Измайлов, К. Сонин, М. Юдкевич // Вопросы экономики. – 2008. – № 1. – с. 4–26.

63. Институциональная архитектоника и динамика экономических преобразований/ [под. ред д-ра экон. наук А. А. Гриценко]. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.

64. Иншаков О. В. Экономические институты и институции: к вопросу о типологии и классификации / О. В. Иншаков //СоцИс. – 2003. – № 9. – с. 42–51.

65. Інноваційна стратегія економічних реформ / [Гальчинський А. С., Геєць В. М., Кінах А. К., Семиноженко В. П.]. – К.: Знання, 2002. – 326 с.

66. Інституційні засади формування економічної системи України: теорія і практика / [за ред. З. Ватаманюка]. – Львів: «Новий світ-2000», 2005. – 648 с.

67. Історія економічних вчень: підруч.: у 2-х ч. / [за ред. В. Д. Базилевича]. – К.: Знання, 2006– . –

Ч.2. – 2006. – 675 с.

68. Кастельс М. Информационная эпоха: экономика, общество и культура / Кастельс М.; [пер. с англ. под науч. ред. О. И. Шкаратана]. – М.: ГУ ВШЭ, 2000. – 608 с.

69. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Кейнс Дж. М.; [пер. с англ.]. – М.: Ексмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).

70. Кирдина С. Г. Институциональные матрицы и развитие России / Кирдина С. Г. – М.: ТЕИС, 2000. – 216 с.

71. Кирдина С. Г. Институциональные модели финансирования реального сектора / С. Г. Кирдина // Журнал Новой экономической ассоциации. – 2013. – № 2 (18). – с. 129–155.

72. Кізіма Т. О. Фінанси домогосподарств / Кізіма Т. О. – К.: Знання, 2010. – 63 с. – (Бібліотечка товариства «Знання». Серія «Економічна». – 2010. – № 1).

73. Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010) [Електронний ресурс]: Наказ Держспоживстандарту України: від 11.10.10 р. № 457. – Режим доступу: http://zakon.nau.ua/doc/?code=vb457609-10.

74. Класифікація інституційних секторів економіки України [Електронний ресурс]: Наказ Держкомстату України: від 18.04.05 р. № 96. – Режим доступу: http://www.kapitalizator.com/natsionalni-derzhavni-statystychni-klasyfikatsiyi-klasyfikatory.

75. Классификатор институциональных единиц по секторам экономики [Электронный ресурс]: Приказ Федеральной службы государственной статистики: от 02.08.04 р. № 110. – Режим доступа: http://tmsk.gks.ru/method/classifier/KIES.pdf.

76. Клинов В. Особенности современной динамики мирового хозяйства / В. Клинов // Вопросы экономики. – 2010 – № 9. – с. 78–92.

77. Кнейслер О. В. Ринок перестрахування України : теоретико-методологічні домінанти формування та пріоритети розвитку: [монографія] / Кнейслер О. В. – К.: ЦУЛ, 2012. – 416 с.

78. Коваленко Ю. Використання категоріального апарату інституційної теорії у фінансовому секторі економіки / Ю. Коваленко // Світ фінансів. – 2010. – Вип. 4. – с. 39–49.

79. Коваленко Ю. Вплив фінансової інженерії на глобальну фінансову кризу / Ю. Коваленко // Ринок цінних паперів України. – 2010. – № 1–2. – с. 57–62.

80. Коваленко Ю. Зміст категорії «інституція» в інституційному економічному аналізі / Ю. Коваленко // Вісник ТНЕУ. – 2010. – Вип. 4. – с. 19–31.

81. Коваленко Ю. М. Алокація і консолідація фінансових ресурсів в економіці / Ю. М. Коваленко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: матеріали VII Міжнар. наук.-практ. конф.: у 2 т. – Т. 2. – Суми: УАБС, 2012. – с. 80–82.

82. Коваленко Ю. М. Визначення конкурентоспроможності фінансового сектору економіки / Ю. М. Коваленко // Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрями розвитку: матеріали Всеукр. наук.-практ конф. – К.: КНЕУ, 2013. – с. 206–208.

83. Коваленко Ю. М. Витоки відриву фінансового сектору від реального та способи його подолання / Ю. М. Коваленко // Фінансовий механізм структурної модернізації економіки України: монографія / [за заг. ред. С. В. Онишко, В. П. Унинець-Ходаківської]. – Ірпінь: НУДПСУ, 2013. – 606 с.

84. Коваленко Ю. М. Відповідність законодавства України у сфері фінансового сектора світовим правовим нормам / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету: зб. наук. праць. – Переяслав Хмельницький: ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди», 2010. – Спец. випуск. – Т. 1. – с. 111–117.

85. Коваленко Ю. М. Вплив морального ризику у фінансовій діяльності на платників податків / Ю. М. Коваленко // Реформування податкової системи України відповідно до європейських стандартів: матеріали наук.-практ. конф. – Ірпінь: ДПСУ, НУДПСУ, НДЦПО, 2012. – с. 147–149.

86. Коваленко Ю. М. Гармонізація законодавства України щодо фінансових послуг та їх видів до норм СОТ і Європейського Союзу / Ю. М. Коваленко // Становлення економіки України у післякризовий період: ризики та проблеми розвитку: колективна монографія / [за ред. О. О. Непочатенко]. Ч.1. – Умань: Видавець «Сочинський», 2012. – 416 с.

87. Коваленко Ю. М. Дослідження рівня фінансової грамотності населення в Україні / Ю. М. Коваленко // Фінансові та соціально-політичні проекти модернізації суспільства в умовах відновлення економічного зростання: матеріали V Міжнар. наук.-практ. конф. – Ірпінь: НУДПСУ, 2011. – с. 60–61.

88. Коваленко Ю. М. Дослідження трансакційного сектора і трансакційної діяльності / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету: зб. наук. праць. – Переяслав Хмельницький: ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди», 2011. – Спец. випуск. – Т. 1. – с. 170–173.

89. Коваленко Ю. М. Доходи населення як інституційна складова розвитку фінансового сектора економіки України / Ю. М. Коваленко // Україна в нових реаліях: політичні, економічні та правові орієнтири розвитку: матеріали II Міжнар. наук.-практ конф. – Ірпінь: НУДПСУ, 2011. –с. 245–249.

90. Коваленко Ю. М. Економічна ментальність та інституційна довіра серед неформальних (традиційних) норм фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічна теорія. – 2011. – № 2. – с. 58–68.

91. Коваленко Ю. М. Ефективність фінансового сектора економіки: інституційний підхід / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 6. – с. 11–17.

92. Коваленко Ю. М. Забезпечення стійкості фінансової системи через наближення державної власності до «золотого перетину» / Ю. М. Коваленко //

Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків: матеріали VI Міжнар. наук.-практ. конф. – Черкаси: ЧІБС УБС НБУ, 2011. – с. 172–174.

93. Коваленко Ю. М. Захист прав споживачів, фінансова грамотність і економіка вражень / Ю. М. Коваленко // Методы финансового обеспечения устойчивого экономического роста: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. – Севастополь: СевНТУ, 2011. – с. 62–64.

94. Коваленко Ю. М. Зміни в оподаткуванні фінансової діяльності в умовах посткризової глобальної економіки/ Ю. М. Коваленко // Реформування податкової системи України відповідно до європейських стандартів: матеріали наук.-практ. конф. – Ірпінь: НУДПСУ, 2011. – с. 181–185.

95. Коваленко Ю. М. Изменение парадигмы регулирования финансового сектора экономики / Ю. М. Коваленко // Журнал научных публикаций аспирантов и докторантов. – Курск, 2013. – № 5. – с. 6–8.

96. Коваленко Ю. М. Імперативи реформування фінансового сектора економіки України в умовах глобалізації / Ю. М. Коваленко // Вісник Вінницького політехнічного інституту. – 2012. – № 2 (101). – с. 49–52.

97. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: [монографія] / Юлія Михайлівна Коваленко; Національний університет ДПС України. – Ірпінь, 2013. – 608 с.

98. Коваленко Ю. М. Інституційна ефективність і дієвість фінансового сектора економіки України / Ю. М. Коваленко // Фінансова безпека в системі забезпечення національних інтересів: проблеми та перспективи: матеріали Міжнар. наук.-практ конф. – Полтава: ПолтНТУ, 2012. – с. 134–135.

99. Коваленко Ю. М. Інституційна організація фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – №2 (29). – с. 3–8.

100. Коваленко Ю. М. Інституційна основа еволюції фінансового сектора економіки України і проблеми у формуванні його інституційної структури / Ю. М. Коваленко // Засоби фінансового забезпечення стійкого економічного

розвитку: матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. – Севастополь: СевНТУ, 2011. – с. 192–194.

101. Коваленко Ю. М. Інституційні реформи у фінансовому секторі економіки України в умовах глобалізації / Ю. М. Коваленко // Научные труды Донецкого національного технического университета. – Вып. 39–2. – Донецьк, ДонНТУ, 2011. – с. 204–207. – (Серия «Экономическая»).

102. Коваленко Ю. М. Інструментарій дослідження трансформацій у фінансовій діяльності / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 4 (154). – с. 51–58.

103. Коваленко Ю. М. Канали впливу фінансового сектора на економічне зростання / Ю. М. Коваленко // Стан та перспективи розвиту фінансової системи України: колективна монографія / [за ред. О. О. Непочатенко]. Частина 1. – Умань: Видавець «Сочинський», 2012. – 324 с.

104. Коваленко Ю. М. Комплекс принципів і показників стійкості фінансового сектору економіки / Ю. М. Коваленко, Т. В. Довгань / Сучасні проблеми фінансового моніторингу: матеріали III Всеукр. наук.-практ конф. – Ірпінь: НУДПСУ, 2013. – с. 191–194.

105. Коваленко Ю. М. Концептуальные основы устойчивого развития финансового сектора экономики / Ю. М. Коваленко // Финансовое управление развитием экономических систем: монография / [О. О. Ардасова, Д. А. Демин, С. С. Жогова и др.]; под общ. ред. С. С. Чернова. – Книга 9. – Новосибирск: СИБПРИНТ, 2012. – 217 с.

106. Коваленко Ю. М. Корпорації і установи у класифікації інституційних секторів економіки України / Ю. М. Коваленко // Наукові дослідження – теорія та експеримент 2010: матеріали VI Міжнар. наук.-практ. конф. – Полтава: Вид-во «ІнтерГрафіка», 2010. – Т. 9. – с. 98–100.

107. Коваленко Ю. М. Можливості і межі інституціоналізму як дослідницької програми [Електронний ресурс] / Ю. М. Коваленко // Збірник наукових праць НУДПСУ: електронне наукове видання. – Ірпінь: НУДПСУ,

2009. – № 2. – с. 115–127. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/Znpnudps/2009_2/pdf/09kymarp.pdf.

108. Коваленко Ю. М. Нова парадигма розвитку фінансового сектору економіки: неекономічні чинники / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки 2013–2014: матеріали VIII Міжнар. наук.-практ. конф. – К.: Національна академія управління, 2014. – с. 33–35.

109. Коваленко Ю. М. Особливості спекулятивності фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Концепції та механізми сучасних трансформацій на фінансовому ринку: матеріали VII Міжнар. наук.-практ. конф. – Ірпінь: НУДПСУ, 2012. – с. 60–62.

110. Коваленко Ю. М. Перспективні напрями інституційних досліджень у сфері банківської діяльності / Ю. М. Коваленко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: матеріали XIII Всеукр. наук.-практ. конф. – К.: ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ», 2010. – с. 79–80.

111. Коваленко Ю. М. Портфельні теорії крізь призму сучасних кризових явищ / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2010. – № 8 (110). – с. 5–9.

112. Коваленко Ю. М. Право власності як складова інституційного середовища фінансового сектора економіки України / Ю. М. Коваленко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2012. – № 139. – с. 39–42. – (Серія «Економіка»).

113. Коваленко Ю. М. Проблема стимулювання серед функцій фінансового сектора в економічному розвитку / Ю. М. Коваленко // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки: матеріали IV Міжнар. наук.-практ. конф. – Тернопіль: ТНЕУ, 2011. – с. 115–116.

114. Коваленко Ю. М. Проблеми у формуванні інституційного середовища фінансового сектора економіки України в умовах глобалізації / Ю. М. Коваленко // Сучасні виклики для України у сфері політики, економіки та

права в умовах глобалізації: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. – Ч.1. – Ірпінь: НУДПСУ, 2010. – с. 222–224.

115. Коваленко Ю. М. Проблеми у формуванні підсекторів сектора фінансових корпорацій економіки України / Ю. М. Коваленко // Економіка: проблеми теорії і практики: зб. наук. праць: в 7 т. – Т. І. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2010. – Вип. 261. – с. 22–30.

116. Коваленко Ю. М. Проблемы методологии в исследовании рынка ценных бумаг / Ю. М. Коваленко // Актуальные вопросы развития финансовой сферы стран и регионов: материалы Междунар. наук.-практ. конф. – Махачкала, Дагестанский государственный институт народного хозяйства, 2013. – с. 303–306.

117. Коваленко Ю. М. Роль і функції фінансового сектора в економіці / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету: зб. наук. праць учених і аспірантів. – Переяслав Хмельницький: ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди», 2012. – Вип. 18/3. – с. 130–135.

118. Коваленко Ю. М. Світові тенденції виробництва фінансових і страхових послуг / Ю. М. Коваленко // Страховий ринок України в умовах фінансової глобалізації: матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. – К.: КНЕУ, 2012. – с. 89–92.

119. Коваленко Ю. М. Система контрактів у фінансовому секторі економіки / Ю. М. Коваленко // Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку: матеріали Міжнар. наук. конф. – Ірпінь: НУДПСУ, 2011. – с. 115–116.

120. Коваленко Ю. М. Стандарти Кодексу кращої практики фінансової діяльності / Ю. М. Коваленко // Актуальні проблеми економіки. – 2013. – № 11. – с. 8–14.

121. Коваленко Ю. Структура сектору фінансових корпорацій: міжнародні стандарти і проблеми вибору для України / Ю. Коваленко // Економіст. – 2011. – № 7 (297). – с. 43–47.

122. Коваленко Ю. М. Структуризація сучасного фінансового ринку / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2010. – № 9 (178). – с. 91–99.

123. Коваленко Ю. М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 1 (23). – с. 92–97.

124. Коваленко Ю. М. Сучасне інституційне середовище фінансового сектору економіки України / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2013. – № 5 (210). – с. 100–111.

125. Коваленко Ю. М. Сучасні тенденції процесу сек'юритизації іпотечних активів / Ю. М. Коваленко, В. О. Пшеничний // Науковий вісник Національного університету державної податкової служби України (економіка, право). – 2010. – № 1 (48). – с. 80–86.

126. Коваленко Ю. Теоретичні аспекти сутності послуги і її види / Ю. Коваленко // Вісник Національного торговельно-економічного університету. – 2012. – № 2 (82). – с. 38–46.

127. Коваленко Ю. Трансакційні витрати у фінансовому секторі економіки України / Ю. Коваленко // Ринок цінних паперів. – 2011. – № 3–4. – с. 79–86.

128. Коваленко Ю. М. Універсалізація як міжнародна тенденція розвитку банківської справи / Ю. М. Коваленко // Динаміка наукових досліджень 2005: матеріали IV Міжнар. наук.-практ. конф. – Т. 7: Економіка. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2005. — с. 19–21.

129. Коваленко Ю. М. Фінансова поведінка домогосподарств: проблеми та перспективи для фінансового сектору економіки України / Ю. М. Коваленко // Державне фінансове забезпечення соціальної сфери: колективна монографія / [за ред. Т. М. Кіря`н, Ю. В. Пасічника]. – Черкаси, видавець Чабаненко Ю., 2012. – 398 с.

130. Коваленко Ю. М. Фінансова система і фінансовий сектор: організаційно-інституційний підхід / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2011. – № 4 (185). – с. 75–87.

131. Коваленко Ю. М. Фінансова система України: сутність та структура / Ю. М. Коваленко // Формування ринкових відносин: зб. наук. праць / [наук. ред. І. Г. Манцуров]. – 2010. – № 5 (108). – с. 9–13.

132. Коваленко Ю. М. Фінансова стійкість і її підтримання у фінансовому секторі економіки: міжнародний і національний контекст / Ю. М. Коваленко // Бізнес-Інформ. – Харків, 2013. – № 9. – с. 274–279.

133. Коваленко Ю. М. Фінансовий і реальний сектори: розрив і пошук взаємозв'язку / Ю. М. Коваленко // Трансформація фінансових відносин в умовах економічної глобалізації: матеріали IV Симпозіуму. – Харків: ХІФ УДУФМТ, 2011. – с. 267–268.

134. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб'єкти / Ю. М. Коваленко // Фінанси України. – 2013. – № 1 (206). – с. 101–112.

135. Коваленко Ю. Фінансові послуги: сутність і класифікація / Ю. Коваленко // Світ фінансів. –2012. – Вип. 3. – с. 162–169.

136. Коваленко Ю. Формування інституційних передумов розвитку фінансового сектору економіки України / Ю. Коваленко // Економіка України. – 2011. – № 7 (596). – с. 49–60.

137. Коваленко Ю. Формування комплементарної моделі фінансового сектора / Ю. Коваленко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 7 (197). – с. 42–47.

138. Ковтун О. А. Механізм підвищення освітнього рівня домогосподарств у фінансовій сфері / О. А. Ковтун // Сталий розвиток економіки. – 2012. – № 2 (12). – с. 297–302.

139. Козьменко С. Використання рядів Фур'є для формалізації структури фінансового ринку України / С. Козьменко, Т. Васильєва, С. Леонов // Економіст. – 2011. – № 2. – с. 15–19.

140. Козюк В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності: [монографія] / Козюк В. – Тернопіль: ТНЕУ, Економічна думка, 2009. – 728 с.

141. Колб Р. В. Финансовые институты и рынки: учеб. / Р. В. Колб, Р. Дж. Родригес; [пер. 2-го амер. изд.]. – М.: Дело и Сервис, 2003. – 688 с.

142. Колодко Г. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн / Колодко Г. – К.: Основні цінності, 2002. – 245 с.

143. Корнаи Я. Честность и доверие в переходной экономике / Я. Корнаи // Вопросы экономики. – 2003. – № 9. – с. 49–61.

144. Корнєєв В. В. Банківське посередництво на ринку фінансових послуг / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2002. – № 6. – с. 16–24.

145. Корнєєв В. В. Банкоцентрична основа фінансового ринку України / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2008. – № 9. – с. 18–26.

146. Корнєєв В. В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України / В. В. Корнєєв // Економіка України. – 2007. – № 9. – с. 21–29.

147. Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси та інвестування в експолярній економіці / В. В. Корнєєв // Економічна теорія – 2009. – № 3. – с. 40–49.

148. Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційним потоками на ринках капіталу / Корнєєв В. В. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.

149. Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку: [монографія] / Корнєєв В. В. – К.: Основа, 2007. – 192 с.

150. Краснова І. В. Проблема морального ризику, повернення та компенсації втрачених (знецінених) заощаджень населення / І. В. Краснова, В. Г. Шевалдіна // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – № 18. – с. 109–118.

151. Кузнецов Н. Г. Финансовая термодинамика: новые подходы к исследованию мировой финансовой системы / Н. Г. Кузнецов, К. В. Кочмола, Ю. С. Евлахова, Н. В. Кошель // Финансовые исследования. – 2010. – № 3. – с. 3–9.

152. Кузьминов Я. Институты: от заимствования к выращиванию / Я. Кузьминов, В. Радаев, А. Яковлев, Е. Ясин // Вопросы экономики. – 2005. – № 5. – с. 5–27.

153. Куриляк В. Довіра у валютно-фінансових відносинах на світовому і національному ринках / В. Куриляк // Світ фінансів. – 2009. – № 4 (21). – с. 147–155.

154. Кучма Л. Д. Європейський вибір: Концептуальні засади стратегії економічного та соціального розвитку України на 2002–2011 роки: Послання Президента України до Верховної Ради України 2000 р. // Урядовий кур'єр. – 2002. – № 100. – 4 червня.

155. Лакатос И. Фальсификация и методология научно-исследовательских программ / Локатос И.; [пер. с англ.] – М.: «Медиум», 1995. – 236 с.

156. Лановий В. Інвестиції абсурду [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.iib.com.ua/article.asp?cid=&lang=ua,&art=76&ns.

157. Левченко В. П. Визначення ринку небанківських фінансових послуг як сегмента фінансового ринку / В. П. Левченко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – с. 183–190.

158. Леонов Д. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія / Леонов Д., Льовочкін С., Хоружий С.; за наук. ред. В. М. Федосова. – К.: УІРФР, 2008. – 848 с.

159. Лук'яненко Д. Глобальна економічна інтеграція: монографія / Лук'яненко Д. – К.: ТОВ «Національний підручник», 2008. – 220 с.

160. Луцишин З. Сутність і тенденції розвитку світового фінансового середовища / З. Луцишин // Вісник НБУ. – 2001. – № 4. – с. 46–50.

161. Льовочкін С. Суперечності фінансової теорії і практики в контексті циклічності економічного розвитку / С. Льовочкін, В. Опарін, В. Федосов // Фінанси України. – 2011. – № 5. – с. 3–13.

162. Льовочкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Льовочкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – № 11. – с. 57–71.

163. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика та особливості її реалізації в Україні / І. О. Лютий // Фінанси України. – 2000. – № 1. – с. 20 – 24.

164. Лютий І. О. Депозитний ринок в інвестиційній політиці економічного зростання / І. О. Лютий // Фінанси України. – 2002. – № 5. – с. 3–8.

165. Мальська М. П. Просторові системи послуг (теорія, методологія, практика): [монографія] / Мальська М. П. – К.: Знання, 2009. – 363 с.

166. Мандельброт Б. (Не)послушные рынки: фрактальная революция в финансах / Мандельброт Б., Хадсон Р. Л.; пер. с англ. – М.: Изд. Дом «Вильямс», 2006. – 400 с.

167. Мантенья Р. Введение в эконофизику: корреляция и сложность в финансах / Мантенья Р., Стенли Г.; пер. с англ. – М.: Книжный дом «Либроком», 2009. – 195 с.

168. Маркс К. Полное собрание сочинений: в 50 т. / К. Маркс, Ф. Энгельс. – Соч. 2-е. –М.: Политиздат, 196–. –

Т. 26. – Ч. 2. – 1962. – 551 с.

169. Маршалл А. Принципы экономической науки: в 3 т. / А. Маршалл; [пер. с англ.]. – М.: Прогресс, 1993– . –

Т. 3. – 1993. – 350 с.

170. Маслоу А. Новые рубежи человеческой природы / Маслоу А.[пер. с англ.]. – М.: Смысл, 1999. – 425 с.

171. Международная стандартная отраслевая классификация всех видов экономической деятельности (МСОК). Пересмотренный вариант 3.1. – Нью-Йорк: ООН, 2005. – 252 с.

172. Менар К. Экономика организаций / Менар К.; [пер. с фр.]. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 159 с.

173. Миркин Я. М. Англо-русский толковый словарь по финансовым рынкам. Свыше 13 000 терминов / Я. М. Миркин, В. Я. Миркин. — [2-е изд., доп. и перераб.]. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 778 с.

174. Миркин Я. М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России [Електронный ресурс] / Я. М. Миркин. – Режим доступа: http://journal.econorus.org/jsub.phtml?id=24.

175. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Миркин Я. М. – М.: Перспектива, 1995. – 534 с.

176. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков: в 5 т. / [научно-ред. совет Фетисов Г. Г. (сопред.) [и др.]. – М.: Мысль, 2005–. –

Т. 5. – Кн. 2: Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов. – 2005. – 813 с.

177. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Мишкін Ф. С.; [пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин]. – К.: Основи, 1998. – 963 с.

178. Мищенко В. И. Роль макропруденциальной политики в обеспечении устойчивого развития финансового сектора Украины / В. И. Мищенко // Финансовые проблемы и пути их решения: теория и практика. – СПб.: Изд-во СПб. Политехн. ун-та, 2013. – с. 369–378.

179. Міщенко В.І. Вдосконалення інституційних засад забезпечення стабільності функціонування фінансового сектору України / В. І. Міщенко, В. В. Крилова, М. В. Ніконова та ін. – К.: ЦНД НБУ, 2012. – 87 с.

180. Міщенко В. І. Особливості посткризового реформування фінансового сектору України / В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2010. – № 10. – с. 3–14.

181. Модели посткризисного развития: глобальная война или новый консенсус: [международное исследование (ноябрь2009 – январь 2010)]. – М.: ИнСОР, 2010. – 130 с.

182. Мозговий О. М. Фондовий ринок України / О. М. Мозговий // Фінанси України. – 1996. – № 5. – с. 42–56.

183. Мошенський С. З. Історія ринку цінних паперів України у складі російської імперії (друга половина XIX – початок XX ст.) / С. З. Мошенський // Вісник ЖДТУ. – 2011. – № 4 (58). – с. 354–363. – (Серія «Економічні науки»).

184. Науменкова С. В. Ринок фінансових послуг: навч. посіб. / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К.: Знання, 2010. – 532 с.

185. Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. – К.: Університет банківської справи, Центр наукових досліджень Національного банку України, 2009. – 384 с.

186. Науменкова С. В. Сучасна модель фінансової системи: порівняльний аналіз основних підходів / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 6. – с. 44–56.

187. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua.

188. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

189. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua.

190. Небрат В. В. Генезис финансовых институтов как основа рыночных преобразований: историко-экономический анализ / В. В. Небрат // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37–2. – с. 43–48. – (Серия «Экономическая»).

191. Непран А. В. Взаємодія банківського і нефінансового секторів економіки: стимулювання інвестиційної активності / А. В. Непран // Фінанси України. – 2013. – № 12. – с. 109–121.

192. Новицький В. Є. Інституційне регулювання в умовах кризи: реалії та імперативи / В. Є. Новицький // Економічний часопис – XXI. – 2010. – № 1–2. – с. 9–11.

193. Норт Д. Функционирование экономики во времени. Нобелевская лекция (9 декабря 1993 года) / Д. Норт // Отечественные записки. – 2004. – № 6 (20). – с. 90–101.

194. Об утверждении Методических рекомендаций по порядку проведения анализа и оценки состояния конкурентной среды на рынке финансовых услуг [Электронный ресурс]: Приказ МАП РФ: от 31.03.03 г. № 86.

– Режим доступа: http://news-city.info/akt/zakony-02/tekst-cc-pravitelstvo-moskva/index.htm.

195. Овчинникова О. В. Эволюция российской банковской системы / О. В. Овчинникова, Н. Э. Овчинникова // Финансы и кредит. – 2013. – № 21 (549). – с. 19–28.

196. О государственном регулировании и надзоре финансового рынка и финансовых организаций [Электронный ресурс]: Закон Республики Казахстан: от 04.07.03 г. № 474-II. – Режим доступа: http://www.pavlodar.com/zakon/?dok=02865&all=all.

197. Ожегов С. И. Толковый словарь русского языка: 80 000 слов и фразеологических выражений / С. И. Ожегов, Н. Ю. Шведова; Российская академия наук. Институт русского языка им. В. В. Виноградова. – 4-е изд., доп. – М.: Азбуковник, 1997. – 943 с.

198. О защите конкуренции [Электронный ресурс]: Федеральный закон: от 26.07.06 г № 135-ФЗ. – Режим доступа: http://www.fas.gov.ru/legislative-acts/legislative-acts_9498.html.

199. Олейник А. Институциональная экономика: [учеб. пособие] / Олейник А. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 416 с.

200. Олейник А. «Институциональные ловушки» постприватизационного периода в России / А. Олейник // Вопросы экономики. – 2004. – № 6. – с. 79–84.

201. Олсон М. Возвышение и упадок народов / Олсон М. – Новосибирск: Экор, 1998. – 432 с.

202. Онишко С. В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку: [монографія] / Онишко С. В. – К.: Ін-т екон. прогнозування НАН України, 2004. – 434 с.

203. Опарін В. М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): [монографія] / Опарін В. М. – К.: КНЕУ, 2005. – 240 с.

204. Організаційно-методичні підходи до запровадження в НБУ системи оцінки стійкості фінансової системи: інформаційно-аналітичні матеріали / За

редакцією д.е.н., проф. В. І. Міщенка, к.е.н., доц. О. І. Кірєєва і к.е.н. М. М. Шаповалової – Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 97с.

205. Осецький В. Концептуальні передумови формування фінансової системи в ринковій економіці / В. Осецький, О. Яцунь // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2008. – № 101. – с. 7–9.

206. Осипов Ю. М. Финансомика / Ю. М. Осипов // Философия хозяйства. – 2000. – № 3. – с. 286–290.

207. Основи стійкого розвитку: навч. посіб. / За заг. ред. д.е.н., проф. Л. Г. Мельника. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2005. – 654 с.

208. Пайн II Дж. Б. Экономика впечатлений. Работа – это театр, а каждый бизнес – сцена / Дж. Б. Пайн II, Дж. Х. Гилмор; [пер. с англ.]. – М.: Вильямс, 2005. – 171 с.

209. Пахомов С. Ю. Глобальна конкуренція: нові явища, тенденції та чинники розвитку: [монографія] / Пахомов С. Ю. – К.: КНЕУ, 2008. – 224 с.

210. Пересада А. А. Фінансові інвестиції: підруч. / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К.: КНЕУ, 2006. – 728 с.

211. Податковий кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс: від 02.12.10 р. № 2755-VI. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2755-17.

212. Полтерович В. М. Трансплантация экономических институтов / В. М. Полтерович // Экономическая наука современной России. – 2001. – № 3. – с. 24–50.

213. Примостка Л. О. Вплив кризи на фінансовий стан банків України / Л. О. Примостка // Фінанси, облік і аудит. – 2010. – № 16. – с. 137–145.

214. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс]: ЗУ: від 07.12.2000 р. № 2121-III. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/B_zakon/law_BBD.pdf.

215. Про виплату в 2012 році громадянам України компенсації втрат від знецінення грошових заощаджень, вкладених до 2 січня 1992 р. в установи Ощадного банку СРСР, що діяли на території України, та в облігації Державної

цільової безпроцентної позики 1990 року, державні казначейські зобов'язання СРСР і сертифікати Ощадного банку СРСР, придбані на території Української РСР [Електронний ресурс]: Постанова КМУ: від 23.04.12 р. № 346. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/346-2012-%D0%BF.

216. Про внесення змін до деяких законів України щодо регулювання діяльності банків [Електронний ресурс]: ЗУ: від 15.02.11 р. № 3024-VI. – Режим доступу: http://zakon.nau .ua/doc/?code=3024-17.

217. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо визначення кваліфікованих інвесторів в цінні папери [Електронний ресурс]: проект ЗУ. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=48670.

218. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо врегулювання відносин між кредиторами та споживачами фінансових послуг [Електронний ресурс]: ЗУ: від 22.09.11 р. № 3795-17. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3795-17.

219. Про затвердження Методики розрахунку валового внутрішнього продукту виробничим методом і за доходами [Електронний ресурс]: Наказ Держкомстату: від 08.11.04 р. № 610. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/FIN36819.html.

220. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо складання рахунків сектору фінансових корпорацій за підсекторами [Електронний ресурс]: Наказ Держкомстату України: від 01.12.06 р. № 579. – Режим доступу: http://uazakon.com/documents/date_c0/pg_gbcrsh/index.htm.

221. Про захист прав споживачів [Електронний ресурс]: ЗУ: від 12.05.91 р. № 1023-XII. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1023-12.

222. Про Національний банк України [Електронний ресурс]. – Закон України від 20.05.99, №679-XIV. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=679-14.

223. Про недержавне пенсійне забезпечення [Електронний ресурс]: ЗУ: від 09.07.03 р. № 1057-IV. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=5&nreg=1057-15.

224. Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 15 лютого 2008 р. «Про забезпечення національних інтересів і національної безпеки у сфері приватизації та концептуальні засади їх реалізації» [Електронний ресурс]: Указ Президента України: від 06.03.08 р. № 200/2008. – Режим доступу: http://www.president. gov.ua/documents/7563.html.

225. Про систему гарантування вкладів фізичних осіб [Електронний ресурс]: ЗУ: від 23.02.12 р. № 4452-VI. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/4452-17.

226. Про стратегію реформування системи захисту прав споживачів на ринках фінансових послуг в Україні на 2012–2017 роки [Електронний ресурс]: Проект Указу Президента України. – Режим доступу: http://www.kbs.org.ua/files/513_dod.pdf.

227. Про страхування [Електронний ресурс]: ЗУ: від 07.03.96 р. № 85/96-ВР – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=3&nreg=85%2F96-%E2%F0.

228. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні [Електронний ресурс]: Розпорядження КМУ: від 08.11.07 р. № 976-р. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0.

229. Про схвалення Концепції розкриття інформації на фондовому ринку [Електронний ресурс]: Рішення НКЦПФР: від 26.04.12 р. № 645. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KL121061.html

230. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]: ЗУ: від 12.07.01 р. № 2664. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14.

231. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс]: ЗУ: від 23.02.06 р. № 3480-IV. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15.

232. Пустовійт Р. Ф. Інституційне середовище підприємництва в трансформаційній економіці / Пустовійт Р. Ф. – Черкаси: Брама-Україна, 2006. – 372 с.

233. Реформы глазами американских и российских учёных: [под общ. ред. акад. О. Т. Богомолова]. – М.: Российский экономический журнал – Фонд «за экономическую грамотность», 1996. – 272 с.

234. Решетило В. П. Синергетика потенційного й актуального в становленні і розвитку інституційних систем / В. П. Решетило // Економічна теорія. – 2006. – № 1. – с. 24–39.

235. Рибак С. О. Інституційні реформи фінансової сфери й економічна модернізація: економічна ілюстрація / С. О. Рибак, Л. Л. Лазебник // Економічна теорія. – 2011. – № 1. – с. 37–51.

236. Ризики посткризового розвитку фінансового сектору України: джерела, оцінки, інструменти стабілізації. – К.: НІСД, 2013. – 43 с.

237. Розвиток фінансового сектора та економічне зростання: [монографія / редкол.: А. І. Даниленко (відп. ред.) та ін.]. – К.: НАН України, 2001 – 238 с.

238. Сакс Дж. Экономические реформы в новых рыночных условиях / Дж. Сакс // Проблемы теории и практики управления. – 2005. – № 1. – с. 13–18.

239. Слободчук С. Макет борьбы с коррупцией [Електронний ресурс] / С. Слободук // Профиль. – 2011. –№ 27 (196). – Режим доступу: http://www.profil-ua.com/index.phtml?action=view&art_id=2819.

240. Словник іншомовних слів: 23 000 слів та термінологічних сполучень / [уклад. Л. О. Пустовіт та ін.]. – К.: Довіра, 2000. – 1018 с.

241. Смагін В. Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформації економіки: [монографія] / Смагін В. Л. – К.: КНЕУ, 2008. – 232 с.

242. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов: в 2-х т. / А. Смит. – Л.: Госсоцэкгиз, 1935– . –

Т. 2. – 1935. – 475 с.

243. Современный экономический словарь / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – 5-е изд., перераб. и доп. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 495 с.

244. Сорос Дж. Алхимия финансов; Рынок: как читать его мысли / Сорос Дж.; [пер. с англ.]. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 415 с.

245. Сото Э. де. Иной путь. Невидимая революция в третьем мире / Сото Э. де.; [пер. с англ. Б. Пинскер]. – М.: Gallaxy. 1995. – 320 с.

246. Соціально-економічний стан України: наслідки для народу та держави:[національна доповідь / за заг. ред. В. М. Гейця та ін.]. – К.: НВЦ НБУВ, 2009. – 687 с.

247. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции / Стиглиц Дж.; [пер. с англ. Г. Г. Пирогов]. – М.: Мысль, 2003. – 300 с.

248. Стійкість фінансових ринків України та механізми її забезпечення / [О. І. Барановський, В. Г. Барановська, Є. О. Бублик та ін]; за ред. д-ра екон. наук. О. І. Барановського; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2010. – 492 с.

249. Стратегія захисту прав споживачів і фінансової грамотності в Україні на 2012–2017 рр. Презентація ключових рекомендацій [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.vaks.org.ua/images/news_inform/UA_CPFL_Master_Presentation_Roundtable_Mar21_2012_ukr.pdf

250. Стратегія розвитку фінансового сектора України на період до 2015 року (проект) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ufin.com.ua/koncepcia/002.doc.

251. Структурні реформи економіки: світовий досвід, інститути, стратегії для України: монографія / [Амоша О. І., Аптекар С. С., Білопольський М. Г., Юрій С. І. та ін.]. – ІЕП НАН України, ТНЕУ МОНМС України. – Тернопіль: Економічна думка ТНЕУ, 2011. – 848 с.

252. Тарасевич В. Н. Что такое институт? (опыт институциональной эволюции) / В. Н. Тарасевич // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37–2. – с. 5–20. – (Серия «Экономическая»).

253. Тарасенко О. В. Методологічні підходи до визначення ефективності інституцій / О. В. Тарасенко // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37–2. – с. 37–43. – (Серия «Экономическая»).

254. Теорія фінансів: підруч. / [П. І. Юхименко,В. М. Федосов, Л. Л. Лазебник та ін.]; под ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. – К.: ЦУЛ, 2010. – 576 с.

255. Тиждень [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://tyzhden.ua.

256. Тимофеева З. А. Концептуальные основы исследования экономического содержания финансовой устойчивости банковской системы / З. А. Тимофеева // Финансы и кредит. – 2014. – № 6 (582). – с. 10–19.

257. Ткаченко Н. В. Забезпечення фінансової стійкості страхових компаній: теорія, методологія та практика: монографія / Н. В. Ткаченко; Нац. банк України, Ун-т банк. справи. – Черкаси: Черкаський ЦНТЕІ, 2009. – 570 с.

258. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) / [за ред. академіка НАН України В. М. Гейця]. – К.: Логос, 1999. – 500 с.

259. Угода про партнерство та співробітництво між Україною та європейськими співтовариствами та їх державами-членами [Електронний ресурс]: Угода, ратифікована ЗУ: від 10.11.94 р. № 237/94-ВР-У. – Режим доступу: zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=998_012.

260. Україна. Фінансовий сектор та економіка. Нові стратегічні завдання / [Роу А., Власенко Ю., Жиляєв І. та ін.; ред. А. Роу]. – Вашингтон: Світовий Банк, 2001. – 120 с.

261. Услуги населению. Термины и определения [Электронный ресурс]: Постановление Госкомстата РФ: от 21.02.94 г. № 34 (ГОСТ Р 50646-94). – Режим доступа: tehstandart.com/ГОСТ%20Р%2050646-94.

262. Український центр економічних і політичних досліджень імені Олександра Разумкова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.razumkov.org.ua.

263. Федосов В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Льовочкін // Фінанси України. – 2008. – № 12. – с. 3–21.

264. Федосов В. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: [монографія] / Федосов В., Опарін В., Льовочкін С.; за наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.

265. Финансы СССР: [учеб. / авт. кол. под рук. проф. И. Д. Злобина]. – М.: Финансы, 1967. – 375 с.

266. Финансы СССР: [учеб. / под ред. М. К. Шерменева]. – М.: Финансы, 1977. – 360 с.

267. Фінанси: [підруч. / за ред. С. І. Юрія, В. М. Федосова]. – К.: Знання, 2008. – 611 с.

268. Фонд державного майна України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.spfu.gov.ua.

269. Фролов Д. П. Институты и трансакционные издержки: преодоление квазикоузианской традиции / Д. П. Фролов // JOURNAL OF ECONONIC REGULATION (Вопросы регулирования экономики). – 2011. – Т. 2. – № 4. – с. 5–23.

270. Хейне П. Экономический образ мышления / Хейне П.; [пер. с англ.]. – М.: Дело, 1993. – 704 с.

271. Цивільний кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс: від 16.01.03 р. № 435-IV. – Режим доступу: http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=435-15.

272. Цуканова Н. М. Професіоналам фондового ринку невигідно обманювати клієнтів / Н. М. Цуканова // Фінанси України. – 1996. – № 10. – с. 87–92.

273. Чухно А. А. Становлення еволюційної парадигми економічної теорії: твори: в 3 т. / А. А. Чухно. – К: НАН України, Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка, Наук.-дослід. фін. ін-т при М-ві фін. України. 2007– . –

Т. 3. – 2007. – 712 с.

274. Чухно А. А. Сучасні економічні теорії: підруч. / Чухно А. А., Юхименко П. І., Леоненко П. М.; за ред. А. А. Чухна. – К.: Знання, 2007. – 878 с.

275. Шарп У. Инвестиции / Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.; пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII, 1028 с.

276. Шаститко А. Предметно-методологические особенности новой институциональной экономической теории / А. Шаститко // Вопросы экономики. – 2003. – № 1. – с. 24–41.

277. Шелудько Н. До визначення стійкості комерційного банку / Н. Шелудько // Вісник НБУ. – 2000. – № 3. – с. 40–43.

278. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности / Г. Дж. Шинази. – МВФ: Управление внешних связей, 2005. – 27 с.

279. Школьник І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України: дис. … доктора ек. наук: 08.00.08 / Школьник Інна Олександрівна. – Суми, 2008. – 412 с.

280. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: [монографія] / Школьник І. О. – Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД,. УАБС НБУ, 2008. – 348 с.

281. Шумпетер Й. А. Теория экономического развития / Шумпетер Й.А. – М.: Эксмо, 2007. – 864 с.

282. Юрій С. І. Ринок фінансових послуг як інституційна основа ринкової економіки / С. І. Юрій, О. О. Луцишин // Фінанси України. – 2010. – № 11. – с. 48–59.

283. Юрьев В. Асоциальные тенденции финансово-спекулятивного капитала / В. Юрьев // Экономист. – 2011. – № 9. – с. 59–72.

284. Якубенко В. Д. Базисні інститути у трансформаційній економіці: [монографія] / Якубенко В. Д. – К.: КНЕУ, 2004. – 252 с.

285. Alchian A. Uncertainty, Evolution and Economic Theory / A. Alchian // Journal of Political Economy. – 1950. – Vol. 58 (3). – p. 212–221.

286. Allais M. L'impot sur le capital et la reforme monetaire / Allais M. – Paris: Hermann, 1977. – 370 p.

287. Allen F. Comparing Financial Systems / F. Allen, D. Gale. – Cambridge, MA: MIT Press, 2000. – 519 p.

288. Aslund A. How Ukraine Became a Market Economy and Democracy / Aslund A. – Washington: Peterson Institute, 2009. – 345 p.

289. Bertalanffy L. von. General System Theory / Bertalanffy L. von. – New York: George Braziller, 1969. – 172 p.

290. Block F. Postindustrial Possibilities: A Critique of Economic Discourse / Block F. – Berkeley: University of California, 1992. – 342 p.

291. Boyd J. H. Financial Intermediary-Coalitions / J. H. Boyd, E. C. Prescott // Journal of Economic Theory. – 1986. – № 38. – p. 211–232.

292. Capoglu G. Prices, Profits and Financial Structures: A Post-Keynesian Approach to Competition / Capoglu G. – Aldershot, UK: Edward Elgar, 2001. – 352 p.

293. Carlin W. How Do Financial System Affect Economic Performance? / W. Carlin, C. Mayer. – Oxford: Said Business School-University of Oxford, 1999. – 224 p.

294. Claessens S. Global Banking Regroups / S. Claessens, J. A. Marchetti // Finance&Development. – 2013. – Vol. 50. – № 4. – p. 14–17.

295. Coase R. The Nature of the Firm / Coase R. // Economica. – 1937. – Vol. 4. – № 16. – p. 386–405.

296. Coleman J. S. Foundations of Social Theory / Coleman J. S. – Cambridge, MA: Belknap, 1990. – 993 p.

297. Commons J. Institutional economics / J. Commons // The American economic review. – 1931. – Vol. 21. – P. 468–657.

298. Demirgüç-Kunt A. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets [Електронний ресурс] / A. Demirguc-Kunt, E. Feyen, R. Levin. – Working Paper. – 2012. – № 18004. – Режим доступу: http://www.nber.org/papers/w18004.

299. Demsetz H. Toward Theory of Property Rights / H.Demsetz // American Economic Review. – 1967. – № 57. – p. 349–359.

300. Deutsche Bundesbank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.bundesbank.de.

301. Dodd F. What Are Money Markets? [Електронний ресурс] / F. Dodd // Finance & Development. – 2012 (June). – Vol. 49. – № 2. – Режим доступу: http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2012/06/pdf/basics.pdf.

302. Doing Business [Електронний ресурс]. – Режим доступу: doingbusiness.org.

303. Edelman PR Worldwide [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.edelman.co.uk.

304. Ernst&Young [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ey.com.

305. Eurostat [Електронній ресурс]. – Режим доступу: ec.europa.eu.

306. Financial Stability Board [Електронний ресурс]. – https://www.financialstabilityboard.org.

307. Fischer S. The Importance of Financial Markets in Economic Growth [Електронний ресурс] / S. Fischer. – Режим доступу: http://www.iie.com/fischer/pdf/fischer081103.pdf.

308. Forrester’s Blogs [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://blogs.forrester.com

309. Furubotn E. G. Institution and Economic Theory. The Contribution of the New Institutional Economics / E. G. Furubotn, R. Richter. – Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1998. – 542 p.

310. Germain R. Reforming the international financial architecture the new political agenda / Germain R. – Cardiff: University of Wales Press, 2000. – 34 p.

311. Gerschenkron A. Economic Backwardness in Historical Perspective / Gerschenkron A. – Cambridge Mass.: Harvard University Press, 1962. – 456 p.

312. Goldstein M. En Evaluation of Proposal to Reform the International Financial Architecture / Goldstein M. – Monterey, California, 2000. – 51 p.

313. Granovetter M. Economic Institution as Social Construction: A Framework for Analysis. / M. Granovetter // Acta Sociologika. – 1992. – Vol. 35. – № 1. – p. 3–11.

314. Greenspan A. The Map and the Territory: Risk, Human Nature, and the Future of Forecasting / Greenspan A. – New York: Penguin Press, 2013. – 400 p.

315. Greif A. Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade / Greif A. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 503 p.

316. Gurley J. G. Financial Aspect of Economic Development / Gurley J. G., Shaw E. S. // American Economic Review. – 1955. – Vol. 45. – p. 515–538.

317. Hicks J. R. The Crisis in Keynesian Economics / Hicks J. R. – Oxford: Basic Blackwell, 1974. – 304 p.

318. Hodgson G. M. What Are Institutions? / G. M. Hodgson // Journal of Economic Issues. – 2006. – Vol. 40. – № 1. – p. 1–25.

319. IFSL Research. International Financial Service London [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.thecityuk.com.

320. Judge D. Legislative Institutionalization: A Bent Analytical Arrow / D. Judge // Government and Opposition. – 2003. – Vol. 38. – № 4. – p. 497–516.

321. Kasper W. Institutional economics: social order and public policy / W. Kasper, M. E. Streit. – Cheltenham, UK; Northampton, MA, US: Edward Elgar Publishing, 1998. – 517 p.

322. Keynes J. M. Alternative Theories of the Rate of Interest / J. M. Keynes // Economic Journal. – 1937. – Vol. 47. –№ 186. – p. 241–252.

323. Keynes J. M. The Process of Capital Formation / J. M. Keynes // Economic Journal. – 1939. – Vol. 49. – № 195. – p. 569–574.

324. Khan H. A. Extended Panda`s Thumb and a New Global Financial Architecture / Khan H. A. – Denver: University of Denver Press, 2002. – 37 p.

325. Kindleberger C. P. A Financial History of Western Europe / Kindleberger C. P. – New York: Oxford University Press, 1993. – 524 p.

326. KOF Swiss Economic Institute [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://globalization.kof.ethz.ch.

327. Korvalho F. J. C. Mr. Keynes and Post Keynesians. Principles of Macroeconomics for A Monetary Production Economy / Korvalho F. J. C. – Aldershot: Edward Elgar, 1992. – 233 p.

328. Kovalenko J. The role of information in the functioning of the financial sector / J. Kovalenko // Theory and practice of financial transformations in the conditions of interdependence strengthening of national economics: materials of the international scientific and practical conference. – Irpin: National University of State Tax Service of Ukraine, 2010. – p. 31–33.

329. Kovalenko Y. M. Competitiveness state and financial sector in Ukraine: institutional assessment / Yu. M. Kovalenko // Theorie und Praxis der finanziellen Reformen in einer zunehmenden Fusion der nationalen Volkswirtschaften: Wissenschaftliche Wirtschftskonferenz. – Cologne, 2010. – p. 62–71.

330. Krugman P. The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008 / Krugman P. – N.Y.: W. W. Norton, 2008. – 224 p.

331. Lane J.-E. The New Institutional Politics: Performance and Outcomes / J.-E. Lane, S. Ersson. – London and N.Y.: Routledge, 2000. – 300 p.

332. Levine R. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes / R. Levine, N. Loayza, T. Beck // Journal of Monetary Economics. – 2000. – № 46. – August. – p. 31–77.

333. Liberalizing International Transactions in Services: A Handbook. – Geneva: UNCTAD, World Bank, 1994. – 182 p.

334. Lin J. Y. Toward a Theory of Optimal Financial Structure / J. Y. Lin, X. Sun, Y. Jiang // World Bank Policy Research Working Paper Series. – 2009. – № 5038. – p. 1–29.

335. Lo E. Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview / E. Lo // Financial Analysts Journal. – 2005. – November-December. – p. 16–33.

336. McKinsey&Company [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.mckinsey.com.

337. Menkhoff L. Financial Market Drift: Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy? / Menkhoff L., Tolksdorf N. – Berlin et al.: Springer, 2001. – 234 p.

338. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis: An Interpretation of Keynes and Alternative to «Standard» Theory / Minsky H. P. – London: McMillan, 1983. – 411 p.

339. Modigliani F. Security versus Bank Finance: the Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules / F. Modigliani, E. Perotti // FEEM Working Paper. – 1998. – № 37 (99). – P.1–22.

340. Morck R. Banks and Corporate Control in Japan / R. Morck, M. Nakamura // Journal of Finance. – 1999. – № 54. – p. 319–340.

341. Myrdal G. Value in Social Theory: A Select on Methodology / Myrdal G. – London: Routledge and Kegan Paul, 1958. – 269 p.

342. North D. Economic Performance Through Time / D. North. // The American Economic Review. – 1994. – № 3. – p. 359–368.

343. North D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance / North D. – New York: Cambridge University Press, 1990. – 179 p.

344. On markets in financial instruments amending [Електронний ресурс]: Directive of the European Parliament and of the Council: of 21.04.04 № 2004/39/EC. – Режим доступу: http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf.

345. On the coordination of laws, regulation and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) [Електронний ресурс]: Council Directive: of 20.12.85 № 85/611/EEC. – Режим доступу: http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_85_611.PDF.

346. Oura H. Banks on the Treadmill [Електронний ресурс] / H. Oura, L. Schumacher // Finance&Development. – 2013. – Vol. 50. – № 2. – Режим доступу: http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/oura.htm.

347. Patat J.-P. La Stabijite financiere, nouvelle urgence / J.-P.Patat // Problemes economique. – P., 2001. – № 2703. – p. 22–27.

348. PricewaterhouseCoopers [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pwc.com.

349. Rajan R. G. Banks and Markets: the Changing Character of European Finance [Електронний ресурс] / R. G. Rajan, L. Zingales // National Bureau of Economic Research Working Papers – 2003. – № 9595. – Режим доступу: http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/zingales_comp.pdf.

350. Rajan R. G. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the 20th Century [Електронний ресурс] / R. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – Vol. 69. – Режим доступу: http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/reversal.pdf.

351. Ross L. Finance and Growth: Theory and Evidence / L. Ross // Working Papers. – 2004. – № 10766. – p. 865–934.

352. Rybczinski T. M. Industrial Finance System in Europe, US and Japan / T. M. Rybczinski // Journal of Economic Behavior and Organization. – 1984. – № 5. – p. 11–21.

353. Shapiro C. Information Rules: Strategic Guide to the Network Economy / Shapiro C., Varian H. – Boston, Mass: Harvard Business School Press, 1999. – 352 p.

354. Shleifer A. The noise trader approach to finance / A. Shleifer, H. L. Summers // The Journal of Economic Perspectives. – 1990. – Vol. 4. – Issue 2. – p. l9–33.

355. Siebert H. Towards Global Competitions: Catalyst and Constraints / H. Siebert, H. Klodt // Kiel, Institute of World Economics Working Paper. – 1998. – № 897. – p. 305–345.

356. Standard & Poor`s [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.standardandpoors.com.

357. Stiglitz J. E. Credit Markets and the Control of Capital / J. E. Stiglitz // Journal of Money, Credit and Banking. – 1985. – № 17. – p. 133–152.

358. Stiglitz J. E. Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy / Stiglitz J. E. – New York: W.W. Norton & Co., 2010. – 361 p.

359. Stiglitz J. E. Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress [Електронний ресурс] / J. E. Stiglitz, A. Sen, J.-P. Fitoussi. – Режим доступу: stiglitz-sen-fitoussi.fr›en.

360. Stiglitz J. More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus [Електронний ресурс] / J. Stiglitz // Helsinki, NU/WIDER. – 1998. – Vol. 2. – Режим доступу: http://www.wider.unu.edu/publications/annual-lectures/en_GB/AL2.

361. System of National Accounts 1993–1993 SNA [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna1993.asp.

362. System of National Accounts 2008–2008 SNA [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/sna2008.asp.

363. Taleb N. N. Antifragile: Things That Gain from Disorder / Taleb N. N. – New York: Random House, 2012. – 713 p.

364. Taylor T. Economics And Morality / T. Taylor // Finance&Development. – 2014. – Vol. 51. – № 2. – p. 34–38.

365. The European Bank Reconstruction and Development [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ebrd.com.

366. The European Central Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ecb.int.

367. The Federal Deposit Insurance Corporation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www2.fdic.gov/sdi/index.asp.

368. The Federal Reserve System (FRS) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.federalreserve.gov.

369. The Global Competitiveness Report. World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness/index.html.

370. The Index of Economic Freedom [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.heritage.org/index.

371. The International Monetary Fund (IMF) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.imf.org.

372. The Monetary International Fund [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

373. The Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.oecd.org.

374. The Transparency International [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.transparency.org.

375. The United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://unctad.org.

376. The United States Agency for International Development(USAID) / Ukraine [Електронний ресурс]. – Режим доступу: ukraine.usaid.gov/ukr.

377. The World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://worldbank.org.

378. The World Economic Forum [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.welforum. org.

379. The World Federation of Exchanges members [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.world-exchanges.org/member-exchanges.

380. The World Trade Organization [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.wto.org.

381. Tuomela R. The importance of Us: A Philosophical Study of Basic Social Notions / Tuomela R. – Stanford: Stanford University Press, 1995. – 470 p.

382. Wallis J. Measuring the Transaction Sector in American Economy, 1870 – 1970 / J. Wallis, D. North // Long-term factors in American Economic Growth. The Income and Wealth Series. – 1986. – Vol. 51. – p. 95–148.

383. Weber M. The Protestant Ethic and the Spirit of Capitalism / Weber M. – NJ: Prentice-Hall Inc., 1958. – 292 p.

384. Weinstein D. E. On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan / D. E. Weinstein, Y. Yafeh // Journal of Finance. – 1998. – № 53. – p. 635–672.

385. Wessel D. Lessons Frothed Housing Bubble / [Електронний ресурс] / D. Wessel / Wall Street Journal. – 2008. – May, 28 – Режим доступу: http://online.wsj.com/article/capital.html.

386. Williamson O. The Economic Institution of Capitalism. Firms, Markets, Relation Contracting / Williamson O. – New York: Free Press, 1985. – 443 p.

387. Winkler A. Financial Development, Economic Growth and Corporate Governance / A. Winkler // Working Paper Series: Finance & Accounting. – Frankfurt am Main: Johann Wolfgang Goethe-Universitat., 1998. – № 12. – p. 1–54.

388. Wray L. R. The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach / L. R. Wray // Cambridge Journal of Economics. – 2009. – Vol. 33. – № 4. – p. 807–827.

389. Wurgler J. Financial markets and the allocation of capital / J. Wurgler // Yale International Center for Finance Working Paper. – 1999. – № 99 (8). – p. 1–39.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Широке трактування фінансової системи

Ланки / Джерела	Державні фінанси	Державний кредит	Муніципальні фінанси	Фінанси підпр. / суб'єктів господар.	Фінанси домогосп. / населення	Міжнародні фінанси	Фінансовий ринок	Страхування	Фінанси НКО	Фінанси фін. посередників
І. Горлов (1841)	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–
О. Александров (1953)	+	–	–	–	–	–	–	+	–	–
М. Шерменьов та ін. (1977)	+	–	–	+	–	–	–	+	+	–
Дж. Сакс	+	–	–	–	–	–	–	–	–	+
Т. Степанкова (1998) Г. Башнянин (1999)	+	–	–	+	+	–	–	–	–	–
В. Сенчагов, А. Архипов та ін. (1999)	+	–	–	+	–	–	–	–	–	–
С. Лушин, В. Слепов та ін. (2000)	+	–	+	+	+	–	–	–	+	–
М. Романовський, О. Врублевська, Б. Сабанті та ін. (2000)	+	+	+	+	–	–	–	–	+	+
А. Бабич, Л. Павлова (2000)	+	–	+	+	+	–	–	+	–	–
О. Василик (2000)	+	+	–	+	+	–	+	+	–	–
Л. Дробозіна та ін. (2002)	+	+	–	+	–	–	–	+	–	–
О. Кириленко (2002)	+	–	+	+	+	–	+	+	–	–
В. Федосов, В. Опарін, С. Льовочкін (2002)	+	–	–	+	–	+	+	+	–	–
В. Ковальов та ін. (2004)	+	+	+	+	+	–	–	–	–	+
В. Опарін (2005)	+	–	–	+	–	+	–	+	–	–
С. Льовочкін, В.Опарін, В. Федосов С. Юрій (2008)	+	–	–	+	+	+	+	+	–	–
І. Школьник (2008)	+	+	–	+	+	–	+	+	–	–

Джерело. Складено на основі [97].

Таблиця А.2

Вузьке трактування фінансової системи

Джерела	Зміст
Х. Мінські (1992)	Фінансові посередники
Ф. Мишкін (1998) Д. Кидуелл, Р. Петерсон і Д. Блекуелл (2000) Р. Габбард (2004)	Ринки та інститути, які є посередниками між заощадниками та позичальниками
М. Крупка (2001)	Інфраструктура різних фін. інститутів, які здійснюють фінансові операції і одночасно є суб'єктами і об'єктами управління фінансами
А. Грязнова та ін. (2002)	Фінансові інститути (організації, установи, які здійснюють і регулюють фінансову діяльність, Мінфін, казначейство, центральний банк, податкова інспекція, фондові і валютні біржі, фінансово-кредитні установи) і фінансові інструменти, що створюють необхідні умови перебігу фінансових процесів
В. Федосов, В. Опарін і С. Льовочкін (2002)	Фінансові органи і фінансові інституції, що забезпечують організацію і здійснення фінансової діяльності різних інституцій
С. Шклярук (2003)	Різноманітні фінансові ринки і різноманітні інститути, що сформувались і функціонують під впливом державної політики конкретної країни і інтернаціоналізації господарських зв'язків з використанням різноманітних інструментів і способів регулювання
В. Опарін (2005)	Взаємопов'язані елементи, які мають досить чіткі відмінності в організації
Н. Стукало (2006)	Система використання відповідними інститутами та іншими суб'єктами фінансових відносин інструментів на фінансових ринках на рівні домогосподарств, підприємств, держави, міждержавному та глобальному рівнях
С. Льовочкін, В. Опарін і В. Федосов (2008)	Фінансові органи і фінансові інституції, що забезпечують функціонування окремих складових фінансів
Я. Миркін (2008) Л. Алексеєнко, В. Олексієнко та А. Юркевич (2000)	Фінансові посередники, які забезпечують перерозподіл та ефективне використання вільних фінансових ресурсів, звертаючись до широкого кола фінансових інструментів і різноманітних ринків
С. Юрій, В. Федосов та ін. (2008)	Фінансові органи (Мінфін, ДПС, Рахункова палата ВРУ, Державне казначейство, Контрольно-ревізійна служба) та інституції, які здійснюють управління грошовими потоками та фондами грошових коштів, банківські і небанківські фінансові установи, фондові і валютні біржі, страхові компанії, інвестиційні фонди тощо
З. Боді та Р. Мертон (2008)	Ринки та інші інститути, що використовуються для укладання фінансових угод, обміну активами і ризиками: ринки акцій, облігацій та інших фінансових інструментів, фінансових посередників (банки і страхові компанії), фірми, які пропонують фінансові послуги (фінансово-консультаційні компанії), і органи, які регулюють діяльність усіх цих установ
С. Науменкова та С. Міщенко (2009)	Усі фінансові органи та інститути, які беруть участь в управлінні фінансовими потоками

Джерело. Складено на основі [97]..

Додаток Б

Таблиця Б.1

Структуризація фінансового сектору за системами національних рахунків

СНР'93	СНР'2008
1. Центральний банк: центральний банк; валютні ради або незалежні валютні органи, які здійснюють емісію нац. валюти; державні центральні грошові агентства	**I. Фінансові посередники** **1. Центральний банк** Національний центральний банк; валютні ради або незалежні валютні органи; центральні грошові агентства **2. Корпорації, що приймають депозити, крім центрального банку** Комерційні, універсальні і багатоцільові банки; ощадні банки (включаючи попечительські ощадні банки, ощадні і позичкові асоціації); поштові і жиро-банки; сільські і сільськогосп. кредитні банки; кооперативні кредитні банки, кредитні спілки; спеціаліз. банки або інші фін. корпорації, які приймають депозити або випускають аналоги депозитів **3. Фонди грошового ринку (MMFs)** **4. Інвестиційні фонди негрошового ринку** **5. Інші фін. посередники, крім страхових корпорацій і пенсійних фондів** Фін. корпорації, які займаються трансформацією активів в цінні папери; дилери з цінних паперів і похідних; фін. корпорації, що займаються кредитуванням, включаючи фін. асоціації підприємств роздрібної торгівлі, які можуть нести відповідність за фін. лізинг і за особисті або комерційні фінанси; центр. клірингові контрагенти; спеціаліз. фін. корпорації, які забезпечують: короткостр. фінансування корпоративних злиттів і поглинань, фірми з фінансування експорту та імпорту; факторингові компанії; фірми венчурного капіталу і розвитку **II. (6) Допоміжні фінансові корпорації** Страхові брокери, оцінщики збитків і вимог, консультанти зі страхування і пенсійного забезпечення; брокери із позичок і цінних паперів, інвестиційні консультанти тощо; андерайтери; корпорації, основна функція яких полягає у наданні гарантій шляхом індосаменту векселів чи подібних інструментів; корпорації, які спеціалізуються на операціях з похідними інструментами та інструментами хеджування (не випускають їх); корпорації, які забезпечують інфраструктуру фін. ринків; управляючі пенсійних, взаємних фондів тощо; фондові і страхові біржі; пункти обміну іноземних валют; НКО – незалежні юридичні особи, що обслуговують фін. корпорації; головні офіси фін. корпорацій, які займаються контролем фін. корпорацій або груп фін. корпорацій, але самі не здійснюють операції фін. корпорацій; центр. контролюючі органи фін. посередників і фін. ринків, якщо вони є окремими інституційними одиницями **III. Інші фінансові корпорації** **7. Кептивні фінансові установи і лихварі** Довірчі товариства, холдингові корпорації, спеціаліз. дочірні фірми, які заробляють капітал на відкритих ринках для материнських компаній; підрозділи, які надають фін. послуги за власні або надані кошти клієнтам і несуть ризики неповернення позички: лихварі; корпорації-кредитори, які надають позички студентам, експортно-імпортні позички за рахунок спонсорів, таких як органи державного управління або нефін. корпорації; ломбарди **8. Страхові корпорації** **9. Пенсійні фонди**
2. Інші депозитні корпорації Комерційні банки; інвест. банки; ощадні банки; іпотечні банки; сільські і сільськогосподарські банки; ощадно-позикові асоціації; будівельні товариства; кредитні спілки і кредитні кооперативи; компанії, що випускають дорожні чеки і в основному займаються діяльністю, яка властива фін. корпораціям	
3. Інші фінансові посередники, крім СК і НПФ Фін. компанії; фін. лізингові компанії; інвестиційні пули; андерайтери цінних паперів і дилери; компанії спеціального призначення або компанії-носії; посередники, які спеціалізуються на операціях з похід. цінними паперами; спеціалізовані фін. посередники (холдинг. корпорації; фірми з фінансування експорту і імпорту; факторинг. компанії; фірми венчур. капіталу і розвитку; ломбарди)	
4. Страхові корпорації та пенсійні фонди Страхові корпорації і квазікорпорації-резиденти; автономні пенсійні фонди-резиденти	
5. Допоміжні фінансові одиниці Публічні біржі і ринки цінних паперів (біржі; депозитарії; облікові і клірингові органи; СРО); брокери і агенти; корпорації, які здійснюють обмін валют; корпорації, які надають фін. гарантії; страхові і пенсійні допоміжні одиниці; інші допоміжні фін. одиниці	

Джерело. Складено на основі [361; 362].

Таблиця Б.2

Статистична класифікація фінансової та страхової діяльності (секція К)

64. Надання фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення						**65. Страхування, перестрахування та НПЗ, крім обов'язкового соц. страхування**			**66. Допоміжна діяльність у сферах фінансових послуг і страхування**						
64.1. Грошове посередництво		**64.2. Діяльність холдингових компаній**	**64.3. Трасти, фонди та подібні фін. суб'єкти**	**64.9. Надання інших фін. послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення**			**65.1. Страхування**	**65.2. Перестрахування**	**65.3. Недержавне пенс. забезпечення**	**66.1. Допоміжна діяльність у сфері фін. послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення**			**66.2. Допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення**			**66.3. Управління фондами**
64.11. Діяльність центрального банку	64.19. Інші види грошового посередництва	64.20. Діяльність холдингових компаній	64.30. Трасти, фонди та подібні фінансові суб'єкти	64.91. Фінансовий лізинг	64.92. Інші види кредитування	64.99. Надання інших фінансових послуг (крім страхування та пенсійного забезпечення)	65.11. Страхування життя	65.12. Інші види страхування, крім страхування життя	65.20. Перестрахування	65.30. Недержавне пенсійне забезпечення	66.11. Управління фінансовими ринками	66.12. Посередництво за договорами по цінних паперах або товарах	66.19. Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	66.21 Оцінювання ризиків та завданої шкоди	66.22. Діяльність страхових агентів і брокерів	66.29. Інша допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення	66.30. Управління фондами

Джерело. Складено на основі [73]..

Таблиця Б.3

Пропозиції до Класифікації видів економічної діяльності України у частині фінансової діяльності

РОЗДІЛ К	Найменування
64	**Надання фінансових послуг, окрім страхування та пенсійного забезпечення**
64.1	**Грошове посередництво**
64.11	**Діяльність НБУ**
64.11.1	Розробка і проведення єдиної державної грошово-кредитної політики
64.11.11	Здійснення емісії готівкових грошей і організація готівкового грошового обігу
64.11.12	Організація системи рефінансування
64.11.13	Інша діяльність НБУ
64.19	**Інше грошове посередництво**
64.19.1	Грошове посередництво комерційних та інших банківських установ
64.19.2.	Діяльність, пов'язана з поштовими безготівковими розрахунками
64.2	**Діяльність холдингових компаній**
64.20	**Діяльність холдингових компаній**
64.3	**Діяльність довірчих товариств, інститутів спільного інвестування, пенсійних та інших фондів**
64.30	**Діяльність довірчих товариств, інвестиційних та інших фондів**
64.30.1	Діяльність довірчих товариств
64.30.2	Діяльність інвестиційних фондів
64.30.9	Діяльність інших фондів
64.9	**Надання інших фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення**
64.91	**Фінансовий лізинг**
64.92	**Інші види кредитування**
64.92.1	Надання споживчих кредитів
64.92.2	Надання позик промисловості
64.92.3	Надання грошових позичок під заставу нерухомого майна
64.92.4	Надання кредитів на придбання будинків спеціалізованими установами, які не приймають депозити
64.92.5	Надання послуг із забезпечення кредитних карток
64.92.6	Надання ломбардами короткострокових кредитів під заставу рухомого майна
64.92.7	Надання послуг з факторингу
64.99	**Надання інших фінансових послуг (крім страхування та пенсійного забезпечення)**
64.99.1	Вкладення в цінні папери
64.99.2	Операції з фінансовими інструментами, які виконуються дилерами за власний рахунок
64.99.3	Емісійна діяльність
64.99.4	Операції з іпотечними активами з метою емісії іпотечних цінних паперів
64.99.5	Операції з дорогоцінними металами на фінансових ринках
64.99.6	Вкладення у власність
65	**Страхування, перестрахування та недержавне пенсійне забезпечення, крім обов'язкового соціального страхування**
65.1	**Страхування**
65.11	**Страхування життя**
65.12	**Інші види страхування, крім страхування життя**
65.12.1	Добровільне медичне страхування
65.12.2	Страхування майна

Продовження табл. Б.3

65.12.3	Страхування відповідальності
65.12.4	Страхування від нещасних випадків і хвороб
65.12.5	Страхування фінансових ризиків
65.12.9	Інші види страхування
65.2	**Перестрахування**
65.20	**Перестрахування**
65.3	**Недержавне пенсійне забезпечення**
65.30	**Недержавне пенсійне забезпечення**
66	**Допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг**
66.1	**Допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення**
66.11	**Управління фінансовими ринками**
66.11.1	Діяльність фондових і валютних бірж
66.11.11	Діяльність з організації торгівлі на фінансових ринках
66.11.12	Діяльність із забезпечення ефективності функціонування фінансових ринків
66.11.13	Діяльність із визначення взаємних зобов’язань (кліринг)
66.11.19	Інша діяльність, пов’язана з управлінням фінансовими ринками
66.12	**Посередництво за договорами по цінних паперах або товарах**
66.12.1	Брокерська діяльність
66.12.2	Діяльність з управління цінними паперами
66.12.9	Інше посередництво за договорами по цінних паперах або товарах
66.19	**Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення**
66.19.1	Надання брокерських послуг за іпотечними операціями
66.19.2	Надання послуг пунктами з обміну валют
66.19.3	Консультування з питань фінансового посередництва
66.19.4	Депозитарна діяльність
66.19.41	Діяльність зі зберігання цінних паперів
66.19.42	Діяльність депозитаріїв цінних паперів
66.19.5	Адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах
66.2	**Допоміжна діяльність у сфері страхування і пенсійного забезпечення**
66.21	**Оцінювання ризиків та завданої шкоди**
66.22	**Діяльність страхових агентів і брокерів**
66.29	**Інша допоміжна діяльність у сфері страхування і пенсійного забезпечення**
66.3	**Управління фондами**
66.30	**Управління фондами**
66.30.1	Управління активами інститутів спільного інвестування
66.30.2	Управління активами недержавних пенсійних фондів
66.30.3	Управління майном для фінансування об’єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю
66.30.9	Управління іншими фондами

Джерело. Складено автором.

Таблиця Б.4

Кількість корпорацій і некомерційних організацій у фінансовому секторі Україні

Фінансові корпорації	2001	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Депозитні фінансові посередники										
Банки діючі	153	165	170	175	184	182	175	178	176	180
з іноземним капіталом	28	23	35	47	53	51	55	53	53	49
Кредитні спілки	1100	725	764	800	829	755	659	610	617	624
Недепозитні фінансові посередники										
Інститути спільного інвестування	–	284	519	834	1081	1094	1034	1090	1311	1296
Недержавні пенсійні фонди	110	54	79	96	110	108	101	97	94	81
Страхові компанії	328	403	411	446	469	450	456	442	414	407
Інші кредитні установи	–	2	3	7	20	32	42	48	61	85
Юридичні особи публічного права	–	13	14	27	29	29	29	30	30	30
Фінансові компанії	–	98	116	170	193	221	221	251	312	377
Дилери з цінних паперів і похідних*	–	–	66	342	122	163	324	260	232	101
Особи, що провадять клірингову діяльність	–	–	–	–	–	–	–	–	–	1
Допоміжні фінансові корпорації										
Біржі і ТІС	8	10	10	9	11	10	10	10	10	10
Андерайтери	–	–	36	197	72	83	163	83	52	32
Депозитарії	–	1	2	2	2	3	2	2	2	1
Депозитарні установи	–	-	-	-	-	-	-	-	-	319
Реєстратори	357	361	354	372	380	367	297	188	134	-
Зберігачі	84	161	180	214	256	297	372	384	369	-
Брокери з цінних паперів	–	–	117	348	122	158	328	259	245	111
Управляючі цінними паперами	–	–	–	–	88	37	66	37	26	22
КУА	–	159	224	326	411	389	361	360	358	349
Адміністратори НПФ					34	35	43	40	37	28
Страхові і перестрахові брокери	–	81	75	68	64	61	61	60	60	62
Аварійні комісари	–	–	–	–	–	–	–	50	203	370
Актуарії	–	–	–	–	–	–	–	17	23	28
Рейтингові агентства	3	6	6	7	7	7	7	7	7	
Бюро кредитних історій	–	1	3	3	4	5	6	7	7	8
Саморегулівні організації	11	14	12	11	10	3	3	3	3	3
Об'єднання професійних учасників	–	–	–	–	–	–	–	–	–	7
Інші фінансові корпорації										
Довірчі товариства	–	–	–	1	2	2	2	2	2	2
Ломбарди	45	322	315	303	344	373	426	456	473	479

* Для професійних учасників ринку цінних паперів – кількість виданих і переоформлених ліцензій

Джерело. Складено на основі [187; 188; 189].

Додаток В

Таблиця В.1

Внесок галузей економік країн світу у ВВП у 2010–2013 рр., %

Галузі / Країни	Сільське господарство				Добувна промисловість				Обробна промисловість				Сфера послуг			
	2013-2014	2012-2013	2011-2012	2010-2011	2013-2014	2012-2013	2011-2012	2010-2011	2013-2014	2012-2013	2011-2012	2010-2011	2013-2014	2012-2013	2011-2012	2010-2011
Канада	2	2	2	2	12	14	14	16	20	18	18	16	66	67	67	66
Китай	10	10	10	11	30	32	34	34	17	12	12	14	43	46	43	40
Чеська Республіка	2	2	2	3	31	23	23	25	8	14	14	13	60	60	60	60
Естонія	4	3	3	3	18	17	17	17	12	12	12	12	65	68	68	68
Фінляндія	3	3	3	3	19	18	18	24	10	10	10	9	68	65	65	65
Франція	2	2	2	2	11	11	11	12	8	8	8	9	79	79	79	78
Німеччина	1	1	1	1	21	19	19	24	7	7	7	6	71	73	73	69
Гонконг, Китай	0	0	0	0	2	2	2	3	6	6	6	5	93	92	92	92
Угорщина	4	4	4	4	23	22	22	22	8	8	8	8	65	66	66	66
Італія	2	2	2	2	1	6	16	18	9	9	9	9	73	73	73	71
Японія	1	1	1	1	19	20	21	20	8	8	8	78	71	71	71	69
Казахстан	5	5	6	6	13	12	11	13	32	31	29	31	50	52	53	51
Латвія	4	4	3	3	12	12	10	11	10	10	11	12	74	74	77	74
Молдова	13	10	10	11	12	12	12	14	0	0	0	1	74	78	77	74
Польща	4	4	4	5	18	16	16	17	13	14	14	14	65	66	66	65
Російська Федерація	4	5	5	5	16	15	15	18	20	18	18	19	59	62	62	58
Україна	**8**	**8**	**8**	**18**	**8**	**18**	**18**	**23**	**14**	**11**	**11**	**14**	**60**	**62**	**62**	**55**
Великобританія	1	1	1	1	11	11	11	13	10	10	10	10	78	78	78	76
США	1	1	1	1	13	13	13	14	7	8	8	8	79	77	77	77

Джерело. Складено на основі [378].

Таблиця В.2

Найбільші експортери та імпортери фінансових послуг у 2005–2012 рр.

Країна	Частка у 10 економіках у 2011, %	Обсяг, млрд дол.			Річні зміни, %			
		2010	2011	2012	2005-11	2010	2011	2012
Експорт								
ЄС (27)	53,0	134,3	153,4	146,7	9	2	14	–8
США	24,7	61,1	65,3	72,3	11	6	10	–2
Швейцарія	5,7	18,0	17,0	16,1	3	–2	8	–6
Гонконг	4,9	13,1	15,3	14,4	15	16	16	–1
Сінгапур	5,0	12,2	14,1	14,8	22	31	16	0
Індія	2,1	6,0	6,4	5,5	33	64	7	–11
Японія	1,4	3,6	4,1	4,7	–3	–25	14	13
Канада	1,3	3,3	3,7	3,8	11	31	14	1
Корея	1,1	2,7	3,4	3,2	13	20	24	–6
Бразилія	0,9	–	2,7	2,7	32	32	28	1
	100,0	259,5	299,4	284,2	–	–	–	–
Імпорт								
ЄС (27)	62,2	61,6	72,4	67,7	6	6	18	–8
США	13,7	13,8	15,1	15,6	3	2	9	–3
Індія	6,9	6,8	8,2	5,4	51	81	21	–34
Канада	3,7	3,7	3,5	4,3	6	–2	–4	–2
Гонконг	3,3	3,5	4,0	4,1	20	7	13	5
Японія	2,8	3,1	3,4	3,2	3	3	6	–4
Сінгапур	2,6	2,4	2,6	3,0	21	17	10	–1
Швейцарія	1,6	1,7	1,9	1,7	10	–9	10	–11
Росія	–	1,7	1,7	–	14	16	1	–
Бразилія	1,5	1,7	1,8	2,0	18	4	6	9
	100,0	100,0	118,3	109,2	–	–	–	–

Джерело. Складено і розраховано на основі [380].

Таблиця В.3

Найбільші експортери та імпортери страхових послуг у 2005–2012 рр.

Країна	Частка у 10 економіках у 2011, %	Обсяг, млрд дол.			Річні зміни, %			
		2010	2011	2012	2005-11	2010	2011	2012
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Експорт								
ЄС (27)	59,0	38,8	52,6	54,7	15	–1	2	4
США	17,4	14,6	15,5	16,6	13	1	5	7
Швейцарія	6,7	4,9	5,7	5,8	9	–12	15	1
Канада	6,0	4,4	2,0	1,8	–	10	5	–7
Сінгапур	3,9	2,8	3,0	3,0	15	18	–29	1
Мексика	2,5	1,8	2,3	2,2	7	15	24	–2
Індія	2,4	1,8	2,6	2,2	18	17	44	–13
Китай	2,4	1,7	3,0	3,3	33	8	94	10
Японія	1,7	1,3	1,6	–0,4	11	47	29	–
Бахрейн	1,7	0,9	0,3	–	–	6	–61	–
	100,0	73,1	77,5	90,4	–	–	–	–

Продовження табл. В.3

Імпорт								
1	2	3	4	5	6	7	8	9
США	39,4	61,8	56,6	53,3	12	–3	–7	–6
ЄС (27)	25,5	12,2	36,6	33,0	6	12	14	–10
Китай	13,7	15,8	19,8	20,6	18	39	25	4
Японія	4,7	6,8	6,8	7,4	23	32	0	9
Канада	3,3	6,2	4,7	4,4	–	8	10	–7
Індія	4,2	5,0	6,0	6,3	17	24	21	3
Сингапур	3,1	3,5	4,5	4,5	15	31	–7	0
Мексика	2,8	2,6	4,1	4,1	10	–18	56	0
Таїланд	1,9	2,1	2,8	3,1	12	31	25	11
Саудівська Аравія	1,4	1,7	1,9	2,3	26	11	17	18
	100,0	1395	143,8	139,0	–	–	–	–

Джерело. Складено і розраховано на основі [380].

Таблиця В.4

Питома вага регіонів світу у загальному обсязі експорту фінансових і страхових послуг у 2000–2012 рр., %

Ранг	Регіон	2000	2005	2010	2011	2012
Фінансові послуги						
1	Європа	61,5	61,1	55,8	55,7	54,4
	ЄС (27)	н.д.	52,5	49,0	49,5	48,2
2	СНД	0,2	0,3	0,6	0,5	0,7
3	Північна Америка	23,2	23,4	23,1	24,8	24,9
4	Азія	11,9	12,6	12,4	15,5	16,1
5	Південна і Центральна Америка	0,9	0,7	1,3	1,5	1,6
6	Африка	н.д.	0,8	н.д.	0,7	0,7
7	Ближній Схід	н.д.	н.д.	н.д.	1,3	0,7
	Весь світ	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Страхові послуги						
1	Європа	н.д.	54,6	57,5	54,2	62,0
	ЄС (27)	н.д.	46,2	50,4	46,1	55,0
2	СНД	н.д.	0,8	1,0	0,8	1,0
3	Північна Америка	н.д.	25,0	24,8	25,9	2,0
4	Азія	н.д.	12,1	12,1	14,5	12,0
5	Південна і Центральна Америка	н.д.	2,7	1,7	2,1	2,0
6	Африка	н.д.	2,3	н.д.	1,2	1,0
7	Ближній Схід	н.д.	н.д.	н.д.	1,4	2,0
	Весь світ	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Джерело. Складено і розраховано на основі [380].

Додаток Г

Таблиця Г.1

Класифікатори фінансових послуг

Керівництво зі статистики міжнародної торгівлі послугами **(фінансові послуги)**	**Угода про партнерство та співробітництво між Україною та європейськими співтовариствами та їх державами-членами (фінансові послуги)**	**Генеральна угода про торгівлю послугами** **(фінансові послуги)**	**ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»**
Страхові послуги *Страхування життя і пенсійне забезпечення* *Страхування вантажів* *Інші види прямого страхування* *Перестрахування* *Страхові послуги, допоміжні послуги*	**Усі види страхування та послуги, що надаються у зв'язку із страхуванням** *Пряме страхування (включаючи сумісне страхування):* страхування життя; інші види страхування *Повторне страхування і ретроцесія* *Посередництво у галузі страхування (*брокерство та консультативні послуги) *Допоміжні послуги в галузі страхування* (консультативні, актуарні, послуги щодо оцінки ризику та врегулювання претензій)	**Страхові послуги та ті, що пов'язані зі страхуванням** *Пряме страхування (зокрема спільне страхування):* життя; не пов'язане зі страхуванням життя *Перестрахування і передача частини операцій* *Страхове посередництво* (брокерське і агентське) *Допоміжні послуги щодо страхування* (консультаційні, актуарні, оцінка ризику та послуги щодо врегулювання претензій)	*Послуги у сфері страхування та у системі накопичувального пенсійного забезпечення*
Банківські та інші фінансові послуги *Послуги з фінансового посередництва, окрім інвестиційних послуг банків, послуг зі страхування і пенсійного забезпечення: п*рийняття від населення депозитів та інших коштів, що належать до сплати; кредитування усіх видів, зокрема споживчий кредит, заставний кредит, факторинг і фінансування	**Банківські та інші фінансові послуги (крім страхування)** *Приймання вкладів та інших виплачуваних коштів від населення* *Усі види кредитування,*	**Банківські та інші фінансові послуги (за винятком страхування)** *Прийом від населення депозитів та інших грошових коштів, що належать до сплати*	Банківські та інші фінансові послуги, зщо надаються відповідно ЗУ «Про банки і банківську діяльність» *Залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо*

комерційних угод; фінансовий лізинг; гарантії і зобов'язання; операції з управління активами; консультаційне посередництво та інші доп. фін. послуги *Інвестиційні послуги банків:* операції з управління активами *Послуги зі злиття-поглинання:* гарантії і зобов'язання; операції з управління активами *Послуги, пов'язані з корпоративними фінансами і венчурним капіталом:* гарантії і зобов'язання; операції з управління активами; *Інші банківські інвестиційні послуги:* гарантії і зобов'язання; операції з управління активами *Послуги за брокерськими операціями з цінними паперами:* операції на валютній біржі, на позабіржовому ринку цінних паперів або іншим чином – переказні цінні папери; участь у випусках усіх видів цінних паперів	зокрема споживчий кредит, заставний кредит, факторинг та фінансування комерційних операцій *Фінансовий лізинг* *Усі послуги щодо розрахунків та переказів,* зокрема кредитні виплати та дебітові картки, дорожні чеки та банківські тратти *Гарантії та зобов'язання* *Продаж за свій рахунок або за рахунок клієнтів на біржі або поза біржею або в інший спосіб такого:* грошові ринкові інструменти (чеки, векселі, депозитні сертифікати тощо), валюта, похідні товари; інструменти щодо курсу валюти та відсоткових ставок, переказні цінні папери, інші кредитно-грошові активи	*Видача позик усіх видів,* зокрема споживчих позик, позик під заставу, факторинг та фінансування комерційних операцій *Фінансовий лізинг* *Усі види послуг щодо платежів і грошових переказів,* зокрема кредитування, платіжні та дебетові картки, дорожні чеки та банківські векселі *Гарантії та зобов'язання* *Торгівля за власний рахунок чи за рахунок клієнтів, або на валютній біржі чи на позабіржовому ринку такого:* інструменти грошового ринку (чеки, перевідні векселі, депозитні сертифікати), іноземна валюта, вторинні документи (ф'ючерси і опціони тощо); цінні папери, що мають відношення до валютних курсів і відсоткових ставок, цінні папери, інше	*наступного їх повернення* *Надання коштів у позику,* зокрема і на умовах фінансового кредиту *Факторинг* *Фінансовий лізинг* *Переказ коштів* *Випуск платіжних документів, платіжних карток, дорожніх чеків та/або їх обслуговування, кіліринг,інші форми забезпечення розрахунків* *Надання гарантій і поручительств* *Діяльність з обміну валют*

Послуги за брокерськими операціями з товарами операції на валютній біржі, на позабіржовому ринку цінних паперів або іншим чином – переказні цінні папери; участь у випусках усіх видів цінних паперів *Послуги зі здійснення і реєстрації угод з цінними паперами:* участь у випусках усіх видів цінних паперів *Послуги з управління портфелем:* участь у випусках усіх видів цінних паперів; операції з управління активами *Послуги з довірчого управління:* операції з управління активами *Послуги зі зберігання:* консультаційне посередництво; забезпечення і передача фінансової інформації, обробка фінансових даних і надання відповідного програмного забезпечення постачальникам інших фінансових послуг *Оперативні послуги, що пов'язані з фінансовим ринками:* консультаційне посередництво та інші допоміжні фінансові послуги; забезпечення і передача фінансової інформації, обробка фінансових даних і надання відповідного програмного забезпечення постачальникам інших фінансових послуг *Послуги, що пов'язані з регулюванням діяльності фінансових ринків:* консультаційне посередництво та інші допоміжні фінансові послуги; забезпечення і передача фінансової інформації, обробка фінансових даних і надання відповідного програмного забезпечення постачальникам інших фінансових послуг *Інші послуги, що пов'язані з організацією фінансових ринків:* консультаційне посередництво та інші допоміжні фінансові послуги *Послуги з фінансових консультацій* консультаційне посередництво та інші допоміжні фінансові послуги	*Участь у випуску всіх видів цінних паперів,* включаючи підписання та наймання як агента (державною або приватною особою), *та надання послуг, що стосуються такого випуску* *Брокерські операції з грошима* *Управління активами,* такими як готівка або цінні папери, всі форми управління колективними інвестиціями, управління пенсійним фондом, послуги щодо депозитарію зберігання та трастові послуги *Розрахункові та клірингові послуги щодо фінансових активів,* включаючи цінні папери, похідні продукти та інші кредитно-грошові документи *Надання та передача фінансової інформації, обробка фінансових даних та надання відповідного програмного забезпечення установами, які надають інші фінансові послуги*	*Участь в емісіях усіх видів цінних паперів,* зокрема гарантування, та розміщення у ролі агента (державного або приватного), *та надання послуг, що відносяться до таких емісій* *Брокерські операції на грошовому ринку* *Управління активами,*такими як готівка або цінні папери, всі види управління колективними інвестиціями, управління пенсійним фондом, опікунство, депозитарні та трастові послуги *Ліквідаційні та клірингові послуги щодо фінансових активів,* зокрема цінні папери, вторинні документи та інші обігові цінні папери *Забезпечення і передача постачальникам інших фінансових послуг фінансової інформації та програмного забезпечення для обробки фінансових даних та іншого відповідного програмного забезпечення* *Консультаційні, посередницькі та інші допоміжні фінансові послуги з усіх видів діяльності*	*Професійна діяльність на ринку цінних паперів, що підлягає ліцензуванню* *Довірче управління фінансовими активами* *Адміністрування фінансових активів для придбання товарів у групах* *Управління майном для фінансування об'єктів будівництва та/або здійснення операцій з нерухомістю* *Операції з іпотечними активами з метою емісії іпотечних цінних паперів*

Джерело. Складено на основі [38; 230; 259; 372].

Таблиця Г.2

Класифікація фінансових послуг за ознаками

№ з/п	Ознаки	Види
1	2	3
1	Специфіка задоволення потреб споживача	а) страхові та ті, що пов'язані зі страхуванням; б) банківські та інші фінансові послуги, за виключенням страхування; в) інвестиційні; г) інші
2	Інструменти реалізації	а) з інструментами кредитного ринку; б) з інструментами грошового ринку; в) з інструментами ринку пайових цінних паперів; г) з похідними і структурованими фінансовими інструментами
3	Тип виробника	а) депозитні; б) недепозитні; в) інші
4	Ступінь обов'язковості	а) обов'язкові, реалізація яких є примусовою, незалежно від об'єктивної ситуації і суб'єктивної оцінки (послуги у сфері страхування та у системі НПЗ); б) добровільні, реалізація яких є цілком добровільною і не обмежується жодними чинниками (окрім законодавства)
5	Рух фінансових активів	а) послуги, виробництво яких супроводжується рухом фінансових активів (фінансове посередництво); б) послуги, які виробляються без зазначеного руху (допоміжна діяльність у сферах фінансових послуг і страхування);
6	Специфіка діяльності інституційної одиниці фінансового сектора	а) традиційні – найбільш розповсюджені (надання коштів у позику, переказ коштів, випуск платіжних документів тощо); б) додаткові – супроводжують процес виробництва традиційних послуг (надання гарантій і поручительств, діяльність з обміну валют тощо); в) нетрадиційні послуги (адміністрування фінансових активів для придбаня товарів у групах тощо)
7	Технічна реалізація	а) класичні, реалізація яких не передбачає електронних операцій; б) електронні, предметом яких є залучення і використання грошових коштів нефінансових корпорацій, домогосподарств тощо з використанням технологічних систем
8	Тип споживача	а) домогосподарствам; б) нефінансовим корпораціям; в) фінансовим корпораціям; г) суб'єктам загальнодержавного управління (уряду, регіональним і місцевим органам державного управління); д) НКО
9	Диференціація задоволення потреб споживача	а) прямі – задоволення існуючих (наявних) потреб споживача (діяльність з обмігу валют; надання коштів у позику, переказ коштів, послуги у сфері страхування і системі НПЗ тощо); б) непрямі або супутні послуги – задоволення неявних потреб, що робить більш зручним виробництво прямих послуг без отримання споживачем додаткового доходу, але збільшують її цінність (надання гарантій і поручительств; випуск платіжни х карток; кліринг тощо)

Продовження табл. Г.2

1	2	3
10	Групи споживачів	а) масові – масове охоплення споживачів (діяльність з обміну валют, видача кредитів, надання коштів у позику, переказ коштів тощо); б) спеціалізовані – спеціалізоване охоплення споживачів з вимогами до професійного рівня підготовки кадрів (торгівля цінними паперами, довірче управління фінансовими активами, послуги у сфері страхування і накопичувального пенсійного забезпечення) і спеціальних знань (фінансовий інжиніринг, консультаційні послуги тощо)
11	Тривалість і мета споживання	а) стратегічні – дозволяють споживачу розробити і досягти істотних стратегічних перетворень у характері, напрямах і масштабах діяльності або образі життя (довірче управління фінансовими активами, інвестиційне кредитування, послуги у сфері страхування і накопичувального пенсійного забезпечення тощо); б) поточні – націлені на досягнення мети клієнта на рік у найоптимальніший спосіб (залучення фінансових активів із зобов'язанням щодо наступного їх повернення, надання коштів у позику тощо); в) оперативні – дозволяють споживачу підготуватись і швидко розв'язати незаплановані проблеми (послуги ломбардів, споживче кредитування, страхування кредитів, фінансовий лізинг, факторинг тощо)
12	Час появи результату	а) після тривалого проміжку часу (довгострокові депозити, операції з довгостроковими цінними паперами); б) після середнього інтервалу часу (середньострокові депозити; операції з середньостроковими цінними паперами); в) після короткого терміну часу – короткострокові депозити, операції з короткостроковими цінними паперами; г) дуже швидко – операції з валютою, зливками металів, спекулятивними цінними паперами, деривативами
13	Період виробництва	а) постійні – виробляються незалежно від часу доби (брокерські операції на міжнародних ринках, операції з валютою на FOREX); б) періодичні – виробляються у певний період доби, тобто під час роботи фінансової установи
14	Правове оформлення виробництва	а) оформлені договором; б) відповідають законодавству
15	Соціальне Середовище фінансової діяльності	а) послуги, які потребують певного соціального середовища (виробляються організаторами торгівлі, торговцям тощо); б) послуги, які відносно байдужі до існування соціального середовища (послуги банків, страхових компаній, НПФ тощо)

Джерело. Складено автором.

Таблиця Г.3

Паспорт фінансової послуги

Реквізити	Вимоги до опису
Назва послуги	Повна назва послуги з використанням лише тих понять і термінів, які далі пояснюються для потенційного споживача послуги
Базові поняття і терміни	Зміст базових понять і термінів мовним стилем, що є зрозумілим для споживача будь-якого ступеня освіченості
Сутність, призначення, зміст послуги	Доцільність і випадки виробництва послуги із застосуванням певних понять і термінів. Відомості щодо наявності інформації про цю послугу. Мета послуги та її призначення; вичерпний перелік випадків, згідно з якими розпочинається виробництво послуги; обставини, які ведуть до відмови у послузі
Законодавча і нормативно-правова база надання послуги	Вичерпні дані про нормативно-правові акти, на підставі яких виробляється послуга
Виробник послуги	Підрозділ установи (конкретна особа), до сфери відповідальності якого належить виробництво даної послуги; підрозділи (особи), які через інформаційне забезпечення беруть участь у виробництві послуги
Місце розташування основного виробника послуги	Назва підрозділу чи прізвище, ім'я, по батькові особи, що виробляє послугу, місцезнаходження організації чи адреса за її межами
Необхідні документи для реалізації права споживача на придбання послуги	Вимоги до споживача для придбання послуги: документи, що засвідчують особу, реєстраційні документи у вигляді заяв, карток тощо, платіжні документи (оригінали чи їхні копії)
Можливі форми виробництва послуги та умови їхньої реалізації	Можливості (або неможливість) реалізації послуги без особистої присутності споживача (наприклад, телефоном, поштою, електронною поштою, з виїздом на місце проживання споживача) та умови дистанційного або виїзного надання послуги, а також вимоги додаткової оплати за надання послуги в різних ситуаціях
Плата за отримання послуги	Розмір оплати або безоплатність послуги, місце оплати з посиланням на відповідний документ
Термін виробництва послуги	Максимальний термін виробництва послуги
Порядок виробництва послуги	Опис великих етапів виробництва послуги з термінами їхньої реалізації, задіяні підрозділи, відповідальні особи за здійснення етапів процесу у різних підрозділах, що має надати споживачу можливість контролю його реалізації
Порядок оскарження у разі відмови у продажу послуги	Роз’яснення щодо кого, у якій формі та у який термін звертатися в разі відмови від реалізації послуги
Порядок пред’явлення претензій у разі неякісного виробництва послуги	Порядок подання скарги у разі неналежного (неякісною) виробництва послуги

Джерело. Складено автором.

Додаток Д

Таблиця Д.1

Функції фінансового ринку і ринку фінансових послуг

Функції фінансового ринку	Функції ринку фінансових послуг
Акумуляція і мобілізація вільних грошових ресурсів з подальшою їх трансформацією	Задоволення споживчих потреб у фінансових послугах
Визначення найпріоритетніших напрямків використання капіталу в інвестиційній сфері, його акумуляція	Виконання соціальної функції, що проявляється у формуванні умов, образу і рівня життя населення
Забезпечення взаємодії покупців і продавців фінансових ресурсів	Встановлення оптимального виробництва фінансових послуг під дією кон'юнктури
Ефективний розподіл вільних ресурсів між споживачами фінансових ресурсів;фінансування бюджетного дефіциту на безінфляційній основі	Витіснення з ринку економічно нежиттєздатних фінансових установ або тих, хто не відповідає вимогам регулятора щодо їх діяльності
Задоволення попиту споживачів фінансових ресурсів; підвищення ліквідності фінансових активів	Встановлення цін на фінансові послуги під дією кон'юнктури
Інформування учасників щодо кількості та інвестиційної якості фінансових інструментів	Інформування учасників щодо кількості, якості, асортименту послуг, а також тих, хто їх виробляє
Переведення заощаджень економічних агентів з невиробничої форми у виробничу	Стимулювання виробників фінансових послуг до якомога ефективнішого використання факторів виробництва послуг, орієнтація на виробництво послуг, що користуються найбільшим попитом з диверсифікацією напрямів здійснення фінансової діяльності з орієнтацією на споживача фінансової послуги і підвищення його довіри до виробника
Активізація економічних процесів у країні через врахування формальних правил і неформальних норм	Координація діяльності фінансових установ шляхом використання певних інституцій – формальних правил і неформальних норм
Розподіл і мінімізація фінансових ризиків, оптимізація трансакційних витрат	Розподіл інформації, фінансових ресурсів, витрат і доходів від фінансової діяльності шляхом координації виробника і споживача фінансової послуги
Дотримання контрактних зобов'язань із купівлі-продажу фінансових інструментів	Дотримання контрактних зобов'язань і необхідних документів, оскільки іноді процеси виробництва і споживання фінансової послуги не співпадають у часі
Зміна і перерозподіл прав власності на окремі активи	Дотримання суб'єктами ринку загальноприйнятих норм і зразків фінансової поведінки

Джерело. Складено автором.

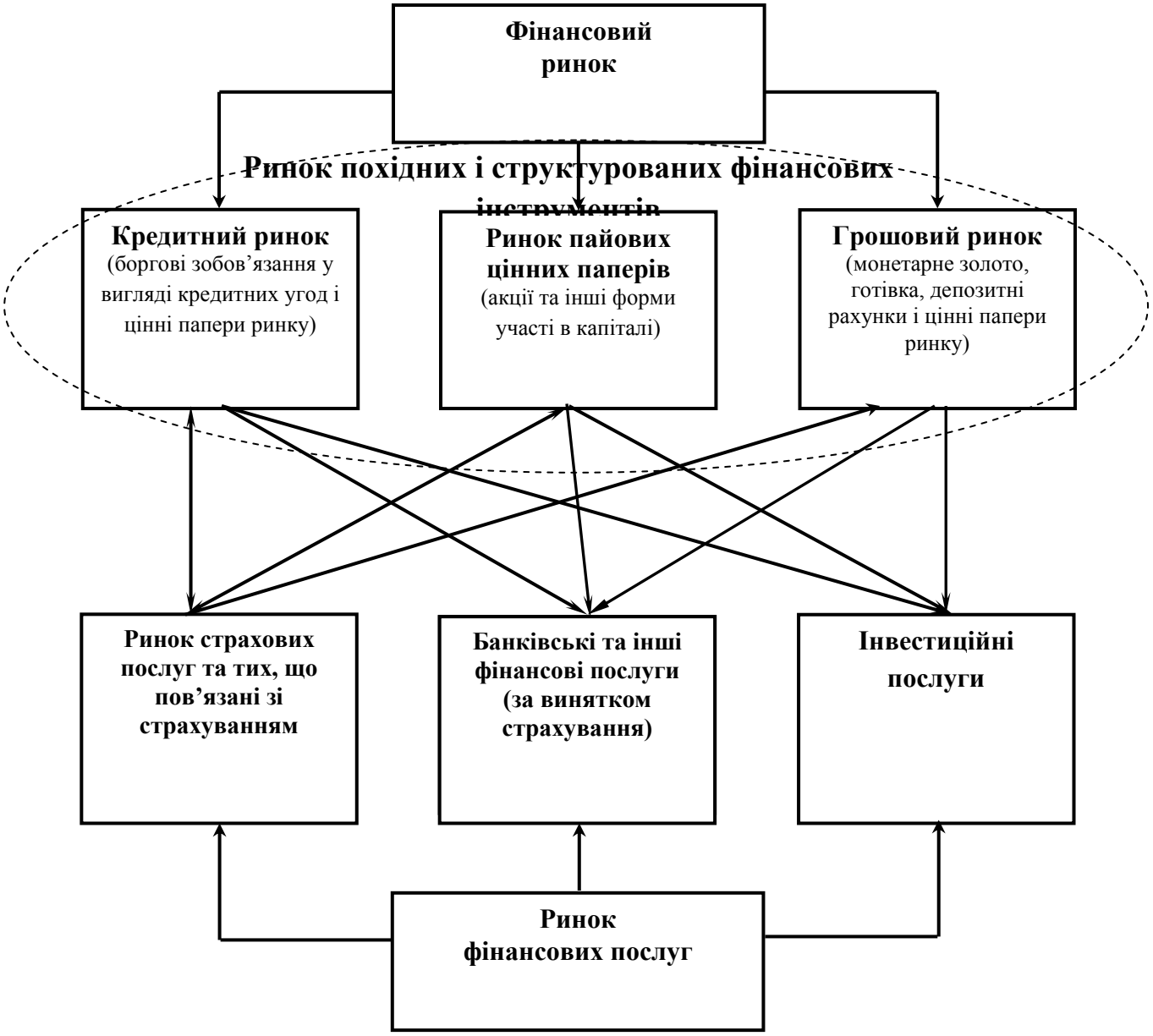


Рис. Д.1. Співвідношення фінансового ринку і ринку фінансових послуг

Джерело. Побудовано автором.

Таблиця Д.2

Відповідність сегментів фінансового ринку виду фінансової діяльності

Сегмент фін. ринку	Вид фінансової або страхової діяльності	Інституційні одиниці фінансового сектору
Кредитний	64.30. Трасти, фонди та подібні фінансові суб'єкти	Довірчі товариства, ІСІ
	64.91. Фінансовий лізинг	Банки, фінансові компанії
	64.92. Інші види кредитування	Банки, кредитні спілки, юридичні особи публічного права, страхові компанії зі страхування життя
	64.99. Надання інших фінансових послуг (крім страхування і пенсійного забезпечення)	Банки, дилери, андерайтери, фінансові компанії
	65.11. Страхування життя	Страхові компанії зі страхування життя
	65.12. Інші види страхування, крім страхування життя	Страхові компанії з ризикових видів страхування
	65.20. Перестрахування	Страхові компанії
	65.30. НПЗ	Банки, страхові компанії, НПФ
	66.11. Управління фінансовими ринками	Організатори торгівлі (біржі), центральні клірингові контрагенти
	66.12. Посередництво за договорами по цінних паперах або товарах	Брокери, управляючі цінними паперами,
	66.19. Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	Брокери, консультанти, депозитарні установи, депозитарії
	66.21. Оцінювання ризиків та завданої шкоди	Аварійні комісари
	66.22. Діяльність страхових агентів і брокерів	Страхові агенти і брокери
	66.29. Інша допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення	Актуарії, консультанти, адміністратори НПФ, депозитарні установи
	66.30. Управління фондами	Банки, КУА
Грошовий	64.11. Діяльність центрального банку	НБУ
	64.19. Інші види грошового посередництва	Банки, кредитні спілки, ломбарди
	64.30. Трасти, фонди та подібні фінансові суб'єкти	Довірчі товариства, ІСІ
	64.99. Надання інших фінансових послуг (крім страхування і пенсійного забезпечення)	Банки, пункти обміну валют, дилери, андерайтери,
	65.11. Страхування життя	Страхові компанії зі страхування життя
	65.12. Інші види страхування, крім страхування життя	Страхові компанії з ризикових видів страхування
	65.20. Перестрахування	Страхові компанії
	65.30. НПЗ	Банки, страхові компанії, НПФ
	66.11. Управління фінансовими ринками	Організатори торгівлі (біржі), клірингові банки
	66.12. Посередництво за договорами по цінних паперах або товарах	Брокери
	66.19. Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	Брокери, консультанти, депозитарні установи, депозитарії

Продовження табл. Д.2

	66.21. Оцінювання ризиків та завданої шкоди	Страхові оцінщики і адміністратори рятівних робіт
	66.22. Діяльність страхових агентів і брокерів	Страхові агенти і брокери
	66.29. Інша допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення	Актуарії, консультанти, адміністратори НПФ, депозитарні установи
	66.30. Управління фондами	Банки, КУА
Ринок пайових паперів	64.20. Діяльність холдингових компаній	Холдингові компанії
	64.30. Трасти, фонди та подібні фінансові суб'єкти	Довірчі товариства, ІСІ
	64.99. Надання інших фінансових послуг (крім страхування і НПЗ)	Банки, дилери, андеррайтери, фінансові компанії
	65.11. Страхування життя	Страхові компанії зі страхування життя
	65.12. Інші види страхування, крім страхування життя	Страхові компанії з ризикових видів страхування
	65.20. Перестрахування	Страхові компанії
	65.30. НПЗ	Банки, страхові компанії, НПФ
	66.11. Управління фінансовими ринками	Організатори торгівлі (біржі), центральні клірингові контрагенти
	66.12. Посередництво за договорами по цінних паперах або товарах	Брокери
	66.19. Інша допоміжна діяльність у сфері фінансових послуг, крім страхування та пенсійного забезпечення	Брокери, консультанти, депозитарні установи, депозитарії
	66.21. Оцінювання ризиків та завданої шкоди	Аварійні комісари
	66.22. Діяльність страхових агентів і брокерів	Страхові агенти і брокери
	66.29. Інша допоміжна діяльність у сфері страхування та пенсійного забезпечення	Актуарії, консультанти, адміністратори НПФ, депозитарні установи
	66.30. Управління фондами	Банки, КУА

Джерело. Складено на основі [73; 74].

Таблиця Д.3

Матриця фінансових послуг, що надають інституційні одиниці фінансового сектору економіки

Вид фін. послуги	Інституційні одиниці фінансового сектору економіки																										
	Фінансові посередники											Допоміжні фінансові корпорації										Інші фін. корпорації						
	1. НБУ	2. Інші депозитні корпорації			3. Фонди грошового ринку	4. Інвест. фонди негрош. ринку	5. Інші фін. посередники, крім страхових компаній і пенсійних фондів					6. Допоміжні фінансові корпорації										7. Кептивні фін. установи і кредитори грошей					8. Страхові корпорації	9. Пенсійні фонди
		Банки	Кредитні спілки	Інші фінансові корпорації, які приймають депозити			Фін. корпорації, що займаються сек'юритизацією активів	Дилери з цінних паперів і похідних	Фін. лізингові компанії	Центр. клірингові контрагенти	Факторингові компанії	Агенти, страх. оцінщики і адміністратори рятівних робіт	Консультанти зі страхування і пенсійного забезпечення	Брокери з цінних паперів, інвестиційні радники	Андерайтери	Корпорації, що надають гарантії шляхом індосаменту	Корпорації, що спеціаліз. на операціях з похідними	Компанії з управління активами	Фондові і валютні біржі	Пункти обміну валют	Некомерц. інститути, які надають послуги фін. корпор.	Довірчі товариства	Холдингові корпорації	Лихварі	Корпорації-кредитори	Ломбарди		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
1. Страх. послуги і пов'язані зі страх.	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
пряме страхування	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–
перестраху-вання і ретроцесія	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–
страхове посеред-во	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
доп. послуги	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–
2. Банк. та ін. фінанс. послуги	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
прийом від населення депозитів та ін.	–	–	+	+	+	+	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	+	+

Продовження табл. Д.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
видача позик усіх видів	+	+	+	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	+	+	–	–
фін. лізинг	–	+	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
послуги щодо платежів і грош. переказ.	+	+	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–
гарантії та зобов’яз.	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–
торгівля за власний рахунок чи за рахунок клієнтів	+	+	–	–	+	+	+	+	–	–	–	–	–	+	+	–	+	–	+		+	–	–	–	–	–	–	–
участь в емісіях усіх видів ЦП	+	+	–	–	+	+	+	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	+	–	–	+	–	+	–	–	–	–	–
брокерські операції на грош. ринку	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+		–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
управління активами	–	+	–	–	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	+	+	–	–	–	–	+	+
розрах. і кліринг. послуги	–	+	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
забезпеч. і передача фін. інформ. і програм. забезпеч.	+	+	+	+	+	+	+	–	+	+	+	+	+	+	+	–	+	+	+	–	+	+	–	–	+	+	+	+
консульт. послуги та інші	+	+	+	+	+	+	+	–	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+	–	+	+	–	–	+	+	+	+

Джерело. Складено на основі [38].

Таблиця Д.4

Матриця фінансових послуг, що надають інституційні одиниці фінансового сектору економіки України

Вид фінансової послуги	Інституційні одиниці фінансового сектору економіки України																
	1. НБУ	2. Інші депозит. корпорації				3. Інші фін. посередники, крім страх. компаній і НПФ						4. Допоміжні фін. організації			5. Страхові корпорації і НПФ	
		Банки	Філії іноземних банків	Клірингові установи	Фонди підтримки житл. буд-ва	Іпотечні (земельні) банки	Кредитні спілки	Довірчі товариства	Лізингові компанії	Пайові інвест. фонди	Ломбарди	Валютні біржі	Товарні біржі	Фондові біржі	Страхові корпорації	Недержавні пенсійні фонди
Послуги у сфері страхування і системі НПЗ	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	+
Випуск платіжних документів, карток, дорожніх чеків кліринг тощо	+	+	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Залучення фін. активів із зобов'язанням щодо їх повернення	+	+	+	–	–	–	+	+	–	+	–	–	–	–	+	+
Переказ коштів	+	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Надання коштів у позику	+	+	+	–	+	+	+	–	+	–	+	–	–	–	+	–
Факторинг	–	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Фінансовий лізинг	–	+	–	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–	–	–	–
Надання гарантій і поручительств	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	+
Проф.діяльність на ринку цінних паперів	+	+	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	+	–	–
Діяльність з обміну валют	–	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Довірче управління фін. активами	–	+	+	–	–	–	–	+	–	+	–	–	–	–	+	+
Адміністрування фін. активів для придбання товарів у групах	–	–	–	–	+	–	+	–	–	+	–	–	–	–	–	–
Управ-ня майном для фінансування об'єктів буд-ва	–	+	+	–	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Операції з іпотеч. активами з метою емісії іпотек. ЦП	–	+	+	–	+	+	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Банківські та інші фінансові послуги	+	+	+	+	–	+	–	–	–	–	–	+	–	–	–	–

Джерело. Складено на основі [74; 230].

Додаток Е

Таблиця Е.1

Загальносистемні характеристики фінансового сектору

Характеристики	Сутність
Структурованість	Наявність складної внутрішньої архітектоніки взаємопов'язаних елементів (підсекторів з інституційними одиницями)
Ієрархічність	Належність до економіки і фінансової системи країни
Цілісність	Опосередкування функціонування сектора низкою нерозривних взаємозв'язків (контрактні відносини, управління ризиками, пруденційний нагляд, регулювання тощо)
Функціональність	Цільове спрямування сектора через його функції, що були переорієнтовані із забезпечення реальних процесів в економіці на спекуляції і отримання надприбутків
Емерджентність (неаддитивність)	Функціонування за власними закономірностями, що не являє собою просту суму інституційних одиниць і відносин між ними
Обмеженість	Відокремлення його системної функції від функціонування економіки
Мотивованість	Забезпечення створення однорідного і прозорого глобального економічного простору і підвищення конкурентоспроможності й ефективності окремої фінансової корпорації, проте відбувається зміна цільової настанови на отримання надприбутків, що дестабілізуюче діє на економічну систему
Саморегуляція (самоорганізація, саморозвиток)	Еволюційна зміна акцентів з банківської і ринкової моделі цього сектора економіки до комплементарної моделі; ускладнення фінансових інструментів та їх пристосування до потреб суб'єктів економічних процесів. Саморозвиток як одна з основних властивостей системи за синергетичним підходом полягає у прагненні сектора до інтеграції до світового економічного простору
Стійкість	Адаптивність як саморегулюючої системи до ендогенних і екзогенних чинників, що визначають його існування і відновлення стану відповідно до закону заперечення заперечення на якісно новому рівні зі збереженням базових характеристик. Періодичні кризові явища на ринках капіталів є вузловими моментами зміни парадигми функціонування фінансового сектора, що супроводжується переосмисленням його ролі і механізму функціонування

Джерело. Складено автором.

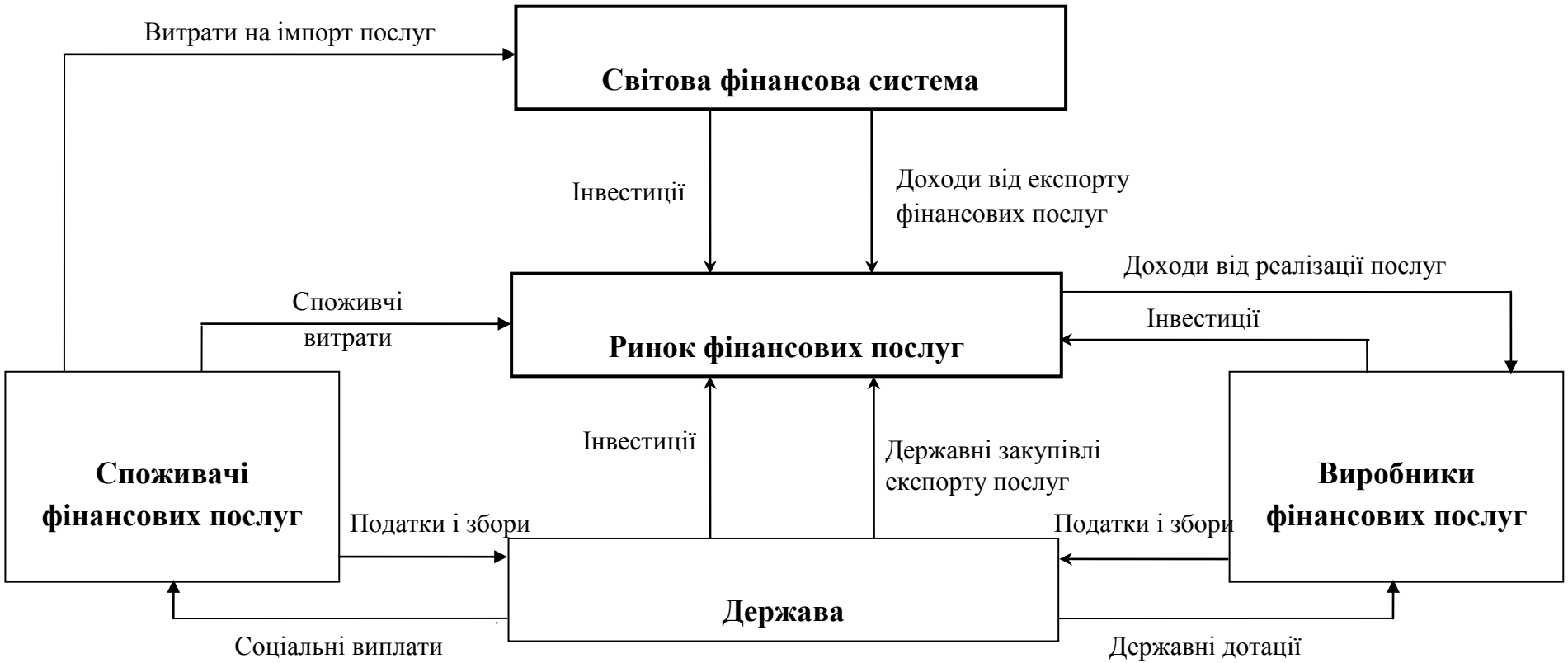


Рис. Е.1. Модель функціонування фінансового сектору в економіці

Джерело. Побудовано на основі [165].

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Динаміка нагромадження капіталу в Україні у 1995–2012 рр., млрд грн

Показник	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
ВВП	54,5	170,1	441,5	544,2	720,7	948,1	913,3	1082,6	1302,1	1459,1
Чисте заощадження	2,7	11,7	63,2	68,7	104,1	109,6	44,5	82,3	82,6	12,3
Валове заощадження	12,6	41,9	113,4	127,0	177,2	197,5	151,7	197,6	208,4	198,6
Валове нагромадження основн. капіталу	14,4	33,4	99,7	133,9	198,3	250,2	167,6	196,0	241,8	283,1
Чисте кредитування (+)/запозичення (-)	–1,8	8,4	13,2	–7,7	–26,1	–67,4	0,5	–0,8	–60,8	–87,3
Монетизація ВВП, %	12,7	19,0	44,0	48,0	55,0	54,4	53,5	54,6	52,6	54,9
Частка валового заощадження у ВВП, %	23,1	24,6	25,7	23,3	24,6	20,8	16,6	18,2	16,0	13,6
Частка валового нагромадження капіталу у ВВП, %	26,4	19,6	22,6	24,6	28,2	27,5	18,3	18,1	18,6	19,4
Чисте прийняття фін. зобов'язань	**6,5** (2003 р.)	**43,1** (2004 р.)	**81,6**	**94,3**	**196,5**	**189,9**	**47,7**	**170,0**	**134,2**	**124,5**
готівка і депозити	1,5	1,7	4,6	0,08	8,5	14,9	–9,7	–5,8	6,0	–4,9
цінні папери, крім акцій	4,9	11,3	13,8	17,0	29,0	–11,6	–12,6	32,0	8,6	33,9
кредити і позики	4,1	18,2	23,4	45,0	88,4	95,9	–12,1	48,7	12,1	–13,0
акції та інші види участі в капіталі	–1,5	8,8	39,9	27,9	53,6	57,4	38,4	53,8	61,6	66,7
страхові тех. резерви	–	–	–	–	–	–	–0,002	–0,001	–0,04	–0,002
інша кредит. заборгованість	–2,6	3,0	–0,01	4,3	17,0	33,3	43,8	41,3	45,9	41,8
Чисте придбання фін. активів	**16,8** (2003 р.)	**79,8** (2004 р.)	**93,8**	**87,1**	**164,4**	**127,1**	**41,8**	**158,1**	**61,1**	**21,4**
монетарне золото та СПЗ	–0,06	–0,08	0,05	0,1	0,1	0,1	–0,1	–0,3	0,3	3,0
готівка і депозити	12,1	36,2	57,3	36,3	91,2	71,1	61,9	72,5	78,6	37,9
цінні папери, крім акцій	2,7	1,1	16,3	21,7	32,2	7,8	–21,8	44,3	–0,6	–21,1
кредити і позики	0,05	1,0	1,1	1,1	3,1	2,4	2,2	–1,7	–10,0	–0,9
акції та інші види участі в капіталі	0,2	–0,05	1,5	–0,6	3,9	5,1	1,6	5,8	1,6	9,8
страхові тех. резерви	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
інша дебіторська заборгованість	1,8	41,7	17,5	28,6	34,0	40,5	–2,0	37,5	–8,8	–7,3

Джерело. Складено і розраховано на основі [48].

Додаток И

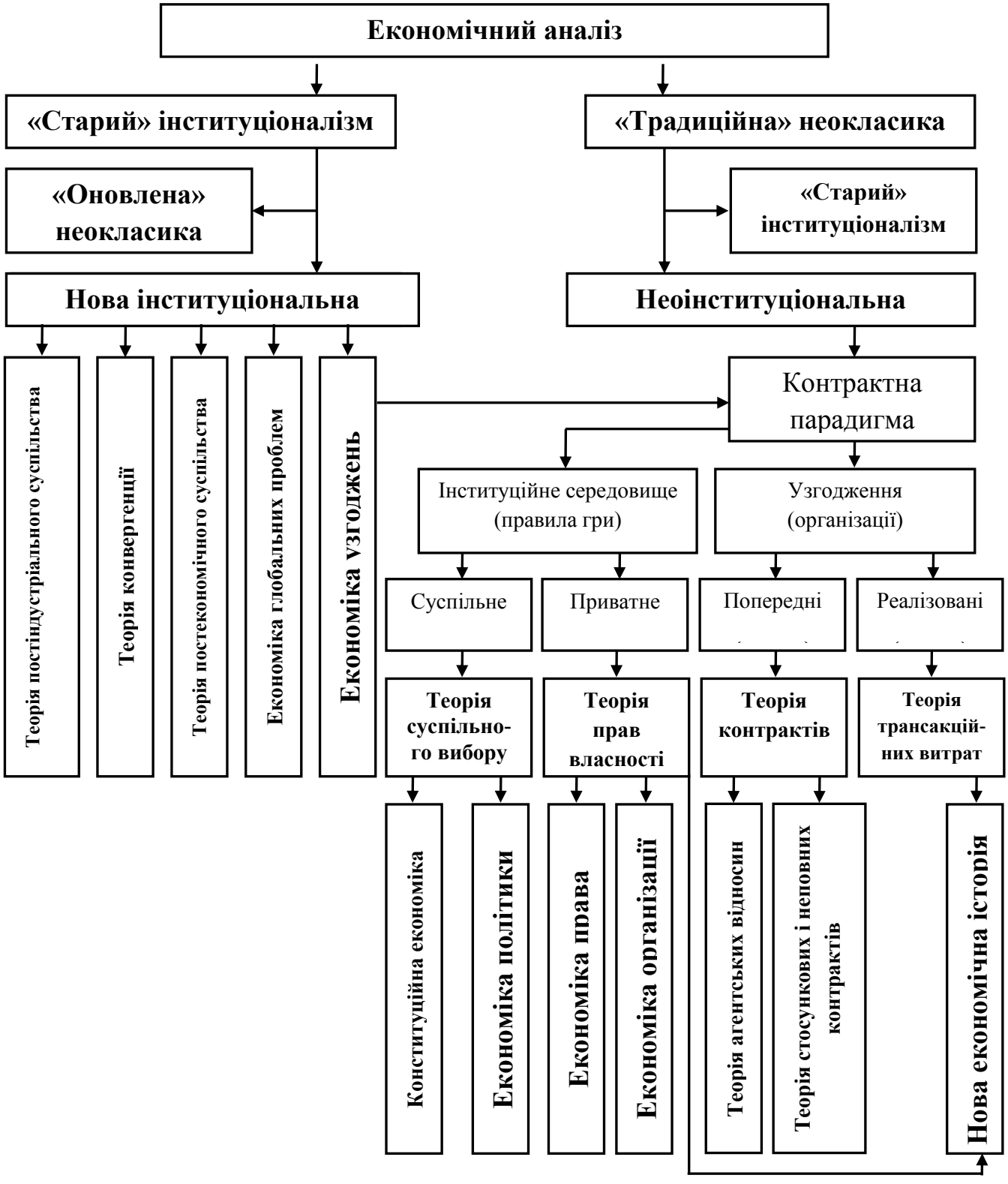


Рис. И.1. Класифікація інституційних концепцій [97, с. 142]

Таблиця И.1

Особливості теорій неоінституціоналізму [107]

Теорії	Зміст	Основні представники
Теорія трансакційних витрат	Введення в економічну теорію трансакційних витрат як витрат функціонування ринку. Велика кількість варіантів визначення трансакційних витрат. Величина їх впливає на спосіб організації та здійснення економічної діяльності. Вивчення впливу конфігурації прав власності на економічні результати. Основними видами трансакційних витрат є витрати: пошуку; інформаційні; ведення переговорів, прийняття рішень, дисциплінування; захисту інституцій; опортуністичної поведінки тощо	Р. Коуз О. Вільямсон А. Алчіан Г. Демсец Дж. Стіглер Д. Бромлі Дж. Волліс Д. Норт
Нова економічна історія	Застосування неоінституційних концепцій (трансакційних витрат, прав власності, контрактних відносин та ін.) до трактування економічної історії. Дослідження ролі історії у формуванні, збереженні та зміні інституцій. Унаслідок цього розширення уявлень про категоріально-понятійний апарат неоінституціоналізму. Розробка теорій інституційної структури суспільства як єдиного цілого	Д. Норт Р. Фогель А. Грейф Т. Еггертссон Л. Девіс Д. Вайнгаст
Теорія контрактів: **а) теорія агентських відносин;** **б) теорія відносницьких і неповних контрактів**	Вивчає проблеми, пов'язані зі стимулами та асиметричною інформацією. Асиметрія інформації можлива між: учасниками контракту; учасниками контракту і третьою стороною. Розрізняють контракти: явні та неявні; коротко- та довгострокові; найму; продажу та ін. Важлива мета відносницьких і неповних контрактів – подолання постконтрактного опортунізму як можливого наслідку складності перевірки виконання контрактних зобов'язань	О. Вільямсон А. Алчіан, Г. Демсец Дж. Стігліц М. Аокі Б. Клейн М. Йєнсен В. Меклінг С. Чен
Теорія прав власності: **а) економіка права;** **б) економіка організації**	Сукупність норм, що регулюють доступ до обмежених ресурсів. Обумовлює становище індивідів щодо їх можливостей використання цих ресурсів. До основних елементів пучка прав власності належать права: володіння; користування; розпорядження або управління; привласнення або право на дохід; на залишкову вартість; на безпеку; на безстроковість; на перехід речі у спадок або за заповітом; на заборону шкідливого використання; відповідальності у вигляді відшкодування; залишкового характеру	Р. Коуз А. Алчіан Г. Демсец Д. Алессі Е. Фуруботн С. Пейович А. Оноре Д. Бромлі Т. Еггертссон
Економіка політики	Застосування неоінституційного підходу до проблем держави, організації уряду, державного управління, міжнародної торгівлі, появи та змін різних політичних типів інституціональних установ. Розгляд взаємозв'язку політичних і економічних аспектів соціально-економічних систем з погляду трансакційних витрат і їхнього впливу на права власності та контрактні угоди	О. Вільямсон Г. Вейнгаст Г. Леві
Конституційна економіка	Застосування неоінституціоналізму до пояснення характерних особливостей альтернативних сукупностей законодавчо-інституціонально-конституційних правил, що накладають обмеження на вибір способів діяльності політичних та економічних суб'єктів. Вивчення процедури інституційного вибору серед альтернативних обмежень. Дослідження вибору суспільством правил для вироблення норм, що визначають функціонування систем («теорія суспільного вибору»)	Дж. Б'юкенен, В. Ванберг Г. Таллок М. Олсон

Додаток К

Таблиця К.1

Етапи інституційних трансформацій у фінансовому секторі України

Етапи / Риси	**Визначальний** Адміністративно-командна економіка (1920 – 1987 рр.)	**Стартовий** Формування ринкового механізму (1988 – 1995 рр.)	**Накопичення** Формування ринково орієнтованої взаємодії (1996 – 1999 рр.)	**Забезпечення і контроль** Формування інноваційно активної взаємодії (2000 р. – перша половина 2008 р.)	**Модернізація і стійкість** Забезпечення фінансової безпеки (друга половина 2008 р. – дотепер)
Оцінювання фінансових і інвестиційних ризиків	Відсутнє	Формується	Усвідомлюється більшістю учасників ринку капіталу	Стає нормою фінансової поведінки	Регулюється. Пруденційний нагляд
Участь фін. корпорацій/ квазікорпорацій в опосередкуванні спекулятивних грош. потоків	Відсутня	Підвищується зі зростанням державного внутрішнього боргу	Досягає максимуму у 1998 р.	Знижується через запровадження практики обмеження інфляції	Обмежується регуляторами
Міжсекторна спрямованість фінансових потоків	Розподіл згідно з планами і завданнями	Опосердкування процесів перерозподілу держ. власності через фондові біржі	Зосередження основних фінансових потоків у компаніях реального сектору	Переорієнтація фінансових ресурсів на споживче кредитування	Активізація інвестиційної діяльності
Структура фінансових інвестицій як індикатор довіри до фін. установ	Заощадження в Ощадбанку, високий ступінь ліквідності і безпеки	Зростання заощаджень домогосподарств у депозитах і ЦП, зниження рівня ліквідності і правового захисту	Високий рівень готівки, низький рівень вкладень у депозити і цінні папери, формування системи гарантій надійності і збереження заощаджень	Збільшення вкладень у фінансові активи, зниження рівня ліквідності і гарантування повернення коштів	Удосконалення системи захисту прав споживачів фінансових послуг і гарантування інвестицій
Створення нових способів акумуляції грошових коштів	Відсутня	Отримання доходів за рахунок порушення договірних зобов'язань із залучення грошових ресурсів і	Ускладнення впровадження інноваційних способів залучення фін. ресурсів через низький рівень довіри до фін. установ	Розширення сфери роздрібних фін. послуг на основі інтеграції фін. установ з використанням фін. інжинірингу	Вдосконалення фінансового сервісу

Джерело. Складено автором.

Додаток Л

Таблиця Л.1

Показники розвитку економіки України у 1992–1999 рр.

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Реальний ВВП, млрд грн	85,8	77,1	87,8	90	97	98,3	98,1	102
Реальний ВВП, % до 1992 р.	100	85,8	66,15	58,08	52,27	50,70	49,84	49,4
Індекси виробництва промислової продукції, % до попереднього року	93,6	92,0	72,7	88,0	94,9	99,7	99,0	104,0
Інвестиції в основний капітал, % до попереднього року	63,1	89,6	77,5	71,5	78,0	91,2	106,1	100,4
Державні інвестиції в основний капітал, %	72,8	64,7	65,5	63,3	53,2	46,0	44,9	51,0
Частка промислової продукції, виготовлена на державних підприємствах, %	81,8	69,6	62,2	51,4	40,6	34,7	30,5	28,6
Доходи бюджету, % до ВВП	24,4	33,5	43,5	38,0	37,0	30,1	28,2	25,3
Видатки бюджету, % до ВВП	38,1	38,6	52,4	44,6	41,9	36,7	30,4	26,8
Дефіцит бюджету, % до ВВП	–13,7	–5,1	–8,9	–6,6	–4,9	–6,6	–2,2	–1,5
Фінансування дефіциту НБУ (кредити та ОВДП), % до ВВП	6,55	7,89	10,97	5,4	2,62	2,68	5,69	1,89
Кредитні ресурси монетарної системи:	100	100	100	100	100	100	100	100
частка кредитування уряду, %	35,80	9,39	31,64	47,15	49,62	50,83	60,85	61,02
частка кредитування економіки, %	64,20	90,61	68,36	52,85	59,38	49,17	39,15	38,98
Кредиторська заборгованість підприємств, % до ВВП	38,0	86,0	60,0	56,0	89,8	109,8	132,5	159,34
Дебіторська заборгованість підприємств, % до ВВП	36,0	67,0	41,0	41,0	58,9	79,4	99,1	135,95
Питома вага збиткових підприємств, %	9,5	8,3	11,4	22,2	43,0	45,0	54,5	55,7
Приріст податкової недоїмки до доходів зведеного бюджету, % до ВВП	–	–	0,44	0,90	1,01	1,03	7,68	2,85
Обслуговування та погашення зовнішнього державного боргу, % до експорту товарів і послуг	–	1,0	2,4	7,3	5,7	5,7	8,3	10,2
Темпи зростання цін, % до попереднього року	2100	10256	501	281,7	139,7	110,1	120,0	119,2
Капіталізована вартість активів фондового ринку, % до ВВП	–	–	–	–	1,0	1,5	1,5	1,7

Джерело. Складено і розраховано на основі [48; 189].

Таблиця Л.2

Світові показники розвитку економіки України у 2000–2013 рр.

Показники	1995	2000	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ВВП, млрд грн	54,5	170,1	544,1	720,7	948,1	913,3	1082,6	1302,1	14112	1505,5
ВВП, млрд дол	52,5	31,3	86,1	142,7	180,0	117,2	136,4	163,4	176,6	177,4
Темп зростання ВВП, %	-12,2	5,9	2,7	7,9	2,3	–14,8	4,2	5,2	0,2	1,9
ВВП, % від 1990 р.	47,8	43,2	62,7	72,6	74,2	63,3	65,8	69,2	69,3	69,4
Частка України у світовому ВВП, %	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
ВВП на душу населення, дол.	936	639	1836	3084	3914	2545	2974	3575	3873	3900
Середньорічний дохід на душу населення, дол.	3650	760	1540	2570	3220	2840	2990	3140	3640	3960
Обсяг торгівлі послугами, % до ВВП	Н.д.	21,8	19,6	18,1	18,9	21,6	21,8	21,2	20,8	н.д.
Додана вартість послуг, % до ВВП	42	47	57	56	58	62	60	60	61	63
Додана вартість промисловості, % до ВВП	43	36	32	37	34	30	31	30	29	27
Питома вага збиткових підприємств, %	20,0	42,0	34,2	32,5	37,2	39,9	41,0	36,0	37,0	35,0
Валове нагромадження осн. капіталу, % до ВВП	н.д.	20	23	27	28	17	20	21	20	16
Інвестиції в осн. капітал, % до попер. року	71,5	114,4	101,9	129,8	97,4	58,5	99,4	122,4	108,3	91,1
Експорт товарів і послуг, % до ВВП	47	62	51	45	47	46	51	54	51	47
Імпорт товарів і послуг, % до ВВП	50	57	51	50	55	48	54	57	60	55
Індекс споживчих цін, %	376,7	28,2	13,6	12,8	25,5	15,9	9,4	8,0	0,6	-0,3
Інфляція, дефлятор ВВП, %	415,8	23,1	24,6	22,8	28,6	13,1	13,8	14,3	8,2	1,2
Виручка (без урахування грантів), % до ВВП	Н.д.	26,8	35,1	34,3	35,8	34,6	34,3	36,3	37,3	н.д
Держ. борг, % до ВВП	Н.д.	45,3	14,3	9,9	13,8	24,9	29,9	27,4	33,5	н.д.
Заг.сума обслуговування боргу, % від експорту товарів, послуг і доходів	6,6	18,6	12,9	17,6	20,0	39,6	32,0	32,7	31,5	н.д.
Надлишок готівки/дефіцит, % до ВВП	н.д.	–0,6	–1,4	–0,9	–1,5	–5,6	–6,5	–2,3	–4	н.д.
Заг. запаси, включаючи золото, млн дол.	1069	1477	19388	32484	31543	26501	34572	31789	24553	20414
Чистий притік ПІІ, млн дол.	267	595	7808	10193	10700	4769	6451	7207	7833	3771
Чистий притік портфел. інвестицій, млн дол.	46 1996 р	146	82	715	388	105	290	519	516	1180

Джерело. Складено і розраховано на основі [48; 377].

Таблиця Л.3

Державний борг (валові фінансові зобов'язання сектору державного управління) країн світу у 2008–2015 рр., % до ВВП

	2008	2009	2010	2011	2012	2013п	2014п	2015п
Австралія	13.9	19.5	23.6	27.1	32.4	34.4	36.4	37.8
Австрія	68.7	74.3	78.6	80.3	85.6	87.3	87.6	87.1
Бельгія	92.7	99.8	99.5	101.9	104.0	104.5	104.7	102.8
Канада	74.7	87.4	89.5	93.6	96.1	97.0	97.1	96.6
Чеська Республіка	34.4	41.2	45.2	48.2	55.7	58.6	61.2	63.5
Данія	41.4	49.3	53.1	59.9	59.3	58.8	60.0	61.5
Естонія	8.5	12.9	12.8	10.1	13.6	13.3	13.1	12.7
Фінляндія	40.3	51.8	57.9	58.2	64.0	66.7	70.4	73.1
Франція	79.3	91.4	95.7	99.3	109.3	113.0	115.8	116.9
Німеччина	69.9	77.5	86.3	85.8	88.3	86.1	83.4	80.9
Греція	122.4	138.3	157.3	179.9	167.3	186.9	191.6	193.3
Угорщина	77.2	86.8	88.0	87.1	90.1	88.8	88.7	88.1
Ісландія	102.2	119.8	125.1	132.3	129.6	129.5	126.8	124.9
Ірландія	49.3	69.9	87.2	102.8	127.5	132.3	130.8	128.6
Ізраїль	72.9	75.3	71.5	69.7	68.2	68.4	67.6	66.4
Італія	118.9	132.4	131.1	124.0	142.2	145.7	146.7	146.1
Японія	171.1	188.7	193.3	210.6	218.8	227.2	231.9	235.4
Корея	30.4	33.5	34.3	36.2	35.5	35.6	36.0	36.3
Люксембург	19.3	19.2	26.2	26.3	30.2	32.9	34.6	36.7
Нідерланди	64.8	67.6	71.9	76.1	82.7	86.9	88.5	89.0
Нова Зеландія	28.7	34.2	37.9	41.6	42.6	41.8	42.0	41.4
Норвегія	55.2	49.0	49.3	33.9	34.4	34.2	35.5	37.9
Польща	54.4	58.4	62.4	63.1	62.4	66.0	58.7	58.9
Португалія	80.8	94.0	104.0	118.4	134.5	135.4	137.9	140.0
Словацька Республіка	32.2	40.4	45.9	48.3	56.9	59.0	61.4	60.9
Словенія	28.9	43.3	47.6	51.2	61.6	70.3	77.7	81.9
Іспанія	48.0	63.3	68.4	78.9	92.8	99.6	104.8	108.7
Швеція	49.9	52.1	49.4	49.7	48.8	52.0	53.5	53.4
Швейцарія	45.5	44.5	43.2	42.3	42.4	42.3	42.1	41.9
Великобританія	56.7	71.3	84.5	99.0	102.4	107.0	110.0	111.6
США	72.6	85.8	94.6	98.8	102.1	104.1	106.3	106.5
Єврозона (15 країн)	77.9	88.8	93.9	95.8	104.3	106.4	107.1	106.8
OECD – всього	80.0	91.3	97.8	102.5	107.4	110.3	111.8	112.0

Джерело. Складено на основі [373].

Таблиця Л.4

Розподіл об'єктів, які змінили форму власності, за способами приватизації в Україні у 1992–2013 рр.

Спосіб приватизації	1992		1995		1996		2000		2001		2006		2011		2012		2013	
	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%	К-ть	%
Викуп об'єкта приватизації	34	79	8021	54	11950	45,5	3223	46,9	3784	60,5	241	35,9	807	58,65	1214	80,1	870	75,3
Оренда з викупом	5	11,6	628	4,2	678	2,6	11	0,2	7	0,1	28	4,2	249	18,10	–	–	–	–
Пільговий продаж	–	–	1369	9,2	2780	10,6	146	2,1	126	2,1	1	0,1	–	–	–	–	–	–
Відкрита підписка	–	–	387	2,6	41	0,1	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Продаж на аукціоні	1	2,4	1219	8,2	2412	9,2	1539	22,4	1290	20,6	386	57,4	245	17,81	242	16,0	119	10,3
Продаж за конкурсом	3	7,0	1567	10,5	2579	9,8	232	3,4	236	3,8	8	1,2	72	5,23	46	3,0	23	1,9
Безоплат. передача	-	-	555	3,7	870	3,3	244	3,5	134	2,2	–	–	–	–	–	–	–	–
Сертифікатні аукціони за ПМС	–	–	1102	7,4	3137	11,9	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Спеціалізоані сертифікатні аукціони за компенсаційні сертифікати	–	–	–	–	1514	5,8	236	3,4	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
Продаж на фондових біржах та ПФТС	–	–	32	0,2	276	1,0	283	4,1	270	4,3	–	–	–	–	–	–	–	–
Продаж через міжбанківські центри сертифікатних аукціонів	–	–	–	–	–	–	952	13,9	403	6,4	–	–	–	–	–	–	–	–
Продаж акцій АТ	–	–	2	–	–	0,2	8	0,1	0	–	–	1,2	3	0,22	14	0,9	144	12,3
Всього	**43**	**100,0**	**14882**	**100,0**	**26283**	**100,0**	**6874**	**100,0**	**6250**	**100,0**	**672**	**100,0**	**1376**	**100,0**	**1516**	**100,0**	**1156**	**100,0**

Джерело. Складено і розраховано на основі [268].

Додаток М

Таблиця М.1

Світові показники розвитку фінансового сектору економіки України у 1995–2013 рр.

Показники	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Грошовий і кредитний ринок															
Депозитна відсоткова ставка, %	70,3	13,7	11,0	7,9	7,0	7,8	8,6	7,6	8,1	9,9	13,8	10,6	7,9	13,0	н.д.
Кредитна відсоткова ставка, %	184,3	122,7	41,5	32,3	25,3	17,9	17,4	16,2	15,2	13,9	17,5	20,9	15,9	18,4	16,6
Відсоткова маржа, %	52,4	27,8	21,3	17,4	10,9	9,6	7,6	7,6	5,8	7,5	7,1	5,3	8,0	5,4	н.д
Реальна відсоткова ставка, %	-56,8	15,0	20,3	19,2	8,9	2,0	-6,7	0,3	-7,2	-8,6	6,9	1,9	1,4	9,5	15,3
Внутрішнє кредитування, % до ВВП	15,5	23,8	24,2	28,1	33,1	31,7	33,2	45,7	61,1	95,0	103,7	93,9	87,1	87,5	н.д
Банківський капітал у активах, %	н.д	16,2	15,6	14,7	12,3	13,8	12,4	12,5	11,6	12,9	13,1	14,6	14,8	15,0	15,1
Банківські кредити, що не обслуговуються, у валових кредитах, %	н.д	29,6	25,1	21,9	28,3	н.д	58,0	59,8	48,1	30,9	13,7	15,3	14,7	16,5	12,9
Зростання частки вимог до уряду у грошовій масі, %	95,4	-1,7	-0,1	-0,3	-5,0	-1,5	-16,1	-0,5	1,2	6,9	9,4	8,4	5,3	5,4	н.д
Зростання частки вимог до інших секторів економіки у грошовій масі, %	н.д	н.д	н.д	30,9	43,6	23,2	46,0	53,0	72,1	78,5	-3,4	2,1	12,5	4,7	н.д
Зростання грошей і квазігрошей, %	115,5	44,5	44,7	42,3	46,4	31,9	54,4	34,5	51,7	30,2	-5,5	22,7	14,7	12,8	н.д
Одержані особисті перекази, млрд дол.	0,06	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	2,4	3,1	5,3	6,8	5,9	6,5	7,8	8,4	9,7
Індекс глибини кредитної інформації (0 – низький, 6 – високий)	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	0	0	0	0	3	3	4	4	4	5
Охоплення приватними кредитними бюро, % дорослого населення	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	3,0	3,0	10,1	17,0	23,3	28,3
Ринок цінних паперів															
Ринк. бірж. капіталізація, % до ВВП	н.д	6,0	3,6	7,4	8,6	18,2	29,0	39,8	78,3	13,5	14,3	28,9	15,6	11,7	н.д
Вітчизняні лістингові компанії, всього	н.д	139	131	184	149	155	221	249	276	251	145	183	195	198	н.д
Заг. вартість торгівлі акціями, % до ВВП	н.д	0,9	0,6	0,3	0,2	0,3	0,8	1,1	1,4	1,4	0,5	1,5	2,8	0,7	н.д
Оборотність торгівлі акціями, %	н.д	19,2	13,9	5,7	2,8	2,5	3,6	3,5	2,6	3,7	2,9	7,5	14,1	5,2	н.д
Зростання світ. фонд. індексу S & P, %	н.д	75,2	-36,3	26,7	40,3	170,3	52,8	48,6	112,2	-82,2	31,1	53,8	-36,3	-4,1	-21,3
Інше															
Індекс сили юридичних прав (0 – слабкий, 10 – сильний)	н.д	н.д	н.д	н.д	н.д	5	9	9	9	9	9	9	9	9	9
Міжнародні мігранти, тис. осіб	6172,3	5527,1	н.д	н.д	н.д	н.д	5390,6	н.д	н.д	н.д	н.д	5256,5	н.д	н.д	н.д

Джерело. Складено на основі [377].

Таблиця М.2

Обсяги торгів на організаторах торгівлі у 1996–1999 рр., млн грн

Організатор торгівлі	1996	1997	1998	1999
Донецька фондова біржа	0,172	2,150	22,782	40,469
Київська міжнародна фондова біржа	0,090	4,709	27,785	84,612
ПФТС	3,124	350,543	338,541	988,439
Південно-українська ТІС	–	–	–	1,087
Придніпровська фондова біржа	–	–	–	24,140
Українська міжбанківська валютна біржа	13,189	381,441	76,807	432,581
Українська фондова біржа	31,610	23,109	50,135	313,422
Кримська фондова біржа	–	–	–	–
Український центр сертифікатних аукціонів	–	–	6,873	11,123
Усього	**48,185**	**761,952**	**522,920**	**1896,093**

Джерело. Складено на основі [187].

Таблиця М.3

Обсяги торгів цінними паперами на біржовому ринку в Україні у 2000–2013 рр., млрд грн

Вид цінних паперів	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Акції	2,13	4,48	6,95	13,61	11,82	13,54	43,75	68,59	21,54	45,33
Державні облігації	0,56	3,88	8,51	2,77	8,55	8,18	60,86	99,12	178,78	345,87
Облігації підприємства	0,03	6,54	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42	26,35	47,51
Облігації місцевих позик	–	0,67	0,99	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,39	0,90
Інвестиційні сертифікати	–	0,18	0,33	0,43	0,20	7,14	16,1	22,03	5,84	6,22
Похідні цінні папери	–	0,68	0,09	0,05	–	–	–	–	24,78	18,01
Інші	0,1	–	0,05	0,13	–	–	–	–	–	
Усього	2,82	16,43	29,05	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44	263,68	463,84

Джерело. Складено на основі [187].

Таблиця М.4

Чинники поширення світової фінансової кризи у фінансовому секторі Україні

Чинники	Ознаки	Механізм негативного впливу
Фінансова лібералізація	1) зняття обмежень на присутність іноземного капіталу у секторі без належного державного регулювання; 2) відсутність контролю за кредитуванням і відсотковими ставками	Обвал ринку капіталу і недостатність ліквідності фінансових установ через виведення іноземних капіталів з сектору
Фінансова глобалізація	1) інтеграція ринків капіталу; 2) збільшення трансграничних потоків капіталу; 3) розповсюдження фінансового інжинірингу, похідних і структурованих фінансових інструментів	1) розповсюдження негативних тенденцій у всіх регіонах світу; 2) активне використання позичкових коштів і наражання на більший ризик; 2) утворення «фінансових бульбашок» на строковому ринку
«Провали» ринку капіталу і фінансового сектору	1) недостатній рівень капіталізації фінансових установ; 2) висока питома вага ризикових активів і дефіцит стійких пасивів; 3) недостатній досвід ризик-менеджменту і хеджування; 4) переважання неорганізованого ринку цінних паперів над організованим	1) стрімке зниження рівня ліквідності і капіталізації; 2) втрати через недостатність оцінювання ризиків; 3) недостатність ліквідності за рахунок спекулятивних операцій
«Провали» фінансової політики	1) відсутність належної системи рефінансування банків; 2) недостатність фінансування економічного розвитку і людського потенціалу; 3) застарілі методи розв’язання проблем; 4) наявність суттєвих протиріч між монетарними і неоконсервативними підходами	1) деградація галузей, що працюють на внутрішньому ринку; 2) формування грошової бази за рахунок іноземних кредитів; 3) низька норма накопичення; 4) бюджетний дефіцит і девальвація гривні; 5) низький інноваційний потенціал економічних процесів

Джерело. Складено автором.

Додаток Н

Таблиця Н.1

Показники діяльності банківської системи України у 1992–1999 рр.

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Емісія готівки, % до попер. періоду	–	2974	622	300	148	153	117	133
Грошова маса М3, % до попереднього періоду	11 р.	19 р.	7 р.	213	135	134	125	141
Швидкість обертання грошової маси	3,67	5,85	6,51	10,75	10,01	8,52	7,26	6,91
Грошовий мультиплікатор	4,17	1,79	2,11	1,96	1,92	1,78	1,82	1,84
Норматив обов'язкового резервування, %	10	25	15	15	15	15	16,5	17
Середньозважена річна облікова ставка, %	80,0	190,0	225,9	131,0	62,3	24,6	61,6	50,0
Процентні ставки банків, %								
за кредитами у національній валюті	76,0	221,1	201,7	107,4	77,0	49,1	54,5	53,4
за депозитами у національній валюті	68,0	187,3	171,0	61,2	34,3	18,2	22,3	20,7
Заборгованість за кредитами, наданими банками, % до попер. періоду	28 р.	15 р.	4 р.	262	134	134	122	133
Кошти суб'єктів господарювання та фізосіб у банках, % до попереднього періоду	1000	1765	686	177	120	124	130	147
Вклади населення,								
млн грн.	3	30	214	615	1227	2297	3089	4283
у нац. валюті	3	30	214	504	951	1612	1824	2167
% до попер. періоду	300	1000	713	236	189	170	113	119
в іноземній валюті	–	–	–	111	276	685	1265	2115
% до попер. періоду	–	–	–	–	249	248	185	167
Первинний ринок державних цінних паперів								
обсяги продажу, тис. шт.	–	–	–	294	31474	105088	117153	46846
сума коштів, залучених до бюджету, млн грн	–	–	–	304	3063	8322	8164	3842
Фінансовий результат діяльності банків, млн грн								
доходи	–	–	1825	3409	3774	4558	5706	6923
витрати	–	–	1193	2275	2698	3444	5258	6410
чистий прибуток (збиток)	–	–	632	1134	1076	1114	449	513
Питома вага кредитних вкладень комерційних банків у ВВП, %	54,0	27,4	12,9	7,5	6,7	7,9	8,5	9,3

Джерело. Складено на основі [189].

Таблиця Н.2

Показники діяльності банківської системи України у 2000–2013 рр.

Показники	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
М3, млрд грн	32,2	194,1	261,1	396,2	515,7	487,3	597,9	685,5	773,2	909,1
М3, % до попер. періоду	145	54	34	51	31	–5	23	14,7	12,8	17,6
М2, млрд грн	32,2	193,1	259,4	391,3	512,5	484,8	596,8	681,8	771,1	906,3
М0[0]/ВВП	1,5	13,6	13,8	15,4	16,3	17,2	17,0	14,7	14,4	16,7
М1[1]/ВВП	2,8	22,3	22,7	25,2	23,7	25,6	26,8	23,7	22,9	27,4
М2[2]/ВВП	4,0	43,7	47,7	54,3	54,0	53,1	55,1	51,9	54,7	64,3
М3[3]/ВВП	4,1	44,0	48,0	55,0	54,4	53,3	55,2	52,2	54,9	64,5
Облікова ставка НБУ, %	30,6	9,5	8,5	8,0	12,0	10,25	7,75	7,75	7,5	6,5
Процентні ставки, %										
за кредитами у національній валюті	40,3	16,4	15,4	14,4	17,8	20,9	15,7	17,9	18,4	17,2
за депозитами у національній валюті	13,5	11,5	11,3	11,3	11,6	10,0	10,5	8,5	14,2	12,9
Внутрішній кредит, млрд грн	19,6	146,8	248,6	440,0	778,4	809,2	860,5	966,6	1035,6	1205,9
Внутрішній кредит, % до попереднього періоду	162,0	134,3	169,3	195,2	163,2	94,3	101,0	109,3	107,1	116,4
Депозити домогосподарств (млн грн), у нац. валюті	3481	43688	59889	102379	110016	101081	142924	160530	186772	257829
% до попереднього періоду	161	–	157	171	107	92	141	112	116	138,0
в іноземній валюті		31091	48970	64860	107844	113016	132169	149860	182493	184122
% до попереднього періоду	156	–	157	132	166	105	117	113	122	100,8
Загальна сума залучених депозитів, млрд грн	18,8	134,8	185,9	288,9	359,7	335,0	416,6	491,8	572,3	700,0
Залучені депозити, % до попереднього періоду	154	159,3	138,0	152,7	126,7	–16,9	124,4	118,0	116,4	117,1
Первинний ринок державних цінних паперів										
дохідність, %	–	7,25	9,26	6,71	14,85	20,07	12,69	9,17	13,56	12,96
кошти, залучені до бюджету, млрд грн	1,9	7,1	1,6	3,6	9,8	18,8	40,4	28,9	35,9	50,5
Фінансовий результат діяльності банків:										
доходи, млн грн	7491	27537	41645	68185	122580	142995	136848	142778	150449	168888
витрати, млн грн	7520	25367	37501	61565	115276	181445	149875	150486	145550	167452
чистий прибуток/збиток	–30	2170	4144	6620	7304	–38450	–13027	–7708	4899	1436
рентабельність активів, %	–	1,31	1,61	1,50	1,03	–4,38	–1,45	–0,76	0,45	0,12
рентабельність капіталу, %	–	10,39	13,52	12,67	8,51	–32,52	–10,19	–5,27	3,03	0,81
чиста процентна маржа, %	–	4,90	5,30	5,03	5,30	6,21	5,79	5,32	4,51	4,08
чистий серед, %	–	5,78	6,76	5,31	5,18	5,29	4,84	4,51	3,75	3,52

[0] М0 – включає готівкові кошти в обігу поза депозитними корпораціями; [1] М1 – грошовий агрегат М0 + переказні депозити в національній валюті;
[2] М2 – грошовий агрегат М1 + переказні депозити в іноземній валюті й інші депозити; [3] М3 – грошовий агрегат М2 + цінні папери, крім акцій.

Джерело. Складено розраховано на основі [48; 189].

Таблиця Н.3

Показники діяльності депозитних фінансових посередників в Україні у 2001–2013 рр.

	2001	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**	**11**
НБУ										
Активи, млрд грн	**49,0**	**125,0**	**141,2**	**198,3**	**356,1**	**388,3**	**456,7**	**453,4**	**430,1**	**433,6**
зокрема монетарне золото та СПЗ	2,1	1,4	1,8	2,5	4,1	5,9	7,32	8,2	9,3	8,0
готівкові кошти та депозити	15,0	78,7	70,7	87,7	115,3	98,0	122,4	101,5	60,6	58,1
цінні папери, крім акцій	9,3	20,6	43,5	77,7	135,9	165,3	206,4	225,2	233,8	254,6
кредити	10,9	10,4	10,9	10,8	72,6	91,3	78,6	78,2	82,5	82,8
акції та інші форми участі у капіталі	0,05	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,4	0,5
інша дебіторська заборгованість	10,9	10,5	10,8	11,0	20,2	18,1	31,6	29,2	31,3	17,8
нефінансові активи	1,2	3,2	3,5	8,4	7,8	9,3	10,2	11,0	12,3	11,8
Пасиви, млрд грн	**47,3**	**125,0**	**141,2**	**198,3**	**356,1**	**388,3**	**456,7**	**453,4**	**430,1**	**433,6**
зокрема готівкові кошти в обігу	20,2	65,4	82,1	122,5	167,5	170,5	200,1	209,6	222,8	261,9
депозити	4,4	52,4	49,0	48,3	85,0	91,9	1265,0	120,8	91,9	82,9
цінні папери, крім акцій	1,8	2,4	0,2	3,1	2,8	3,4	9,4	5,5	0,3	3,1
кредити	0,3	0,3	0,2	0,2	0,1	0,06	–	1,0	–	–
інша кредит. заборгованість	19,3	1,1	1,4	2,2	2,7	16,3	17,2	17,7	17,2	16,6
акції та інші форми участі у капіталі	1,8	3,3	8,3	22,1	97,9	105,0	104,0	98,8	96,9	68,1
СПЗ через розподілення	–	–	–	–	–	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Банківські установи										
Кількість зареєстрованих	**189**	**181**	**193**	**198**	**198**	**197**	**194**	**198**	**176**	**180**
Кількість діючих	153	165	170	175	184	182	175	178	176	180
із них: банки з іноземним капіталом:	28	23	35	47	53	51	55	53	53	49
зокрема зі 100%-ним іноземним капіталом	6	9	13	17	17	18	20	22	22	19
Частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків, %	13,3	19,5	27,6	30,3	36,7	35,8	40,6	41,9	39,5	34

Продовження табл. Н.3

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Активи, млрд грн										
Загальні активи	50,8	223,0	353,1	619,0	973,3	1001,6	1090,2	1211,5	1267,9	1408,7
Чисті активи	47,6	213,9	340,2	599,4	926,1	880,3	942,1	1054,3	1127,9	1278,1
Високоліквідні активи	7,7	36,5	44,8	63,6	79,7	96,38	120,5	136,7	163,6	152,9
Кредити всього	32,1	156,4	269,7	485,4	792,2	747,35	755,0	825,3	815,3	911,4
у.т.ч. суб'єктам господарювання	26,6	109,0	167,7	276,2	460,2	482,3	508,3	580,9	609,2	698,8
зокрема фізособам	1,5	33,2	77,7	153,6	273,8	235,4	186,5	174,7	161,8	167,8
Довгостр. кредити (> 1 року)	5,7	86,2	157,2	292,0	507,7	492,4	490,9	504,4	470,9	484,7
зокрема суб'єктам господарювання	5,1	58,5	90,6	156,3	266,2	244,4	262,2	290,3	308,9	331,1
Проблемні кредити, %	1,9	3,4	4,5	6,4	18,0	69,9	11,2	9,61	8,9	7,7
Вкладення у цінні папери	4,4	14,3	14,5	28,7	40,6	39,3	83,6	87,7	96,3	138,3
Резерви за активними операціями	3,2	9,4	13,3	20,2	48,4	122,4	148,8	157,9	141,3	131,2
Пасиви, млрд грн										
Пасиви, всього	47,6	213,9	340,2	599,4	926,1	880,3	942,1	1054,3	1127,2	1278,1
Капітал	8,0	25,4	42,6	69,6	119,3	115,2	137,7	155,5	167,3	192,6
Зобов'язання: зокрема	25,5	188,4	297,6	529,8	806,8	765,1	804,4	898,8	957,9	1085,5
кошти суб'єктів господарювання	14,4	61,2	76,9	112,0	143,9	115,2	144,0	186,2	202,6	235,0
кошти фізосіб	11,1	72,5	106,1	163,5	213,2	210,0	270,7	306,2	364,0	433,7
Довідково, %										
Загальні активи у ВВП	24,9	50,5	64,9	85,9	102,7	109,7	99,6	69,8	90,0	100,0
Кредитний портфель у активах	63,2	70,1	76,1	78,4	81,5	74,4	69,2	86,5	64,3	65,0
Кошти фізосіб у зобов'язаннях	43,5	38,5	35,6	30,9	26,5	27,5	33,6	43,1	38,0	40,0
Банк. капітал у активах	15,7	12,4	12,5	11,6	12,9	13,1	14,6	14,5	13,4	13,7
Кредитні спілки, од.	**1100**	**725**	**764**	**800**	**829**	**755**	**659**	**610**	**617**	**624**
Заг. активи, млн грн	206,4	1939,5	3241	5261	6064,9	4218,0	3432,2	2386,5	2656,9	2598,8
Кількість членів, тис. осіб	>300	1236	1721	1791	6064,9	2190,3	1570,3	1062,4	1095,9	980,9
Внески членів на депозитні рахунки, млн грн	108,5	1145,2	1927	3451	3951,1	2959,3	1945,0	1185,5	1287,5	1330,1
Капітал, млн грн	76,2	668,5	1098	1552	1714,0	719,4	843,5	942,9	1088,7	1055,6
Кредити членам, млн грн	191,6	1441,6	2596,7	4512,3	5572,8	3909,1	3349,5	2237,4	2531,0	2349,1

Джерело. Складено і розраховано на основі [188; 189]..

Таблиця Н.4

Показники діяльності недепозитних фінансових посередників в Україні у 2001–2013 рр.

	2001	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	**2**	**3**	**4**	**5**	**6**	**7**	**8**	**9**	**10**
Страхові компанії, од.	**328**	**403**	**446**	**469**	**450**	**456**	**442**	**414**	**407**
Non-life	309	353	381	397	378	389	378	352	345
Life	19	50	65	72	72	67	64	62	62
з іноз. капіталом		58	78	79	75	115	116	117	94
Заг. активи, млн грн	4105,2	20920,1	32213	41930,5	41970,1	45234,6	48122,7	56224,7	66387,5
Вал. премії, млн грн	5853,2	12853,5	18008,2	24008,6	20442,1	23081,7	22693,5	21508,2	28661,9
Вал. виплати, млн грн	662,2	1894,2	4213	7050,7	6737,2	6104,6	4864,0	5151,0	4651,8
Рівень валових виплат, %	15,4	14,7	23,4	29,4	33,0	26,4	21,4	23,9	16,2
Частка страх. платежів у ВВП, %	1,48	3,02	2,60	2,65	2,20	2,10	1,7	1,5	2,0
Чисті премії, млн грн	2522,5	7482,8	12353,8	15981,8	12658,0	13327,7	17970,0	20277,5	21551,4
Чисті виплати, млн грн	403,9	1546,7	3884	6546,1	6056,4	5885,7	4699,2	4970,0	4566,6
Рівень чистих виплат, %	16,0	20,7	31,4	41,0	47,8	44,2	26,2	24,5	21,2
Сформовані резерви, млн грн	1184,2	5045,8	8423,3	10904,1	10141,3	11371,8	11179,3	12578,0	14435,7
резерви зі страхування життя, млн грн	15,9	345,4	991,3	1609,0	1789,2	2185,2	2663,8	3222,6	3845,8
НПФ, од.	**110**	**54**	**96**	**110**	**108**	**101**	**97**	**94**	**81**
відкриті	–	42	65	87	71	71	70	65	57
корпоративні	–	8	12	14	11	8	8	9	9
професійні	–	4	11	9	10	10	10	10	8
Загальні активи, млн грн	–	46,1	281	612,2	857,9	1144,3	1386,9	1660,1	2189,8
Загальна кількість укладених контрактів, тис. шт.	–	67,2	55,9	62,3	62,5	69,7	75,0	61,4	61,4
Учасники за укладеними контрактами, тис. осіб	–	88	279	482,5	497,1	569,2	594,6	584,8	840,6
Пенсійні внески, млн грн	–	36,5	234,4	582,9	754,6	925,4	1102,0	1313,7	1587,5
Пенсійні виплати, млн грн	–	1,7	9,1	27,3	90,1	158,2	208,9	251,9	300,2
Кіл-ть осіб, що отримали пенс. виплати, тис. осіб	–	2,8	5,5	10,9	28,1	47,8	63,1	66,2	69,0
Інвест. дохід, млн грн	–	9,7	68,1	86,8	236,7	433,0	559,9	727,0	953,3
Сума витрат, що відшкодовуються за рахунок активів, млн грн	–	1,0	16,6	31,6	47,1	64,6	86,6	106,6	135,5

Продовження табл. Н.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ІСІ, од.	**6**(2002)	**284**	**834**	**888**	**1094**	**1034**	**1090**	**1311**	**1296**
відкриті	–	4	27	32	40	35	41	42	38
інтервальні	2	19	35	42	51	43	38	44	39
закриті диверс.	–	3	4	4	9	9	10	14	11
закриті недиверс.	–	39	118	129	176	157	141	172	144
венчурні	4	218	650	681	818	790	860	1039	1064
Вартість активів, млн грн	–	448,1	40780,4	67836,6	82265,7	109306,6	132124,5	160417,0	183390,0
ПІФ	–	–	–	–	63611,5	81078,1	96047,3	118404,6	137426,3
КІФ	–	–	–	–	18654,2	28228,5	36077,2	42012,4	45959,6
відкриті	–	–	571,9	308,4	154,7	132,2	230,7	162,9	105,8
інтервальні	–	–	294,5	200,1	256,27	271,56	188,60	164,0	128,7
закриті (невенчурні)	–	–	3292,8	4327,9	5993,82	8298,5	10135,3	11365,1	9864,8
венчурні	–	–	36452,0	63000,2	75860,9	100301,4	121569,9	148725,0	173286,6
диверсифіковані	–	–	–	561,8	785,4	1889,73	1763,53	2189,7	1497,8
недиверсифіковані	–	–	–	67274,6	81480,3	107416,8	130361,0	158227,4	181888,1
Загальна вартість активів в управлінні, млрд грн	0,5	6,9	40,8	63,3	82,5	105,9	126,8	157,2	177,3
Чисті активи, млрд грн	0,3	0,4	н.д.	54,6	72,6	94,7	112,7	139,3	158,4
Кількість КУА, од.	–	–	334	409	380	339	341	353	347
КУА та ІСІ на одну КУА, од.	1,20 (2002)	1,79	2,50	3,04	3,16	3,62	4,26	4,37	4,62
Інші кредитні установи, од.	–	**2**	**7**	**20**	**32**	**42**	**48**	**61**	**85**
Заг. активи, млн грн	–	–	1138,9	3253,5	3092,1	2498,9	3903,6	4439,0	8137,8
Капітал, млн грн	–	–	25,15	168,7	719,4	843,5	1441,7	1835,6	2434,4
Обсяг виданих кредитів, млн грн	–	–	–	5744,0	1805,4	1408,4	2064,9	1888,0	3981,8
Юрособи публічного права, од.	–	–	**27**	**29**	**29**	**29**	**30**	**30**	**30**
Заг. активи, млн грн	–	–	1931,1	3269,9	4513,2	6430,4	5509,1	4552,9	4445,9
Капітал, млн грн	–	–	–	–	494,8	2482,7	2570,3	1386,8	1257,8
Обсяг виданих кредитів, млн грн	–	–	1865,4	2898,2	2561,7	2421,4	3116,3	3275,8	2732,2
Фінансові компанії									
Фінансовий лізинг од.	–	25	–	–	43	115	70	115	157
Кількість договорів, од.	–	36	18	10	4	14	14	6	32
Вартість договорів, млн грн	–	3,2	12,8	10,6	5,2	7,6	9,7	1,7	16,5
Факторинг	–	7	39	47	64	78	110		163
Джерела фінансування, млн грн	–	62,0	849,6	1446,9	1595,1	6407,9	6845,2	11702,8	10039,5
Вартість договорів, млн грн	–	23,5	281,4	1450,0	589,8	2519,8	2976,5	4438,7	10039,5
Кількість договорів, од.	–	117	904	5662	563	1556	4059	5616	70819

Продовження табл. Н.4

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Управ-ня коштами установників управління майном з метою фінансування буд-ва житла, од.	–	49	123	132	129	87	88	60	49
Довірителі, од.	–	2154	11309	11950	8844,4	12212	12790	12850	13334
Залучення коштів від довірителів, млн грн	–	570,5	6075,2	7954,6	11560	7510,1	8088,2	8611,8	9933,5
Управ-ня коштами установників управління майном з метою отримання доходу від здійснення операцій з нерухомістю, од.	–	–	10	10	10	10	12	14	15
Фінансові компанії, які створили ФОН, од.	–	–	5	4	4	4	4	4	4
Створені ФОН, од.	–	–	5	5	5	4	4	6	6
Залучення коштів фіз. осіб-власників сертифікатів ФОН, млн грн	–	–	25,77	57,9	60,3	60,3	43,1	43,1	43,1
Залучення коштів від юр. осіб-власників сертифікатів ФОН, млн грн	–	–	69,38	69,5	77,3	7,9	7,9	0	0
Діяльність із забезпечення проведення розрахунків	–	2	5	12	13	13	29		20
Операції з обміну валют, млн грн	–	4327,7	9140,1	11623,7	17206,5	16631,9	13611,4	11053,5	7605,2
Операції з переказу грош. коштів (без Укрпошти), млн грн	–	1164,9	1406,7	1837,8	2818,6	3179,3	4758,1	10307,1	11127,30

Джерело. Складено на основі [187; 188].

Таблиця Н.5

Показники діяльності інших фінансових корпорацій у 2001–2013 рр.

	2003	**2005**	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**
Ломбарди	**45**	**322**	**303**	**344**	**373**	**426**	**456**	**473**	**479**
Активи по балансу, млн грн	19,3	417,6	367,7	525,3	618,9	888,2	1203,8	1558,4	1518,6
Сума наданих фінансових кредитів під заставу, млн грн	35,5	1429,0	1955,2	2126,8	3505,0	5503,1	7325,1	8945,4	8368,2
Кількість наданих фінансових кредитів під заставу, тис. шт.	–	3000	3913,2	4907,2	6758,8	9247,2	9388,5	12267,8	12131,3
Сума погашених фінансових кредитів, тис. грн	–	1390,9	1369,5	1984,5	3370,7	5364,8	7261,4	8761,1	8347,8
у. т.ч. за рахунок майна, наданого у заставу	–	397,2	111,9	188,0	240,1	452,8	644,2	670,9	602,8
Кількість договорів, погашених за рахунок майна, наданого у заставу, тис. шт.	–	–	520,2	1749,2	662,9	1007,1	1013,2	1749,1	1164,7
Середньозважена ставка, %	180-360	180-360	до 360	до 360	251,1	216,5	214,5	211,1	209,2
Середній розмір кредиту	–	380,2	300-480	300-480	518,6	595,1	780,2	729,2	689,8
Довірчі товариства	–	–	1	2	2	2	2	2	2
Статутний капітал, тис. грн	–	–	–	210,0	210,0	210,0	210,0	–	–
Власний капітал, тис. грн	–	–	–	45,9	42,8	42,4	42,2	–	–
Активи, тис. грн	–	–	285,6	284,9	284,8	284,6	284,4	–	–

Джерело. Складено на основі [188].

Додаток П

Таблиця П.1

Відповідність ментальних рис українців перетворенням у фінансовому секторі

Потенціал ментальних рис	Ментальні риси	Можливі перетворення у фінансовому секторі
Сильні риси	Індивідуалізм і егоцентризм	Здійснення фінансових операцій на свій страх і ризик; оплата особистого внеску; придбання як форма заохочення самого себе; переважання особистих інтересів над суспільними; прагнення брати у суспільства і природи без віддачі; покладання на себе, а не на суспільство і державу
	Прагнення до економічної самостійності	Схильність до непокори; вибір організаційних форм господарювання, які надають найбільшу економічну самостійність
	Терплячість	Досягнення інвестиційних цілей; збільшення інвестиційного горизонту фінансових вкладень; розміщення коштів у строкові вклади; страхування життя і недержавне пенсійне забезпечення
	Розвинена інтуїція	Уловлювання коливань кон'юнктури фінансового ринку, активний моніторинг; швидкі управлінські рішення
Неоднозначні риси	Наслідування	Ефективне використання зарубіжного досвіду; наслідування дій найближчого оточення
	Мрійливість	М'якість в управлінні; відсутність чітко сформульованих цілей фінансової діяльності і, тим більше, заходів щодо їх реалізації; креативність
	Консерватизм	Високий авторитет керівника; інертне сприйняття фінансових інновацій
Слабкі риси	Недовіра до оточуючих і переважання неформальних стосунків	Недовіра до фінансових посередників; на першому плані у фінансовій діяльності міжособистісний фактор
	Нерозвиненість фінансової культури	Відсутність моральних цінностей у галузі правових відносин і відносин власності; «гроші дістаються важкою працею»
	Схильність до нераціональних операцій	Недбале ставлення до обов'язків; недоопрацювання фінансових завдань; необізнаність щодо можливостей фінансових операцій; розміщення капіталу в один вид фінансового активу; невідповідність активів і пасивів
	Утриманство	Ускладнення фінансового управління через необхідність постійного примусу

Джерело. Складено автором.

Таблиця П.2

Заходи з культивування і використання ментальних норм на рівнях інституційного середовища фінансового сектору

Рівень інституційного середовища	Заходи
Мегарівень	Формування позитивного іміджу країни за врахування колективізму і державності у переговорних процесах, готовність до співпраці, ефективного використання зарубіжного досвіду
Макрорівень	Залучення домогосподарств до фінансових операцій і активізація індивідуального інвестування через створення загальноукраїнської карти ментальності. Її мета – виявлення сильних і слабких ментальних рис населення на території країни. Створення загальноукраїнської соціально-психологічної служби з відділеннями у регіонах і у фінансових установах, завдання якої – складання карт ментальності, моделювання конкретних систем заохочення домогосподарств до придбання фінансових послуг
Мезорівень	Розроблення соціально-психологічними службами спеціальних анкет, що містять питання про ставлення до: грошей, багатства, багатих людей, інвестицій, страхування і пенсійного забезпечення, забезпечення майбутнього, фінансових інститутів; представників націй, які асоціюються з певними видами фінансової діяльності та переважають у регіоні. Ментальною базою цих перетворень є терпимість і конфесійна толерантність Створення коучінг-центрів, призначенням яких є популяризація колективного інвестування, зокрема венчурного. Норма цих перетворень – трансцендентність і прагнення нового
Мікрорвіень	Формування корпоративної культури фінансового інституту за використання елементів капіталістичної ментальності (раціональність – прагнення збільшення доходів від фінансових операцій як самоціль, прагнення інвестувати; чесність – готовність виконувати зобов'язання; погодження на оприлюднення негативної інформації про себе; самостійність – індивідуалізм; прагнення до лідерства; прагнення до фінансових інновацій; сприйняття фінансових ризиків)
Нанорівень	Формування перспективних ціннісних основ фінансової діяльності з урахуванням сильних ментальних рис. Актуалізація професійних знань, трансформація соціальних і фінансових пріоритетів у кореляції з етнічними і культурними, які не мають розходитися з економічними зисками. Подолання розриву між ціннісними уявленнями і реальною фінансовою поведінкою. Використання освітніх можливостей для підвищення загальної фінансової культури, отримання нових професійних знань у сфері фінансової діяльності

Джерело. Складено автором**.**

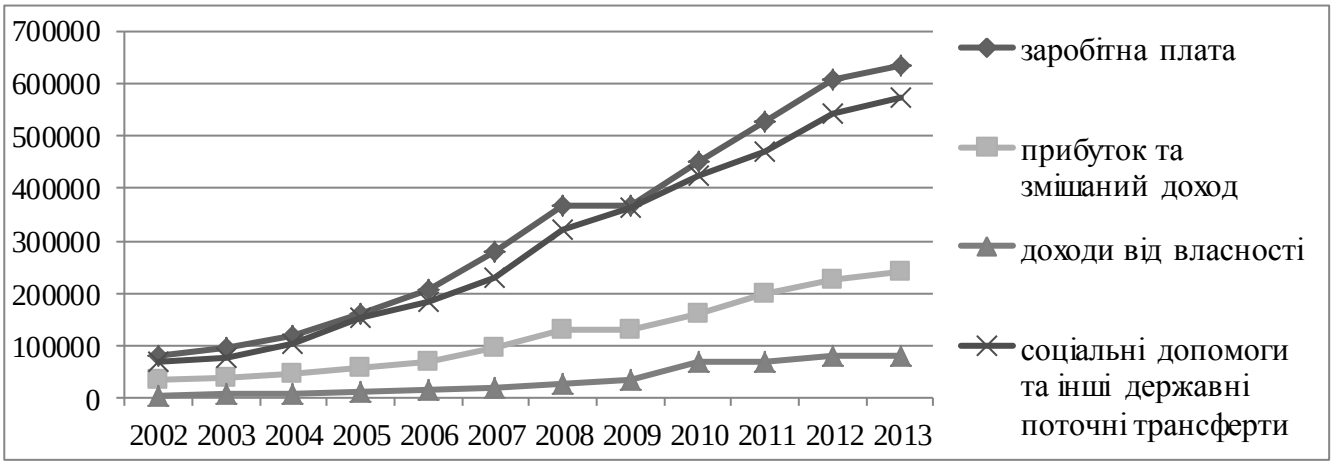


Рис. П.1. Доходи домогосподарств в Україні у 2002–2013 рр., млн грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

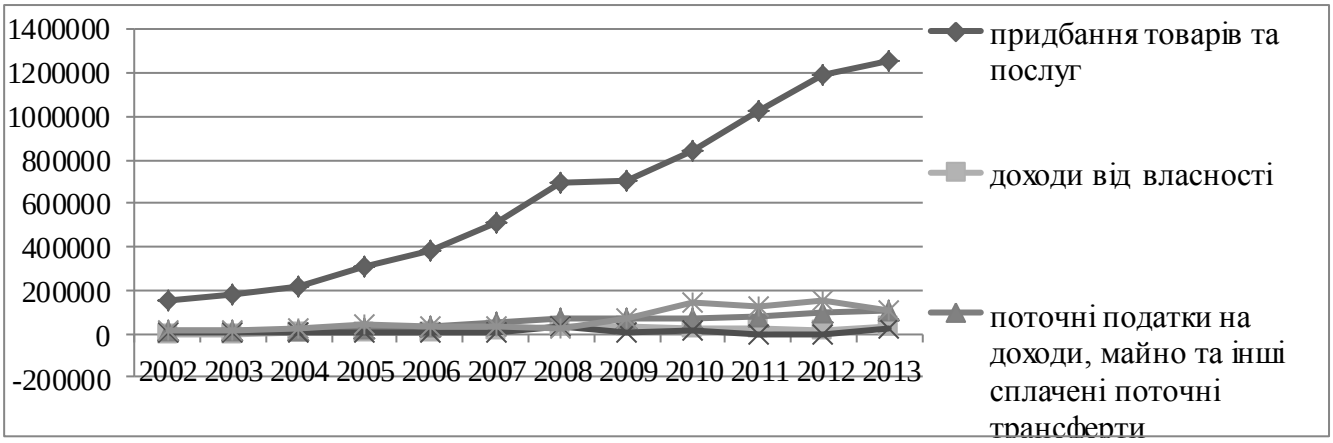


Рис. П.2. Витрати та заощадження домогосподарств в Україні у 2002–2013 рр., млн грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

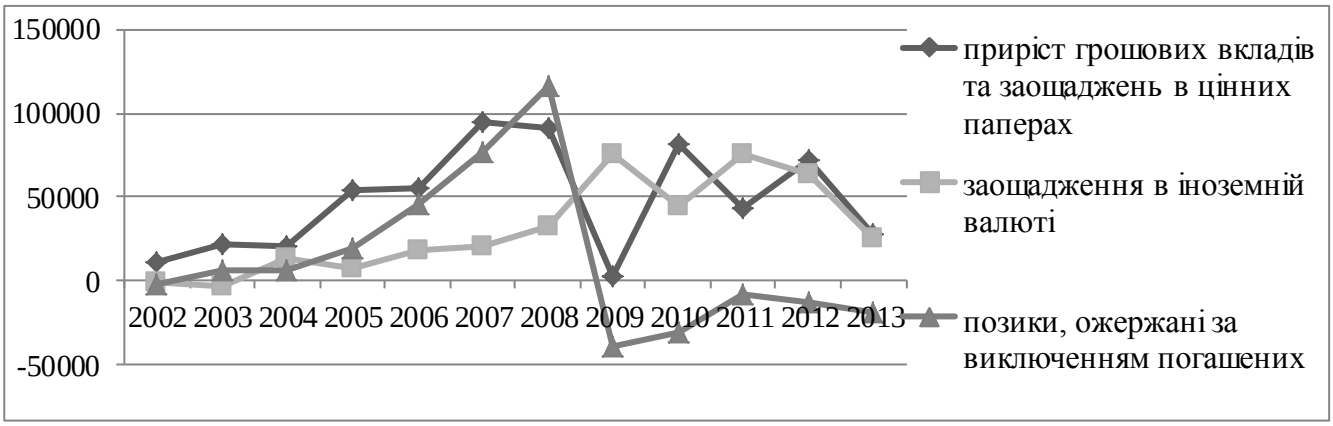


Рис. П.3. Приріст фінансових активів домогосподарств в Україні у 2002–2013 рр., млн грн

Джерело. Побудовано на основі [48].

Додаток Р

Таблиця Р.1

Частка заощаджень у наявному доході домогосподарств країн світу у 2008–2015 рр., %

	2008	2009	2010	2011	2012	2013 п	2014 п	2015 п
Чисте заощадження								
Австралія	5.8	10.0	9.9	10.8	10.4	11.1	10.5	10.0
Австрія	11.5	11.2	8.9	6.7	7.4	8.2	8.5	9.1
Бельгія	11.5	13.2	9.9	8.4	9.6	9.8	9.6	9.4
Канада	4.0	5.3	4.3	4.4	5.0	5.0	4.9	4.9
Чеська республіка	4.8	6.8	6.2	5.1	5.9	4.4	5.3	6.3
Данія	-3.7	0.1	0.0	0.7	-0.7	-1.1	-1.4	-1.4
Естонія	-4.1	5.7	0,6	-0.2	0.5	0.3	0,6	0.7
Фінляндія	-0.3	4.2	3.6	1.3	1.1	1.9	1.2	0.5
Німеччина	11.5	10.9	10.9	10.4	10.3	9.9	9.8	9.7
Угорщина	2.7	4.8	5.4	5.4	1.9	2.4	3.2	2.8
Ірландія	3.7	9.8	7.0	5.6	5.2	5.0	4.7	4.5
Італія	8.5	7.1	4.9	4.3	3.6	4.3	3.6	3.6
Японія	0,4	2.4	2.0	2.3	0.8	0.8	0,6	0.5
Корея	2.9	4.6	4.3	3.5	3.8	4.8	4.3	4.0
Нідерланди	5.9	5.6	3.3	4.9	4.1	4.4	4.7	3.6
Нова Зеландія	-4.1	-0.5	0,2	-0.1	0,2	1.1	1.8	1.7
Норвегія	3.7	6.9	5.6	7.1	8.5	8.7	8.7	8.7
Польща	-0.3	6.8	6.1	-0.2	2.6	1.0	-1.5	-3.3
Словацька Республіка	0.9	1.6	5.3	4.2	3.0	2.5	2.9	3.0
Словенія	8.6	8.0	6.1	5.2	4.7	4.4	4.5	4.8
Швеція	9.0	11.0	8.3	10.4	12.1	12.2	11.7	10.9
Швейцарія	11.7	11.4	11.4	12.8	13.6	13.4	12.9	13.1
США	5.0	6.1	5.6	5.7	5.6	4.5	4.4	3.9
Єврозона (15 країн)	9.2	9.9	8.5	8.0	7.6	7.9	7.9	7.8
Валове заощадження								
Франція	15.6	16.4	16.0	16.4	15.7	15.4	15.4	15.2
Португалія	7.1	10.9	10.1	9.7	12.2	12.5	10.5	9.2
Іспанія	13.7	17.8	13.9	12.7	10.4	9.1	8.9	8.1
Великобританія	2.2	7.0	7.3	6.7	6.8	5.8	5.5	4.4

Джерело. Складено на основі [373].

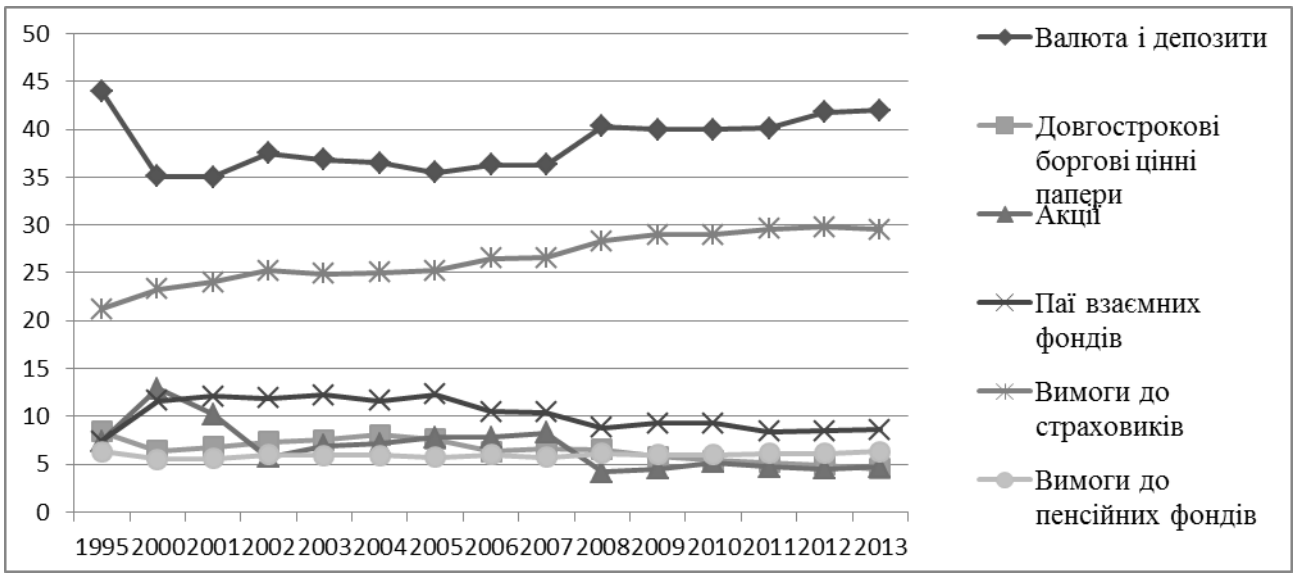


Рис. Р.1. Структура фінансових активів домогосподарств Німеччини у 1995–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [300].

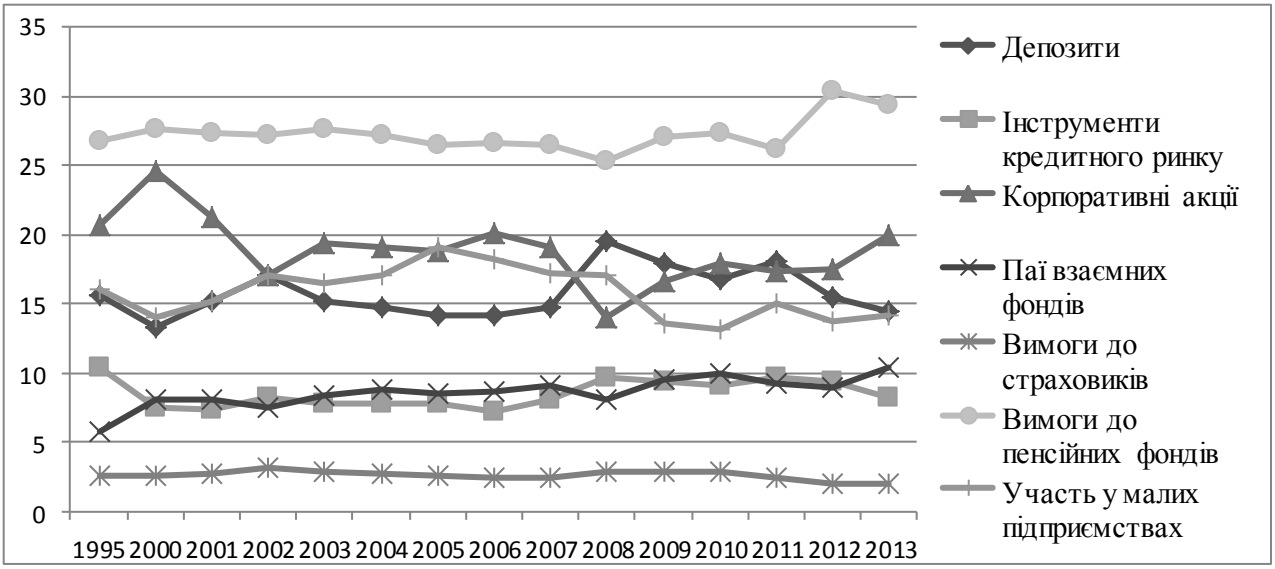


Рис. Р.2. Структура фінансових активів домогосподарств і НКО США у 1995–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [368].

Таблиця Р.2

Показники доступу населення до фінансових послуг у країнах світу

Показники	Україна	Росія	Європа і Центр. Азія	Німеччина	Великобританія	США	Світ *
1	2	3	4	5	6	7	8
Офіційні рахунки у фінансових установах							
Усі дорослі (%, вік 15+)	41,3	44,9	48,2	98,1	96,9	88,0	50,5
Дорослі чоловіки (%, вік 15+)	43,9	49,9	48,8	97,5	96,2	92,0	54,7
Дорослі жінки (%, вік 15+)	39,2	40,0	47,7	98,7	97,6	84,1	46,3
Молоді люди (% у віці 15 – 24)	45,2	31,9	32,8	96,0	90,0	76,1	37,9
Літні люди (%, вік 25+)	39,9	48,4	51,9	98,4	98,0	90,8	54,3
Дорослі з початковою освітою або нижчою (%, вік 15+)	12,4	25,6	24,2	97,2	89,6	47,2	40,4
Дорослі з середньою освітою або вище (%, вік 15+)	47,3	51,4	54,7	98,6	98,4	89,9	63,4
Дорослі у сільській місцевості (%, вік 15+)	34,8	41,6	45,5	–	–	86,6	45,8
Дорослі у міській місцевості (%, вік 15+)	53,0	50,4	53,0	–	–	89,5	58,4
Доступ до офіційних рахунків (% рахунку, вік 15+)							
0 депозитів/зняття за місяць	2,2	4,8	4,0	1,6	0,4	1,2	7,7
0 депозитів за місяць	3,4	8,4	6,5	9,5	3,5	4,1	12,8
1 – 2 депозити за місяць	81,2	78,1	80,8	53,4	46,2	39,2	65,4
3+ депозити за місяць	8,7	3,0	5,4	34,5	46,3	55,2	16,0
0 зняття за місяць	4,7	8,2	6,9	3,2	2,2	2,6	13,9
1 – 2 зняття за місяць	65,9	60,8	61,8	8,0	9,3	7,0	51,7
3+ зняття за місяць	21,8	19,1	22,5	81,1	84,6	86,8	27,4
Банкомат як основне джерело	22,6	18,3	22,4	15,4	7,7	16,2	13,6
Касир банку як основне джерело	32,0	25,6	30,7	58,9	76,9	67,9	69,9
Банк як основний агент вкладу	0,5	1,8	1,6	1,5	2,8	5,5	3,1
Банкомат як основний спосіб зняття	75,2	65,2	67,1	79,2	69,5	55,0	43,3
Касир банку як спосіб зняття, % рахунку	17,0	24,7	20,4	17,3	18,9	33,7	47,7
Банк як основний спосіб зняття, % рахунку	1,9	0,5	1,0	1,3	1,4	0,7	1,9
З дебетової карти	33,6	37,0	35,4	88,0	86,4	71,8	30,4
Використання формальних рахунків (%, вік 15+)							
комерційні цілі	4,1	3,3	5,3	36,9	34,5	33,9	7,9
отримання заробітної плати	28,5	30,1	27,3	45,9	53,6	50,8	20,9
отримання державних виплат	8,1	8,5	11,0	62,0	52,6	44,3	12,9
отримання грошових переказів	2,6	2,1	4,8	17,0	21,3	12,2	7,2
відправлення грошових переказів	1,3	2,4	3,0	24,8	22,4	19,8	7,0

Продовження табл. Р.2

	2	3	4	5	6	7	8
Мобільні платежі (%, вік 15+)							
Використання мобільного телефону для оплати рахунків	1,7	1,7	3,0	–	–	–	2,0
Використання мобільного телефону для відправки грошей	9,0	1,5	2,5	–	–	–	2,2
Використання мобільного телефону для отримання грошей	7,8	1,8	2,7	–	–	–	3,0
Заощадження у минулому році (%, вік 15+)							
Заощаджено грошей	25,0	22,7	20,4	67,3	55,3	66,8	35,9
Заощаджено у фінансових установах	5,4	10,9	7,0	55,9	42,1	50,4	22,4
Збережено в ощадних клубах	2,1	0,5	1,3	3,9	4,9	6,4	5,3
Заощаджено майбутніх витрат	18,4	12,5	12,8	44,8	30,3	43,5	24,0
Заощаджено на надзвичайні ситуації	14,6	15,9	13,9	47,1	39,8	54,7	27,2
Кредит, (%, вік 15+)							
Кредит від офіційної фінансової установи у минулому році	8,1	7,7	7,7	12,5	11,9	20,1	9,0
Кредит від сім`ї або друзів у минулому році	37,3	23,5	26,6	8,6	14,7	17,2	22,8
Кредит від неофіційних приватних кредиторів у минулому році	1,5	1,5	5,3	0,9	2,1	4,9	3,4
Залишок кредиту на придбання будинку	1,0	1,4	2,2	20,8	29,3	31,2	7,0
Виданий кредит на будівництво будинку	4,8	4,6	4,7	–	–	–	5,0
Залишок кредиту для оплати навчання у школі	1,3	0,8	6,8	–	–	–	5,4
Залишок кредиту для здоров’я або надзвичайних ситуацій	2,1	2,2	14,8	–	–	–	11,0
Залишок кредиту на похорон або весілля	1,1	0,9	3,9	–	–	–	2,8
Страхування (%, вік 15+)							
Персональні виплати на медичне страхування	1,7	6,7	4,5	–	–	–	17,1

Опитано 150 тис. осіб від 15 років і старше, довільно обраних у 148 країн світу.

Джерело. Побудовано на основі [377].

Додаток С

Таблиця С.1

Розмір і структура фінансових секторів країн світу у 1998–2012 рр.

	Австралія			Китай			Німеччина			Японія			США		
	1998-2002	2003-2007	2008-2012	1998-2002	2003-2007	2008-2012	1998-2002	2003-2007	2008-2012	1998-2002	2003-2007	2008-2012	1998-2002	2003-2007	2008-2012
Сукупні фінансові активи, % до ВВП	**286**	**360**	**382**	**н.д.**	**219**	**252**	**334**	**365**	**377**	**479**	**497**	**508**	**358**	**414**	**430**
Питома вага окремих фінансових корпорацій у сукупних активах															
Депозитні корпорації	48	47	52	н. д.	90	87	73	69	66	63	60	61	24	24	27
Страхові компанії і пенсійні фонди	34	33	29	н. д.	5	6	15	17	18	18	20	20	32	29	25
Інші фінансові корпорації	18	21	20	н. д.	5	7	12	14	16	19	20	19	45	47	47

Джерело. Складено на основі [371].

Таблиця С.2

Активи корпорацій/квазікорпорацій фінансового сектору України у 2001–2013 рр., млрд грн

Активи	2001	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Депозитні фінансові корпорації/квазікорпорації										
НБУ	49,0	125,0	141,2	198,3	356,1	388,3	456,7	453,4	430,1	433,6
Банки	50,8	223,0	353,1	619,0	973,3	1001,6	1090,2	1211,5	1267,9	1408,7
Кредитні спілки	0,2	1,9	3,2	5,3	6,1	4,2	3,4	2,4	2,7	2,6
Загальні активи	100,0	349,9	497,5	822,6	1335,5	1394,1	1550,3	1667,3	1700,7	1844,9
Недепозитні фінансові корпорації/квазікорпорації										
Страхові компанії	4,1	20,9	24,0	32,2	41,9	42,0	45,2	48,1	56,2	66,4
НПФ	-	0,05	0,1	0,3	0,6	0,9	1,1	1,4	1,7	2,2
ІСІ		7,0	17,1	40,8	67,8	82,3	109,3	132,1	160,4	183,4
Інші кредит. установи	_	_	0,3	1,1	3,2	3,1	2,5	3,9	4,0	8,1
Юрособи публічного права	_	_	0,8	1,9	3,3	4,5	6,4	5,5	4,5	4,4
Загальні активи	4,1	27,95	42,3	76,3	116,8	132,8	164,5	191,0	226,8	264,5
Інші фінансові корпорації/квазікорпорації										
Ломбарди	0,02	0,4	0,6	0,4	0,5	0,6	0,9	1,2	1,6	1,5
Довірчі товариства	_	_	_	_	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Загальні активи	0,02	0,4	0,6	0,4	0,8	0,9	1,2	1,5	1,9	1,8
Всього	**104,12**	**378,25**	**540,4**	**899,3**	**1453,1**	**1527,8**	**1716,0**	**1859,8**	**1929,4**	**2111,2**

Джерело. Складено на основі: [187; 188; 189].

Таблиця С.3

Питома вага активів фінансових корпорацій Росії у сукупних активах фінансового сектору у 2008–2015 рр., %

Активи	2008	2009	2010	2015 (прогноз)
Банк Росії	29,1	28,6	28,4	25–26
Банки Кредитні спілки	65,6	66,5	67,3	62–64
Загальні активи депозитних корпорацій	94,7	95,1	95,7	87–90
Страхові компанії НПФ	3,5	3,9	4,1	7–8
ІСІ	1,7	1,0	1,1	4–5
ЗФБУ	0,1	0,1	0,1	0,1
Загальні активи інших фінансових корпорацій	5,3	4,9	4,3	10–23
Усього	100,0	100,0	100,0	100,0

Джерело. Складено на основі [174].

Додаток Т

Таблиця Т.1

Історичні форми фінансової глобалізації [97, с. 389–390]

Критерій	**Період доіндустріальної революції**	**Період класичного золотого стандарту**	**Бреттон-Вудський період**	**Теперішній час**
Охоплення	Стійкі потоки дорогоцінних металів між Азією, Європою, а також Північною і Південною Америкою (з XIV ст.)	Угода про золотий стандарт з охопленням лише розвинених країн (до XX ст.)	Виключення країн соціалістичного табору з міжнародної валютної системи	Участь усіх регіонів і країн світу у міжнародному фінансовому порядку
Швидкість	Вельми обмежена: дні і тижні	Помірна	Зародження цілодобової торгівлі	Постійна цілодобова торгівля
Інфраструктура	Звичайні комунікації і мінімальне регулювання	Поява міжнародного телеграфу і певне міжнародне регулювання	Розвиток інформаційних технологій і всебічне міжнародне регулювання	Активний і швидкий розвиток різних технологій, посилення державного регулювання і моніторингу
Форма взаємодії	Змагальна	Імперська	Кооперативна	Нестійка політична рівновага між фінансовим сектором і державою
Інституціоналізація	Невелика кількість фін. центрів	Розвиток мереж транснаціональних банків, міжурядові угоди і введення золотого стандарту	Створення МВФ і Світового банку	Розвиток транснац. фінансових установ. Посилене регулювання з боку різних міжнародних організацій
Стратифікація	Євроцентристська. Сильноконцентрований фінансовий сектор з невеликою кількістю центрів	Євроцентристська. Висококонцентрований фін. сектор з обмеженою кількістю бірж. Операції у фунтах стерлінгів	Атлантична. Висококонцентрований фінансовий сектор з обмеженою кількістю бірж. Операції в доларах США	Всеохоплюючий фінансовий сектор із центрами в Лондоні, Нью-Йорку і Токіо. Розвиток фін. бізнесу в інших регіонах і країнах

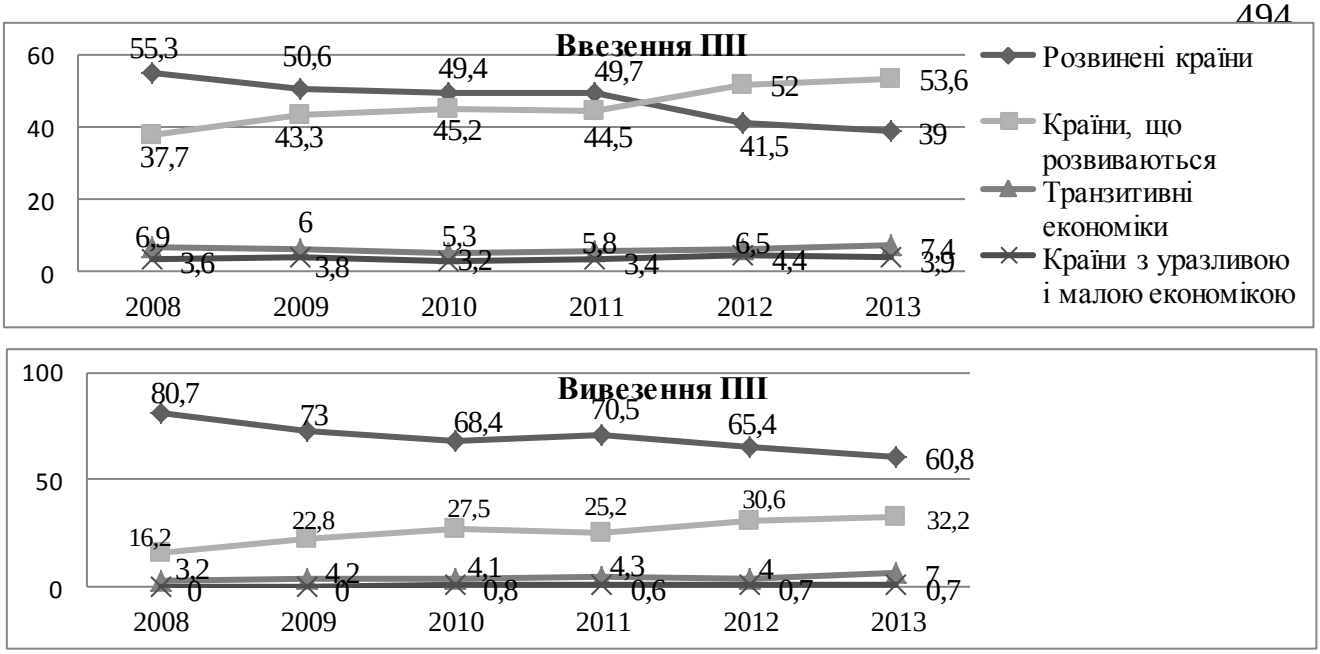


Рис.Т.1. Структура ПІІ за країнами світу у 2008–2013 рр., %

Джерело. Побудовано на основі [375].

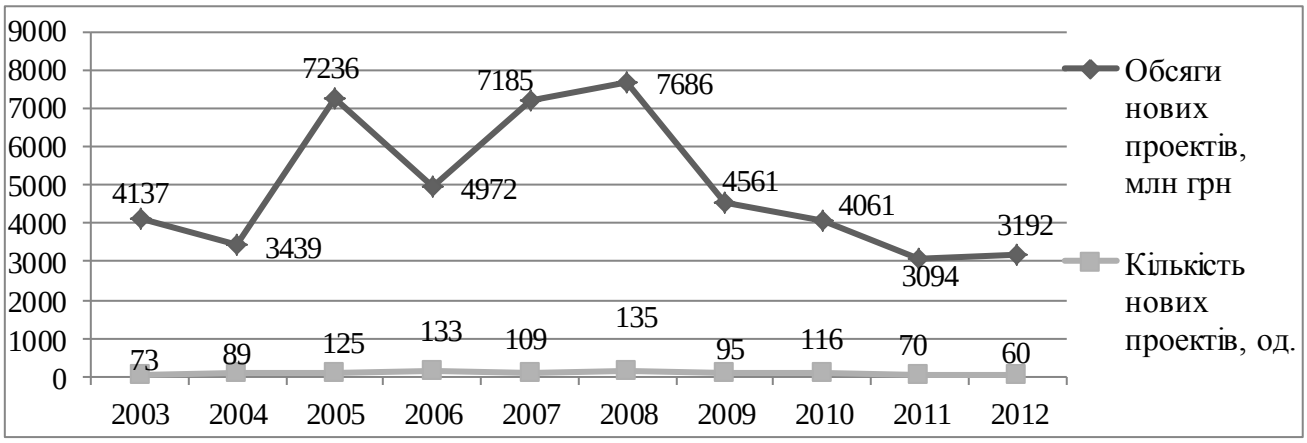


Рис. Т.2. Вартість і кількість нових проектів ПІІ в Україні у 2003–2012 рр.

Джерело. Побудовано на основі [304].

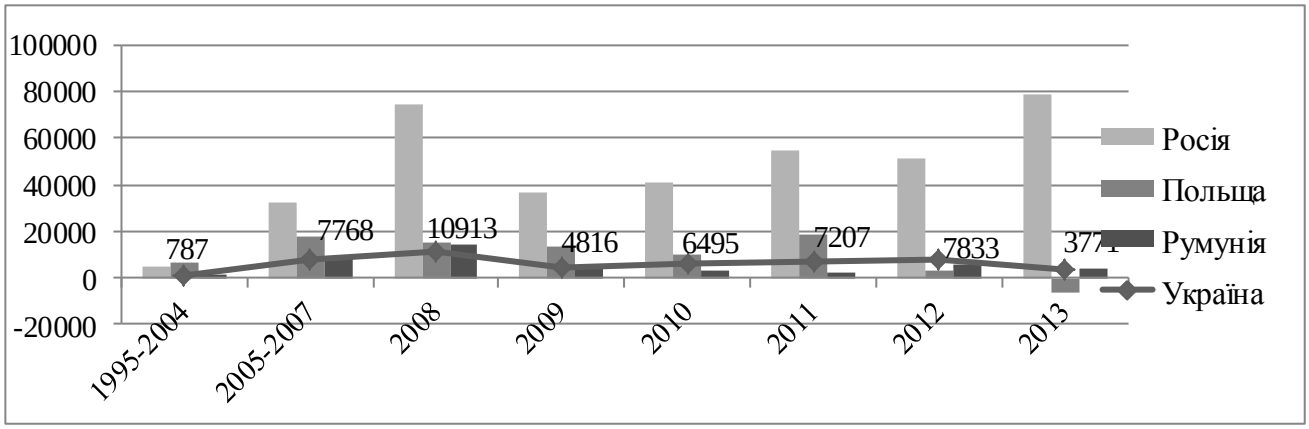


Рис. Т.3. Динаміка ПІІ у деякі країни ЦСЄ у 1995–2013 рр., млн дол.

Джерело. Побудовано на основі [375].

Таблиця Т.2

Рейтинг фінансових центрів світу

Центр	Місце						Рейтинг					
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Лондон	1	1	1	1	1	2	775	774	781	785	794	784
Нью-Йорк	2	2	2	2	2	1	769	773	772	765	779	786
Гонконг	3	3	3	3	3	3	759	770	754	733	759	761
Сінгапур	4	4	4	4	4	4	722	735	729	725	751	751
Токіо	5	6	5	7	5	6	694	695	693	684	720	722
Цюріх	8	8	6	5	6	5	665	686	689	691	718	730
Чикаго	7	7	7	8	14	15	673	692	688	683	695	704
Шанхай	5	5	8	19	16	20	694	724	687	656	690	695
Сеул	16	11	9	6	10	7	651	679	686	685	701	718
Торонто	10	10	10	10	11	14	658	680	685	681	699	705
Бостон	12	12	11	11	7	8	656	678	684	680	714	715
Сан-Франциско	13	9	12	12	12	10	655	681	683	678	697	711
Франкфурт	14	16	13	13	9	11	654	667	681	677	702	709
Женева	9	13	14	9	8	9	659	672	679	682	710	713
Вашингтон	17	14	15	14	17	13	650	670	677	672	689	706
Сідней	10	15	16	15	15	23	658	669	674	670	692	690
Ванкувер	22	17	17	16	19	17	626	661	667	668	686	698
Монреаль	26	20	18	17	18	16	615	652	658	667	688	699
Мюнхен	25	22	19	25	34	28	617	649	656	645	651	685
Мельбурн	24	18	20	18	33	37	621	656	653	657	652	670
Джерсі	23	21	21	20	28	41	624	650	652	654	657	657
Париж	20	24	22	29	29	36	637	643	650	640	656	672
Люксембург	21	29	23	24	13	12	630	637	648	646	696	707
Осака	31	26	24	21	30	34	594	641	647	650	655	676
Стокгольм	33	28	25	27	37	30	592	638	645	642	644	683
Дубаї	28	36	29	22	25	29	605	622	641	648	671	684
Шеньчжен	15	25	32	32	27	18	653	642	638	637	660	697
Амстердам	32	35	33	31	45	46	593	625	637	638	629	652
Відень	43	42	34	36	20	19	576	615	636	633	685	696
Катар	30	30	38	35	24	26	597	636	630	634	672	687
Кайманові о-ви	38	46	40	44	39	43	587	610	628	625	642	655
Варшава	**59**	**56**	**54**	**59**	**71**	**60**	**538**	**593**	**606**	**598**	**571**	**626**
Прага	**55**	**51**	**56**	**53**	**73**	**75**	**547**	**605**	**603**	**604**	**565**	**589**
Рим	48	54	58	62	35	54	568	597	596	590	650	637
Монако	51	59	60	60	23	24	562	583	593	597	674	689
Москва	**68**	**61**	**65**	**64**	**69**	**73**	**596**	**581**	**583**	**585**	**580**	**591**
Таллінн	**74**	**67**	**71**	**66**	**78**	**81**	**456**	**574**	**570**	**583**	**495**	**510**
Санкт-Петербург	**69**	**71**	**73**	**70**	**76**	**78**	**504**	**554**	**567**	**574**	**522**	**543**
Будапешт	**72**	**73**	**74**	**-**	**77**	**77**	**468**	**543**	**552**	**-**	**515**	**560**
Афіни	73	75	77	-	80	83	457	477	468	-	465	423

* Вибрано із 83 центрів

Джерело. Складено на основі [377].

Таблиця Т.3

Заходи МВФ щодо мінімізації ризиків фінансової глобалізації

Міри	Заходи
1. Модернізація і посилення нагляду і контролю	
Створення «Багатосторонніх консультацій» як інструменту координації між країнами	Проведення першої багатосторонньої консультації з питань глобальних зовнішніх дисбалансів. Узгодження системи заходів: посилення фіскальної політики в США; посилення гнучкості обмінного курсу в Азії; структурі реформи у Європі і Японії; збільшення витрат на соціальне забезпечення і інфраструктуру у нафтодобувних країнах
Прийняття Рішення про двосторонній нагляд і контроль за регулюванням обмінних курсів замість попереднього Рішення 1977 р.	Управління обмінними курсами, зокрема внутрішніми. Упередження нагляду і контролю від розпилення і допомога в встановленні впливу внутрішнього управління на зовнішню стабільність
Запровадження нового Фонду фінансових коштів на допомогу країнам, що розвиваються	Удосконалення заходів із попередження кризових подій у країнах, що розвиваються
Посилення досліджень фінансового сектора, особливо у його зв'язку з реальним сектором	Виявлення «слабких місць» фінансового сектору у макроекономічних дослідженнях МВФ. Створення Департаменту грошового ринку і ринку капіталів на основі об'єднання двох відділів
2. Допомога країнам з низькими доходами в отриманні вигод від глобалізації	
Відновлення зобов'язань МВФ в частині допомоги країнам з низькими доходами у досягненні Цілей тисячоліття	Політична підтримка, технічна кооперація, фінансова підтримка і списання боргів. Співробітництво зі Світовим банком , суспільством і урядами
Підтримка МВФ національних урядів у галузях, що визначають економічна зростання	Допомога країнам, зокрема фінансова, у компенсації впливу торговельних реформ на платіжний баланс. Запровадження Механізму торговельної інтеграції
3. Зміни в структурі управління МВФ	
Збільшення квот для низки країн, що розвиваються. Пошук нової формули розрахунку квот	Збільшення квот для Китаю, Кореї, Мексики і Туреччини до величин, що більше відповідають їх вазі в глобальній економіці.

Джерело. Складено на основі [371].

Додаток У

Таблиця У.1

Позиції України у розрізі складових Індексу глобальної конкурентоспроможності

	Складові індексу (групи)	2009-2010 (133 країни)	2010-2011 (139 країн)	2011-2012 (142 країни)	2012-2013 (144 країни)	2013-2014 (148 країн)	2014-2015 (144 країни)
Базові умови	**Інституції**	**120**	**134**	**131**	**132**	**137**	**130**
	Права власності	127	135	137	134	143	135
	Захист інтелект. власності	108	113	117	120	133	129
	Суспільна довіра політикам	105	122	115	120	117	96
	Нерегулярні платежі та хабарі	123	127	134	133	130	118
	Незалежність судової влади	123	134	134	124	139	140
	Фаворитизм у рішеннях державних службовців	109	127	95	119	133	116
	Марнотратство держ. витрат	114	131	125	128	143	138
	Тягар державного регулювання	108	125	130	135	137	115
	Ефективність правових рамок у вирішенні спорів	130	138	138	141	144	129
	Прозорість політики уряду	107	114	116	123	130	104
	Витрати бізнесу на нейтралізацію злочинів і насильства	46	65	77	42	57	97
	Етична поведінка фірм	121	130	126	124	130	98
	Сила аудиту і звітності	117	128	133	122	130	124
	Ефективність корпорат. поведінки	127	90	106	113	103	86
	Захист інтересів міноритарних акціонерів	132	138	138	141	146	139
	Сила захисту прав інвесторів	110	93	93	94	100	105
	Інфраструктура	78	68	71	65	68	68
	Макростабільність	106	132	112	90	107	105
	Охорона здоров'я та початкова освіта	68	66	74	62	62	43
Фактори ефективності	**Вища та професійна освіта**	46	46	51	47	43	40
	Ефективність товар. ринків	109	129	129	117	124	112
	Ефективність ринку праці	49	54	61	62	84	80
	Розвиненість фін. ринку	**106**	**119**	**116**	**114**	**117**	**107**
	наявність фінансових послуг	-	108	115	113	109	102
	доступність фінансових послуг	-	122	123	111	126	123
	фінансування за рахунок місцевого ринку капіталу	107	120	123	129	127	108
	легкість отримання кредиту	87	130	128	107	116	87
	доступність венчур. капіталу	91	121	114	106	120	97
	стійкість банків	133	138	141	142	143	138
	регулювання фондових бірж	127	127	127	124	129	127
	Технологічна готовність	80	83	82	81	94	85
	Обсяг ринку	29	38	38	38	38	38
Інно-ваційні	**Конкурентоспроможність бізнесу**	91	100	103	91	97	99
	Інноватівність	62	63	74	71	93	81

Джерело. Складено на основі [369].

Таблиця У.2

Динаміка позицій України у показниках ІФР у 2008–2012 рр.

Рік (кількість країн) / Показники	2008 (52)	2009 (55)	2010 (57)	2011 (59)	2012 (62)
1. ІНСТИТУЦІЙНЕ СЕРЕДОВИЩЕ	**51**	**51**	**55**	**58**	**60**
1.1. Лібералізація фінансового сектору	**50**	**50**	**53**	**57**	**59**
лібералізація рахунку операцій з капіталом	46	45	49	59	61
зобов'язання щодо Угоди СОТ з торгівлі послугами	-	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
внутрішня лібералізація фінансового сектора	45	48	54	53	55
1.2. Корпоративне управління	**52**	**52**	**56**	**60**	**59**
ступінь стимулювальних винагород	47	41	44	49	25
ефективність рад директорів	49	46	45	51	53
опора на професійне управління	51	50	57	60	61
готовність делегувати	52	52	55	57	60
міцність стандартів аудиту і звітності	52	53	56	60	59
етична поведінка фірм	52	53	57	59	57
захист прав міноритарних акціонерів	52	55	57	60	62
1.3. Нормативно-правове регулювання	**49**	**50**	**54**	**57**	**57**
тягар державного регулювання	39	40	51	54	56
регулювання фондових бірж	52	55	57	60	61
права власності	49	54	56	59	60
захист інтелектуальної власності	49	51	51	54	56
розподіл державних коштів	43	50	54	56	53
суспільна довіра політикам	47	45	50	49	51
індекс сприйняття корупції	-	49	55	54	60
Індекс сили юридичних прав	-	4	4	6	7
прозорість центрального банку	-	-	40	40	49
1.4. Виконання контрактів	**44**	**45**	**49**	**54**	**51**
ефективність законодавчих органів	46	51	55	58	59
незалежність судової влади	48	54	56	59	58
незаконні виплати при прийнятті судових рішень	45	46	57	60	61
час для забезпечення виконання контракту	14	13	9	9	9
кіл-ть процедур для забезпечення виконання контракту	10	10	11	13	13
індекс сили захисту інвесторів	47	52	44	47	48
вартість виконання контрактів	-	50	52	55	56
2. БІЗНЕС-СЕРЕДОВИЩЕ	**42**	**45**	**44**	**51**	**52**
2.1. Людський капітал	**32**	**28**	**31**	**34**	**37**
якість шкіл менеджменту	46	48	54	57	59
якість математичних і природничих наук	25	24	24	21	19
ступінь підготовки кадрів	51	52	53	57	54
доступність спеціаліз. наук.-дослід. і навч. послуг	49	44	51	53	55
відтік мізків	49	50	51	55	59
ВНЗ	6	7	5	4	6
2.2. Податки	**46**	**53**	**50**	**58**	**59**
незаконні сплати у зборі податків	46	46	52	56	59
негативний вплив податків і зборів на конкуренцію	51	53	55	58	60
зміна оподаткування	-	43	4	48	45
час на сплату податків	-	50	53	56	58
2.3. Інфраструктура	**33**	**33**	**39**	**39**	**38**
якість загальної інфраструктури	40	41	37	38	35
якість телефонної інфраструктури і електропостачання	52	47	48	50	44
інтернет-користувачі	34	39	51	52	51

Продовження табл. У.2

кількість абонентів мобільного зв'язку	13	9	13	24	24
2.4. Витрати на ведення бізнесу	**46**	**46**	**47**	**52**	**53**
вартість відкриття бізнесу	25	23	22	23	23
вартість реєстрації власності	25	25	н.д.	28	28
вартість закриття бізнесу	51	55	57	60	62
час для початку бізнесу	-	34	н.д.	42	43
час на реєстрацію власності	-	48	52	57	59
час на закриття бізнесу	31	33	35	39	40
3. ФІНАНСОВА СТАБІЛЬНІСТЬ	**51**	**55**	**55**	**59**	**60**
3.1. Валютна стабільність	**41**	**48**	**49**	**52**	**55**
зміна реал. ефективного обмінного курсу	18	26	21	31	45
зовнішній показник уразливості	37	19	31	30	29
сальдо рахунку поточних операцій до ВВП	34	48	44	45	47
показник доларизації	32	35	39	40	42
зовнішній борг до ВВП	21	27	32	34	33
чиста міжнародна інвест. позиція до ВВП	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
3.2. Стабільність банківської системи	**52**	**51**	**32**	**46**	**39**
частота банківських криз	12	54	55	58	60
сила фінансових показників	-	47	53	28	48
сукупність реальних бульбашок на ринку	-	28	28	28	36
рівень капіталу I рівня	-	-	3	8	8
втрати під час банківських криз	-	-	25	27	23
3.3. Ризик кризи суверенного боргу	**48**	**55**	**56**	**57**	**54**
місцевий валютний суверенний рейтинг	48	51	53	53	55
суверенний рейтинг в іноземній валюті	45	53	54	53	55
сукупний макроекономічний показник	-	55	57	57	53
управління державним боргом	-	5	8	26	18
кредитні спреди дефолтних свопів	-	44	49	51	50
4. БАНКІВСЬКІ ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ	**39**	**52**	**50**	**48**	**59**
4.1. Кількісні показники	**36**	**н.д.**	**н.д.**	**н.д.**	**37**
активи банків у депозитах до ВВП	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	35
активи центрального банку до ВВП	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	10
депозити фінансової системи до ВВП	46	н.д.	н.д.	н.д.	-
М2 до ВВП	32	42	40	39	46
приватні кредити до ВВП	32	н.д.	н.д.	н.д.	37
банківські депозити до ВВП	43	46	51	54	н.д.
інструменти грошового ринку до ВВП	-	н.д.	26	28	33
4.2. Показники ефективності	**19**	**53**	н.д.	**55**	**60**
агрегований показник рентабельності	-	45	47	48	62
накладні витрати банків	-	40	42	41	54
державна власність на банки	н.д.	32	36	39	38
банківські операційні витрати до активів	-	52	51	51	52
частка проблемних кредитів у загальному	-	49	41	54	56
4.3. Розкриття фінансової інформації	**49**	**51**	**53**	**47**	**48**
приватні кредитні бюро	42	44	47	39	41
облік у державному кредитному реєстрі	21	24	24	26	26
5. НЕБАНКІВСЬКІ ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ	**33**	**27**	**24**	**29**	**34**
5.1. Активність IPO	**45**	**44**	**22**	**24**	**34**
частка ринку IPO	44	43	32	30	38
обсяг виручених коштів від IPO	45	38	12	15	27
частка від світового IPO	39	42	29	28	28
5.2. Активність M&A	**45**	**39**	**34**	**29**	**29**
частка ринку M&A	45	41	42	38	40

Продовження табл. У.2

вартість операцій M&A у ВВП	43	39	33	23	22
частка від загальної кількості пропозиції M&A	-	33	25	25	25
5.3. Страхування	**43**	**32**	**35**	**44**	**44**
проникнення страхування життя	32	41	52	57	58
проникнення ризикових видів страхування			23	31	34
реальне зростання страхових премій	38	12	н.д.	53	45
щільність страхування життя	41	43	50	49	52
щільність ризикових видів страхування			19	21	23
додана вартість страхування до ВВП	н.д.	18	10	9	13
5.4. Сек`юритизація	**16**	**7**	**12**	**19**	**26**
сек'юритизація до ВВП	9	11	16	15	15
частка від загальної кількості сек'юритизації	16	9	14	13	28
6. ФІНАНСОВІ РИНКИ	**51**	**54**	**48**	**47**	**53**
6.1. Валютні ринки	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
прямий оборот валюти	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
форвардний валютний оборот	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
зовнішньоторговельний оборот	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
6.2. Ринки деривативів	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
відсоток обороту деривативів: форвардний курс	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
відсоток обороту : свопи	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
відсоток обороту: опціони	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
відсоток валютних деривативів: валютні свопи	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
відсоток валютних деривативів: опціони	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
6.3. Розвиток фондового ринку	**51**	**51**	**46**	**46**	**58**
коефіцієнт обороту ринку акцій	48	53	50	51	52
капіталізація ринку акцій до ВВП	н.д.	38	27	29	49
обсяг торгів на ринку акцій до ВВП	48	52	42	42	55
кількість лістингових компаній на 10 000 населення	-	27	28	27	42
6.4. Розвиток ринку облігацій	**43**	н.д.	**41**	**45**	**46**
розмір ринку приватних облігацій до ВВП	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
розмір ринку державних облігацій до ВВП	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
міжнародні приватні облігації до ВВП	н.д.	н.д.	31	36	38
міжнародні державні облігації до ВВП	н.д.	н.д.	21	24	21
випуск корпорат. облігацій у місцевій валюті до ВВП	38	н.д.	39	42	44
7. ДОСТУП ДО ФІНАНСУВАННЯ	-	**45**	**48**	**49**	**56**
7.1. Доступ до комерційного фінансування	**44**	**48**	**53**	**58**	**59**
розвиненість фінансового ринку	50	54	57	59	56
наявність венчурного капіталу	36	47	56	57	54
легкість отримання кредиту	48	41	54	58	59
фінансування за рахунок місцевого фондового ринку	50	53	56	59	61
простота доступу до боргового фінансування	40	47	56	58	51
ПІІ до ВВП	-	19	10	13	15
7.2. Роздрібний доступ	-	**29**	**29**	**30**	**44**
проникнення ринку банківських рахунків	-	1	3	3	43
відділення комерційних банків	-	45	49	51	51
загальна кількість банкоматів	-	14	17	17	21
проникнення дебетових карток	-	33	28	29	35
кредитні рахунки у мікрофінансуванні	-	20	22	25	-
позики від фінансових інститутів	-	-	-	-	39

Джерело. Складено на основі [369].

Додаток Ф

Таблиця Ф.1

Макро- і мікрорегулювання у фінансовому секторі

Макрорівень	Мікрорівень
Обмеження на склад інвестиційних портфелів	Методики оцінки кредитоспроможності позичальника і внутрішні моделі оцінки ризиків позичкових портфелів
Державне гарантування (страхування) вкладів фізичних і юридичних осіб у банках, а також інвестицій на ринку цінних паперів	Стратегії обмеження ринкового, кредитного, операційного та інших видів ризику (лімітування, хеджування, внутрішній контроль тощо)
Відповідальність власників фінансових інститутів за його зобов'язаннями	Контроль з боку менеджменту корпорації
Обмеження на входження в галузь, розширення, злиття і поглинання	Документарне оформлення внутрішніх правил і процедур, затвердження схем виробництва фінансових послуг, опис регламенту встановлення лімітів і виключень, щоденна управлінська звітність
Обмеження на максимальні розміри відсоткових ставок і комісійних	Підписання загальних (генеральних) угод з основними контрагентами, що визначають стандартні умови проведення трансакцій (рівні авторизації, затверджені особи з правом підпису, правила розрахунків за операціями, реквізити, надання забезпечення тощо)
Мінімальний розмір капіталу для фінансових інститутів, що створюються, вимоги до складу і нормативів достатності банківського капіталу	Створення незалежних підрозділів із управління ризиками; проведення незалежних внутрішніх ревізій, що забезпечуватиме дотримання правил і процедур шляхом документарного відслідковування фінансових операцій
Пруденційний контроль за виконанням нормативів, верифікація моделей оцінки ризику, правила і процедури ліквідації фінансових установ тощо	Створення бек-офісу, який володіє технологіями і системами обробки інформації за фінансовими операціями
Вимоги щодо оприлюднення інформації про фінансовий стан і ризик	Щоденне визначення портфельних та індивідуальних позицій в розрізі фінансових інструментів, контрагентів, фінансових ризиків тощо
Кількісні оцінки ризиків, методи їх розрахунку і/або нормативні вимоги до методик, що використовуються фінансовою установою	Чітке розподілення функцій між структурними підрозділами фінансового інституту
Стандарти організації і діяльності служб внутрішнього контролю і управління ризиками, рекомендовані органами нагляду	Незалежне оцінювання моделей та інших методів, що застосовуються для визначення поточної вартості фінансових інструментів

Джерело. Складено автором.

Таблиця Ф.2

Розподіл функцій НБУ

Грошово-кредитний регулятор	Орган нагляду за банками
1) визначення та проведення грошово-кредитної політики; 2) монопольне здійснення емісії національної валюти та організація готівкового грошового обігу; 3) виконання функції кредитора останньої інстанції для банків і організація системи рефінансування; 4) організація створення та методологічне забезпечення системи грошово-кредитної і банківської статистичної інформації та статистики платіжного балансу; 5) складання платіжного балансу, здійснення його аналізу та прогнозування; 6) представлення інтересів України в центральних банках інших держав, міжнародних банках та інших кредитних установах, де співробітництво здійснюється на рівні центральних банків; 7) забезпечення накопичення та зберігання золотовалютних резервів та здійснення операцій з ними та банківськими металами; 8) аналіз стану грошово-кредитних, фінансових, цінових та валютних відносин; 9) реалізація державної політики з питань захисту державних секретів у системі НБУ.	1) встановлення для банків правил проведення банківських операцій, бухгалтерського обліку і звітності, захисту інформації, коштів та майна; 2) регулювання діяльності платіжних систем та систем розрахунків в Україні, визначення порядку і форми платежів, зокрема між банками; 3) визначення напрямів розвитку сучасних електронних банківських технологій, створення та забезпечення безперервного, надійного та ефективного функціонування, розвиток створених ним платіжних та облікових систем, контролювання створення платіжних інструментів, систем автоматизації банківської діяльності та засобів захисту банківської інформації; 4) здійснення банківського регулювання та нагляду на індивідуальній та консолідованій основі; 5) здійснення погодження статутів банків і змін до них, ліцензування банківської діяльності та операцій, ведення Державного реєстру банків, Реєстру аудиторських фірм, які мають право на проведення аудиторських перевірок банків; 6) ведення офіційного реєстру ідентифікаційних номерів емітентів платіжних карток внутрішньодержавних платіжних систем; 7) здійснення повноважень валютного регулювання, визначення порядку здійснення операцій в іноземній валюті, організація і здійснення валютного контролю за банками та іншими фінансовими установами, які отримали ліцензію НБУ на здійснення валютних операцій; 8) видача ліцензії на право інкасації та перевезення банкнот і монет та інших цінностей; 9) визначення особливостей функціонування банківської системи в разі введення воєнного стану чи особливого періоду; 10) здійснення методологічного забезпечення з питань зберігання, захисту, використання та розкриття інформації, що становить банківську таємницю; 11) визначення порядку здійснення в Україні маршрутизації, клірингу та взаєморозрахунків між учасниками платіжної системи за операціями, які здійснені в межах України із застосуванням платіжних карток, емітованих банками-резидентами; 12) створення Засвідчувального центру для забезпечення реєстрації, засвідчення чинності відкритих ключів та акредитації центрів сертифікації ключів, визначення порядку застосування електронного підпису, у тому числі електронного цифрового підпису в банківській системі України та суб'єктами переказу коштів; 13) видача ліцензій небанківським фінансовим установам, які мають намір стати учасниками платіжних систем, на переказ коштів без відкриття рахунків; 14) ведення реєстру платіжних систем, систем розрахунків, учасників цих систем та операторів послуг платіжної інфраструктури; 15) здійснення нагляду (оверсайту) платіжних систем та систем розрахунків

Джерело. Складено на основі [222].

Таблиця Ф.3

Структура оцінювання стійкості фінансових секторів

Розділ	Системи і підсистемні блоки
Оцінка макроекономічної ситуації в країні	Економічний розвиток Платіжний баланс Відсоткові ставки і валютний курс Обсяги кредитування і вартості інвестиційних джерел
Структура фінансового сектору	Стійкість депозитних і недепозитних фінансових корпорацій Якість сукупних активів і дохідності Система показників, які описують стан депозитних і недепозитних корпорацій щодо їх кредитоспроможності, дохідності, ліквідності і ринкових ризиків Вкладення в окремі сектори економіки і види діяльності
Фінансові ринки	Структура і ефективність грошового зокрема валютного, ринків Структура і ефективність кредитного ринку Структура і ефективність організованих ринків капіталу Частка неорганізованих ринків Адаптивність політики у сфері фінансового сектору, системи регулювання і нагляду за функціонуванням ринку капіталу Прозорість інформації і роль рейтингових агенцій
Оцінка системи платежів з точки зору системного ризику і управління ризиками	Інструменти і регулювання національних платіжних систем Діяльність клірингових систем і інститутів Розвиток систем управління ризиками і угод з їх розподілу
Законодавча база, системи пруденційного регулювання і нагляду, включаючи дотримання стандартів, основних принципів і правил	Розвиток банківського законодавства, що регулює системи і процедури Відповідність основним принципам ефективного нагляду, що розробляється міжнародними інститутами Розвиток законодавства і системи регулювання ринків капіталу Прозорість при проведенні заходів фінансової політики Розвиток систем ранньої діагностики і попередження криз, моніторинг і перевірки на місцях, розвиток зовнішнього аудиту Дотримання стандартів бухгалтерського обліку і звітності
Механізми розв’язання фінансових криз	Режим припинення діяльності фінансових корпорацій ,їх ліквідація Гарантійні схеми і схеми захисту депозитів та інвестицій Інституційні і правові основи банкрутств реструктуризації недепозитних корпорацій Якість корпоративного управління
Реформи, що необхідні для фінансового сектору і мінімізації системних ризиків	Основні системні ризики і відхилення від за загальних норм Розробка програми реформи фінансового сектору Пропозиції щодо послідовності реформи Визначення потреби у технічній допомозі

Джерело. Складено автором.

Таблиця Ф.4

Основні макро- і мікропруденційні індикатори

Макропруденційні індикатори	Мікропруденційні індикатори
Ефекти фінансової глобалізації Зовнішньоторговельні канали розповсюдження кризових подій Кореляція у динаміці ринків капіталу	**Достатність капіталу** Коефіцієнти сукупної достатності капіталу Концентрація капіталу Достатність капіталу за підсекторами фінансового сектору і фінансовими корпораціями
Економічне зростання Сукупні темпи зростання Темпи зростання окремих секторів економіки	**Якість активів фінансових корпорацій** Розподіл виданих кредитів за секторами економіки Кредити в іноземній валюті Проблемні кредити Активи в ризикових фінансових інструментах Активи в депозитах і державних зобов'язаннях Коефіцієнти фінансової залежності
Платіжний баланс Сальдо поточного рахунку Достатність валютних резервів Зовнішній борг Умови торгівлі Експортно-імпортні операції Потоки прямих іноземних інвестицій	**Стан споживача фінансових послуг** Співвідношення борг/капітал Прибуток (доходи) Заборгованість домогосподарств Інші характеристики
Інфляція	**Якість управління** Показники витрат Чистий прибуток на одного співробітника Відхилення дохідності інвестиційного портфеля від середньоринкового Зростання вартості активів
Відсоткові ставки і валютний курс Волатильність відсоткових ставок і курсу гривні Рівень облікової ставки Стійкість обмінного курсу Відношення кредитної ставки до депозитної	**Показники прибутку** Рентабельність активів Рентабельність акціонерного капіталу Доходи і витрати Структурні індикатори прибутковості
Виконання бюджету Рівень доходів Рівень витрат Профіцит/дефіцит	**Ліквідність** Кредити НБУ фінансовим корпораціям Міжбанківська кредитна ставка Коефіцієнт кредити/депозити Коефіцієнти ліквідності активів Ліквідність цінних паперів
Обсяги кредитування економіки і вартість активів Зростання обсягів кредитування Зростання вартості активів	**Чутливість до ринкового ризику** Зміна обмінних курсів Зміна відсоткових ставок Зміна курсів цінних паперів Зміна ціна товари і сировину
Грошові індикатори Динаміка внутрішніх кредитів Динаміка внутрішніх депозитів Грошовий мультиплікатор Відношення грошової маси до золотовалютних резервів	**Основні характеристики ринку капіталу** Ринкова вартість фінансових інструментів Кредитні рейтинги Індикатори надлишкової дохідності Дохідність державних облігацій
Інші чинники Державні кредит й інвестиції Кредитування сектору ЗДУ Зовнішній і внутрішній борг в економіці	

Джерело. Складено автором.

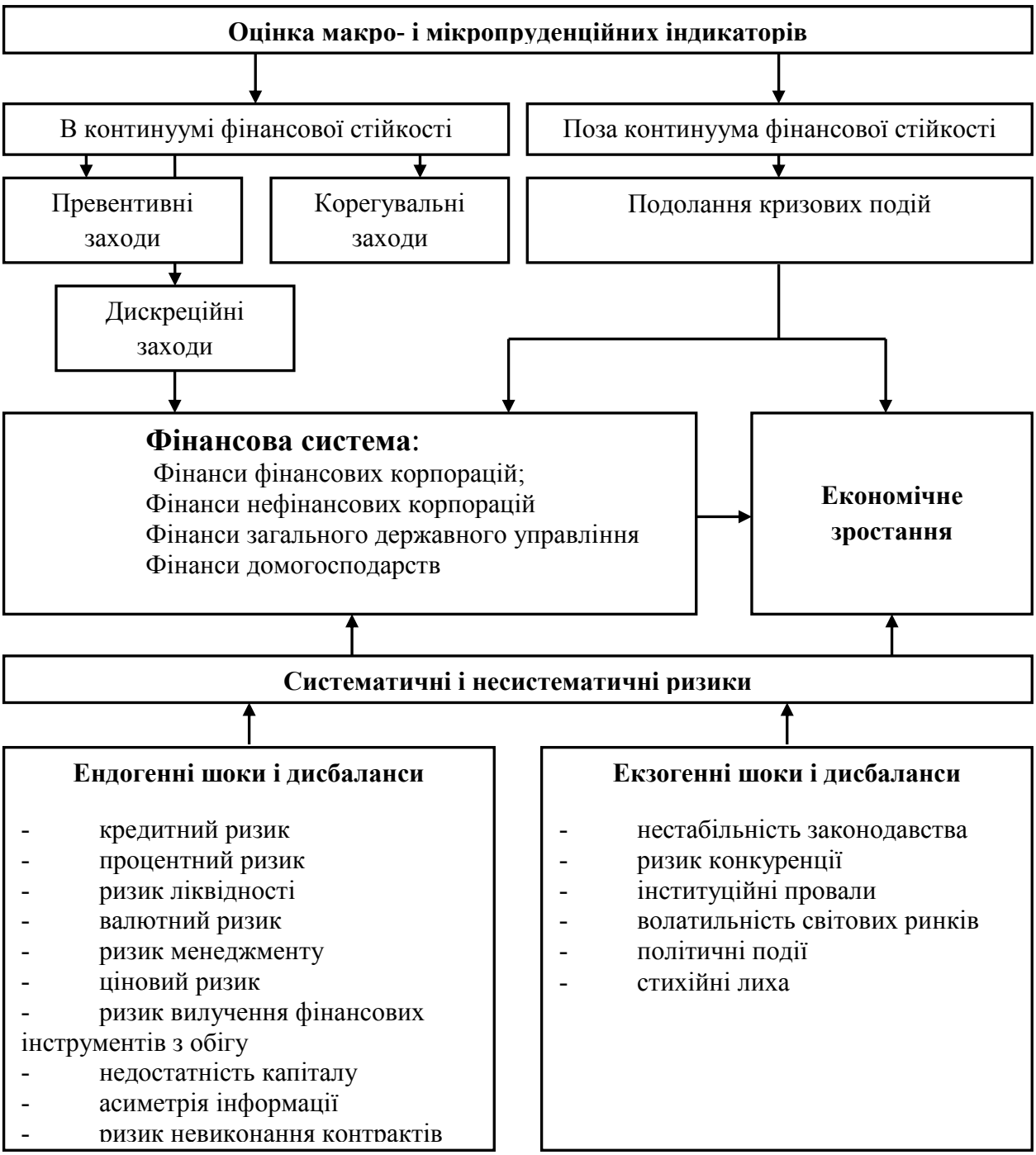


Рис. Ф.1. Моніторинг фінансової стійкості в умовах фінансової глобалізації

Джерело. Побудовано автором.

ВСЕУКРАЇНСЬКА ГРОМАДСЬКА ОРГАНІЗАЦІЯ «ФІНАНСОВА ГРАМОТА УКРАЇНИ»

04050, м. Київ, вул. Глибочицька, 16, оф. 12
тел. +38(044) 353-80-37

ALL-UKRAINIAN NONGOVERNMENTAL ORGANIZATION «FINANCIAL LITERCY of UKRAINE»

04050, Kiev, Hlybochyts'ka st. 16, office 12,
tel. +38(044) 383-80-37

22.05.2013р. № 41-79

на №_____

У Спеціалізовану вчену Раду

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

Коваленко Юлії Михайлівни

на тему «Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій», представленого на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Проведений аналіз наукових результатів, отриманих Коваленко Ю.М. при підготовці дисертаційного дослідження «Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій», засвідчує його практичну цінність у забезпеченні культивування і використання ментальних норм українців на різних рівнях інституційного середовища фінансового сектору, а також запровадженні вітчизняного індексу довіри до фінансових установ, що сприятиме підвищенню привабливості ринку капіталу для населення.

Голова Правління
ВГО «Фінансова Грамота України» М. В. Стрельніков

УКРАЇНСЬКИЙ БАНК РЕКОНСТРУКЦІЇ ТА РОЗВИТКУ

АТ (публ.) «Український банк реконструкції та розвитку»
вул. Олексія Терьохіна, 4, 04080, м. Київ, Україна
тел.: +380 44 454 27 00, факс: +380 44 454 27 22
ubrr@ubrr.com.ua, www.ubrr.com.ua

Вих. № 01/512-1
Від 16.10.13р.

013656

До Спеціалізованої вченої ради

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження Коваленко Ю.М. на тему "Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій"

Пропозиції, сформульовані Коваленко Ю.М. за результатами дисертаційного дослідження на тему: "Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій" у частині мікропруденційних індикаторів і механізму стрес-тестування, використовуються у практиці роботи АТ (публ.) "Український банк реконструкції та розвитку" при забезпеченні фінансової стійкості банку.

Заступник
Голови Правління **О. С. Волошанюк**

Товариство • м. Київ • Україна • Публічне • Акціонерне
«Український банк реконструкції та розвитку»
Ідентифікаційний код 26520688

ДЕРЖАВНА СЛУЖБА СТАТИСТИКИ УКРАЇНИ
(Держстат України)
Департамент статистичної методології
вул. Шота Руставелі, 3, м. Київ, 01601
тел. (044) 287-42-22, факс (044) 235-37-39, E-mail: A.Varnidis@ukrstat.gov.ua

4.03.2014 № 14.5-06-122-14 На № _____ від _____

До спеціалізованої Вченої Ради

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему:
«Розвиток фінансового сектору економіки в умовах
інституційних трансформацій»,
виконаного Коваленко Юлією Михайлівною

Надані Коваленко Ю.М. результати дисертаційного дослідження щодо конкретизації понятійного апарату у частині фінансової і страхової діяльності фінансових установ відповідно до Класифікації видів економічної діяльності (КВЕД-2010), а також Класифікації інституційних секторів економіки України (КІСЕ) у частині структуризації сектору фінансових корпорацій були використані у практичній діяльності Державної служби статистики України в процесі виконання робіт із запровадження міжнародного стандарту системи національних рахунків 2008 року (СНР – 2008), передбачених Планом дій щодо реалізації Стратегії розвитку державної статистики на період до 2017 року, затвердженим розпорядженням Кабінету Міністрів України від 20 березня 2013 р. № 145-р.

Зокрема, враховано результати аналізу ключових позицій вищезазначених національних статистичних класифікацій у частині структуризації фінансової та страхової діяльності, розгрупування позицій КВЕД-2010 у частині фінансової діяльності суб'єктів сектору фінансових корпорацій економіки України.

Заступник директора департаменту
статистичної методології-начальник
відділу статистичних класифікацій А.В.Варнідіс

**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ,
ЩО ЗДІЙСНЮЄ ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ У СФЕРІ РИНКІВ
ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ**
(НАЦКОМФІНПОСЛУГ)
01001, м. Київ, вул. Б. Грінченка, 3, тел. 234-02-24, факс 235-77-51, Код ЄДРПОУ 38062828

12.02.2014 № 20/814 На № _____ від _____

До Спеціалізованої
вченої ради

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Коваленко Юлії Михайлівни на тему:
"Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій", представленого на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Цією довідкою підтверджується, що пропозиції та рекомендації щодо удосконалення регулювання ринків фінансових послуг, які відображені в роботі Коваленко Юлії Михайлівни "Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій", мають прикладне значення і впроваджуються у практичну діяльність Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг.

Зокрема, прийняті до впровадження пропозиції й рекомендації щодо паспорту окремої фінансової послуги, які були використані при підготовці Нацкомфінпослуг проекту Закону України «Про внесення змін до Закону

України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» щодо розкриття інформації», а також брошури «Споживачу небанківських фінансових послуг».

Член Національної комісії,
що здійснює державне регулювання
у сфері ринків фінансових послуг **С. Бірюк**
к.е.н., доцент,
Заслужений економіст України



НАРОДНИЙ ДЕПУТАТ УКРАЇНИ

Україна, 01008, м. Київ, вул. Грушевського, 5
тел.: +38 (044) 255-44-25, факс: +38 (044) 255-49-77, E-mail: Pinchuk.Andrii@rada.gov.ua

№ 1711-391/14-01 « 04 » березня 2013 р.

До спеціалізованої вченої ради

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему "Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій", виконаного Коваленко Юлією Михайлівною

Підкомітетом з питань страхової діяльності, регулювання ріелторської діяльності на інших операцій на ринку нерухомості, оцінки майна, майнових прав та професійної оціночної діяльності Комітету Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності було розглянуто дисертаційне дослідження Коваленко Юлії Михайлівни на тему «Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій», представлене на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, і відзначено, що наведені у ньому висновки та рекомендації мають значний потенціал для практичної апробації.

Зокрема, пропозиції дисертанта щодо запровадження державно-приватного партнерства у фінансовому секторі враховані у поточній діяльності Підкомітету при розробці необхідного нормативно-правового регулювання. Використання такого партнерства дозволяє підвищити ефективність фінансового сектору, а також якість фінансових послуг.

Голова Підкомітету,
Народний депутат України **А. ПІНЧУК**

УКРАЇНСЬКИЙ ІНСТИТУТ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ
ДВНЗ «КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»
Україна, 03680, Київ-57, проспект Перемоги, 54/1
тел./факс: (044) 456-43-29, 456-14-17, 456-29-21, 456-82-46
e-mail: usmdi@usmdi.org, web-сайт: www.usmdi.org

№ 86/1
Від 18.11.2013

Спеціалізованій вченій раді

Про впровадження
науково-дослідних робіт
у навчальний процес

Результати дисертаційного дослідження Коваленко Юлії Михайлівни на тему «Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій» використані при розробці навчально-методичних матеріалів та у навчальному процесі при викладанні дисципліни «Інвестування» при підготовці магістрів за програмою «Фінансовий ринок» з напряму 0305 «Економіка і підприємництво», спеціальність 8.03050801 «Фінанси і кредит».

Ректор УІРФР Д.А. Леонов

УКРАЇНА

ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА СЛУЖБА УКРАЇНИ

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

08201, Київська обл., м. Ірпінь, вул. Карла Маркса, 31, тел. (04597) 57571, факс (04597) 60294, (044) 4929157

29.05.13 № 1685/01-12

на

ДОВІДКА

про впровадження у навчальний процес наукових результатів дисертації Коваленко Юлії Михайлівни, поданої на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук на тему: «Розвиток фінансового сектору економіки в умовах інституційних трансформацій»

Результати наукових досліджень професора кафедри фінансових ринків Коваленко Юлії Михайлівни використані при розробці навчально-методичних матеріалів та у навчальному процесі при викладанні дисциплін «Фінансовий ринок», «Управління фінансовими активами», «Управління фінансовими інвестиціями», «Інвестування», «Інвестиційний менеджмент», «Фінансово-інвестиційний аналіз».

Проректор з навчально-виховної роботи **М. М. Касьяненко**

Завідувач кафедри фінансових ринків **В.П. Унинець-Ходаківська**

Завідувач кафедри менеджменту **М.В. Гусятинський**

Резніченко К. Г. т. (04597) 62788

УКРАЇНА

ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА СЛУЖБА УКРАЇНИ

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

08201, Київська обл., м. Ірпінь, вул. Карла Маркса, 31, тел. (04597) 57571, факс (04597) 60294, (044) 4929157

22.07.13 № 2198/01-12

на

ДОВІДКА
про участь в науково-дослідній роботі
Коваленко Юлії Михайлівни

Комісія у складі: в.о. першого проректора – проректора з наукової роботи, доктора економічних наук, професора Тарангул Людмили Леонідівни; доктора економічних наук, професора кафедри фінансових ринків Онишко Світлани Василівни (керівник науково-дослідної роботи); декана факультету фінансів та банківської справи, завідувача кафедри фінансових ринків, кандидата економічних наук, доцента Унинець-Ходаківської Валентини Павлівни (відповідальний виконавець науково-дослідної роботи), засвідчує, що ***Коваленко Юлія Михайлівна*** приймала участь у виконанні науково-дослідної роботи на тему «Фінансовий механізм структурної перебудови економіки» (Державний реєстраційний номер 0107U011127), зокрема була безпосереднім виконавцем підрозділу «Витоки відриву фінансового сектору від реального та способи його подолання».

В.о. першого проректора – проректор
з наукової роботи,
доктор економічних наук, професор Л.Л. Тарангул

Декан факультету фінансів
та банківської справи,
завідувач кафедри фінансових ринків,
кандидат економічних наук, доцент В.П. Унинець-Ходаківська

Професор кафедри фінансових ринків,
доктор економічних наук,
професор С.В. Онишко

Рудая М.І. (04597)62-788

УКРАЇНА

ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА СЛУЖБА УКРАЇНИ

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ УКРАЇНИ

08201, Київська обл., м. Ірпінь, вул. Карла Маркса, 31, тел. (04597) 57571, факс (04597) 60294, (044) 4929157

29.10.13 № 2972/01-12

на

ДОВІДКА

про участь в науково-дослідній роботі Коваленко Юлії Михайлівни, к.е.н., доцента, професора кафедри фінансових ринків Національного університету державної податкової служби України

Дана довідка засвідчує, що ***Коваленко Юлія Михайлівна*** брала участь у виконанні держбюджетної науково-дослідної теми «Оподаткування фінансового сектору: міжнародний досвід та шляхи запровадження в Україні» – керівник НДР, д.е.н., професор Тарангул Л.Л. (державний реєстраційний номер 0111U007092), зокрема була співвиконавцем розділу «Місце і значення фінансового сектору в забезпеченні системних трансформаційних процесів у національних економіках», де автором визначено місце фінансового сектору у фінансовій системі і економіці країни, а також його роль у сучасних економічних процесах.

В. о. ректора,
доктор економічних наук, професор **Л.Л. Тарангул**

Виконавець: М.І. Рудая (04597)62788

УКРАЇНА

ДЕРЖАВНА ПОДАТКОВА СЛУЖБА УКРАЇНИ

НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ДЕРЖАВНОЇ ПОДАТКОВОЇ СЛУЖБИ УКРАЇН

08201, Київська обл., м. Ірпінь, вул. Карла Маркса, 31, тел. (04597) 57571, факс (04597) 60294, (044) 4929

22.12.13 № 3671/01-12

на

ДОВІДКА
про участь в науково-дослідній роботі
Коваленко Юлії Михайлівні, кандидату економічних наук, доценту,
професору
кафедри фінансових ринків
Національного університету державної податкової служби України

Дана довідка засвідчує, що Коваленко Юлія Михайлівна брала участь у виконанні науково-дослідної теми кафедри фінансових ринків «Регулювання фінансових ринків в умовах глобалізації» – керівник НДР, д.е.н., професор Онишко С.В. (державний реєстраційний номер 0113U002843), зокрема автором запропоновано концепцію розвитку фінансового сектору економіки України.

В. о. ректора, перший
проректор – проректор з наукової роботи,
доктор економічних наук, професор **Л.Л. Тарангул**

Виконавець: М.І. Рудая (04597)62788