

**МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ДЕРЖАВНИЙ ПОДАТКОВИЙ УНІВЕРСИТЕТ**

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

САВЕНКО ДМИТРО ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 336.02

**ДИСЕРТАЦІЯ
ПОТЕНЦІАЛ РОЗБУДОВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ
ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

Спеціальність – 072 Фінанси, банківська справа та страхування

Галузь знань – 07 Управління та адміністрування

Подається на здобуття наукового ступеня доктора філософії

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

_____ Д. О. Савенко
(підпис, ініціали та прізвище здобувача)

Науковий керівник: Онишко Світлана Василівна, д.е.н., професор

Ірпінь – 2023

АНОТАЦІЯ

Савенко Д. О. – Потенціал розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку України. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття ступеня доктора філософії з галузі знань 07 «Управління та адміністрування» за спеціальністю 072 «Фінанси, банківська справа та страхування». – Державний податковий університет. Ірпінь, 2023.

У дисертації поглиблені теоретико-організаційні засади інституційного забезпечення фінансового ринку та обґрунтовані практичні рекомендації, спрямовані на нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку України.

Ґрунтуючись на етимологічних коренях поняття «забезпечення» та глибинних засадах інституціоналізму, доведено, що ключ до досягнення ефективності розвитку фінансового ринку лежить у площині наявності норм (правил) взаємовідносин між учасниками забезпечувального процесу та інституцій, які залучені до імплементації зазначених норм (правил). Складові та мета функціонування фінансового ринку, що полягає в необхідності ефективного перерозподілу фінансових потоків між учасниками фінансового ринку, обумовлюють зміст, завдання та структуру інституційного забезпечення даного ринку.

Інституційне забезпечення функціонування фінансового ринку включає формальні і неформальні елементи у їх взаємозв'язку та взаємодії, розуміння яких та їх впливу на розвиток фінансового ринку дозволяє розробляти ефективні стратегії його регулювання та запобігати кризовим явищам. Представлена структурно-логічна схема інституційного забезпечення фінансового ринку, основу якої складають інститути-організації, інститути-норми та держава. На основі критичного аналізу досліджень науковців показано особливу роль неформальних норм в єдності їх негативного та позитивного впливу, а також держави в процесі інституційного забезпечення як інструменту створення формальних норм інституційного середовища, що регулюють функціонування фінансового ринку й забезпечують правовий захист його учасників.

Наголошено на негативній ролі інституціональних деформацій, яким передують інституціональні асиметрії. Зазначено, що високі ризики виникнення інституціональних деформацій на фінансовому ринку обумовлені високим рівнем інформаційної асиметрії. Систематизовано фактори виникнення зазначених деформацій з метою мінімізації їх негативного впливу.

Інфраструктурна складова фінансового ринку в єдності процесів обслуговування, забезпечення та функціональності відіграє критичну роль у його оптимальному функціонуванні та раціональному розподілі фінансових ресурсів. Поряд із основними складовими, а саме: фінансові посередники, обслуговуюча інфраструктура, адміністративна інфраструктура відмічена важлива роль саморегулювальних організацій, що доповнюють діяльність інших інститутів.

В процесі розвитку інфраструктури фінансового ринку в Україні виокремлено п'ять етапів, детальна характеристика яких сприяла визначенню ключових чинників потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, представленого в дослідженні як сумарний вплив взаємодії фінансових, людських та матеріальних ресурсів, а також чинників, що сприяють розвитку фінансового ринку. На основі узагальнення підходів ряду науковців до оцінки потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, виділено три групи індикаторів, кожній із яких відповідає певна група показників, які було систематизовано з метою опису індикаторів загального розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку, що в подальшому слугувало базою аналізу гіпотези щодо реалізації потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку.

У контексті аналізу загальної аналітики стану інституційного забезпечення фінансового ринку України здійснена оцінка тенденцій ключових індикаторів такого стану. Вона свідчить про складність інституційного забезпечення фінансового ринку, викликану різними факторами, серед яких війна, екологічні кризи та економічні труднощі, що суттєво вплинули на загальний фінансовий ландшафт країни. Серед основних змін - зменшення кількості фінансових посередників, таких як кредитні спілки та фінансові компанії, викликане великими ризиками і погіршенням операційних показників. Це зростання

кількості непрацюючих кредитів та нестабільність бізнес-середовища, які потребують додаткових резервів та заходів для збереження фінансової стабільності. Хоча зберігається кількість банківських установ, проте зростання ризиків та погіршення якості активів здатні створити труднощі для банків, що вимагає відповідних заходів підтримки стійкості від НБУ.

Зважаючи на роль допоміжної інфраструктури для підтримки інституційного середовища, значна увага приділена аналізу її стабільного функціонування. Незважаючи на виклики наявності Інтернету та електропостачання, відзначена низка заходів, зокрема, у сфері платіжного ринку, набуття чинності Закону України «Про платіжні послуги», що розширює обов'язки оверсайту та сприяє інноваціям, доступність PayPal, тощо засвідчили підтримку інституційного середовища.

Розвиток у галузі FinTech в Україні у 2022 році був спрямований на задоволення нагальних потреб українських громадян щодо доступу до цифрових фінансових послуг та можливості безперебійних розрахунків, удосконалення законодавчої бази та її адаптацію до стандартів Європейського Союзу, зокрема, прийняття закону «Про віртуальні активи». Здійснена систематизація процесів у сфері цифровізації фінансових послуг у розрізі подій, що мали безпосередній поточний вплив на фінансовий ринок та подій, що закладають фундамент у нарощуванні потенціалу інституційного забезпечення, сприятиме визначеності подальших кроків у даній галузі.

З огляду на роль цифровізації у контексті загальної конкурентоспроможності фінансового ринку серед фінансових установ здійснено детальний аналіз динаміки факторів, що визначали позиції України у World Digital Competitiveness Ranking у 2017–2021 рр. за рядом показників у групах «Технології» та «Майбутня готовність» та підгрупі «Знання», а також основні тренди FinTech в Україні в довоєнний період, що дозволило виокремити сильні та слабкі компоненти для подальшої реалізації потужного потенціалу даної складової розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку України.

З цією метою значна увага приділена аналізу нових форм інфраструктурних компонентів, що забезпечують взаємодію учасників фінансового ринку, зокрема торгової платформи для роздрібно́ї торгівлі фінансовими інструментами – «Robinhood-інвестори». Звернуто увагу, що одним з ключових аспектів визначення потенціалу FinTech платформ у розбудові інституційного забезпечення фінансового ринку є оцінка впливу непрозорості компаній на поведінку Robinhood-інвесторів, що тривалий час обговорюється як науковцями, так і практиками у світі. На прикладі акцій, що перебувають на піку популярності (акції підвищеної уваги), та лотерейних акцій здійснено аналіз на основі інформації, доступної на платформі Robinhood. Побудована модель дозволила тестувати вплив непрозорості компаній на залучення інвесторів та інвестиційні результати, використовуючи показник прибутковості інвесторів. Отримані результати засвідчили негативний вплив непрозорості компаній на фінансовий добробут роздрібних інвесторів. Хоча у роздрібних акціонерів є потенціал для інвестування, їхня колективна поведінка може бути нерациональною та призводити до неефективності інвестицій.

З метою удосконалення вимог до підвищення прозорості діяльності фірм на фінансовому ринку визначені їх основні напрями. Здійснено критичний аналіз результатів науковців, які досліджували ці питання, розроблена анкета, де були сформульовані 25 запитань щодо впливу розкриття інформації про аномальну прибутковість акцій на рішення роздрібних інвесторів, поширена через соціальні мережі Facebook, LinkedIn та Survey Monkey з цільовою аудиторією – роздрібні інвестори в європейських країнах, а також описова статистика результатів опитування. Проведене дослідження засвідчило, що для поліпшення інституційного забезпечення нарощування потенціалу фінансового ринку важливо запровадити обов'язкове розкриття інформації інвесторами про аномальні коливання цін на акції емітентів (яке перевищує на 2 % середнє значення попереднього місяця) та їх причини. Таке розкриття має наводитися на веб-сайті емітента у розділі «Інформація для інвесторів». Контроль за таким розкриттям має бути покладено на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Підвищена прозорість і розуміння причин аномальних прибутків сприяють зміцненню довіри інвесторів, що є необхідною умовою для зростання і стабільності ринку. Коли на ринок виходить більше учасників, озброєних значущою інформацією, ліквідність зростає, а визначення цін стає більш точним. Це допомагає створити рівні умови для всіх учасників ринку, мінімізує спекулятивну поведінку, спричинену дезінформацією, і дозволяє інвесторам більш раціонально реагувати на події на ринку. Коли довіра до ринку зростає, інвестори з більшою ймовірністю будуть ефективно розподіляти свої ресурси, що призведе до оздоровлення та зміцнення фінансового ринку в цілому.

Великий потенціал для повоєнного відновлення України, її економічного зростання, стабільності та збільшення інвестиційних можливостей лежить у площині інтеграції українського фінансового ринку в глобальний фінансовий простір. Визначені основні недоліки, що створюють значні виклики для його інтеграції у світовий фінансовий ринок. Як свідчить проведене дослідження, серед них: відсутність послідовної та прозорої регуляторної бази, нерозвиненість інфраструктури для фінансових технологій (FinTech) та електронної торгівлі, обмеженість механізмів захисту прав інвесторів, прозорість ринку та розкриття інформації, в тому числі й за рахунок непослідовної практики звітності, недостатній рівень українського фінансового ринку, особливо з точки зору ринків капіталу, а також валютні обмеження та волатильність валютного курсу.

Усунення цих недоліків вимагає комплексних реформ, що охоплюють регуляторні, технологічні, прозорість, захист інвесторів та розвиток ринку. Україна має визначити пріоритетами створення прозорої та послідовної нормативно-правової бази, інвестування в сучасну фінтех-інфраструктуру, посилення механізмів захисту інвесторів, сприяння прозорості ринку та зростання ринків капіталу. Для створення безпечного та прозорого фінансового середовища та залучення довіри міжнародних інвесторів важливе впровадження ефективних заходів для боротьби з відмиванням коштів. Перш за все, це вдосконалення нормативно-правової бази, забезпечення відповідності національного законодавства міжнародним стандартам, таким як FATF. Це передбачає впровадження комплексного законодавства, яке охоплює питання

виявлення, звітування та запобігання відмиванню коштів і фінансуванню тероризму.

Приведення нормативно-правової бази у відповідність до міжнародних стандартів включає також принцип «знай свого клієнта» (KYC), що є наріжним каменем сучасних фінансових систем, відіграючи ключову роль у забезпеченні цілісності, безпеки та прозорості фінансових операцій. KYC - це процес, за допомогою якого фінансові установи збирають і перевіряють інформацію про особу клієнта, його ділову активність і джерела походження коштів. Цей процес вважають життєво важливим за різних причин (зазначених у дослідженні), особливо в контексті глобальної фінансової інтеграції та виконання вимог Шостої Директиви ЄС.

Інтеграція українського фінансового ринку у світовий вимагає спільних зусиль у сфері регуляції, інституційного розвитку та економічних реформ. Спрямовуючи увагу на прозорість, захист інвесторів, розвиток ринку капіталу та активне міжнародне співробітництво, Україна може скористатися перевагами збільшення своєї глобальної фінансової інтеграції, що призведе до стійкого економічного зростання.

Обґрунтовано, що реконструкція фінансового ринку в післявоєнній Україні потребує комплексного підходу. Узагальнюючи необхідні заходи щодо розбудови інституційного забезпечення нарощування фінансового потенціалу українського фінансового ринку, вони систематизовані та конкретизовані за наступними рубриками: 1) модернізація технологічної інфраструктури; 2) удосконалення нормативно-правової бази; 3) механізми захисту інвесторів; 4) прозорість ринку та розкриття інформації; 5) розвиток ринків капіталу; 6) фінансова грамотність та освіта; 6) інклюзивність та доступність; 7) міжнародна співпраця; 8) принципи сталого фінансування та ESG. Реалізація зазначених заходів сприятиме нарощуванню потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку та на цій основі відновленню фінансового ринку України, його зростанню та інтеграції в глобальний фінансовий простір.

Ключові слова: фінансовий ринок, банківський сектор, платіжні системи, інституційне забезпечення, інфраструктура, інформаційне середовище, прозорість, цифровізація, цифрова економіка, фінтех.

ABSTRACT

Savenko D.O. Potential of development of institutional support of the financial market of Ukraine. Qualification scientific work on the rights of the manuscript.

Dissertation for the degree of Doctor of Philosophy in the field of knowledge 07 «Management and Administration», specialty 072 «Finance, Banking and Insurance» – State Tax University. Irpin, 2023.

The thesis deepens the theoretical and organizational foundations of institutional support of the financial market and substantiates practical recommendations aimed at building the capacity of institutional support of the financial market of Ukraine.

Based on the etymological roots of the concept of «provision» and the deep foundations of institutionalism, it is proved that the key to achieving the efficiency of financial market development lies in the existence of norms (rules) of relations between participants in the provisioning process and institutions involved in the implementation of these norms (rules). The components and purpose of the financial market functioning, which is the need for effective redistribution of financial flows between financial market participants, determine the content, tasks and structure of institutional support of this market.

Institutional support for the functioning of the financial market includes formal and informal elements in their interconnection and interaction, understanding of which and their impact on the development of the financial market allows developing effective strategies for its regulation and preventing crisis phenomena. The author presents a structural and logical scheme of institutional support of the financial market, which is based on institutions-organizations, institutions-norms and the State. Based on a critical analysis of scholarly research, the author shows a special role of informal norms in the unity of their negative and positive impact, and also of the State in the process of institutional support as an instrument for creating formal norms of the

institutional environment which regulate the functioning of the financial market and provide legal protection to its participants.

The negative role of institutional deformations preceded by institutional asymmetries is emphasized. It is noted that the high risks of institutional deformations in the financial market are due to the high level of information asymmetry. The factors of occurrence of these deformations are systematized in order to minimize their negative impact.

The infrastructure component of the financial market in the unity of service, support, and functionality processes plays a critical role in its optimal functioning and rational allocation of financial resources. Along with the main components, namely, financial intermediaries, service infrastructure, and administrative infrastructure, the important role of self-regulatory organizations that complement the activities of other institutions is noted.

In the process of development of the financial market infrastructure in Ukraine, five stages have been identified, a detailed description of which contributed to the identification of key factors of the potential for building the institutional support of the financial market, presented in the study as the total impact of the interaction of financial, human and material resources, as well as factors contributing to the development of the financial market. Based on a generalization of the approaches of a number of scholars to assessing the potential for building the institutional support of the financial market, three groups of indicators are identified, each of which corresponds to a certain group of indicators, which were systematized to describe the indicators of the overall development of the institutional support of the financial market, which further served as the basis for analyzing the hypothesis of realizing the potential for building the institutional support of the financial market.

In the context of analyzing the general analysis of the state of institutional support of the financial market of Ukraine, the article assesses the trends of key indicators of such a state. It shows the complexity of the institutional support of the financial market caused by various factors, including war, environmental crises and economic difficulties, which have significantly affected the overall financial landscape of the country. The main changes include a decrease in the number of financial

intermediaries, such as credit unions and financial companies, due to high risks and deteriorating operating performance. This includes an increase in NPLs and an unstable business environment, which require additional provisions and measures to maintain financial stability. Although the number of banking institutions remains high, rising risks and deteriorating asset quality could create difficulties for banks, requiring appropriate resilience support measures from the NBU.

Given the role of supporting infrastructure in supporting the institutional environment, considerable attention is paid to analyzing its stable functioning. Despite the challenges of Internet and electricity availability, a number of events, including in the payment market, the entry into force of the Law of Ukraine "On Payment Services" that expands the responsibilities of the overseas market and promotes innovation, the availability of PayPal, etc. have shown support for the institutional environment.

Development in the FinTech sector in Ukraine in 2022 was aimed at meeting the urgent needs of Ukrainian citizens for access to digital financial services and the possibility of uninterrupted payments, improving the legal framework and adapting it to EU standards, in particular, adopting the Law on Virtual Assets. The systematization of the processes in the field of digitalization of financial services in the context of events that had a direct current impact on the financial market and events that lay the foundation for building institutional capacity will help to determine the next steps in this area.

Given the role of digitalization in the context of the overall competitiveness of the financial market among financial institutions, a detailed analysis of the dynamics of the factors that determined Ukraine's position in the World Digital Competitiveness Ranking in 2017-2021 by a number of indicators in the «Technology» and «Future Readiness» groups and the «Knowledge» subgroup, as well as the main trends of FinTech in Ukraine in the pre-war period, was carried out, which allowed to identify the strong and weak components for further realization of the powerful potential of this component of the development of institutional support for the financial market of Ukraine.

To this end, considerable attention is paid to the analysis of new forms of infrastructure components that ensure the interaction of financial market participants,

in particular, the trading platform for retail trade in financial instruments – «Robinhood investors». The author emphasizes that one of the key aspects of determining the potential of FinTech platforms in building the institutional support of the financial market is to assess the impact of company opacity on the behavior of Robinhood investors, which has long been discussed by both scholars and practitioners around the world. Using the example of stocks that are at the peak of popularity (high-profile stocks) and lottery stocks, the author analyzes the information available on the Robinhood platform. The built model allowed testing the impact of company opacity on investor attraction and investment results using the investor return indicator. The results showed a negative impact of company opacity on the financial well-being of retail investors. Although retail shareholders have the potential to invest, their collective behavior can be irrational and lead to inefficient investments.

In order to improve the requirements for increasing the transparency of firms' activities in the financial market, their main directions are identified. A critical analysis of the results of scholars who have studied these issues, development of a questionnaire containing 25 questions about the impact of disclosure of abnormal stock returns on retail investors' decisions, distributed through social networks Facebook, LinkedIn and Survey Monkey with a target audience of retail investors in European countries and descriptive statistics of the survey results. The participants noted that in order to improve institutional support for building financial market capacity, it is important to introduce mandatory disclosure by investors of abnormal fluctuations in issuers' share prices (which exceed the average value of the previous month by 2 %) and their causes. Such disclosure should be made on the issuer's website in the «Information for Investors» section. Control over such disclosure should be vested in the National Securities and Stock Market Commission.

Increased transparency and understanding of the causes of abnormal returns help to build investor confidence, which is a prerequisite for market growth and stability. When more participants enter the market armed with meaningful information, liquidity increases and price discovery becomes more accurate. This helps to create a level playing field for all market participants, minimizes speculative behavior caused by misinformation, and allows investors to react more rationally to market events. When

confidence in the market grows, investors are more likely to allocate their resources efficiently, leading to a healthier and stronger financial market as a whole.

The great potential for Ukraine's post-war recovery, economic growth, stability, and increased investment opportunities lies in the integration of the Ukrainian financial market into the global financial space. The article identifies the main shortcomings that pose significant challenges to its integration into the global financial market. According to the study, these include the lack of a consistent and transparent regulatory framework, underdeveloped infrastructure for financial technology (FinTech) and electronic trading, limited mechanisms for protecting investors' rights, market transparency and disclosure, including through inconsistent reporting practices, insufficient development of the Ukrainian financial market, especially in terms of capital markets, as well as currency restrictions and exchange rate volatility.

Addressing these shortcomings requires comprehensive reforms covering regulatory, technological, transparency, investor protection, and market development. Ukraine should prioritize creating a transparent and consistent regulatory framework, investing in modern fintech infrastructure, strengthening investor protection mechanisms, promoting market transparency, and growing capital markets. In order to create a safe and transparent financial environment and attract the trust of international investors, it is important to implement effective anti-money laundering measures. First and foremost, it means improving the regulatory framework and ensuring that national legislation complies with international standards, such as the FATF. This involves the introduction of comprehensive legislation covering the detection, reporting and prevention of money laundering and terrorist financing.

Bringing the legal framework in line with international standards also includes the «know your customer» (KYC) principle, which is a cornerstone of modern financial systems, playing a key role in ensuring the integrity, security and transparency of financial transactions. KYC is the process by which financial institutions collect and verify information about a customer's identity, business activities, and sources of funds. This process is considered vital for a variety of reasons (outlined in the study), especially in the context of global financial integration and the implementation of the EU's Sixth Directive.

Integration of the Ukrainian financial market into the global one requires joint efforts in the areas of regulation, institutional development, and economic reforms. By focusing on transparency, investor protection, capital market development, and active international cooperation, Ukraine can reap the benefits of increasing its global financial integration, leading to sustainable economic growth.

It is substantiated that the reconstruction of the financial market in post-war Ukraine requires a comprehensive approach. Summarizing the necessary measures to develop institutional support for building the financial potential of the Ukrainian financial market, they are systematized and specified under the following headings: 1) modernization of technological infrastructure; 2) improvement of the regulatory framework; 3) investor protection mechanisms; 4) market transparency and disclosure; 5) development of capital markets; 6) financial literacy and education; 6) inclusiveness and accessibility; 7) international cooperation; 8) principles of sustainable finance and ESG. The implementation of these measures will help build the capacity to develop institutional support for the financial market and, on this basis, restore Ukraine's financial market, its growth and integration into the global financial space.

Keywords: financial market, banking sector, payment systems, institutional support, infrastructure, information environment, transparency, digitalization, digital economy, fintech.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗДОБУВАЧА

Статті у науково-фахових виданнях України та у періодичних виданнях інших держав

1. Савенко Д. О. Становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку України. *Інвестиції: практика та досвід. Журнал*. 2020. № 4. С. 81–85. (0,2 д. а., дисертанту належить 0,07 д.а.) DOI: 10.32702/2306-6814.2020.4.81.

2. Савенко Д. О., Онишко С. В. Теоретична концептуалізація інституційного забезпечення фінансового ринку. *Бізнес Інформ. Науковий журна*. 2020. № 9. С. 219–228. (0,41 д.а., дисертанту належить 0,2 д.а.) DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2020-9-219-228>.

3. Савенко Д. О. Цифровізація в системі факторів нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку. *Збірник наукових праць Державного податкового університету: Електронне наукове видання*. 2023. № 1. С. 155–182. (1,16 д.а., дисертанту належить 0,8 д.а.) DOI 10.33244/2617-5940.1.2023.155-182.

Публікації апробаційного характеру

4. Савенко Д. О. Трансформація інфраструктури фінансового ринку. *Світ економічної науки. Збірник тез міжнародної науково-практичної інтернет-конференції*. Випуск 20. Тернопіль 2020. С. 48–50.

5. Савенко Д. О., Онишко С. В. Чинники розвитку інфраструктури фінансового ринку: податковий аспект. *Молодіжний податковий конгрес. Збірник тез доповідей*. Ірпінь 2020. С. 1126–1129.

6. Савенко Д. О. Імплементація принципу «знай свого клієнта» як елемент нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку. *Світ наукових досліджень. Збірник наукових публікацій міжнародної мультидисциплінарної наукової інтернет-конференції*. Випуск 22. Тернопіль, Україна – Переворськ, Польща 2023. С. 57-59.

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ.....	4
ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ РОЗБУДОВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ.....	13
1.1. Сутність інституційного забезпечення та його роль у розвитку фінансового ринку.....	13
1.2. Становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні.....	24
1.3. Ключові чинники потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку.....	41
Висновки до розділу 1.....	51
РОЗДІЛ 2. ПРАГМАТИКА РОЗБУДОВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ.....	54
2.1. Тенденції ключових індикаторів інституційного забезпечення фінансового ринку в Україні	54
2.2. Цифровізація фінансових послуг в Україні у контексті глобальної конкурентоспроможності	64
2.3. Потенціал FinTech як складової інституційного забезпечення.....	81
Висновки до розділу 2.....	97
РОЗДІЛ 3. НАРОЩУВАННЯ ПОТЕНЦІАЛУ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ.....	101
3.1. Напрями удосконалення вимог до підвищення прозорості діяльності фірм на фінансовому ринку.....	101

3.2. Перспективи інтегрованості вітчизняного фінансового ринку у європейський фінансовий простір.....	119
Висновки до розділу 3.....	130
ВИСНОВКИ.....	135
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	144
ДОДАТКИ.....	164

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

ЄС – Європейський Союз

КУА – компанії з управління активами

МСФЗ – Міжнародні стандарти фінансової звітності

НБУ – Національний банк України

НКЦПФР – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку

ПТІС – Південно-українська торгівельно-інформаційна система

ПФТС – перша фондова торгівельна система

ФГВФО – Фонд гарантування вкладів фізичних осіб

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Фінансовий ринок як сукупність суспільно-економічних відносин, обумовлених купівлею і продажем фінансових інструментів, забезпечує в межах економічної системи рух фінансових ресурсів від інвесторів до емітентів цих активів. Очевидно, що зазначені відносини між інвесторами та емітентами на фінансовому ринку реалізуються за допомогою відповідної інфраструктури. Проте, як свідчить досвід більшості країн Східної Європи, однієї лише інфраструктури недостатньо. Необхідною умовою ефективного функціонування інфраструктури фінансового ринку є відповідне інституційне забезпечення.

Інституційне забезпечення це складний комплекс взаємопов'язаних формальних і неформальних норм, які визначають ефективність функціонування не лише інфраструктури фінансового ринку, але й власне фінансового ринку загалом. Залежно від зрілості формальних і неформальних інститутів фінансового ринку, ступеня його інституціоналізації, фінансові ринки можуть мати різний потенціал розбудови інституційного забезпечення, а відтак, характеризуватися відмінностями й ефективності функціонування.

Фінансовий ринок України характеризується недостатнім рівнем інституціоналізації, тому проблема розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку становить важливе дослідницьке і практичне завдання, вирішення якого суттєво ускладнене сучасними викликами, з якими стикнулася Україна на даному етапі. Особливу увагу до перспектив розвитку процесів інституціоналізації зумовлюють діалектика процесів глобалізації та цифрова трансформація фінансового простору. Відповідно до них активізується поява новітніх фінансово-цифрових інструментів, використання яких пов'язане як з перевагами, так і ризиками, що вимагає їх детальнішого дослідження. Це стосується й потреби адекватної відповіді інституційного забезпечення на

актуальнішу проблему активізації інвестиційної діяльності в частині пошуку її нових форм та механізмів.

Теоретико-методологічне підґрунтя вирішення зазначеної проблематики сформували праці зарубіжних дослідників, серед яких: Дж. Бекарт, С. Ботосан, Р. Бушман, А. Вереса, О. Вільямсон, Т. Еггертсона, С. Калдерон, Дж. Кім, Дж. Коммонс, С. Кріане, М. Ланг, Р. Левіне, К. Лінс, К. Мартін, М. Маффет, А. Мосс, М. Пагано, Дж. Пьотроскі, А. Сміт, Е. Фуруботн, Е. Фуруботн, Дж. Цвайг та ін.

У вітчизняній економічній літературі широко висвітлені сутність і механізм функціонування фінансового ринку, його інфраструктури та інституціонального забезпечення загалом. Вагомий внесок у дослідженні питань, що окреслюють шляхи до досягнення ефективності розвитку фінансового ринку, посідають праці В. Базилевича, Я. Белінської, О. Береславської, А. Даниленка, А. Євтуха, Ю. Коваленко, В. Корнєєва, І. Лютого, А. Мороза, С. Онишко, Т. Паєнтко, В. Пластуна, М. Савлука, В. Федосова, І. Чуницької, А. Чухна, В. Шелудько, І. Школьник та ін.

Разом з тим вагомі напрацювання в галузі інституційного забезпечення фінансового ринку засвідчують й наявність проблем, невирішеність яких суттєво ускладнює нарощування потенціалу інституційного забезпечення як базису ефективності функціонування і розвитку фінансового ринку. Зокрема, продовжують залишатися остаточно невирішеними ряд питань в царині визначення сутності інституційного забезпечення фінансового ринку, його складових та чинників формування. Звертає увагу обмеженість причинно-наслідкових зв'язків між формальними і неформальними правилами і обмеженнями, існування проблем оцінки інституціональних деформацій, що можуть бути результатом недоліків у регулюванні фінансового ринку або результатом опортуністичної поведінки його учасників, недостатнє задіяння чинників нарощування та реалізації потенціалу інституційного забезпечення, зокрема пов'язаних із появою нових складових інфраструктури.

Подібні невирішеності та недостатня розробленість перешкоджають процесам нагромадження потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, що негативно позначається на виконанні цим ринком його функціональної ролі. Зазначене визначає теоретико-прикладну необхідність подальшої розробки окресленої проблематики, що обумовило вибір теми, мету, завдання та структурну побудову дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Тематика дисертаційної роботи узгоджується із загальними напрямками наукової діяльності кафедри фінансових ринків та технологій Державного податкового університету, зокрема держбюджетною темою «Державні запозичення в системі публічних фінансів» (2021–2025) номер ДР 0121U109588 в частині участі у виконанні її етапу «Державні запозичення на фінансових ринках». Проводяться відповідні дослідження стосовно інституційного забезпечення виконання фінансовим ринком його ролі на ринку державних запозичень.

Метою роботи є поглиблення теоретико-організаційних засад інституційного забезпечення фінансового ринку та розробка практичних рекомендацій, спрямованих на нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку України.

Досягнення поставленої мети потребує вирішення наступних завдань:

- розкрити сутність інституційного забезпечення та його роль у розвитку фінансового ринку;
- дослідити становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні;
- визначити ключові чинники потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку;
- розкрити передумови розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку України;
- оцінити стан цифровізації фінансових послуг в Україні у контексті глобальної конкурентоспроможності;

- проаналізувати потенціал FinTech послуг у розбудові інституційного забезпечення фінансового ринку;
- визначити напрями удосконалення вимог до підвищення прозорості діяльності фірм на фінансовому ринку в контексті нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку;
- обґрунтувати перспективи вітчизняного фінансового ринку у фінансові ринки світу як базової умови ;

Об'єкт дослідження – відносини, що виникають на фінансовому ринку в процесі обігу фінансових інструментів.

Предмет дослідження – потенціал інституційного забезпечення фінансового ринку.

Методи дослідження. В процесі дослідження застосовано сукупність загальновизнаних методів наукового пізнання, серед яких: системний підхід (для узагальнення теоретичних підходів при обґрунтуванні сутності інституційного забезпечення, інфраструктури фінансового ринку, потенціалу інституційного забезпечення); діалектичний метод (для оцінки впливу інституційного забезпечення на функціонування і розвиток фінансового ринку в розрізі їх окремих етапів); конкретизації та абстрагування, порівняльного і статистичного аналізу (для характеристики стану, ключових індикаторів інституційного забезпечення фінансового ринку в Україні, перспектив його інтегрованості у європейський фінансовий простір); кореляційно-регресійний аналіз (для моделювання взаємозв'язків між прозорістю діяльності фірм на фінансовому ринку та її інституційним забезпеченням, виявлення потенціалу інформаційних технологій у формуванні конкурентних переваг вітчизняного фінансового ринку, їх впливу на трансформацію інституційного забезпечення, зокрема компоненти інфраструктури для притоку роздрібних інвесторів).

Інформаційну базу дослідження сформували наукові розробки та монографічні дослідження вітчизняних і зарубіжних дослідників з теорії фінансів, фінансового ринку, інституціональної теорії, економічного аналізу. офіційні дані та публікації Світового банку та Міжнародного валютного фонду,

Державної служби статистики України, звітність Національного банку України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України банків, бірж та інших фінансових установ, аналітичні матеріали рейтингових агентств, періодичні видання, Інтернет-ресурси, розрахунки автора.

Наукова новизна одержаних результатів. Основні положення дисертаційної роботи, які визначають її наукову новизну, полягають у наступному;

удосконалено:

– методичний інструментарій для трансформації поняття «інституційне забезпечення» в площину фінансового ринку через його мету (цілі) функціонування і структуру забезпечення (формальна і неформальна складові) та на основі розкриття співвідношення понять «інституційне забезпечення» та «інституційна структура», а також для сутнісної характеристики інфраструктури фінансового ринку, як сукупності інститутів-організацій та формальних інститутів-норм, шляхом виокремлення її інформаційної, регулюючої, посередницької і стимулюючої функцій та реалізації принципів підзвітності, конкурентності і безпечності. Це дозволяє розширити горизонт дослідження сутності даних понять і втілити їх сутнісні характеристики в процесі обґрунтування практичних рішень, що сприятиме їх ефективності;

– науковий підхід до характеристики особливостей органічної взаємодії інститутів фінансового ринку на основі розкриття сутності понять «інститут-норма» та «інститут-організація» за ознакою розмежування формальних і неформальних норм. Здійснена на цій основі структуризація інститутів фінансового ринку та розробка структурно-логічної схеми його інституційного забезпечення формує передумови ефективності інституційного забезпечення та функціонування фінансового ринку;

– механізм реалізації стратегічно якісного оновлення загальної моделі інституційного забезпечення, що в розвиток існуючих, передбачає наступні напрямки: 1) активне удосконалення діючих інститутів відповідно до викликів цифровізації; 2) проведення структурних змін інституційного середовища

шляхом створення нових інститутів та нового інструментарію, які широко пропонує світова практика; 3) забезпечення взаємообумовленості розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку з формуванням загального інституціонального середовища, адекватного сучасним реаліям і зорієнтованим на вимоги подальшого сталого розвитку;

– методичний підхід до оцінки потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, що ґрунтується на визначенні відповідних груп індикаторів, а саме: загального розвитку, інституційного розвитку, інтегрованості локальних фінансових ринків у глобальний фінансовий ринок, кожній з яких відповідають визначені відповідні показники. Це сприятиме пошуку джерел нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку та шляхів його реалізації.

набуло подальшого розвитку:

– обґрунтування, що представлення інституційного забезпечення фінансового ринку як об'єктивно-суб'єктивного явища не може розглядатися лише в контексті позитивного впливу на розвиток фінансового ринку внаслідок існування ризику опортуністичної поведінки. Це сприятиме забезпеченню об'єктивної оцінки стану інституційного забезпечення та загальної стратегії його розвитку;

– концептуальний базис визначення потенціалу FinTech платформ у розбудові інституційного забезпечення фінансового ринку, в основі якого оцінка впливу непрозорості компаній на включення роздрібних акціонерів до загальної стратегії інвестиційного розвитку та на інвестиційні результати. Використовуючи показник прибутковості інвесторів, виявлена залежність колективної інвестиційної поведінки роздрібних інвесторів від наявності інформації про прибутковість окремих фінансових інструментів. Це сприятиме захисту інвестицій роздрібних інвесторів та на цій основі зміцненню інвестиційного потенціалу держави загалом;

– підхід до пошуку шляхів мінімізації ризикових трендів на фінансовому ринку України внаслідок активізації операцій з крипто валютами. Запропоновано

до набуття членства України в ЄС імплементувати у вітчизняну законодавчу базу положення Шостої Директиви ЄС щодо попередження легалізації коштів зароблених злочинним шляхом в частині регулювання операцій з криптовалютою. В ряду інших переваг це сприятиме інтеграції України у західні фінансові ринки;

– реалізовано комплексний підхід до розкриття структурних складників інфраструктури фінансового ринку, серед яких обслуговуюча, забезпечувальна та функціональна інфраструктура. Доведено, що кожен із виокремлених складників важливо розглядати одночасно в якості як відповідної характеристики інфраструктури фінансового ринку, так і з позиції володіння власним потенціалом, реалізація такої єдності визначатиме ефективність інституційного забезпечення фінансового ринку;

– здійснена періодизація та характеристика етапів розвитку інфраструктури інституційного забезпечення фінансового ринку. Це сприяло виявленню позитивних і негативних чинників в процесі розвитку, які в підсумку визначають ступінь відхилення фактичних результатів від запланованих у програмах та стратегіях, а головне - слугують орієнтиром довгострокових перспектив;

– обґрунтована необхідність досягнення гнучкості інституційного забезпечення. У розвиток домінуючого бачення, згідно з яким джерелом потенціалу інституційного забезпечення є економічний розвиток, наголошено й на ролі кризових явищ, які також формують попит на нові фінансові послуги та елімінують старі. Не менш важливо враховувати можливість позитивних і негативних наслідків такої гнучкості. Як приклад, зростання попиту на цифрові фінансові послуги супроводжувалося зростанням необхідності захисту фінансової інформації;

– доведено в процесі оцінки тенденцій ключових індикаторів інституційного забезпечення фінансового ринку, що вони є комбінацією невирішених проблем довоєнного характеру, на які наклалися наслідки повномасштабної війни в Україні.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що теоретичні положення дисертаційної роботи доведено до рівня конкретних рекомендацій щодо нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку України.

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійним, завершеним науковим дослідженням. Наукові положення, рекомендації прикладного характеру, висновки та пропозиції, що виносяться на захист, одержані самостійно і відображені в публікаціях автора. Внесок автора у співавторстві конкретизований у списку опублікованих праць.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати дисертаційної роботи доповідалися і обговорювалися на 3-х науково практичних конференціях, серед яких: Серія «Міжнародні науково-практичні інтернет-конференції економічного спрямування» www.economy-confer.com.ua «Світ економічної науки» (Тернопіль, 2020); Молодіжний податковий конгрес. Проєкт «Гендерне бюджетування в Україні» (Ірпінь, 2020); Міжнародна мультидисциплінарна наукова інтернет-конференція. «Світ наукових досліджень». (Тернопіль, Україна – Переворськ, Польща, 2023).

Публікації. За результати дослідження автором опубліковані 6 наукових праць, загальним обсягом 2 д.а., з яких особисто автору належить 1,3 д.а., з них 3 статті у фахових виданнях України та 3 в інших виданнях.

Структура й обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, 3 розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 191 сторінка, з них основний текст – 155 сторінок. Робота містить 21 таблицю (з них 3 – займають повні сторінки), 9 рисунків, додатків на 15 сторінках. Список використаних джерел налічує 182 найменування і розміщений на 20 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-ОРГАНІЗАЦІЙНІ ЗАСАДИ РОЗБУДОВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

1.1. Сутність інституційного забезпечення та його роль у розвитку фінансового ринку

Інституційне забезпечення є одним з тих понять, яке набуло популярності протягом останнього десятиріччя. Популяризація інституційного підходу обумовлена, передусім, увагою до взаємозв'язку формальних і неформальних норм економічних процесів і явищ, розуміння якого дає ключ до досягнення ефективності розвитку фінансового ринку.

Сутність інституційного забезпечення є відносно новим терміном, що в різних аспектах розглядається економістами, враховуючи специфіку області дослідження. Перш ніж розглядати суть та роль інституційного забезпечення, давайте звернемося до етимологічного кореня терміну "забезпечення".

Економічна енциклопедія визначає забезпечення як «сукупність заходів і коштів, створення умов, що сприяють нормальному здійсненню економічних процесів, реалізації запланованих програм, проектів, підтримці стабільного функціонування економічної системи та її об'єктів, усуненню порушень нормативних актів» [9]. Так, у найбільш загальному розумінні, забезпечення означає комплекс заходів і ресурсів, спрямованих на підтримку та сприяння виконанню певних процесів чи завдань. Тобто забезпечення передбачає наявність:

- норм (правил) взаємовідносин між учасниками забезпечувального процесу;
- інституцій, які залучені до імплементації зазначених норм (правил).

Сутність інституційного забезпечення фінансового ринку можна визначити, виходячи із його складових та мети функціонування. Щодо мети функціонування, вона визначається цілями фінансового ринку, зокрема необхідністю ефективного розподілу фінансових потоків між учасниками ринку. Для встановлення компонентів інституційного забезпечення фінансового ринку корисно проаналізувати взаємозв'язок між поняттями «інституційне забезпечення» та «інституційна структура».

Г. Колєснікова, яка досліджувала інституційне забезпечення фінансово-інвестиційної інфраструктури, визначає його як «сукупність заходів та дій держави (місцевих органів влади), спрямованих на формування нових або трансформацію наявних інституцій (традицій, норм, правил, нормативно-правових актів) та інститутів (організаційних структур, організацій, державних органів та організацій), які впливають на її розвиток та підвищення ефективності діяльності промисловості регіону» [14]. Підхід, що був описаний, включає як організації, що беруть участь у певних процесах, так і норми поведінки (правила, традиції, закони тощо), за якими повинні діяти економічні агенти. У цьому підході основна роль приділяється державі. Зазначений підхід привертає увагу через виділення ролі держави як окремого елемента у складі інституційного забезпечення. На нашу думку, цей підхід обґрунтований, оскільки саме держава є одним із ключових джерел формального регулювання фінансового ринку.

Інституційне забезпечення пов'язане з поняттям інституційної структури. Як зазначає В. Вірченко, інституційна структура є системою «фінансових інститутів, які мобілізують фінансові ресурси відокремлених дрібних власників капіталу та трансформують їх у інвестиції в реальний сектор економіки, створюючи матеріальний базис для економічного зростання» [6]. Наведений підхід, на нашу думку, є неточним, оскільки структура за своєю природою є поняттям статичним і відображає факт наявності певних елементів у досліджуваній системі. Так, забезпечення - це динамічний термін, який відображає взаємодію між елементами системи. При цьому обидва поняття містять єдиний вихідний елемент – інститут, що є центральним поняттям

інституціонального підходу, який останнім часом набув поширення при дослідженні явищ і процесів у фінансах.

Інституціональний підхід полягає у тому, що досліджувана система вивчається як сукупність інститутів, які нерозривно пов'язані із соціальними, політичними, правовими та організаційними явищами конкретного суспільства [26]. Цінність інституціонального підходу полягає не лише у врахуванні впливу неформальних інститутів, але й у тому, що він ураховує унікальні особливості розвитку конкретного суспільства, в якому функціонує досліджувана система.

Ідеї інституціоналізму знайшли своє відображення у працях О. Вільямсона [175], Т. Еггертсона [105], В. Каспера [12], Дж. Коммонс [95], Р. Коуза [94], Д. Норта [22], Т. Парсонса [149], Е. Фуруботн [111], Дж. Хікса [123], Дж. Ходжсона [116] та ін. Кожен із зазначених вчених зробив вагомий внесок у розвиток інституціональної теорії, в результаті чого такі поняття як «інститут», «трансакційні витрати», «інституційна пастка», «опортуністична поведінка» стали звичними у теорії та практиці фінансів.

Відповідно до концепції Д. Норта, інститути варто розглядати у трьох площинах: неформальні (неофіційні) обмеження; формальні (офіційні) правила; механізми примусу, що ефективно забезпечують дотримання цих обмежень і правил [22]. Якщо ми використовуємо цей підхід до фінансового ринку, то логічно включити нормативно-правову базу функціонування фінансового ринку до формальних інститутів (правил чи обмежень). Щодо механізмів примусу, що забезпечують ефективне дотримання цих правил, до них можна віднести організації, які є частиною адміністративної складової інфраструктури фінансового ринку.

Найскладнішим елементом є неформальні (неофіційні) обмеження. До них зарубіжні і вітчизняні дослідники часто відносять релігію, традиції, обряди, тобто не встановлені законодавчо правила, які впливають на розвиток інституціональної одиниці. Зазначені неформальні обмеження мають вплив на створення та еволюцію інфраструктури фінансового ринку. Прикладом такого впливу можуть бути ісламські фінанси, де функціонування всіх фінансових

інструментів ґрунтується на забороні стягнення відсотків. Це впливає з положень Корану, де лихварство вважається серйозним порушенням.

У контексті дослідження інституційного забезпечення фінансового ринку важливо врахувати опортуністичну поведінку учасників ринку, включаючи державу, як значуще джерело неформальних інституційних відносин. Проблема опортуністичної поведінки досліджується багатьма вченими, зокрема R. Anderson та K. Nyborg [65], K. Dowd [102], B. Holmstrom [117], J. Russel [158] та ін. Дослідники акцентують увагу на тому, що саме опортуністична неформальна поведінка є одним із чинників, які порушують рівновагу на фінансовому ринку та сприяють розвитку кризових явищ. Інституційне забезпечення фінансового ринку в суті представляє об'єктивно-суб'єктивне явище, яке через наявність ризику опортуністичної поведінки не може бути розглянуте лише як чинник позитивного впливу на розвиток фінансового ринку. На нашу думку, ігнорування неформальних аспектів інституційного забезпечення фінансового ринку не лише необґрунтоване, а й потенційно небезпечне. Наявність неформальної складової, сила її впливу на формальну складову, результати взаємодії формальної і неформальної складової інституційного забезпечення фінансового ринку визначають вектори та ступінь ефективності розвитку фінансового ринку.

На думку більшості представників інституціоналізму, роль інститутів полягає у забезпеченні виконання контрактів (угод) між економічними агентами та зменшення трансакційних витрат на їх виконання. Якби інституції виконували таку роль, тоді проблеми з шахрайством на фінансових ринках не виникали б, економіка не страждала б від фінансових криз та неоптимального розподілу фінансових потоків. Тобто у природі функціонування фінансових ринків присутня інша група неформальних обмежень, які направлені на забезпечення вигоди обмеженому колу економічних агентів, в результаті чого функціонування фінансових ринків не завжди є ефективним. Такі обмеження вчені називають інституціональними деформаціями або неефективними інститутами [61]. Неефективні інститути або інституціональні деформації можуть бути як

результатом елементарних помилок у регулюванні фінансового ринку, так і результатом опортуністичної поведінки учасників фінансового ринку.

Як зауважує Т. Паєнтко, «Виникненню інституціональних деформацій передують інституціональні асиметрії. На відміну від інституціональних деформацій незначні інституціональні асиметрії можуть існувати практично безсимптомно, вони можуть зникати під дією ринкових регуляторів без особливого втручання держави. Збільшення інформаційних асиметрій, якому сприятиме невважена державна політика рано чи пізно призведе до трансформації інституціональних асиметрій в інституціональні деформації» [26].

Слід зазначити, що ризики виникнення інституціональних деформацій на фінансовому ринку є надзвичайно високими, що обумовлено високим рівнем інформаційної асиметрії. Крім того, ризики виникнення інституціональних деформацій вищі на відносно молодих фінансових ринках, які формуються у країнах, що розвиваються. Це обумовлено тим, що у таких країнах просто відсутній належний досвід регулювання фінансових ринків, а точне копіювання зарубіжного досвіду розвинених країн не є ефективним в силу економічних та інституціональних відмінностей [24].

Інституціональні деформації негативно позначаються на якості інституціонального забезпечення, тому попередження їх виникнення та своєчасне виявлення є суттєвим чинником ефективності функціонування фінансового ринку. Зважаючи на те, що інституціональні деформації практично завжди присутні в інституціональному забезпеченні, важливо визначити та систематизувати фактори, які сприяють їх формуванню та розвитку (табл. 1.1).

Інституційне забезпечення функціонування фінансового ринку має бути направлене не просто на створення середовища здійснення фінансових операцій, але й на попередження виникнення інституційних деформацій, що сприятиме зменшенню рівня трансакційних витрат та ризиків опортуністичної поведінки [24].

Таблиця 1.1

Фактори виникнення інституціональних деформацій на фінансовому ринку

Фактор	Вплив
Високий рівень трансакційних витрат на здійснення фінансових операцій	Спонукає економічних агентів до зміни вектору поведінки (навіть до опортунізму), якщо це дозволяє мінімізувати трансакційні витрати або максимізувати альтернативні вигоди
Опортуністична поведінка регуляторів фінансового ринку	Спричиняє втрату довіри до формальних інститутів фінансового ринку, формування неформальних інститутів, які не завжди діють в рамках правового поля (наприклад, тіньовий ринок обігу іноземної валюти)
Антиринковий характер неформальних інститутів	Поглиблюють інформаційні асиметрії на фінансовому ринку та обумовлюють зростання трансакційних витрат
Відсутність окремих інститутів, порушення зв'язків між інститутами	Обумовлює виникнення інституціональних розривів, які заповнюються неефективними інститутами
Інформаційна асиметрія	Обумовлює зростання трансакційних витрат на здійснення фінансових операцій та ризиків опортуністичної поведінки
Руйнування наявних інститутів без формування відповідних нових інститутів	Обумовлює формування інституціональних пустот, які можуть заповнюватися неефективними інститутами
Недосконалість нормативно-правового забезпечення функціонування фінансового ринку	Призводить до зростання трансакційних витрат на здійснення фінансових операцій, зростання ризиків опортуністичної поведінки учасників фінансового ринку, у тому числі і шахрайства
Суперечності між формальними та неформальними інститутами	Обумовлює виникнення інституціональних деформацій та зростання трансакційних витрат на здійснення фінансових операцій

Джерело: розроблено автором

Крім інститутів-норм, функціонування фінансового ринку забезпечується діяльністю організаційних інститутів. У вітчизняній практиці термін "інституція" часто використовується для опису таких організацій. Однак, ця практика виникла через різні варіації перекладу. У нашому дослідженні під терміном "інститут" ми розуміємо сукупність організацій, а також формальних і неформальних правил, які забезпечують укладання та виконання угод на фінансовому ринку.

Взаємодія інститутів на фінансовому ринку має головною метою забезпечення виконання укладених угод. Ці угоди спрямовані на купівлю-

продаж фінансових ресурсів, їх трансформацію, алокацію та консолідацію. Інститути, які задіяні у забезпеченні функціонування фінансового ринку, систематизовано на рис. 1.1.

ІНСТИТУТИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ			
<i>Інститути-норми</i>		<i>Інститути-організації</i>	
Формальні норми	Міжнародна нормативно-правова база укладання та виконання угод на фінансових ринках	Інститути – покупці фінансових ресурсів	Фінансові посередники, організації нефінансового сектору, які мають потребу у купівлі фінансових ресурсів
	Національна нормативно-правова база укладання та виконання угод на фінансових ринках	Інститути – продавці фінансових ресурсів	Фінансові посередники, організації нефінансового сектору, які мають бажання продати фінансові ресурси
	Норми суміжного національного і міжнародного права, що забезпечують укладання та виконання угод на фінансових ринках	Інститути, які обслуговують функціонування інститутів-продавців та інститутів-покупців фінансових ресурсів	Аудитори, оцінщики, торгівельні майданчики, зберігачі, реєстратори, консалтингові компанії, FinTech платформи, краудфандингові платформи, дата центри, інноваційні хаби, мерченти, інфраструктура ринку криптовалют, інкасаційні сервіси, тощо
Неформальні норми	Норми, обумовлені релігією	Інститути-регулятори (фінансові ринки, фінансовий моніторинг, фінансова розвідка)	Регулятивні функції
	Неформальні домовленості та змови між учасниками фінансового ринку		Наглядові функції
	Неофіційні (тіньові) ринки укладання та виконання фінансових угод		Контрольні функції

Рис. 1.1. Структуризація інститутів фінансового ринку

Джерело: [22].

Отже, інституційне забезпечення фінансового ринку можна визначити як комплекс інститутів та взаємозв'язків між ними, які сприяють укладанню та виконанню угод на фінансовому ринку за можливо найменшими трансакційними витратами і сприяють зменшенню ризиків опортуністичної поведінки на фінансовому ринку. Структурно-логічна схема інституціонального забезпечення фінансового ринку зображена на рис. 1.2.

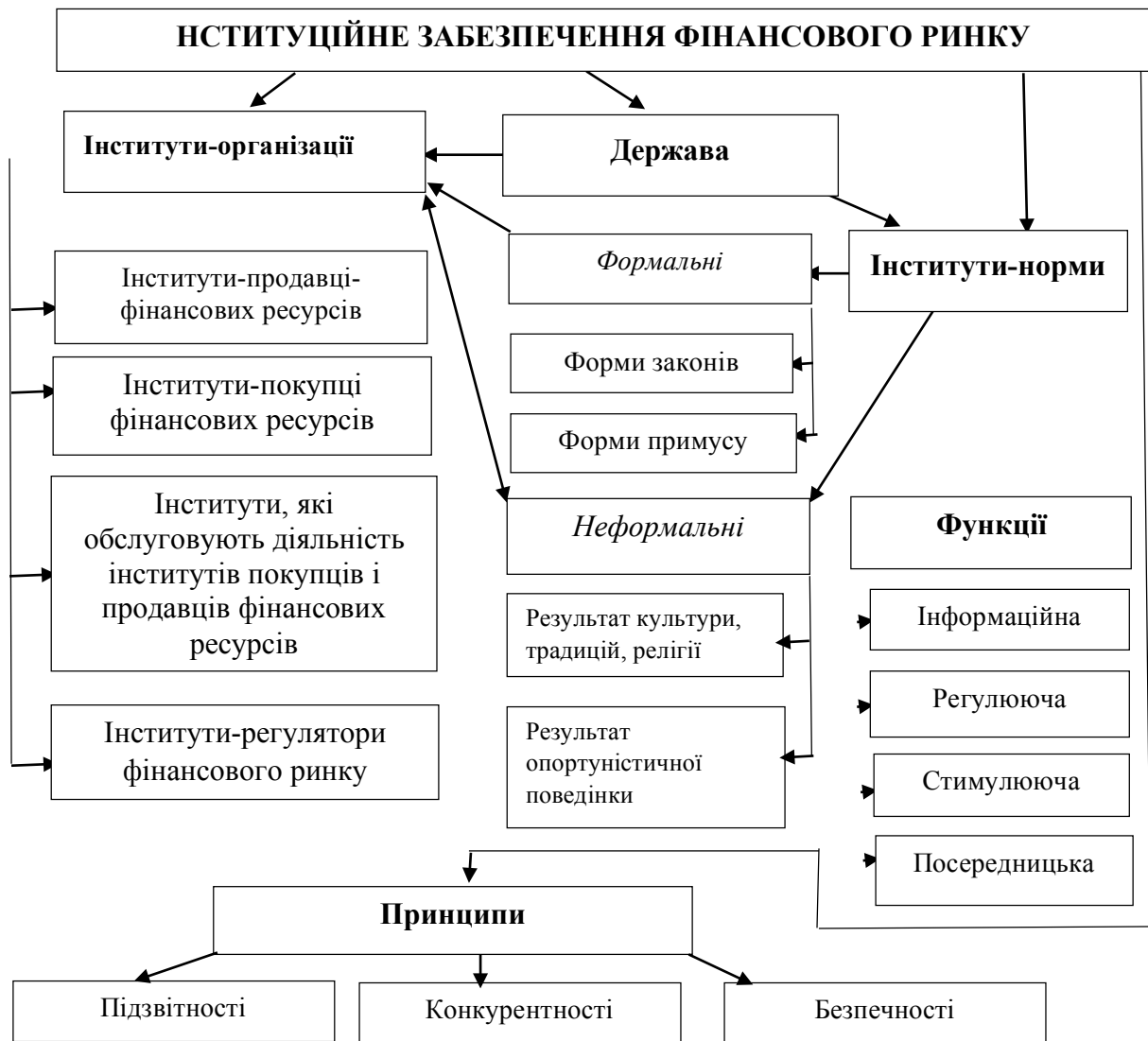


Рис. 1.2. Структурно-логічна схема інституційного забезпечення фінансового ринку

Джерело: побудовано автором

Як видно зі схеми, основу інституційного забезпечення фінансового ринку складають інститути-організації, інститути-норми та держава. Держава забезпечує створення як інститутів-організацій, так і інститутів-норм, виконуючи свою основну функцію – створення правового середовища для розвитку фінансового ринку та механізмів його функціонування. Склад інститутів-організацій та інститутів-норм докладно викладено на рис. 1.1, тому надалі ми зупинимося на особливостях їх інституціональної взаємодії.

Держава є відповідальною за створення і закріплення у суспільстві формальних норм інституційного забезпечення фінансового ринку. Ключовими складовими формальних норм є норми законів та норми примусу. Норми законів

детально викладені на рис. 1.1, до них належать не тільки норми вітчизняного законодавства, алей й ратифіковані норми міжнародного законодавства.

Норми примусу реалізуються через інститути-регулятори фінансового ринку, які здійснюють регулятивні, наглядові та контрольні функції. Норми законів та норми примусу мають бути не просто пов'язані між собою, а доповнювати одна одну.

Як уже зазначалось вище, неформальні норми є невід'ємною складовою інституційного забезпечення фінансового ринку. Вітчизняними дослідниками переважно вивчається негативна сторона неформальних норм, пов'язана з проявами тіньової економіки, ухилення від сплати податків, опортуністичної поведінки держави [148] тощо. Однак неформальні норми можуть бути нейтральними або мати позитивний, підтримуючий вплив на розвиток формальних норм [168]. Зарубіжні економісти глибоко досліджують феномен позитивного впливу неформальних інститутів на розвиток економіки та окремих її складових. Так, М. Morishima [143] на прикладі Японії доводить, що вплив неформальних норм-інститутів може сприяти розвитку держави, якщо такі норми мають конструктивний характер (наприклад, повага до держави, працелюбність, повага до сім'ї тощо). Mark K. Tomass [140] зазначає, що релігія як неформальний інститут теж мати як позитивний, так і негативний вплив на розвиток економіки. Acemoglu, D. та Johnson, S., [62] Baumol, W. J., [76] Creane, S., Goyal, R., Mobarak, A. M. та Sab, R. [96] досліджують різні аспекти прояви неформальних інститутів-норм, проводять порівняльний аналіз успішних та неуспішних країн, намагаючись з'ясувати силу впливу неформальних інститутів.

У рамках інституційного забезпечення фінансового ринку ключове значення має дослідження як нейтрального, позитивного та і негативного впливу неформальних інститутів-норм. Ілюстрацією нейтрального впливу неформальних нормативних інститутів є поява та розвиток ісламських фінансів, виниклих внаслідок радикальної ісламської політики у країнах, де юридичні рамки ґрунтуються на принципах Шаріату. Справді, ісламські фінансові інструменти можуть бути розглянуті як приклад модифікації або адаптації

традиційних інструментів фінансового ринку до потреб суспільства, де класичні інструменти заборонено використовувати через заборону ісламською релігією стягнення відсотків за користування грошима.

Прикладом позитивного впливу неформальних-інститутів норм є сучасні тенденції розвитку фінансових ринків Сінгапуру та Японії. Неформальні інститути-норми в цих країнах просувають ідеї довіри в бізнес та попередження опортуністичної поведінки по відношенню до свого партнера, оскільки розкриття, наприклад, обману у ділових відносинах означає повну страту репутації без можливості її відновлення та ведення бізнесу на відповідному ринку.

Негативний валив неформальних-інститутів норм більш глибоко досліджено вітчизняними і зарубіжними фахівцями. Досліджуючи праці Kornai, J., [128] Beresford, M., [83] Freeland, C., [110] Hayek, F., [114] Lane, D., Myant, M., та ін [130], доходимо висновку, що джерелом виникнення шкідливих неформальних інститутів-норм є не тільки опортуністична поведінка економічних агентів, які діють на фінансовому ринку, але й держави. Слід зазначити, що виникнення шкідливих неформальних інститутів-норм, або інституціональних деформацій, пов'язано не тільки рентоорієнтованою поведінкою державної бюрократії [148]. Рентоорієнтована поведінка держави є одним з найвагоміших чинників виникнення інституціональних деформацій на ринках з високим рівнем інформаційної асиметрії та на ринках, де відсутні або не діють необхідні формальні інститути-норми та інститути-організації.

Зокрема, інституційні деформації на фінансовому ринку можуть виникати в результаті помилкової або недбалої політики держави, особливо це часто спостерігається у транзитивних економіках. Як зазначають K. Pistor [152], Stark, D., Bruszt, L., [163] Voigt, S., Engerer, H. [170], виникнення інституціональних деформацій пов'язане із намаганням імплементувати формальні норми, до яких ринок не готовий. Також виникнення інституціональних деформацій дослідники пов'язують із відсутністю верховенства права та гарантії прав власності, про що, зокрема, йдеться у праці Sachs, J., Pistor, K [159].

Так, наявність неформальних інститутів у складі інституційного забезпечення фінансового ринку є несумнівним фактором, але вплив цих інститутів залежить від того, наскільки ефективно держава регулює фінансовий ринок.

Сукупність інститутів-організацій та формальних інститутів-норм формують інфраструктуру фінансового ринку, яка за сприяння неформальних інститутів-норм має виконувати такі функції: інформаційну, регулюючу, посередницьку, стимулюючу.

Інституції-організації забезпечують виконання посередницької функції, де вони упорядковують та керують переміщенням фінансових ресурсів від суб'єктів, які мають зайві ресурси, до тих, що мають потребу у них. Ця роль тісно пов'язана з функціями регулювання та стимулювання на фінансовому ринку. Фактично інституційне забезпечення має забезпечити регулювання переміщення фінансових потоків так, щоб забезпечити їх оптимальний розподіл у фінансовій системі [26]. Якщо оптимальний розподіл фінансових ресурсів не забезпечується, то виникає потреба в активізації стимулюючої функції, в результаті виконання якої фінансові потоки переміщують у необхідному напрямі. Інформаційна функція інституційного забезпечення фінансового ринку хоч має і опосередкований зв'язок з переміщенням фінансових потоків, однак її виконання є важливим для забезпечення виконання трьох описаних вище функцій. Якраз, інформаційна функція інституційного забезпечення фінансового ринку спрямована на зниження рівня інформаційної асиметрії та ризику опортуністичної поведінки.

Забезпечення виконання зазначених функцій вимагає дотримання формування інституційного забезпечення на принципах підзвітності, конкурентності і безпечності. Принцип підзвітності передбачає не тільки підзвітність держави перед учасниками фінансового ринку, алей підзвітність всіх учасників фінансового ринку держав і ринку в цілому. Підзвітність держави як зазначають Т. Пасєнко та В. Федосов [147], є ключовим чинником зменшення ризиків опортуністичної поведінки з боку держави, оскільки результати її

діяльності стають доступні і зрозумілі всім бажаючим учасникам фінансових відносин. Підзвітність учасників фінансових ринків є не тільки необхідною передумовою зменшення рівня інформаційної асиметрії, підзвітність є однією з передумов виконання принципів конкурентності та безпечності.

Конкурентність означає, що всі учасники фінансового ринку мають порівняно однакові можливості здійснення фінансових операцій, інвестування та отримання прибутків. Забезпечення конкурентності потребує прозорого інформаційного поля з прийнятними трансакційними витратами. Виходячи з цього, конкурентність є однією з передумов забезпечення ефективності фінансового ринку. Реалізація принципу безпечності означає захист прав всіх учасників фінансового ринку. Існує певний ризик втрати інвестицій, але ці ризики розуміються інвесторами і не виникають через шахрайські дії інших учасників ринку. Вони, скоріш за все, впливають з недостатньої гарантії прав власності, яку надає держава.

Таким чином, інституційне забезпечення надає можливість сторонам, які укладають угоди на фінансовому ринку, отримати нові можливості як інвестування, так і залучення фінансових ресурсів. Інституційне забезпечення насправді гарантує ефективне функціонування процесів алокації та консолідації фінансових ресурсів, знижуючи витрати на виконання цих операцій.

1.2 Становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні

Інфраструктурна складова інституційного забезпечення фінансового ринку є необхідною умовою не тільки для продуктивного функціонування фінансового ринку, але і для забезпечення розвитку економіки. Взаємодія між банківськими та небанківськими фінансовими установами, ринком цінних паперів і регулюючими органами сприяє стабільному та передбачуваному

розвитку фінансового ринку. Це одна з ключових умов для сталого росту економіки. Як було зазначено у попередньому параграфі, інфраструктурна складова інституційного забезпечення фінансового ринку тісно пов'язана з інфраструктурою фінансового ринку. Особливості її формування та розвитку впливають на стан і потенціал інституційного забезпечення фінансового ринку, яке частково є результатом тих трансформаційних змін, які відбуваються в інфраструктурі фінансового ринку, що особливо актуально для країн, фінансові ринки яких розвиваються.

Досліджуючи розвиток інфраструктури фінансового ринку зупинимось, передусім, на визначенні її сутності. Слід зазначити, що вітчизняні фахівці досліджують інфраструктуру фінансового ринку як обслуговуючий, забезпечувальний та функціональний компонент. Так, І. Бланк визначає інфраструктуру фінансового ринку як «комплекс закладів і підприємств, які обслуговують безпосередніх його учасників з метою підвищення ефективності здійснюваних ними операцій» [50]. Тобто основний акцент економіст робить на суб'єктному складі інфраструктури фінансового ринку та обслуговуючій ролі цих суб'єктів.

О. Васильєв визначає інфраструктуру фінансового ринку як «сукупність інститутів і організацій, науково-методичних і кадрових елементів, що забезпечує безперервну, прозору й надійну основу функціонування фінансового ринку в його динамічному розвитку, а також організує переміщення й розподіл потоків капіталів між секторами, суб'єктами й об'єктами ринку» [4]. Такий підхід враховує не тільки роль суб'єктів фінансового ринку, але й організаційне, кадрове та методичне забезпечення їх діяльності. У. Грудзевич, досліджуючи регіональну інфраструктуру фінансового ринку, робить наголос на її функціональному призначенні як сукупності «фінансових механізмів і структур, які регулюють рух потоків на фінансовому ринку і забезпечують його нормальне функціонування» [8]. Такий підхід можна застосувати до визначення інфраструктури фінансового ринку будь-якого рівня, а особливістю досліджуваного підходу є акцент на цільовому призначенні інфраструктури –

регулювання фінансових потоків та забезпечення нормального функціонування фінансового ринку.

На нашу думку, наведеним підходам не вистачає комплексності. Тому найбільш повним вважаємо підхід І. Чуницької, яка зазначає, що «інфраструктура – це органічна й упорядкована єдність взаємопов’язаних структурних складників, здатна забезпечити в реальній дійсності та в перспективі безперебійне функціонування взаємозв’язків суб’єктів і об’єктів соціально-економічної системи та через виконання певних функцій включатися в забезпечення суспільного розвитку» [54]. На нашу думку, цінним у наведеному підході є наголос на єдності обслуговуючих, забезпечувальних та функціональних характеристиках фінансової інфраструктури. Слід зазначити, що кожна із вказаних характеристик інфраструктури фінансового ринку має свій потенціал, від реалізації якого залежить ефективність функціонування фінансового ринку, раціональність переміщення фінансових потоків та повнота фінансового забезпечення розвитку національної економіки. До складових інфраструктури фінансового ринку у вітчизняній літературі склалися різні підходи, які узагальнено на рис. 1.3.

Як видно зі схеми, зображеної на рис. 1.3, у складі інфраструктури фінансового ринку ми виділили п’ять основних складових. Основна, забезпечувальна складова, інфраструктури фінансового ринку – фінансові посередники, роль яких полягає у акумуляції та розподілі фінансових потоків. Цей процес реалізується за участі обслуговуючої та адміністративної інфраструктури. Слід зазначити, що виокремлення адміністративної та обслуговуючої інфраструктури стало вже традиційним для української фінансової думки [51].

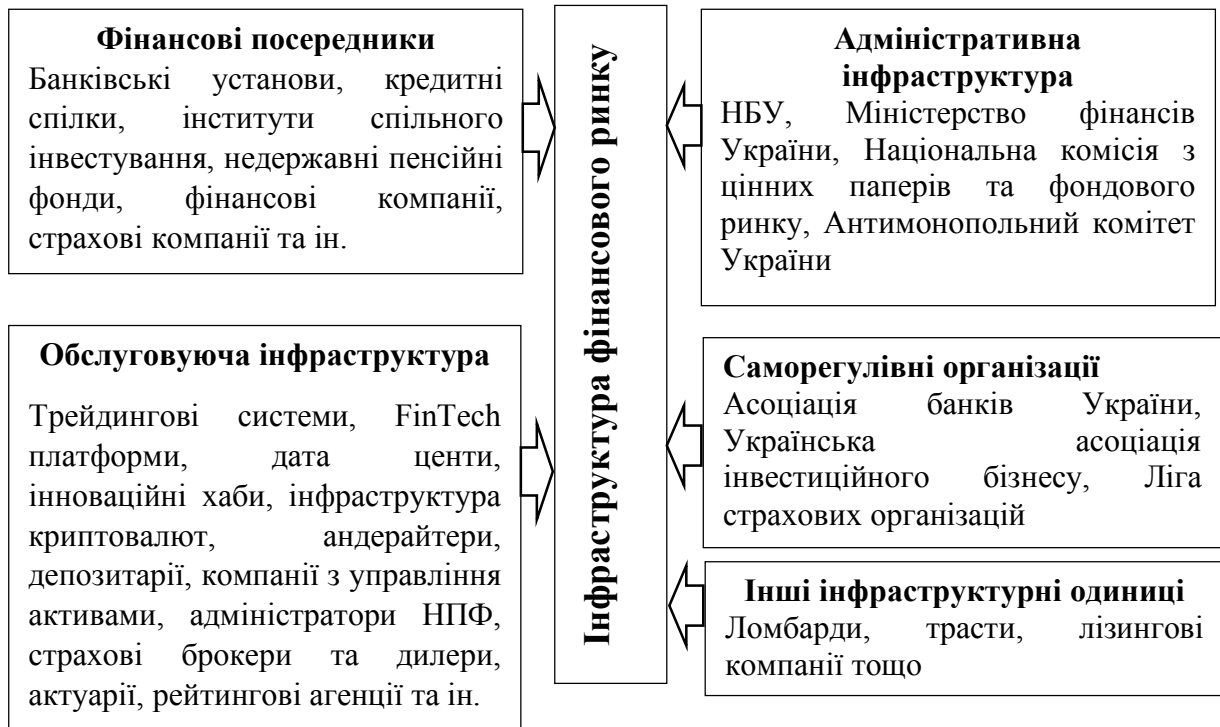


Рис. 1.3. Складові інфраструктури фінансового ринку

Джерело: побудовано автором

Для інфраструктури фінансового ринку додатково слід виділити саморегульвні організації, які не можуть бути віднесені до адміністративної інфраструктури, оскільки вони не є державними, так само їх не можна віднести і до обслуговуючої інфраструктури. Ці організації поєднують адміністративні та обслуговуючі функції, які доповнюють функції організацій, що належать до адміністративної та обслуговуючої інфраструктури. Також окремо ми виділили інші інфраструктурні одиниці, які часто відносять до фінансових посередників, однак вони не виконують функції фінансового посередництва у класичному вигляді, як, наприклад, банківські установи. Представлена на рис. 1.3 схема інфраструктури фінансового ринку не є статичною і пройшла відповідні етапи становлення і розвитку. Як зазначає І. Рекуненко, «становлення інфраструктури фінансового ринку – це економічний процес, що відбувається протягом певного періоду часу, який має особливий економічний зміст, свої тенденції і закономірності, які виражаються в існуванні стійких зв’язків становлення інфраструктурних елементів та видів діяльності» [31]. Так, розвиток та стабільність інфраструктури фінансового ринку є важливою частиною економічного прогресу країни. Інфраструктура фінансового ринку розвивається,

відповідаючи потребам бізнесу у відповідному обслуговуванні руху капіталу. Відповідно із виникненням потреби у фінансових інструментах нового порядку, змінюються і тенденції розвитку інфраструктури фінансового ринку. На нашу думку, інфраструктура фінансового ринку є не тільки результатом тенденцій економічного розвитку. Становлення і розвиток фінансового ринку вимагає відповідних інституціональних умов, тому інфраструктура фінансового ринку формується і під впливом інституціональних чинників.

Слід зазначити, що роль інфраструктури фінансового ринку змінюється з часом і є реакцією на зміни навколишнього середовища. Як зазначає І. Рекуненко «формування нової розвиненої інфраструктури для фінансового ринку повинно бути пов'язане з пошуком своєї концепції розвитку, свого набору способів і елементів механізму реалізації стратегічних і тактичних завдань розвитку ринку в цілому. При цьому розвиток інфраструктури фінансового ринку має спиратися на накопичені знання наукового пошуку в процесі розвитку даної інфраструктури з урахуванням національних особливостей» [31]. Вчений не тільки робить наголос на необхідності застосування наукових підходів до розбудови інфраструктури фінансового ринку, але і на врахуванні національних особливостей, у тому числі й інституціональних.

Зміна принципів функціонування фінансового ринку обумовила ряд змін у розвитку та ролі інфраструктури фінансового ринку. Передусім такі зміни проявляються у тому, що фінансові ринки тепер пов'язані не тільки із секторами економіки в середині країни, але й із міжнародними ринками. Тому трансформаційні зміни в інфраструктурі фінансових ринків стосуються не тільки переліку фінансових посередників, які функціонують на тому чи іншому фінансовому ринку, але й інституційних умов та правових засад. Передусім тих, які стосуються нагляду за діяльністю фінансових посередників [36].

У розвитку інфраструктури фінансового ринку України можна виділити сім етапів, які буде показано далі. Безумовно, кожен із цих етапів характеризувався відповідними особливостями. Однак, для більш чіткого їх розуміння, спробуємо їх згрупувати за ознакою переважання внутрішніх або

зовнішніх впливів на розвиток інфраструктури. Так, до першої групи віднесемо 3 етапи, фактично пов'язані зі становленням інфраструктури фінансового ринку, коли переважали внутрішні впливи (табл. 1.2). Стосовно їх характеристики, зазначимо наступне.

Таблиця 1.2

Етапи розвитку інфраструктури фінансового ринку з вирішальним впливом внутрішніх чинників становлення

Період	Характеристика
1991 – 1994	Формування дворівневої банківської системи України, акціонування комерційних банків, збільшення кількості банківських установ, поява перших торговців цінними паперами, створення Української фондової біржі, поява кредитних спілок
1995 – 1999	Посилення контролю з боку Національного банку України за діяльністю комерційних банків, створення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, розвиток біржової та позабіржової торгівлі фінансовими інструментами завдяки створенню низки фондових бірж, формування Національної депозитарної системи, створення ФГВФО. Формування ринку ломбардних і лізингових послуг
2000 – 2008	Входження іноземного банківського капіталу, здійснення грошової приватизації, створення КУА, рейтингових агентств, зростання обсягів банківського кредитування сектору нефінансових корпорацій, започаткування традиції комплексного обслуговування клієнтів

Джерело: систематизовано автором на основі [57]

На першому етапі, який за оцінками вітчизняних фахівців тривав з 1990 по 1994 [50], відбулося формування основ інфраструктури фінансового ринку, передусім її організаційної та правової основи. До початку 90-х років минулого століття у традиційному розумінні фінансового ринку на теренах України не існувало. Це пов'язано з унікальними особливостями адміністративно-командної системи економіки колишнього СРСР. Розпад СРСР та кризовий стан його економіки призвели до необхідності формування нової економічної моделі, яка потребувала наявності функціонуючого фінансового ринку. Слід зазначити, що для більшості країн посткомуністичного простору ключовим фактором формування фінансового ринку була саме революційна зміна економіки, а не шлях еволюції, який пройшли США та країни Західної Європи. Етап становлення інфраструктури фінансового ринку відзначався різким збільшенням кількості банківських установ через початкове формування правового поля для їх функціонування. Також на цьому етапі відбулося створення національних

регуляторів, які діяли в умовах гіперінфляції та стрімкої девальвації національної валюти.

Другий етап розвитку інфраструктури фінансового ринку відзначився підвищенням контролю над діяльністю банків, що відобразилося в скороченні чисельності банків, залишившись лише активно функціонуючі. На цей етап припадає інтенсивна діяльність Національного банку України (НБУ) у створенні системи регулювання банківської діяльності. Це сприяло консолідації банківського капіталу, стримуванню інфляції та переходу до активного розвитку банківського сектору. На другому етапі відбулися значні інституційні зміни. Наприклад, у 1999 році був ухвалений Закон України "Про Національний банк України", який чітко визначив статус та повноваження НБУ. Крім того, з 1998 банківський сектор розпочав перехід на Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ), що сприяло інтеграції вітчизняного фінансового ринку у світовий.

Покращенню якості банківської звітності загального призначення сприяло запровадження обов'язкового аудиту річної фінансової звітності банківських установ. Робота, яка була направлена на підвищення підзвітності банківських установ, принесла позитивні результати на третьому етапі розвитку інфраструктури фінансового ринку. Адже саме зрозумілість фінансової звітності, її публічність, та верифікація аудиторами є однією із передумов довіри та зацікавленості іноземних інвесторів. Зростанню довіри до банківських установ зі сторони населення сприяло створення у 1998 Фонду гарантування вкладів фізичних осіб (ФГВФО). Інституційні зміни, зокрема прийняття законів "Про фінансовий лізинг" (1997) та "Про створення мережі пунктів з ломбардного кредитування населення під заставу виробів із дорогоцінних металів та з дорогоцінним камінням" (1998), сприяли розширенню набору фінансових послуг на ринку. Особливо відзначилося формування та розвиток ринків ломбардних та лізингових послуг. Також, у період з 1996 по 1999 роки було створено чотири фондові біржі, а також Південноукраїнську торговельно-інформаційну систему (ПТІС) та Першу фондову торговельну систему (ПФТС).

Перші два етапи розвитку інфраструктури фінансового ринку характеризувалися недостатнім рівнем або й повною відсутністю гарантій прав захисту інтересів споживачів фінансових послуг, це стосується і позичальників, і кредиторів, і торговців фінансовими інструментами, і споживачів страхових послуг. Саме на цьому етапі були закладені основи недовіри більшої частини населення до фінансового ринку, що призвело до формування великої частки неорганізованих заощаджень за межами фінансового ринку.

Третій етап розвитку інфраструктури фінансового ринку характеризувався посиленням впливу банківської системи на економіку України. У цей період банківська система пройшла значні зміни, обумовлені збільшенням участі зарубіжного капіталу. Так, станом на 01.01.2008 в Україні із 198 зареєстрованих банків 47 були банками з іноземним капіталом [21]. Притік іноземного капіталу у банківську систему не тільки сприяв зміцненню її ресурсної бази, але й зміні корпоративної культури. Саме на 2006–2008 припадають кардинальні зміни у підходах до банківського обслуговування клієнтів – он-лайн банкінг, комплексне обслуговування клієнтів, застосування різних підходів до обслуговування корпоративних клієнтів та фізичних осіб.

Третій етап розвитку інфраструктури фінансового ринку характеризується збільшенням кількості організаторів торгів. Так, на кінець 2008 було зареєстровано 10 фондових бірж та одну торговельно-інформаційну систему [29]. На фондовому ринку у 2000–2008 найбільші обсяги укладених угод припадали на акції та облігації [29]. На ринку цінних паперів переважала брокерська та дилерська діяльність. Як зазначають В. Столяров та О. Полетаєв: «за період 2000–2007 брокерська та дилерська діяльність зросли більше, ніж у 22,5 і 22 рази відповідно. Обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів (крім комерційних банків та інвестиційних компаній) становив 535,03 млрд грн (60,57 % від загального обсягу виконаних договорів у 2008 р.)» [41]. Можна зробити висновок, що до кризи 2008 фондовий ринок України хоч і повільними темпами, але все-таки розвивався. Для третього етапу розвитку інфраструктури фондового ринку характерним є уповільнення темпів зростання кількості професійних учасників фондового ринку, хоча загальна тенденція до зростання

підтримувалась за рахунок збільшення кількості компаній, які займаються управлінням активами. У той же період спостерігалось зростання кількості недержавних пенсійних фондів, що було пов'язано з релятивною стабілізацією фінансового ринку та зростанням економіки. Тобто паралельно із банківським сектором активно розвивається небанківська складова інфраструктури фінансового ринку [34].

До другої групи можна віднести виділені нами наступні чотири етапи розвитку інфраструктури фінансового ринку, що перебували під значним впливом зовнішніх чинників (табл. 1.3). Так, на період 2009 – 2013 рр. припадає удар світової фінансової кризи. На цьому етапі зміни у інфраструктурі фінансового ринку були обумовлені об'єктивними чинниками, а саме подолання наслідків фінансової кризи та оздоровлення вітчизняного фінансового сектору. У 2009 ринок залишили 10 європейських банків, які повністю припинили роздрібне обслуговування клієнтів на ринку України. У зв'язку з кризою були змінені деякі правила регулювання діяльності фінансового ринку, що позначилось і на подальших тенденціях його розвитку.

Таблиця 1.3

Етапи розвитку інфраструктури фінансового ринку з вирішальним впливом зовнішніх чинників

Період	Характеристика
1	2
2009 – 2013	Вихід з українського ринку десяти європейських банків, створення Центрального депозитарію цінних паперів, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках. Націоналізація проблемних банків «Родовід», «Київ», «Укргазбанк». У 2010 р. внесено зміни до Закону України «Про банки і банківську діяльність» у частині строків повноважень тимчасової адміністрації. Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг у 2010 р. переглянуто правила формування, обліку та розміщення страхових резервів для страхових компаній non-life та встановлено обмеження на сумісництво діяльності фінансових установ із надання певних видів фінансових послуг [48]. Проведено реорганізацію ФГВФО, на нього покладено обов'язки щодо введення тимчасових адміністрацій у неплатоспроможні банки та виведення їх із ринку в разі ліквідації. Змінами, внесеними у 2013 р. до Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», уточнено перелік послуг, що вважаються фінансовими, та заборонено надання фінансовими установами послуг, котрі не входять до такого переліку

Продовження табл. 1.3.

1	2
2014 – 2018	Виведення з ринку банків з непрозорою структурою власності та тих, що не змогли виконати нормативи капіталу. Внесеними у 2014 р. змінами до Закону України «Про банки і банківську діяльність» посилено вимоги до організації корпоративного управління в банках, підвищено відповідальність керівників банку за результати діяльності, встановлено вимоги щодо побудови адекватних і ефективних систем ризик менеджменту й внутрішнього контролю. Націоналізація Приватбанку (2016 р.), докапіталізація Ощадбанку, Приватбанку, Укрексімбанку. Розроблено Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року та Стратегію реформування державного регулювання ринків небанківських фінансових послуг на 2015–2020 роки.
2019 – 2022	19.10.2019 р. набрав чинності Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг». Закон запровадив новий підхід щодо регулювання та нагляду за діяльністю фінансових установ. НБУ регулюватиме діяльність кредитних спілок, страхових компаній та страхових посередників, фінансових холдингових компаній. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснюватиме нагляд за суб'єктами системи недержавного пенсійного забезпечення, інвестиційними фірмами, компаніями з управління активами. Затверджено Стратегію розвитку фінансового сектору до 2025 року. Набула чинності нова редакція Закону України «Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення», який посилив вимоги до фінансового моніторингу. Зміни у підходах до обслуговування клієнтів та необхідність пристосування до кризи, обумовленої пандемією COVID19
2022 – до теперішнього часу	Адаптація до умов війни, запровадження жорстких валютних обмежень, посилення вимог до фінансового моніторингу, зростання потреби у використанні новітніх фінансових інструментів внаслідок обмеженості фінансових ресурсів, внесення змін до Стратегії розвитку фінансового ринку до 2025 року. У серпні 2022 року набув чинності Закон України «Про платіжні послуги». Він був прийнятий у 2021 році і є революційним для українського фінтех-сектору, зокрема в сфері платежів. Одним із нововведень є гармонізація законодавства України з законодавством Європейського Союзу, а саме оновленої Директиви щодо платіжних послуг (PSD 2). Результатом цього стане впровадження відкритого банкінгу в Україні до 1 серпня 2025 року. Для успішного впровадження відкритих API Національний банк України (НБУ) спільно з учасниками ринку розробляє нову нормативну базу та стандарти відкритого банкінгу.

Джерело: систематизовано автором на основі [57]

Організаційні зміни в інфраструктурі фінансового ринку на досліджуваному етапі переважно стосувалися впорядкування регулювання фінансового сектору після кризи [34].

Так, у 2013 було проведено реформу національної депозитарної системи, на підставі прийнятого у 2012 Закону України «Про депозитарну систему України» на базі Національного депозитарію України було утворено Центральний депозитарій цінних паперів, а на базі Всеукраїнського депозитарію цінних паперів та депозитарних установ було утворено Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках. Також законодавчі зміни цього етапу стосувалися уточнення переліку фінансових послуг, перегляду правил формування страхових резервів страховиками, уточнення функцій регуляторів тощо. Протягом 2009-2013 років спостерігалися зміни в інфраструктурі фінансового ринку, спрямовані на відновлення довіри інвесторів до фінансових послуг після кризи. Ці зміни сприяли покращенню довіри до фінансового ринку в період з 2010 по 2013 роки, яке виявилось через зростання активності фінансових посередників як у банківському, так і небанківському секторах [34].

Незважаючи на те, що фінансовий ринок досить швидко оговтався від наслідків фінансової кризи 2008–2009, ця криза негативно позначилась на подальшому розвитку фінансового ринку. Так, дія жорстких адміністративних заходів, таких як заборона повернення депозитів, обмеження щодо зняття готівки, використання валютної виручки тощо не сприяли зростанню довіри до фінансового ринку. Крім того, на третьому етапі розвитку інфраструктури фінансового ринку сформувалась висока концентрація активів системно важливих банків, що по суті автоматично визначило хто отримає допомогу першим у випадку наступної кризи. Також одним з найбільш ризикових чинників розвитку інфраструктури фінансового ринку на третьому етапі була видача великої частки кредитів пов'язаним особам, до того ж досить частко такі кредити видавались на неринкових умовах, що призвело до погіршення платоспроможності банківських установ, що стало однією з причин виведення їх з ринку на п'ятому етапі розвитку інфраструктури фінансового ринку.

2014 рік є початком нового етапу розвитку інфраструктури фінансового ринку. На цьому етапі спостерігалися кардинальні зміни у сфері банківського регулювання, що призвели до виведення з вітчизняного банківського сектору

майже половини банків. Ці дії регулятора були обумовлені стратегією очищення банківської системи від установ з неясною структурою власності та фінансово-нестабільних банків. В 2015 році Національний банк України впровадив діагностику банківського сектору, щоб виявити проблеми та, за необхідності, збільшити його капіталізацію [34]. Після проведення діагностики, Приватбанк було націоналізовано, а також проведено докапіталізацію Ощадбанку, Приватбанку та Укрексімбанку. Іншими словами, діагностика була направлена, в першу чергу, на попередження нових проблем у банківському секторі, пов'язаних із можливим падінням великих банків. Таким чином, саме на цьому етапі на розвитку інфраструктури фінансового ринку негативно позначилась висока концентрація активів системно важливих банків, які могли зловживати своїм становищем, виконуючи ризикові операції, оскільки заздалегідь було відомо, що НБУ надаватиме їм допомогу у скрутному становищі. Крім того, націоналізація великих банків призвела до операційної залежності державних банків, оскільки більшість з них так і залишились фінансово слабкими.

На п'ятому етапі розвитку інфраструктури фінансового ринку в цілому спостерігалися зміни, спрямовані на гармонізацію інфраструктурних компонентів вітчизняного фінансового ринку з фінансовими ринками Європейського Союзу відповідно до вимог Угоди про Асоціацію з ЄС. Крім того, активно відбувається цифровізація фінансового сектору, адже виникає потреба у використанні новітніх фінансових інструментів. Формуються зв'язки зі світовими інноваційним хабами, дата центрами, фінтех платформами, розвивається інфраструктура криптовалют та ін.

Незважаючи на те, що дії НБУ у 2014-2016 роках, спрямовані на оздоровлення банківської системи, виявилися не лише позитивними, а й негативними. Зокрема, виведення з ринку ненадійних та неплатоспроможних банків мала серйозний вплив на звичайних українців. Частина з них втратила свої заощадження не лише через перевищення ліміту гарантування ФГВФО, але й через різницю курсів валют. Вартість валютних депозитів поверталася у гривні за курсом на дату введення Тимчасової адміністрації в банку. Така ситуація

підірвала довіру населення до банківських установ, для якого банки фактично були об'єктом довгострокового інвестування [34].

У 2019 році відбулися зміни у політичному ландшафті, в результаті чого нова владна партія оголосила низку економічних реформ. Ці реформи включали скасування мораторію на земельні продажі, зниження вартості кредитів для малих і середніх підприємств, а також стимулювання іноземних інвестицій. Ці зміни потребуватимуть перетворень в інфраструктурі фінансового ринку, оскільки з'явиться потреба у нових фінансових продуктах та обслуговуванні нових сегментів економіки. За цими тенденціями минулого етапу закладено спрямованість на гармонізацію внутрішнього фінансового ринку з ринками Європейського Союзу, як свідчить розроблена стратегія розвитку фінансового сектору до 2025 року.

Серед ключових змін у 2019 році слід відзначити прийняття Закону України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України для удосконалення функцій державного регулювання ринків фінансових послуг". Цей закон передбачає розподіл регуляторних функцій на фінансовому ринку між двома регуляторами – Національним банком України та Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Вказаний вище закон відповідає принципам директив Європейського співтовариства (Capital Requirements Directive (2013/36/EU), Capital Requirements Regulation (575/2013), Solvency II Directive (2009/138/EC), Payment Services Directive (2015/2366EU), Directives on Institutions for Occupational Retirement Provision (IORPs), Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), Alternative Investment Fund Managers (AIFMD)) та є продовженням тенденцій останніх років стосовно створення і поступової передачі функцій регулювання фінансових ринків до НБУ та НКЦПФР.

У березні 2020 економіка в цілому, і фінансовий ринок зокрема, зіштовхнувся з новим викликом – пандемією COVID19. Запровадження карантинних обмежень обумовило зупинку більшої частини бізнесу, що призвело до зменшення попиту на фінансові послуги, погіршення

платоспроможності позичальників, зростання ризиків неповернення кредитів. В умовах пандемії зріс попит на он-лайн послуги фінансових посередників, що обумовить суттєві трансформації у фінансовому секторі в майбутньому. Збільшення попиту на цифрові фінансові послуги обумовили прискорення формування вітчизняних дата центрів, розвиток інфраструктури криптовалюти та FinTech платформ.

Початок війни у лютому 2022 року змінив вектори розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку. Як зазначено на сайті Національного банку України «Упродовж 2020–2022 років, попри вплив повномасштабної військової агресії росії та світової пандемії COVID-19, фінансовим регуляторам вдається досягати прогресу у втіленні Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року. За підсумками 2021 року 85 % заходів дорожньої карти реалізації документа виконано або виконується згідно із затвердженим графіком [42]». Наразі планується оновлення Стратегії з урахуванням поточних викликів та нових пріоритетів розвитку.

Кожен із описаних етапів розвитку інфраструктури фінансового ринку України відбувався під впливом позитивних і негативних чинників, які у підсумку і визначили ступінь відхилення фактичних результатів від запланованих у програмах та стратегіях розвитку (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

**Чинники формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку
України**

Етап	Позитивні чинники	Негативні чинники
1991 – 1994	Зростання потреби у фінансових послугах, становлення бізнесу	Відсутність правової бази, гіперінфляція, девальвація національної валюти
1995 –1999	Концентрація банківського капіталу, приборкання інфляції	Недосконала правова база, відсутність чітких вимог до прозорості функціонування фінансових установ
2000 – 2008	Диверсифікація фінансових послуг, становлення ринку корпоративних цінних паперів	Формування олігархічних кланів та посилення їх впливу на фінансовий сектор [57]

Продовження табл. 1.4.

Етап	Позитивні чинники	Негативні чинники
2009 – 2013	Очищення фінансового ринку від слабких гравців, наявність заощаджень у населення	Фінансова криза, відтік іноземного капіталу з банківського сектору
2014 – 2018	Підписання угоди про Асоціацію з ЄС, взяття зобов'язань щодо реформування фінансового ринку у відповідності до стандартів ЄС	Початок війни, порушення територіальної цілісності України, девальвація національної валюти, необхідність жорстких адміністративних обмежень
2019 – 2022	Стабілізація нормативно-правової бази, запровадження європейських стандартів у сфері фінансового моніторингу	Економічна і фінансова криза у зв'язку з пандемією COVID 19, скорочення потреби у традиційних фінансових послуг, зростання потреби у дистанційних фінансових послугах
Лютий 2022 – дотепер	Поштовх до інтеграції із західними фінансовими ринками та необхідність трансформації інституційного середовища вітчизняного фінансового ринку для такої інтеграції, інтерес світових інвесторів до українського фінтех сектору	Війна, зменшення ресурсної бази фінансового сектору, виїзд жінок та дітей за кордон, що негативно позначиться на інтелектуальному потенціалі країни

Джерело: розроблено автором на основі [11]

Комбінація описаних вище чинників мала неоднозначний вплив на розвиток інфраструктури фінансового ринку. Серед головних проблем слід назвати недовіру населення до багатьох суб'єктів фінансового ринку, яка пов'язана з тим, що від недосконалості регулювання фінансового ринку, непрозорості інформації про його діяльність, недосконалі процедури виведення з ринку неплатоспроможних гравців передусім страждало населення та дрібний бізнес. Це стало однією з причин ситуації, коли єдиним надійним джерелом інвестування більшість населення розглядає іноземну валюту, а не інвестування в будь-які фінансові інструменти [37].

Слід зазначити, що цей чинник і в подальшому буде стримувати розвиток інфраструктури фінансового ринку, доки на ньому існуватимуть фінансові установи, які не виконують та не мають на меті виконувати функції фінансового посередництва. Такі фінансові установи є джерелом системних ризиків, оскільки

їх життєздатність прямо залежить від впливу політичної сили, яка їх підтримує. Крім того, такі фінансові установи завжди є підозрілим об'єктом з точки зору ризиків легалізації коштів зароблених злочинним шляхом [37].

Актуальною проблемою подальшого розвитку інфраструктури фінансового ринку залишається захист прав інвесторів на фінансовому ринку. Традиційно багато економістів наголошують на тому, що такий захист є виключно справою держави [15]. На нашу думку, захист прав інвесторів залежить не тільки від держави в особі регулятора, але і від обізнаності самих інвесторів. При цьому обізнаність інвесторів (у тому числі і населення) не залежить виключно від наявності курсів фінансової грамотності у школах чи у відкритому доступі для всіх. Такі курси є необхідною передумовою закладання основ фінансової грамотності і у подальшому фінансової обізнаності. На нашу думку, обізнаність забезпечується високими стандартами розкриття фінансової інформації щодо діяльності фінансових установ та тенденцій розвитку фінансового ринку загалом. На сучасному етапі розвитку економіки України НБУ, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [21] публікують багато інформації, яка розкриває основні тенденції діяльності фінансових установ. Проте така інформація є або дуже загальною (наприклад, динаміка активів страхових компаній), або зрозумілою тільки фахівцю з вищою економічною освітою. Навряд чи пересічному громадянину вдасться розібратися з грошово-кредитною статистикою НБУ. Для забезпечення обізнаності потенційних інвесторів не вистачає регулярної систематизованої інформації про діяльність фінансових посередників, яка б допомагала ідентифікувати потенційні ризики, і самостійно прийняти інвестору зважене рішення щодо інвестування у ризикові інструменти, але з високим прибутком. Тобто інвестори також повинні брати на себе відповідальність, а не тільки розраховувати на захист з боку держави, але така відповідальність має ґрунтуватися на відповідній обізнаності.

У таблиці 1.4 окремо не виділено чинники, які стримують розвиток страхового сегменту інфраструктури фінансового ринку, оскільки ці чинники є комплексними і охоплюють всі етапи розвитку інфраструктури фінансового ринку. Стримуючим чинником розвитку страхового сегменту є низька платоспроможність потенційних споживачів страхових послуг. По суті страховий сегмент розвивається за рахунок авто- та іпотечного кредитування. Низький ступінь захищеності споживачів страхових послуг також не сприяє розвитку страхування, а навпаки, посилює недовіру до фінансового ринку в цілому. Рівень капіталізації більшості страхових компаній залишається низьким, оскільки сегменти страхування життя та медичного страхування розвиваються дуже повільно, фактично в Україні відсутні для цього необхідні інституційні засади [17]. Слід зазначити, що наявність різниці у правилах оподаткування страхових компаній та підприємств нефінансового сектору створює передумови до використання операцій зі страхування у схемах ухилення від сплати податків.

Також одним з найбільш впливових чинників розвитку інфраструктури фінансового ринку України була і залишається глобалізація та цифровізація. Навіть незважаючи на карантинні обмеження, запроваджені внаслідок COVID19, фінансові ринки все будуть глобалізованими, оскільки зросте потреба в пошуку інструментів з вищою ліквідністю та прибутковістю. Якщо фінансовий ринок не запропонує нові фінансові продукти, джерелом яких можуть стати і неорганізовані заощадження, то він швидко втратить свою динаміку. У нових умовах учасникам фінансового ринку необхідно знайти баланс між заощадженнями та інвестиціями, передусім за критерієм прибутковості [37]. Зважаючи на поглиблення економічних проблем у зв'язку з повномасштабною війною в Україні, зростатиме потреба у залученні дрібних інвесторів, для яких інвестиції у фінансовий ринок буде одним з додаткових джерел доходів, а для України – своєрідна додаткова подушка безпеки. Однак для залучення таких інвесторів потрібне відповідне інституційне забезпечення, як у вигляді відповідних регуляторних норм так і цифрових інфраструктурних компонентів (дата центри, FinTech платформи, інноваційні хаби тощо).

Загалом, розвиток інфраструктури фінансового ринку України відбувався паралельно із становленням і розвитком його інституційного забезпечення, що обумовило деякі з вказаних вище негативних чинників. На разі інституційному забезпеченню фінансового ринку України необхідно приділити увагу в частині дослідження його структури та векторів розвитку, оскільки саме ці чинники у подальшому визначатимуть вагому часту успіху розвитку вітчизняного фінансового ринку.

1.3. Ключові чинники потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку

Фінансовий ринок є динамічним феноменом, який постійно розвивається, однак при цьому вектори та результати його розвитку різняться для більшості країн. Така різниця у розвитку в глобалізованому світі може свідчити про різний ступінь реалізації потенціалу розвитку різних елементів фінансового ринку, у тому числі і його інституційного забезпечення.

Великий тлумачний словник української мови визначає потенціал як «сукупність усіх наявних засобів, можливостей і продуктивних сил і т. ін., які можуть бути використані в якій-небудь галузі, ділянці, сфері; запас чого-небудь, резерв; приховані здатності, сили для якої-небудь діяльності, що можуть бути використані за певних умов» [5]. Наведена дефініція поєднує у собі ресурсну концепцію потенціалу та концепцію можливостей. Являє науковий інтерес наголос на прихованих здатностях, які, на нашу думку, під впливом сприятливих чинників можуть дати поштовх до швидкої позитивної динаміки феномену, що досліджується.

Економічна енциклопедія трактує потенціал як «засоби, джерела наявні, та ті, які можуть бути мобілізовані, введені в дію та використані для досягнення певної мети, здійснення плану, вирішення будь-якої задачі» [10]. Наведена дефініція є ілюстрацією класичної ресурсної концепції, яка у якості потенціалу

враховує наявні ресурси, які можуть бути використані для вирішення певних задач. На нашу думку, у контексті дослідження потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку ресурсна складова, безперечно, є важливою, однак зважаючи на те, що фінансовий ринок та його інституційне забезпечення не є виключно ресурсним феноменом, аналізована дефініція не повністю відображає фундаментальні характеристики поняття «потенціал розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку». На нашу думку, етимологічні корені слова «потенціал» мають звернути увагу дослідників на позитивний аспект дефініції «потенціал» в економічному контексті, присутність якої має бути пов'язана з очікуванням позитивних змін досліджуваного феномену.

Хоча традиційна концепція визначення поняття «потенціал» базується на ресурсній теорії, окремі дослідники вивчають потенціал як систему відносин. Так, А. Буряченко, визначає потенціал як систему економічних відносин, які забезпечують процеси відтворення [3]. На нашу думку, такий підхід у частині тлумачення потенціалу як відносин є новаторським, однак акцент на забезпеченні процесі відтворення не повною мірою характеризує глибинну сутність потенціалу. Реалізація потенціалу – це не тільки процес відтворення, це і подальший розвиток.

Науковий інтерес являє позиція С. Онишко, яка зазначає, що «потенціал потрібно віднести до ряду якісних показників, що характеризують функціонування економічної системи, оскільки традиційні кількісні показники, незважаючи на всю їх значимість, у багатьох випадках не здатні описати можливості соціально-економічної системи до подальшого зростання» [25]. Ми підтримуємо наведену позицію, оскільки у більшості випадків потенціал дійсно є виключно якісною абстрактною категорією, проте у багатьох випадках потенціал можна оцінити і кількісно. Одним із головних завдань трансформації інституційного забезпечення фінансового ринку є трансформація фінансових потоків, акумуляції фінансових ресурсів, забезпечення ефективності виконання фінансових угод. Інституційне забезпечення сприяє формуванню ядра

функціонування фінансового ринку і створює передумови для його стабільного та ефективного функціонування за рахунок забезпечення механізму ринкового ціноутворення та перерозподілу фінансових ресурсів в межах економічної системи.

Враховуючи характеристики фінансового ринку та його інституційного забезпечення, потенціал розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку визначимо як синергійний ефект від взаємодії фінансових, людських, матеріальних ресурсів та чинників розвитку фінансового ринку, результатом якого є створення прозорого та ефективного інституційного поля функціонування фінансового ринку. Потенціал розбудови інституційного забезпечення розвитку фінансового ринку ґрунтується на ресурсній концепції та концепції можливостей, оскільки сама по собі наявність ресурсів не може забезпечити їх ефективне використання і трансформацію у бажаний результат. Тобто реалізація потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку має на меті вирішення поточних проблем функціонування фінансового ринку та усунення перешкод для його розвитку завдяки існуванню необхідного інституційного поля. Показниками реалізації потенціалу розбудови інституційного забезпечення розвитку фінансового ринку є створення нових фінансових послуг, інституцій, форм взаємодії між ними.

Одна із поточних проблем розвитку фінансового ринку є його відрив від нефінансового (реального) сектору економіки, що активно обговорюється вітчизняними вченими. Частина фахівців вважає, що зв'язки між реальним та фінансовим секторами економіки порушені, а частина фахівців вважає, що зв'язки між цими секторами набули нових форм. Відрив фінансового сектора від реального слід розуміти як кількісне і якісне домінування віртуально-спекулятивних елементів над механізмами, що забезпечують функціонування реального сектора [18; 2; 16]. Ми підтримуємо позицію вчених щодо набуття нової форми зв'язків між фінансовим і реальним секторами економіки. Слід наголосити, що формування таких зв'язків є одним з чинників розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, оскільки їх формування

обумовлює виникнення нових фінансових інструментів та навіть фінансових посередників.

Як зауважує В. Коваленко, «слід розрізняти інституціональне та функціональне регулювання фінансового ринку. Інституціональне регулювання – це регулювання фінансових інституцій. Функціональне регулювання – це регулювання процесів, пов’язаних з певним сегментом фінансового ринку» [13]. У зв’язку з тим, що зі зміною зв’язків між фінансовим і реальним сектором економіки змінюються як фінансові сегменти, так і фінансові інституції, потреба у зміні регуляторних підходів також може вважатися одним з чинників розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку. Ми погоджуємося з твердженням Dominese G, що посилення глобалізації призводить до виникнення нових форм та інструментів у фінансовому ринку, який є постійним процесом. Саме завдяки стрімкому зростанню похідних цінних паперів фінансовий ринок наростив свій грошовий потенціал [101]. Інтенсифікація глобалізаційних процесів може мати позитивний вплив на розвиток локальних фінансових ринків, а може і навпаки, завдавати шкоди. Результат впливу залежить від прозорості функціонування фінансового ринку та ефективності його інституційного забезпечення.

На думку В. Смагіна, «ускладнення форм відтворення та способів розміщення фінансового капіталу спричинило появу нових специфічних видів професійної діяльності, спрямованих на обслуговування власників віртуального або фіктивно-спекулятивного капіталу. Саме тому від своєчасності, оперативності й правильності рішень держави щодо розвитку фінансового ринку та комплексної узгодженості дій суб’єктів економіки значною мірою залежить ефективність макроекономічних процесів, а звідси й рівень і масштаби розширеного відтворення у загальносуспільному вимірі» [39]. Крім того, розвиток фінансових інститутів знаходиться під впливом глобалізації, яка супроводжується значними інституційними змінами. Поява нових фінансових інститутів або трансформація існуючих є результатом інтеграції фінансових ринків. Тому глобалізація також є одним з чинників розбудови інституційного

забезпечення фінансового ринку. Варто зазначити, що інституційні трансформації вітчизняного фінансового ринку мають узгоджуватися з глобальними, що попередить ризики формування інституціональних деформацій, які перешкоджатимуть розвитку фінансового ринку. Як зауважує М. Стецько, «існує взаємозалежність між розвитком національних фінансових ринків та рівнем глобальної конкурентоспроможності. Що вищим є індекс конкурентоспроможності, то більш інвестиційно привабливою є країна та більший приток капіталу на локальний фінансовий ринок» [40]. На нашу думку, ключовим чинником є не тільки індекс конкурентоспроможності, але й інституціональна складова розвитку фінансового ринку. Адже такі чинники як корупція, підзвітність уряду, верховенство права, гарантія прав власності також чинять суттєвий вплив на рішення інвесторів. На важливості цих аспектів, зокрема, наголошують зарубіжні дослідники Beck, T. H, R. Levine [77], Ch. Kaserer, M-S. Rapp [78] та ін.

Узагальнюючи позиції вітчизняних і зарубіжних вчених щодо проблем і перспектив розвитку глобальних і фінансових ринків, зауважимо, що сучасні дослідники не вбачають у якості єдиної проблеми відсутність ресурсів (фінансових чи людських), навпаки, багато дослідників вважають, що більшість перешкод розвитку фінансового ринку є проблеми інституціонального характеру: корупція, політична нестабільність, свобода ведення бізнесу, підзвітність уряду, верховенство права тощо. Про це свідчать і тенденції останніх років рейтингу глобальної конкурентоспроможності [165].

Досліджуючи чинники потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, неможна оминати увагою дискусії вчених щодо взаємозв'язку розвитку фінансового ринку та економічного розвитку. Частина вчених вважає, що розвиток фінансового ринку є рушійною силою економіки, а розвиток фондового ринку є ключовим фактором розвитку бізнесу. Такої думки, зокрема, дотримуються M. Pagano та B. Thorsten and R. Levin [138]. Дж. Робінсон критично ставиться до такого твердження і вважає, що розвиток фінансових ринків є не причиною, а наслідком економічного розвитку. Вона пояснює це тим,

що саме економічне зростання формує попит на нові фінансові послуги, який формується внаслідок розвитку нефінансового сектору економіки [157].

Багато економістів вважають, що між розвитком фінансового ринку та економічним розвитком існує взаємна залежність, тобто розвиток економіки сприяє розвитку фінансового ринку, і водночас, розвиток фінансового ринку є одним з чинників економічного розвитку. Оцінити таку залежність вкрай складно, тому багато праць економістів кінця XX – початку XXI століття зосереджені на питаннях оцінки взаємозв'язків фінансового і економічного розвитку. Так, Levine R. доходить висновку, що між фінансовий розвиток має вплив на розвиток економіки [135]. Creane S., A.M. Mobarak, R. Sab досліджують динаміку фінансового розвитку на Середньому Сході та Північній Африці і доходять висновків, що не для всіх країн фінансовий розвиток є визначальним чинником економічного розвитку [96]. Схоже дослідження було проведене M. Leahy, S. Schich, G. Wehinger, F. Pelgrin, T. Thorgeirsson для країн OECD, результати якого засвідчили наявність впливу фінансового розвитку на економічний розвиток у країнах з високим рівнем доходів [133]. Тобто, взаємозв'язок фінансового та економічного розвитку для різних країн у різні періоди часу відрізняється, що може свідчити про наявність вагомego впливу інших факторів, у тому числі інституційних. Huang Y., досліджуючи рушійні сили фінансового розвитку, доходить висновку, що тенденції фінансового розвитку визначаються не тільки фінансовими чинниками [119], але й політичними, психологічними, адміністративними. Ці чинники не мають прямого відношення до фінансової сфери, їх вплив складно оцінити, тому обґрунтування індикаторів, які давали б змогу оцінити вплив таких чинників може стати одним з ключових напрямів досліджень фінансових ринків.

Важливість інституційних чинників визнає С. Calderon та М. Kubota, досліджують вплив фінансової відкритості на глибину розвитку локальних фінансових ринків [91]. Слід відзначити, що відкритість фінансових ринків не є єдиним чинником, який впливає на глибину фінансових ринків. Тому сама по собі відкритість не може оцінюватись ні позитивно, ні негативно, тут навіть не

можна прослідкувати прямий зв'язок між характером впливу відкритості фінансових ринків та ступенем розвитку країни. Так, відкритість фінансових ринків для деяких країн, що розвиваються, має безумовний позитивний вплив, а для деяких країн – навпаки, вплив негативний. Як зазначають С. Calderon та М. Kubota, зростання фінансової відкритості розширює приватний кредит, збільшує банківські активи та розвиток ринку фондового та ринку приватних облігацій, а також призводить до підвищення ефективності банківської системи. Однак вплив фінансової відкритості на внутрішній фінансовий розвиток може залежати від рівня інституційної якості, ступеня захисту інвесторів та ступеня відкритості торгівлі. Загалом, зростаюча фінансова відкритість збільшує розмір та діяльність фінансових посередників, підвищує ефективність банківської системи та сприяє поглибленню ринків приватних облігацій у країнах із середнім та високим рівнем інституційної якості та захисту інвесторів, а також у країнах з високим рівнем відкритості торгівлі. Тобто, у країнах з низьким рівнем інституційного забезпечення відкритість фінансових ринків позитивного впливу не матиме.

Слід зазначити, що результати емпіричних досліджень, які проводили G. Bekaert, С. Harvey [79], виявили, що фінансовий розвиток та заходи захисту інвесторів набагато менш важливі для узгодження можливостей зростання зі зростанням, ніж відкритість ринку капіталу. Тобто зняття бар'єрів для руху капіталу є набагато впливовішим на тенденції економічного розвитку, ніж відкритість фінансових ринків. У іншій своїй статті G. Bekaert [80] робить висновки, що по-перше, на глобальні фактори припадає незначна частка змін у часі очікуваної прибутковості на більшості ринків, а глобальна передбачуваність з часом знизилася. По-друге, ринки, що розвиваються, демонструють різний ступінь інтеграції ринку із ринком США, і відмінності не обов'язково пов'язані з прямими бар'єрами для інвестицій. По-третє, найважливішими фактичними перешкодами на шляху інтеграції світового ринку акцій є погані кредитні рейтинги, висока та змінна інфляція, контроль валютного курсу, відсутність якісної регуляторної та бухгалтерської бази, відсутність достатньої кількості коштів у країнах та обмежений розмір деяких фондових ринків. Як бачимо,

інституційні чинники мають вагомий вплив, тому реалізація потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку для країн, що розвиваються, є одним з ключових аспектів забезпечення довгострокових перспектив економічного зростання країни.

Один із важливих аспектів формування довіри до фінансових ринків, а саме роль захисту інсайдерської інформації, досліджується U. Bhattacharya та H. Daouk [84]. Дослідники доводять, що запровадження заходів захисту інсайдерської інформації спочатку не змінює вартості власного капіталу. Вартість власного капіталу змінюється після першого судового процесу, пов'язаного з проблемою інсайдерів. Тобто, такий інституційний аспект як асиметрія інформації, яка виникає внаслідок зловживання інсайдерською інформацією може мати суттєвий вплив на вартість капіталу.

R. Levine, S. Zervos [136] досліджують вплив розвитку ринку цінних паперів на довгострокову економічне зростання. Дослідники роблять висновки, що регресії міждержавного зростання свідчать про те, що заздалегідь визначена складова розвитку фондового ринку позитивно і надійно пов'язана з довгостроковим економічним зростанням. Тобто реалізація потенціалу інституційного забезпечення розвитку фінансового ринку у частині підтримки розвитку фондового ринку, є одним з ключових аспектів економічного зростання.

Слід зазначити, що чинником потенціалу розбудови інституційного забезпечення є не тільки економічний розвиток, але й кризи, які також формують попит на нові фінансові послуги й елімінують старі фінансові послуги. Тому інституційне забезпечення має характеризуватися певним ступенем гнучкості. Ступінь гнучкості у періоди криз може мати як позитивний вплив (якщо гнучкість дозволяє швидко запроваджувати нові фінансові інструменти), так і негативним (коли гнучкість недостатня, і вигоди від запровадження нових фінансових інструментів отримують конкуренти).

Для України найбільшим викликом і шоком стала війна з росією, що почалась у 2022 році. Одним з результатів такого шоку стало зростання попиту

на цифрові фінансові послуги, у тому числі FinTech та криптовалюти. У той же час зросла необхідність посилення захисту фінансової інформації через нерегулярне забезпечення електроенергією, перебої з інтернетом та кібератаки. Проте, як зазначають аналітики українського фінансового сектору «Попри виклики війни, українська фінтех-спільнота працює над розробкою кращої інфраструктури та регулювання з метою залучення інвестицій. По-перше, за даними Techcrunch, 90 % українських технологічних стартапів далі наймають персонал. По-друге, український IT-сектор продовжує розвивається. За перші вісім місяців 2022 року IT-експорт України зріс на 16 % порівняно з 2021 роком. IT-послуги становлять майже половину загального обсягу експорту послуг країни. Державна підтримка та потужне зростання разом є сильним сигналом того, що настав час інвестувати в український IT-сектор. По-третє, стартапи залишаються невід’ємною частиною української економіки. Українські технологічні стартапи спрямовують свої зусилля на те, щоб підняти галузь до нових висот. Вони мають стати базою для нового рівня технологічних компаній, які додадуть значну цінність економіці. З цією метою Український фонд стартапів (USF) протягом останніх 3 років виділив \$ 6,5 млн на фінансування стартапів» [55]. Слід зазначити, що наведені вище висновки досліджень різних вчених ґрунтуються на різній емпіричній базі та на різних методичних підходах. Емпірична частина нашого дослідження буде ґрунтуватися на інформації по розвиток українського фінансового ринку та фінансових ринків країн Європейського Союзу (ЄС). Це дасть змогу не просто виявити спільні і відмінні тенденції, але й виявити сильні та слабкі сторони в інституційному забезпеченні розвитку фінансового ринку України порівняно з країнами ЄС. Узагальнюючи методичні підходи, які застосовуються дослідниками, праці яких проаналізовано вище, для оцінки потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку будемо використовувати такі показники (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

**Показники оцінки потенціалу розбудови інституційного забезпечення
фінансового ринку**

Група індикаторів	Група показників	Показники
1	2	3
Позиції України у World Digital Competitiveness Ranking	Показники інвестиційної якості	Цифровий рейтинг
		Конкурентність
	Технології	Регуляторне середовище
		Капітал
	Майбутня готовність	Здатність адаптуватися
		Гнучкість бізнесу
		ІТ інтеграція
	Знання	Талант
		Тренінги та освіта
		Концентрація досліджень
Ресурсне забезпечення інституційного розвитку фінансового ринку	Активи фінансових посередників	Страховиків
		Банків
		Фінансових компаній
		Інших фінансових установ
	Розвиток альтернативної інфраструктури	FinTech
		Торгові майданчики
		Криптоінфраструктура
		Інше
Індикатори інтегрованості локальних фінансових ринків у глобальний фінансовий ринок	Показники політичних ризиків	Індекс демократії
		Підзвітність уряду
		Сприйняття корупції
	Інтегрованість у світову регуляторну базу	Комплаєнс із вимогами фінансового моніторингу
		Комплаєнс із вимогами щодо розкриття фінансової інформації
		Комплаєнс із вимогами щодо розкриття іншої інформації
		Комплаєнс у сфері захисту дрібних інвесторів

Джерело: розроблено автором

У кожній групі показників ми систематизували показники, які використовувалися різними дослідниками для опису індикаторів загального розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку. Вибір показників також обумовлювався доступністю статистики для України та країн ЄС. У наступних розділах роботи проаналізуємо показники, систематизовані у табл. 1.4, та сформулюємо на основі аналізу гіпотези щодо реалізації потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку.

Висновки до розділу 1

1. Інституційне забезпечення функціонування фінансового ринку є складною та важливою складовою. Воно включає формальні і неформальні елементи, які взаємодіють між собою і визначають ефективність ринку. Формальні інститути, такі як нормативно-правова база і механізми примусу, грають важливу роль у створенні умов для фінансових операцій і захисту учасників ринку. Неформальні обмеження, такі як релігія, традиції і опортуністична поведінка, також мають великий вплив на фінансовий ринок і можуть спричиняти інституціональні деформації. Розуміння взаємозв'язку між формальними і неформальними інститутами, а також їх вплив на розвиток ринку, дозволяє розробляти більш ефективні стратегії регулювання і сприяє запобіганню кризовим явищам.

2. Запропонований аналіз структури інституційного забезпечення фінансового ринку підкреслює важливість ролі держави в цьому процесі. Держава виступає інструментом для створення формальних норм інституційного середовища, які регулюють функціонування ринку і забезпечують правовий захист учасників. Формальні норми включають нормативно-правову базу та механізми примусу, і їх взаємодія визначає ефективність інституційного забезпечення. Норми законів та норми примусу повинні доповнювати одна одну, створюючи стабільну та прозору систему. Неформальні норми також грають важливу роль у фінансовому ринку. Їх вплив може бути як позитивним, сприяючи довірі та попереджаючи опортуністичну поведінку, так і негативним, призводячи до інституціональних деформацій.

3. Сукупність інститутів-організацій та формальних інститутів-норм формує інфраструктуру фінансового ринку, яка виконує важливі функції, такі як інформаційна, регулююча, посередницька і стимулююча. Забезпечення виконання цих функцій вимагає дотримання принципів підзвітності, конкурентності і безпечності. Підзвітність є ключовим чинником зменшення

ризиків опортуністичної поведінки з боку держави та учасників ринку, а конкурентність та безпечність важливі для забезпечення ефективності та стабільності фінансового сектору

4. Інфраструктурна складова інституційного забезпечення фінансового ринку грає критичну роль у забезпеченні ефективного функціонування фінансового сектору та сприяє сталому розвитку економіки. Взаємодія між учасниками фінансового ринку, інститутами регулювання та іншими інститутами сприяє створенню стабільного та передбачуваного фінансового середовища. Сутність інфраструктури фінансового ринку включає в себе обслуговування, забезпечення та функціональність, що забезпечують оптимальне функціонування ринку та раціональне розподілення фінансових ресурсів. Ця інфраструктура має великий потенціал у підтримці стійкого економічного розвитку.

5. У структурі інфраструктури фінансового ринку виокремлено п'ять основних складових: фінансові посередники, обслуговуюча інфраструктура, адміністративна інфраструктура, саморегулівні організації та інші інфраструктурні одиниці. Ці складові взаємодіють між собою для забезпечення оптимального функціонування фінансового ринку. Значуще виділення адміністративної та обслуговуючої інфраструктури відображає українську специфіку інфраструктурного розвитку. Також важливою є роль саморегулівних організацій, які поєднують функції обслуговування та адміністрування, що доповнює діяльність інших інститутів.

6. Розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні проходив через кілька важливих етапів. Перший етап (1990–1994) визначив організаційну та правову базу. Другий (середина 1990-х) супроводився зростанням кількості банків та національних регуляторів. Третій (кінець 1990-х) характеризувався контролем над діяльністю банків та концентрацією капіталу. Четвертий етап (світова фінансова криза) спрямований на подолання кризи та оздоровлення ринку. П'ятий етап, розпочався у 2020 році та вплинув на пандемія COVID-19 та війна, що вимагають адаптації до нових умов. Зростання попиту на онлайн-

фінансові послуги та розвиток криптовалют та FinTech платформ є важливими тенденціями, які впливають на майбутній розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні.

7. Під потенціалом розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку ми розуміємо сумарний вплив взаємодії фінансових, людських та матеріальних ресурсів, а також чинників, що сприяють розвитку фінансового ринку. Ця взаємодія призводить до створення ефективного та прозорого інституційного середовища для фінансового ринку. Потенціал розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку базується на концепціях ресурсів та можливостей, оскільки наявність ресурсів сама по собі не гарантує досягнення бажаного результату. Головною метою реалізації цього потенціалу є вирішення поточних проблем фінансового ринку та зняття перешкод для його подальшого розвитку за допомогою належного інституційного середовища.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях автора [24; 34; 36; 37.]

У розділі використовувалися праці інших авторів [2; 3; 4; 5; 6; 8; 9; 10; 11; 12; 13; 14; 15; 16; 17; 18; 21; 22; 25; 26; 29; 31; 34; 39; 40; 41; 42; 50; 51; 54; 55; 57; 62; 61; 65; 76; 77; 78; 79; 80; 83; 84; 91; 94; 95; 96; 101; 102; 105; 110; 111; 114; 116; 117; 119; 128; 130; 133; 135; 136; 138; 140; 143; 147; 148; 149; 152; 157; 158; 159; 163; 165; 168; 170; 175.]

РОЗДІЛ 2

ПРАГМАТИКА РОЗБУДОВИ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

2.1. Тенденції ключових індикаторів інституційного забезпечення фінансового ринку в Україні

Сучасний стан фінансового ринку та його інституційного забезпечення обумовлюється комбінацією невирішених проблем довоєнного характеру (структура активів фінансових посередників, невиконання вимог регулятора щодо структури капіталу, слабкий фінансовий менеджмент тощо) на які наклалися наслідки повномасштабної війни в Україні, яка спричинила, у тому числі і фізичне зменшення кількості фінансових установ (рис. 2.1).



Рис. 2.1. Кількість учасників фінансового ринку України станом на 31.01.2023

Джерело: [7]

Події 2022 року радикально змінили вектори розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку України. Такі зміни зачепили кілька сфер одразу:

– кількість фінансових посередників та обсяги їх активів;

- стан і перспективи розвитку допоміжної інфраструктури;
- розвиток цифрових послуг;
- позиції України в міжнародних рейтингах, які виступають ключовими орієнтирами для інвесторів.

Динаміка кількості основних фінансових посередників та їх активів відображена в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Кількість фінансових посередників та обсяги їх активів

Показники		2019	2020	2021	2022	Березень 2023	Зміна за перший квартал
Страховики	Активи млн грн	63 867	64 903	64 209	70 298	69 546	-1,1 %
	Кількість	233	210	155	128	122	-6
Кредитні спілки	Активи млн грн	2 502	2 317	2 330	1 449	1 380	-4,7 %
	Кількість	337	322	278	162	157	-5
Фінансові компанії	Активи млн грн	162 197	186 572	216 407	243 997	255 988	4,9 %
	Кількість	986	960	922	760	682	-78
Ломбарди	Активи млн грн	4 265	3 854	4 289	4 101	4 234	3,2 %
	Кількість	324	302	261	183	171	-12
Банки	Активи млн грн	1 493 298	1 822 841	2 053 232	2 353 939	2 429 610	3,2 %
	Кількість	75	73	71	67	65	-2

Джерело: [23]

Як видно з таблиці 2.1, обсяги активів страховиків знизились, як і кількість страховиків, що пов'язано з позбавленням ліцензій страхових компаній у 2022 р. та у першому кварталі 2023 р. Слід зазначити, що зменшення кількості страхових компаній пов'язано не тільки з війною. Так, у 2021 р. відбулося рекордне скорочення кількості страхових компаній, з ринку пішли 48 компаній, які здійснювали ризикове страхування, та 7 компаній, які здійснювали страхування життя. При цьому, як зазначається на сайті Національного банку України, компанії зі страхування життя, які пішли з ринку, добровільно відмовились від ліцензій, оскільки вони були неактивними. Через невиконання вимог регулятора та анулювання ліцензій з ринку пішли багато компаній, які займалися обов'язковим страхуванням цивільної відповідальності водіїв, зокрема компанії «АСКО-Медсервіс», «Глобал-Гарант», «Ю.Бі.Ай – Кооп», «Ю.Ес. Ай»,

«Міжнародна страхова компанія» та «Харківська муніципальна страхова компанія». На нашу думку, така тенденція не може вважатися негативною, оскільки фінансовий ринок очищається від недієздатних фінансових посередників, що сприяє покращенню інституційного середовища. Разом з тим, виникає потреба у в аналізі та визначенні нових вимог до конкурентоспроможності страховиків, фактори якої лежать в площині поширення цифрового страхування.

Як зазначено в Огляді небанківського фінансового сектору «У I кварталі скоротилися надходження страхових премій за основними видами: КАСКО, ОСЦПВ, страхування життя. Натомість за рештою видів страхування доходи переважно зростали. Зокрема, обсяг премій «Зеленої картки» майже не змінився за квартал, проте зріс більш ніж удвічі порівняно з I кварталом попереднього року. Водночас виплати за «Зеленою картою» збільшилися майже вдвічі за перші три місяці року та більш ніж у п'ять разів порівняно з I кварталом попереднього року. Загалом авто- (КАСКО, ОСЦПВ і «Зелена картка») та особисте страхування (медичне, життя) незмінно формують переважну частку ринку за преміями та виплатами.» [23] На нашу думку, зменшення страхових премій за КАСКО, ОСЦПВ та страхування життя має логічне пояснення, адже багато громадян України виїхали за кордон і мають купувати страхові поліси за місцем проживання. Тому можна очікувати, що після закінчення війни і повернення громадян України на батьківщину динаміка страхових премій уде відновлюватися.

Швидкими темпами зменшується кількість кредитних спілок та їх активів. Для кредитних спілок так само характерне рекордне зменшення кількості у 2021, однак під час війни кількість кредитних спілок також стрімко скорочується. Більшість кредитних спілок втратили ліцензії через неможливість виконати вимоги регулятора.

Швидшими темпами відбувається зменшення кредитних спілок, які були орієнтовані на залучення депозитів. Кредитні спілки продовжують видавати кредити, їх обсяг зріс на 12 % у першому кварталі 2023 переважно через різке

збільшення обсягу позик приватним селянським господарствам. Проте загальна тенденція скорочення кредитного портфеля кредитних спілок триває далі. Крім того, значною залишається частка непрацюючих позик – 32 % [23]. Очевидно, що така тенденція триватиме і надалі, оскільки у більшості населення вичерпуються ресурси, тому розраховувати кредитним спілкам на нові депозити не доводиться, як і на зростання активності в частині обслуговування кредитів (рис. 2.2).

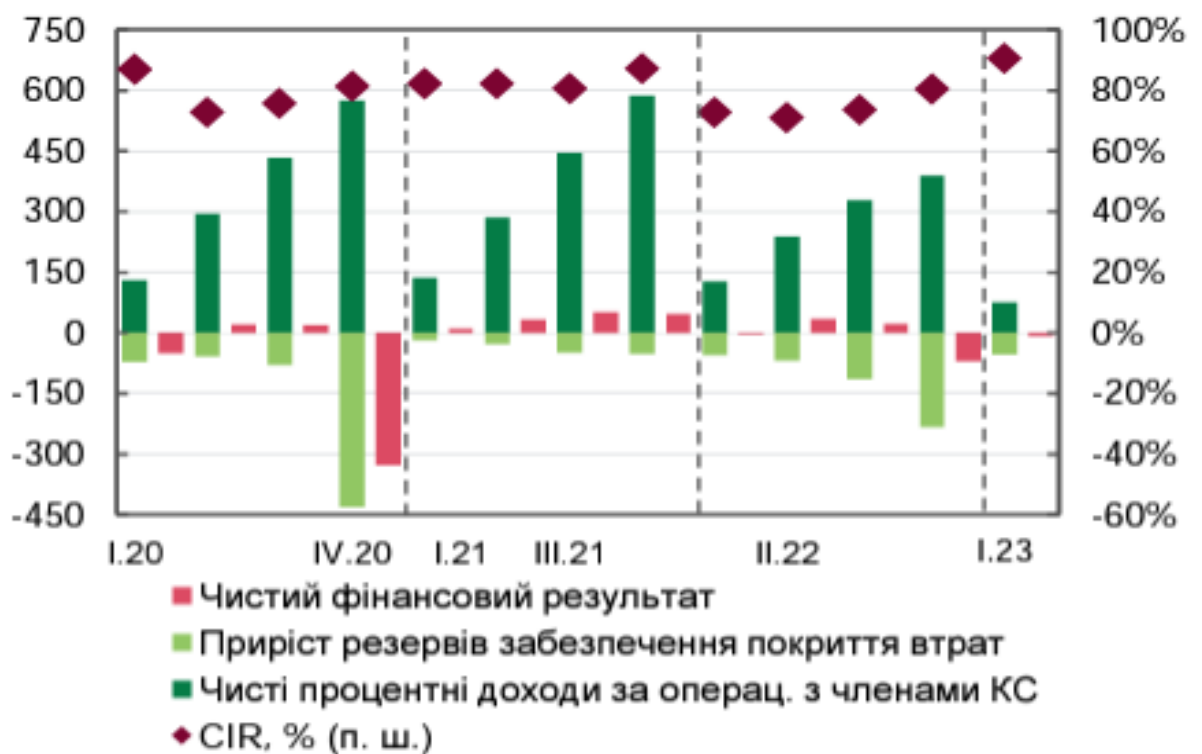


Рис. 2.2. Операційна ефективність кредитних спілок в Україні у 2020-2023 рр.

Джерело: [23].

Як видно з рис. 2.2, операційна ефективність кредитних спілок продовжує знижуватися і таку ж тенденцію слід очікувати в майбутньому. У зв'язку з погіршенням економічної ситуації в країні, окупацією, екологічною катастрофою на півдні України, загибеллю населення, кількість непрацюючих кредитів буде збільшуватися. Крім того, буде зростати потреба у збільшенні забезпечень на покриття витрат, оскільки ризики бізнес середовища та ризики дефолту будуть тільки зростати.

Кількість фінансових компаній та ломбардів теж продовжує зменшуватися, тенденція обумовлена тими ж причинами, що і зменшення

кількості кредитних спілок. Однак при цьому спостерігається зростання обсягів кредитування фінансовими компаніями (рис. 2.3). Така тенденція пояснюється тим, що у населення зростає дефіцит фінансових ресурсів, тому природньо виникає попит на послуги фінансових компаній, однак це не означає, що такі кредити будуть успішно обслуговуватися.

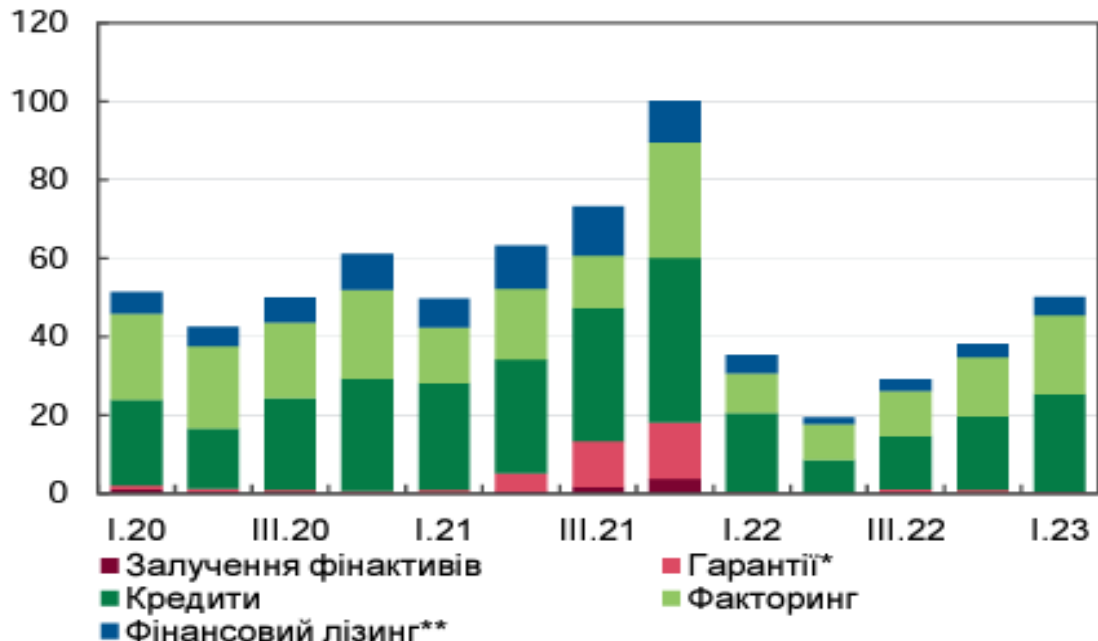


Рис. 2.3. Структура послуг фінансових компаній у 2020–2023 рр.

Джерело: [23]

Крім того, як видно з рис. 2.3, фінансові компанії припинили залучення фінансових активів та надання гарантій, основу діяльності фінансових компаній складають кредитування та факторинг, у 2023 р. незначно зросла частка фінансового лізингу.

Зменшення фінансових посередників негативно позначається на інституційному забезпеченні фінансового ринку. Крім того, після війни кількість небанківських фінансових посередників та їх активів швидкими темпами не відновиться. Основними споживачами послуг таких установ є населення, яке навряд чи матиме фінансову можливість скористатися послугами небанківських фінансових установ.

Кількість банківських установ залишається порівняно стабільною. Так, за даними Огляд банківського сектору, «У I кварталі 2023 року кількість діючих банків зменшилася на 2 до 65: у лютому до категорії неплатоспроможних

віднесено банк «Форвард», а у березні відкликана банківська ліцензія в «Айбокс банку» та розпочато процедуру його ліквідації через систематичне порушення цим банком вимог у сфері фінансового моніторингу». Однак якість активів банківських установ та ефективність їх операційної діяльності продовжує погіршуватися. Зокрема, обсяги кредитування залишаються низькими, нове кредитування здійснюється переважно в межах державних пільгових програм. Крім того, у зв'язку з операційними ризиками банки повинні збільшувати резерви під очікувані кредитні збитки, що негативно позначається на розмірі їх прибутків. У таких умовах відбувається зростання ролі державних банків, що збільшує ризики концентрації, та у подальшому ускладнить приватизацію таких банків.

Зважаючи на зростання ризиків у фінансовому секторі, особливо кредитних, НБУ розпочинає оцінку стійкості банків та банківського сектору для з'ясування реальної якості кредитного портфеля та оцінки ймовірної потреби у капіталі. На 2023 заплановано перевірки 20 найбільших банків. Однак, такі перевірки не слід розцінювати як сигнал до чергового виведення банків з ринку. Для банків, у яких буде виявлено потребу в капіталі, складатимуть програми заходів для відновлення капіталу. Мета таких заходів зберегти банківську систему України та підвищити її операційну ефективність.

Розвиток допоміжної інфраструктури та забезпечення її стабільного функціонування є теж одним з ключових факторів для забезпечення нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку. У 2022 головним викликом для функціонування допоміжної інфраструктури стали наявність Інтернету та електропостачання. Попри всі виклики обслуговуюча інфраструктура фінансового ринку не тільки продовжувала функціонувати, а навіть оновлюватися і вдосконалюватися.

Так, згідно з результатами моніторингу платіжної інфраструктури, Національний банк України ідентифікував ключових учасників платіжного ринку. Наразі, системно важливою залишається система електронних переказів НБУ (СЕП). Крім цього, "Mastercard", "Visa", "NovaPay", "Фінансовий світ" та

"Поштовий переказ" визнано як важливі платіжні системи. Це також вперше, коли важливими учасниками системи визнані КБ «ПриватБанк», ТОВ «Контрактовий дім» та ТОВ «Універсальні платіжні рішення». Мета цього розподілу полягає в установленні посилення вимог до суб'єктів оверсайту, що складають значну частку на платіжному ринку України [59].

Крім того у 2022 було здійснено впровадження нових сервісів для держателів карток НПС «ПРОСТІР», а також збільшено потужність інфраструктури приймання карток. За 2022 рік, було забезпечено можливість використання карток НПС "ПРОСТІР" у всіх торговельних платіжних терміналах на 100% та у 94% банкоматів в Україні.

Крім того, набуття чинності Законом України «Про платіжні послуги» сприятиме подальшій модернізації та інноваційному розвитку платіжного ринку. Даним законом, зокрема, розширено функцію оверсайту на платіжні інструменти та схеми, розширено перелік об'єктів оверсайту та надані додаткові повноваження Національному банку [59].

До важливих подій у сфері допоміжної інфраструктури стала доступність системи PayPal. З березня 2022 року користувачі сервісу можуть отримувати і надсилати P2P платежі, здійснювати перекази з гарантією на картки Visa/Mastercard, оплачувати покупки з гарантією PayPal. За дослідженнями Української асоціації фінтех та інноваційних компаній специфікою розвитку сегмента P2P в Україні є наявність у цих транзакціях розрахунків за товари та послуги, тобто E-commerce. Загалом, P2P – це найбільш зростаючий в Україні підсегмент Payments зі середньорічним темпом зростання 57 % [53] (додаток Б).

Розвиток цифрових послуг. Незважаючи на виклики війни, попит на цифрові послуги у фінансовій сфері продовжує зростати, що стимулює подальшу трансформацію та розвиток існуючих цифрових послуг, а також появу нових. Основні події у сфері цифрових послуг у 2022 р. систематизовані в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Трансформаційні процеси у сфері цифровізації фінансових послуг після початку війни

Події, які мають безпосередній поточний вплив на фінансовий ринок	Події, які закладають фундамент у нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку
Набуття чинності Законом України «Про віртуальні активи». Цей закон передбачає легалізацію віртуальних активів, що наразі опинені у сфері тіньових операцій, розширює доступ до іноземних криптобірж та утворює правовий каркас для їхньої роботи в Україні. Це також дозволить банкам відкривати рахунки для компаній, які активно діють на ринку цифрових активів, а громадяни отримають можливість декларувати свої доходи в криптовалюти.	
Набуття чинності Закону України "Про платіжні послуги" спрямований на модернізацію внутрішнього ринку платіжних послуг відповідно до вимог Другої платіжної директиви (PSD2) та Директиви з електронних грошей (EMD). Особливо, небанківські постачальники платіжних послуг матимуть змогу відкривати платіжні рахунки та емітувати платіжні картки. Крім того, цей закон створює умови для впровадження концепції відкритого банкінгу в Україні.	
Створення державної онлайн-платформи для інформаційної, гуманітарної та державної підтримки населення єДопомога.	В листопаді 2022 року Національний банк України представив концепцію е-гривні, цифрової валюти, представникам банків, небанківських фінансових установ та учасникам ринку віртуальних активів для обговорення та отримання зворотного зв'язку. Регулятор також представив можливий дизайн, архітектуру, характеристики та переваги е-гривні для постачальників платіжних послуг.
На початку осені Weld Money спільно з Юнекс Банком та Mastercard представили першу криптовалютну картку для всіх користувачів в Україні. Ці картки дозволяють власникам оплачувати свої щоденні покупки за допомогою криптовалюти. Крім того, раніше криптофонд Unchain Fund у партнерстві з українським стартапом Weld Money та Юнекс Банком запустили перші благодійні криптовалютні картки у світі та розпочали виплачувати фінансову допомогу певним категоріям українців.	
Наприкінці 2022 року в державному застосунку "Дія" було повністю запущено програму "єОселя", яка перебувала у тестовому режимі з жовтня 2022 року. Тепер можна подати заявку на державну пільгову іпотеку за пару кліків та отримати відповідь протягом доби, оскільки всі необхідні дані для заявки автоматично витягуються з реєстрів.	

Джерело: складено автором заданими [48]

Як видно з табл. 2.2, основні досягнення FinTech технологій в Україні у 2022 році були орієнтовані на забезпечення нагальних потреб українців у забезпеченні до цифрових фінансових послуг та можливості безперебійного здійснення розрахунків. Велике значення мало збереження стабільності валютного ринку завдяки виваженому валютному регулюванню з боку НБУ [1]. Зокрема відбулася низка позитивних зрушень в частині оновлення системи електронних платежів НБУ, реформування фінансового сектору згідно зі стандартами ЄС, модернізацію та цифровізацію грошового обігу, що проявилось в розробці проекту концепції е-гривні – електронної форми грошової одиниці України. Науковці вважають, що розробка та впровадження е-гривні може стати наступним кроком еволюції монетарної і платіжної інфраструктури України, сприятиме цифровізації економіки, подальшому поширенню безготівкових розрахунків, зростанню рівня прозорості й підвищенню довіри до національної валюти загалом; позитивно вплине на спроможність НБУ підтримувати валютну та фінансову стабільність [1].

Незважаючи на позитивне представлення рейтингу України як країни-лідера з використання криптовалют, такий оптимізм, на нашу думку, не є виправданим. Західні служби фінансового моніторингу вважають криптовалюту одним з ключових джерел ризиків у легалізації коштів зароблених злочинним шляхом та фінансування тероризму. Тому якщо враховувати європейський вибір України навряд чи збільшення проникнення криптовалют у вітчизняну фінансову систему можна вважати позитивною тенденцією та чинником нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку.

Цифровізація невпинно поширюється також на сектор надання страхових послуг – розвивається цифрове стархування, що приходить на зміну традиційним методам роботи страховиків і набуває особливої актуальності в умовах високих ризиків війни.

Серед позитивних подій, які безпосередньо впливають на нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку є подальше

удосконалення законодавчої бази функціонування фінансового ринку та приведення її у відповідність до вимог Директив ЄС (закони «Про віртуальні активи» та «Про платіжні послуги»). Низка орієнтирів розвитку фінансового ринку та завдань щодо їх досягнення міститься в Стратегії розвитку фінансового сектору України до 2025 року [43]. Так, з метою модернізації інфраструктури ринків капіталу в Україні за міжнародними стандартами, ураховуючи акти ЄС CSDR, EMIR, MiFID II, MiFIR, при підтримці ЄБРР, було розроблено та затверджено Концепцію реформи інфраструктури ринків капіталу. В межах реалізації цієї концепції почато роботу над цільовою моделлю реформування депозитарної, розрахункової та клірингової інфраструктури ринків капіталу для створення цілісної фінансової екосистеми, схема якої наведена у додатку В.

Міжнародні рейтинги України.

Як було визначено у п. 1.3, однією з ключових груп показників, які характеризують потенціал розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку є міжнародні рейтинги України в щодо якості державного регулювання контролю корупції та розвитку демократії.

У таблиці 2.3 систематизовані рейтинги за 2018–2021 рр., на момент підготовки роботи інформація про рейтинги 2022 р. відсутня.

Таблиця 2.3

Ключові міжнародні рейтинги України, які характеризують якість державного регулювання

Показники	2018	2019	2020	2021	2022
Підзвітність	-0,04	0,02	0,09	0,08	
Ефективність уряду	-0,44	-0,31	-0,38	-0,41	
Якість регулювання	-0,24	-0,20	-0,25	-0,28	
Контроль корупції	-0,90	-0,78	-0,81	-0,77	
Індекс демократії	84,00	84,00	79,00	86,00	

Джерело: складено на основі [176]

Показники підзвітності, ефективності уряду, якості регулювання та контролю корупції щорічно розраховуються Світовим банком. Ці показники стандартизовані навколо одиниці, від’ємне значення є негативним. Як видно з

таблиці, тільки показник підзвітності має тенденцію до покращення, що пов'язано з імплементацією Україною низки вимог щодо розкриття публічної інформації. Ефективність уряду, якість регулювання та контроль корупції залишаються на неналежному рівні. Низька якість державного регулювання та низький рівень контролю корупції не сприятимуть нарощуванню потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку.

Показники низької ефективності уряду та низької якості регулювання свідчать про те, що країна має серйозні проблеми з функціонуванням формальних інституцій. Це означає, що навіть за умови створення ідеальних законів, вони не будуть виконуватись повною мірою. Так само тривожною є динаміка індексу демократії. Позиції України в рейтингу відповідають значенням показника від 5 до 6, що відносить Україну до країн гібридної демократії, що цілком підтверджується низькими показниками ефективності регулювання та контролю корупції. Саме тому удосконалення державного регулювання та покращення контролю корупції має бути одним з ключових пріоритетів для розбудови потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку.

2.2. Цифровізація фінансових послуг в Україні у контексті глобальної конкурентоспроможності

Розвиток інформаційних технологій, яким ознаменувався початок XXI століття, створив необхідні передумови для задоволення зростаючого попиту на цифрові фінансові послуги. Цифровізація стала одним з ключових факторів появи нових продуктів на фінансовому ринку, а також провідним фактором у формуванні конкурентних переваг серед фінансових установ. Як свідчать дані World Competitiveness Ranking [177], до початку війни з Росією у 2022 році

Україна демонструвала позитивну динаміку серед 64 країн, які були включені до World Digital Competitiveness Ranking (табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Позиції України у World Digital Competitiveness Ranking у 2017-2021 pp. [99]

	2017	2018	2019	2020	2021
Цифровий рейтинг	60	58	60	58	54
Конкурентність	60	59	54	55	54
Середній рейтинг країн Європи та Азії	40	40	40	39	38
Середній рейтинг країн з населенням понад 20 млн	27	25	27	25	22

Джерело: складено автором за даними [121]

Як видно з таблиці 2.4, цифровий рейтинг України протягом досліджуваного періоду хоч і суттєво поліпшився (Україна піднялась зі 60-ї позиції в рейтингу до 54-ї), проте її рейтинг залишався низьким порівняно із середнім рейтингом країн Європи та Азії (38–40) та країн, з населенням понад 20 млн чоловік (22–27). Це свідчить про те, що Україна має нереалізований потенціал цифровізації, у тому числі і у фінансовому секторі.

Позиції країни у зазначеному вище рейтингу визначаються кількома групами факторів, динаміка яких наведена у таблиці 2.5.

Таблиця 2.5

Динаміка факторів, що визначали позиції України у World Digital Competitiveness Ranking у 2017-2021 pp.

	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Технології</i>					
Регуляторне середовище	56	54	54	54	46
Капітал	62	61	62	59	55
Технологічне середовище	60	57	60	58	57
<i>Майбутня готовність</i>					
Здатність адаптуватися	58	53	59	56	56
Гнучкість бізнесу	56	53	45	51	45
ІТ інтеграція	60	61	61	62	61

Джерело: складено автором за даними [121]

Як видно за даних, наведених в таблиці 2.5, у 2021 р. відбулося суттєве поліпшення технологічних факторів, однак група факторів, які характеризують майбутню готовність суттєву позитивну динаміку не продемонстрували. Особливу занепокоєність викликає факторів ІТ-інтеграція, динаміка якого свідчить про те, що незважаючи на високу частку ІТ-фахівців в Україні та їх високий професійний рівень, їх потенціал реалізується не в Україні. Слід зазначити, що методологія індексу розроблена таким чином, що розмір країни не впливає на її позиції в рейтингу. Так, тривалий час лідером рейтингу були США, одна у 2022 рейтинг очолила Данія.

Безперечно однією з ключових компонент перспектив цифровізації фінансового сектору є знання. Vidruska, Renate. (2016) [169] наголошує на важливості людського капіталу у забезпеченні цифровізації економіки, оскільки рівень освіченості націй та здатність до трансферу знань закладають основи для швидшої адаптації нових технологій. Результати дослідження Radman, Goran, and Ana Belin. (2017) [154] також підтверджують важливість освіти та трансформації накопичених знань у конкретні переваги, пов'язані із цифровізацією економіки.

World Digital Competitiveness Ranking для оцінки рейтингу країни виділяє специфічну підгрупу факторів «Знання», показники якої для України систематизовані у табл. 2.6.

Таблиця 2.6

**Підгрупа факторів категорії «Знання» у World Digital Competitiveness
Ranking України у 2017-2021 рр.**

Субфактор	2017	2018	2019	2020	2021
Талант	57	55	57	52	46
Тренінги та освіта	26	22	21	19	18
Концентрація досліджень	45	40	49	50	55

Джерело: складено автором за даними [121]

Компонента «Знання» охоплює нематеріальну інфраструктуру, необхідну для відкриття, розуміння та побудови нових технологій. Як видно з таблиці 2.6,

динаміка показників талант та концентрація досліджень залишаються досить низькими. Показник «Талант» враховує міжнародний досвід, іноземний висококваліфікований персонал, цифрові / технологічні навички, чистий потік іноземних студентів. Слід зазначити, що навіть до війни залучити кваліфікований іноземний персонал в Україну було складно, так само як і забезпечити потік студентів з ЄС та США, що визначається як економічними факторами (порівняно низький рівень оплати праці), так й інституційними факторами (корупційні ризики, низький рівень захисту прав власності, низька якість судового захисту тощо), а також незадовільним рівнем вищої освіти і відсутності умов її покращення у багатьох вищих навчальних закладах (наприклад, доступ до інтернету та наявність сучасного обладнання).

Між факторами «Тренінги та освіта» та «Концентрація досліджень» прослідковується дисонанс. Теоретично рівень освіти покращується, однак при цьому рівень концентрації досліджень знижується. Частково це пояснюється недоліками методології обрахунку факторів, адже для фактору «Тренінги та освіта» враховується частка населення з вищою освітою, не враховуючи при цьому якість освіти. Погіршення концентрації досліджень може бути пов'язана як з демотивацією працівників академічного сектору до проведення якісних досліджень, так і з міграцією науковців за кордон, адже рейтинги цього фактору визначають не тільки витрати на науково-дослідні роботи, але й продуктивність наукової роботи за публікаціями, рівень науково-технічної зайнятості, наявність високотехнологічних патентів, залучення та продуктивність грантів [35].

Серед сильних складових підгрупи факторів «Знання» для України фахівці визначають обсяг видатків уряду на освіту, кількість вчителів початкової і середньої школи, та частку жінок-дослідників. Слабкими складовими протягом досліджуваного періоду залишаються низький рівень міжнародної кооперації, незалученність висококваліфікованих іноземців та низькі видатки уряду на дослідження і розробки [35].

Багато дослідників вважають, що ключовими факторами діджиталізації є стимулювання розвитку технологій [68]. Аналізуючи технологічну складову

рейтингу України, слід зазначити, що у 2021 р. Україна мала найнижчі позиції щодо доступу до безпроводного інтернету (61 місце із 64), експорт ІТ-технологій теж був порівняно низьким (54 позиція з 64), такі фактори як кількість інтернет-користувачів та швидкість інтернету були приблизно на середньому рівні для країн Європи та Азії. Відповідно до публікації Miniwatts Marketing Group, яка досліджує розвиток інтернет-індустрії у світі з 2000 року. Україна посідає останнє місце в Європі за рівнем використання інтернету. Лише 43,4 % українців постійно користуються послугами Інтернет, тоді як середній показник по Європі становить 73,5 %, а у найбільш розвинених країнах, таких як Німеччина, Ісландія, Норвегія та Нідерланди, частка інтернет-користувачів перевищує 95 % [33]. Слід зазначити, що регіональні відмінності у користуванні інтернетом в Україні дуже великі. Набільша кількість користувачів зосереджена у великих містах, а найменша – у селах. Частково це пов'язано з відсутністю необхідної інфраструктури, а частково з тим, що сільське населення володіє недостатньою комп'ютерною та інтернет-грамотністю, щоб скористатися перевагами інтернету.

У той же час слід відзначити високий рівень комунікаційних технологій (38 позиція із 64). На нашу думку, наведені показники свідчать, що Україна має хороший потенціал у сфері цифровізації фінансового ринку, однак при цьому потребує суттєвих інвестицій у технологічну складову. Враховуючи той факт, що війна зруйнувала частину технологічної інфраструктури і руйнування тривають далі, обіцяна міжнародна технічна допомога на відбудову України має бути також спрямована і на розвиток ІТ-технологій. Як зауважують Balacescu, Aniela, and Ana Gabriela Babucea (2018) [70], інвестиції у технологічну складову цифровізації економіки мають забезпечити вирівнювання доступу до цифрових технологій незалежно від регіону.

Як зауважують Katsikas, Sokratis K., and Stefanos Gritzalis (2017) [125], важливу роль у посиленні цифровізації відіграє капітальна складова. На жаль для України відсутні дані щодо такого компонента як капіталізації ІТ та медіа ринку цінних паперів. Попри те, що цей показник став однією з ключових

характеристик розвитку фінансових ринків провідних країн світу, в Україні навіть інформація для розрахунку показника не систематизується.

На жаль, за такими ключовими показниками як кредитний рейтинг країни, венчурне фінансування та захист інтелектуальних прав власності Україна має низькі рейтинги (61 з 64), що свідчить про фінансові та інституціональні перешкоди розвитку цифровізації фінансового ринку. Навіть за наявності капіталу та очікуваної високої прибутковості, відсутність захисту прав інтелектуальної власності суттєво знижують шанси України на залучення капіталу та технологій, адже інтелектуальна власність є невід'ємною складовою цифровізації. Результати дослідження Weresa, Marzenna Anna. (2010) [173] доводять, що країни з низьким рівнем захисту прав інтелектуальної власності не можуть сподіватися на значну конкурентні переваги.

У той же час Україна мала непогані показники щодо умов початку бізнесу та міграційного законодавства, що за інших сприятливих умов створює можливість перетворити Україну на своєрідний хаб цифровізації. Однак, як свідчить динаміка субфакторів «Знання», до початку війни цей потенціал Україна не реалізувала, про що свідчить низька залученість кваліфікованих іноземців до співпраці [35].

Weresa, Anna Marzenna (2019) [172] у своєму дослідженні доводить, що технологічна конкурентність є одним з ключових факторів сталого економічного розвитку країн ЄС. Країни, які швидко адаптуються до технологічних викликів та впроваджують нові технології мають кращі конкурентні позиції.

Саме тому, досліджуючи рейтинг діджиталізації України, важливо не тільки розуміти як поточний стан освоєння технологій впливає на позиції України, але й на скільки країна готова до сприйняття та імплементації нових технологій у майбутньому. Тому субфактори, які визначають готовність країни, не можна оминути увагою (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Динаміка субфакторів, які визначають майбутню готовність країни

Субфактор	2017	2018	2019	2020	2021
Адаптивне ставлення	58	53	59	56	56
Гнучкість бізнесу	56	53	45	51	45
ІТ-інтеграція	60	61	61	62	61

Джерело: складено автором за даними [121]

Компонент «Адаптивне ставлення» враховує рівень розвитку інтернет-торгівлі, володіння планшетами і смартфонами, ставлення до глобалізації в цілому, електронну участь тощо. Як видно з таблиці 2.7, суттєвого покращення динаміки «Адаптивного ставлення» не спостерігається. Як не дивно, але фахівці, які здійснюють оцінку рейтингу, найслабшою ланкою для України вважають інтернет-торгівлю. На нашу думку, така ситуація може бути пов'язана з тим, що суттєва частина інтернет-торгівлі в Україні до початку війни здійснювалась неофіційно [35].

Показник «Гнучкість бізнесу» враховує такі фактори як поширення світових робіт, маневреність компаній, використання великих даних та аналітики, передача знань, підприємницький страх перед невдачею. Як видно з таблиці 2.7, цей показник характеризується порівняно позитивною динамікою. Найслабшою ланкою в Україні визначено трансфер технологій, а найсильнішою – роботу з великими даними [35].

Складова ІТ-інтеграції характеризується найнижчими показниками та відсутністю позитивної динаміки через високий рівень піратства у сфері програмного забезпечення та низький рівень кібер-захисту. Високий рівень піратства пов'язаний з низьким рівнем захисту прав інтелектуальної власності. Для фінансового ринку піратство та низький рівень кібер-захисту є стримуючими факторами розвитку, оскільки потенційні споживачі фінансових послуг та користувачі фінансових інструментів перш за все потребують гарантій захисту як грошей (інвестицій), так і персональної інформації [35].

Всі зазначені вище фактори вплинули на довоєнний стан цифровізації українського фінансового ринку, який можна охарактеризувати як такий, що мав потужний потенціал, який почав реалізовуватися у декількох напрямках.

Оскільки цифровізація фінансового ринку пов'язана з двома ключовими аспектами – грошима та інформацією, то, на нашу думку, одним з ключових аспектів розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку є блокчейн. Технологія блокчейн дає можливість побудувати захищену децентралізовану систему управління фінансовими ресурсами, правильність роботи якої може перевірити будь хто. Технологія блокчейн дозволяє однозначно забезпечити і прозорість системи управління, і високий рівень захисту інформації. Найбільший інтерес до блокчейну проявляють ІТ-директори у сфері телекомунікацій, страхування та фінансів [60].

У 2018 році двадцять дві країни ЄС підписали декларацію про створення Європейського партнерства у сфері технології блокчейн [28]. Зважаючи на те, що Україна подала заявку на членство в ЄС, Україна має посилити роботу у напрямі імплементації блокчейн технологій не тільки у сфері електронного урядування, але й у інших сферах життя, а особливо у сфері фінансових ринків, де існує велика потреба у обробці великих масивів інформації та їх захисту. Застосування блокчейн технологій на фінансових ринках дозволяє знизити витрати на обслуговування транзакцій, підвищити прозорість і доступність інформації, і одночасно підвищити рівень захисту інформації та кібер-безпеки. Зважаючи на вразливість України до кібер-атак, інвестиції у блокчейн технології мають стати одним з пріоритетів повоєнного відновлення [35].

Враховуючи те, що фінансові послуги та фінансові інструменти можна розглядати як продукти, які купуються і продаються на фінансовому ринку, важливого значення для розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку набуває розвиток цифрового маркетингу. Цифровий маркетинг забезпечує просування продукту за допомогою цифрових каналів за допомогою

використання комплексних методів онлайн-стратегій, контекстної реклами і SSM, та інших інтерактивних інструментів [35].

В Україні наразі використовується багато видів цифрового маркетингу, але найбільш перспективними з точки зору розбудови інституційного забезпечення фінансових ринків є:

1. Контекстна реклама (Google Adwords) – вона розширює можливості щодо інформування споживачів про доступні фінансові послуги та фінансові інструменти, а також дозволяє охопити більшу аудиторію потенційних споживачів освітніх послуг у сфері фінансів [35].

2. Big Data – технологія обробки великих масивів даних, яка наразі набуває виключного значення оскільки робота на фінансових ринках, аналіз трендів та факторів, які їх визначають, прогнозування вартості фінансових інструментів вимагає роботи з великими масивами даних [35].

3. RTB (real time bidding) – торги в режимі реального часу. Деякі дослідники називають цей інструмент вбивцею класичних бірж, що загалом точно описує сучасний процес торгівлі цінними паперами. Фактично всі торгові майданчики перемістилися в інтернет-простір, що робить торгівлю цінними паперами більш доступною для широкого загалу учасників фінансових ринків, однак у той же час більш вразливою з точки зору кібер-безпеки [35].

4. SMM (social media marketing) – маркетинг у соціальних мережах, який в Україні традиційно використовується для просування споживчих товарів, однак у багатьох країнах з розвиненими ринками цей тип маркетингу активно використовується для залучення роздрібних інвесторів [35].

Конкуренція між фінансовими інституціями за споживачів обумовила активну інтеграцію CRM у систему фінансових послуг. CRM можна розглядати як процеси для управління всіма видами транзакцій. Цифрові CRM поєднують у собі можливості управління відносинами з клієнтами та бізнес-процесами. На жаль, в Україні CRM використовують менш як 70 % підприємців [30], більшість з них згідно з опитуваннями навіть не планують інвестувати у CRM системи. На нашу думку, це обмежує можливості реалізації потенціалу розвитку фінансового

ринку, оскільки впровадження CRM систем може суттєво зменшити транзакційні витрати, а значить зробити фінансові послуги більш привабливими для більшої кількості учасників фінансового ринку.

Grid-computing – це географічно розподілена інфраструктура, яка об'єднує багато різних типів ресурсів, до яких користувач може отримати доступ з будь-якого місця, незалежно від того, де він знаходиться. Ця система забезпечує колективний розподілений режим доступу до ресурсів і пов'язаних з ними послуг у рамках глобально розподілених організацій (організацій, які спільно використовують глобальні ресурси, бази даних, спеціалізоване програмне забезпечення тощо).

Зважаючи на зависокі ризики України в умовах воєнного часу, повноцінне інституційне забезпечення фінансових ринків неможливе без оновлення технологій страхування на основі цифрових технологій

Цифрове страхування – це специфічна стратегія роботи з електронним страховим полісом, яка дозволяє знизити витрати страхових компаній, прискорити швидкість обслуговування клієнтів та підвищити гнучкість страхової політики.

Цифрове страхування відноситься до технологій, які суттєво змінили спосіб роботи постачальників страхових послуг за рахунок зміни підходів до реклами і пропозиції страхових послуг на основі кращого врахування потреб споживачів [174]. Нині більшість страхових компаній вже мають відпрацьовану технологічну операційну модель для управління продажами та параметрами страхових полісів, але в умовах цифровізації для її вдосконалення створюється окремий цифровий напрям діяльності за дотримання, в цілому, традиційної практики.

Вже згадувана вище технологія блокчейн має революційний потенціал для інституційної трансформації страхової індустрії та виведення її на передові позиції в індексах глобальної конкурентоспроможності за рахунок таких позитивних наслідків [109]:

1) підвищення безпечності збереження та прозорості використання, що забезпечує вищу точність і перевірку даних, зменшує кількість часу та грошей, витрачених на обробку претензій;

2) відстеження статусу претензії в режимі реального часу, тому шахрайські претензії можуть бути виявлені швидше та ефективніше; 3) можливість значно скоротити адміністративні витрати: маючи незмінний ланцюжок- запис усіх транзакцій, страховики можуть швидко та легко перевірити точність інформації та забезпечити правильність платежів. Це веде до зменшення кількості документів, необхідних для обробки претензій і перевірки платежів;

4) зниження ризиків шахрайства: створивши базу смарт-контрактів, страховики можуть легко виявляти будь-які спроби маніпулювати даними або шахрайських дій.

Піширення цифрових технологій в страховій галузі надає можливості для створення більш персоналізованих пропозицій страхових послуг, мінімізації ризиків страховиків і зниження їх витрат та, відповідно, підвищення їх конкурентоспроможності. Мова йде про формування екосистеми Insur-tech, де ціноутворення, оцінка ризиків і розгляд претензій по страховим випадкам здійснюються за допомогою відкритих підключених програмних платформ. Це забезпечує клієнтоорієнтований та багатоканальний підхід, коли потенційні клієнти можуть дослідити пропозицію та зрозуміти стан страхової справи і порядок виплат навіть без спілкування з представником страхової компанії.

До переваг цифрового страхування, які можуть бути використані страховиками для підвищення своєї глобальної конкурентоспроможності ринок, можна віднести наступні:

1. Персоналізація страхових послуг з елементами пруденційності (передбачення потреб споживачів), коли страхові послуги не лише задовольняють очікування клієнтів, а й частково передбачають їх можливі потреби на основі результатів обробки великих масивів даних за рахунок доступу до інформації, що характеризує звички клієнтів. Так, нормою сучасного цифрового світу є те, що клієнт вимагає миттєвого обслуговування та

комплексних фінансових продуктів: від регулярних повідомлень до детальних платіжних виписок. Оскільки страхування – це клієнтоорієнтована послуга, то для її реалізації потрібна відповідна інфраструктура. Завдяки новітнім технологіям і цифровим додаткам таким як портали самообслуговування, чат-боти тощо, виникає можливість персоналізувати взаємодію клієнта та страхової компанії [166]. Спеціальні додатки автоматизують процеси страхування та допомагають страховикам максимально задовольнити потреби клієнта, що підвищує лояльність до компанії.

2. Програми цифрового страхування дозволяють працювати з величезними обсягами даних, результати обробки яких за допомогою відповідного програмного забезпечення мають важливе значення для аналізу і управління взаємовідносинами з клієнтами (CRM). Наприклад, це дозволяє вдосконалити ціноутворення, розробляти індивідуальні пакети страхових послуг, пропонувати нові страхові продукти на основі передбачення виникнення можливих потреб. Така «інтелектуальна аналітика» спроможна з високою достовірністю виявляти навіть незначні сигнали про можливе шахрайство або проблеми з претензіями.

3. Зменшення витрат, оскільки цифрові компанії мають можливість економити кошти завдяки достовірнішим даним, штучному інтелекту та прогнозній аналітиці. В результаті витрати на андеррайтинг є меншими, а нові страхові продукти швидше розповсюджуються на ринку.

4. Вища продуктивність та ефективність роботи співробітників завдяки розвитку програмного забезпечення страхових послуг і використанню інтелектуальної інформаційної аналітики, комплексних рішень на основі реалізації програмного забезпечення (SaaS), яке надає хост-послуги і підтримує всі ресурси, необхідні для інструментів і програм цифрового страхування.

У підсумку, більш надійне страхування від ризиків спроможне сприяти покращанню глобальних рейтингів України та росту її інвестиційної привабливості. Так, 95 % страховиків зазначають, що рівень страхових ризиків втрачає значимість порівняно з ефективністю результатів від цифровізації; на 22 % зросли доходи за останні два роки за рахунок збільшення клієнтської бази

завдяки динамічному ціноутворенню, перехресним та додатковим продажам; на 25 % знизилася витрати на обслуговування в конкретному страховому випадку за рахунок сегментації портфеля ризиків на основі цифрової моделі цифровізації [122].

Наведені вище переваги, що становлять основу конкурентоспроможності страхових компаній в сучасному цифровому світі, багато в чому базуються на впровадженні системи штучного інтелекту (ШІ). ШІ виконує миттєві обчислення, що підвищує швидкість обробки даних; налагоджує зв'язок між клієнтом і компанією; його можна застосовувати для оформлення судових позовів, розвитку нового напрямку страхового бізнесу, проведення цифрових маркетингових кампаній, втримання старих і залучення нових клієнтів. Він забезпечує баланс між автоматизованим і персоналізованим страховим обслуговуванням, що особливо цінується вимогливими клієнтами.

ШІ нерозривно пов'язаний з іншими цифровими процесами та технологіями, що змінюють як інституційне середовище діяльності страховиків, так і способи забезпечення їх конкурентоспроможності. Перш за все, великі обсяги інформації вимагають машинного навчання (МН), що забезпечує швидке та безперебійне обслуговування клієнтів, прискорює виконання таких завдань, як обробка претензій шляхом використання попередньо встановлених алгоритмів та даних клієнтів в широкому доступі. Останні стають доступними завдяки Інтернету речей (IoT), завдяки розвитку якого постачальники страхових послуг отримують доступ до величезного обсягу даних про клієнтів, отриманих у режимі реального часу. Це дозволяє моніторити профілі клієнтів, визначати їх уподобання і передбачати їх потреби, що може бути використане при формуванні характеристик нових страхових продуктів.

Іншими словами, сучасний розвиток цифрового страхування базується на використанні величезних обсягів даних, обробка яких за допомогою відповідних процесів і аналітичних інструментів покращує розуміння потреб клієнтів і дозволяє страховим компаніям управляти конкурентоспроможністю на основі,

вдосконалення пропозиції страхових продуктів і підвищення ефективності маркетингу і реклами (рис. 2.4) .



Рис. 2.4. Складові елементи розвитку цифрового страхування

Джерело: Складено автором за [174]

Разом з тим, не можна обійти увагою наявність проблем запровадження цифрового страхування, на які звертають увагу західні фахівці [122].

1. Гострота фінансової потреби для переходу на цифрові технології, що потребує значних витрат на навчання ІТ-фахівців та інвестицій в складні цифрові платформи. Як один з варіантів вирішення компанії можуть використовувати можливості з низьким платформним кодом, які дозволяють користувачам просто користуватися функціями, необхідними для створення цифрової платформи. Це дозволяє отримати певні вигоди за відносно низьких інвестицій.

2. Інтеграція нових цифрових технологій з традиційними способами організації діяльності страхових компаній, які мають відпрацьовані технології укладання страхових полісів, врегулювання претензій і зберігання даних. Їх можна вдосконалювати за допомогою нових цифрових технологій без видалення існуючих «застарілих» систем, але це потребує науково-обґрунтованого та методологічно виваженого бізнес-плану впровадження цифрових інновацій.

3. Для успішного розвитку цифрового страхування велике значення має рівень цифрових знань користувачів та їх досвід і вміння користування цифровими технологіями. Хоча більшість клієнтів відкриті до користування цифрових технологій, але не завжди володіють необхідними навичками. Тому інтерфейс цифрового кабінету страховика має бути простим та інтуїтивно зрозумілим, що суттєво полегшує доступ клієнтів до послуг. Відтак співробітники страхових компаній мають володіти додатковими навичками, щоб допомагати клієнтам працювати в цифровому середовищі.

4. Перехід на цифрове страхування призводить до експотенціального збільшення кількості даних, які потрібно обробляти, впорядковувати, зберігати. Деякі дані можуть бути використані для моделювання вірогідності настання кризових подій (аналізу ризиків у різних секторах страхування), яке щорічно проводять страхові компанії. Такий аналіз може розширює горизонти планування і розробки нових страхових продуктів, однак залежить від рівня стандартизації даних і способу трактування отриманих результатів.

5. З поширенням цифрового страхування зростає загроза кібератак, що можуть бути двох видів. Перший – це атака з викупом, яка вимикає систему, доки не буде сплачено викуп. Другий вид атаки – це крадіжка або маніпулювання даними. Тому загострюється потреба в кібербезпеці та постійному захисту конфіденційності інформації.

Отже, розвиток цифрового страхування стає невід’ємною складовою інституційного забезпечення сучасних фінансових ринків.

Досліджуючи тренди цифровізації фінансового ринку, неможливо оминати увагою FinTech. У найбільш загальному вигляді FinTech визначають як технологічно підтримувані фінансові інновації, які можуть призвести до появи нових бізнес-моделей, програм, процесів або продуктів, що роблять істотний вплив на фінансові ринки та установи, які надають фінансові послуги [35]. О. Тарасенко визначає FinTech у двох вимірах: у широкому сенсі як галузь економіки, яка об’єднує компанії, що використовують новітні розробки для надання фінансових послуг. У вузькому значенні під фінтехами розуміють

компанії-стартапи у галузі фінансових послуг, які широко застосовують у своїй роботі новітні інформаційні технології [44]. Розвиток FinTech дає можливість суттєво знизити витрати на здійснення фінансових транзакцій [44]. Як зазначає М. Тарасюк, FinTech-стартапи, наприклад, для представників малого бізнесу і індивідуальних підприємців стали пропонувати порівняно дешеві послуги: грошові перекази за кордон через мобільні платежі; послуги мобільного еквайрингу, що позбавило їх від необхідності використовувати традиційні банківські POS-термінали для прийому пластикових карток. Щоб оплатити товар або послугу, наприклад, достатньо мати мобільний телефон з встановленим спеціальним платіжним додатком мобільного оператора в режимі реального часу [45]. Загалом науковці виділяють три періоди розвитку FinTech [81].

Перший період (FinTech 1.0) продовжувався до 1987, коли фінансова галузь використовувала інформаційні технології, що базувались переважно на аналоговій передачі даних.

Другий (FinTech 2.0) (1987–2008). У цей період технологічні інновації запроваджували й фінансували переважно лідери фінансового сектору.

Третій період (FinTech 3.0) розпочався після 2008, коли посткризове регулювання фінансових інститутів вимагало від менеджменту усунення численних проблем, що були спричинені кризою. Це привело до появи численних стартапів, які пропонували ефективні рішення для фінансових інститутів, та визначали можливості цифровізації у перспективі. Поштовхом для активізації розвитку FinTech стали зміни європейського регуляторного законодавства — директиви The Directive Payment Services II (PSD2) (European Commission's, 2015), які зобов'язують банки відкривати програмний софт довірчій третій стороні за згоди споживача послуг. До початку війни розвиток FinTech в Україні характеризувався фрагментарністю та відсутністю системності, що можна пояснити впливом більшості факторів, проаналізованих на початку параграфу. Основні тренди розвитку FinTech в Україні до початку війни систематизовані в табл. 2.8.

Основні тренди FinTech в Україні

Платіжні системи	Онлайн перекази грошей, забезпечення безконтактних платежів, платіжні термінали, QR-платежі, електронні гаманці
1	2
Маркетплейси	Посередницькі цифрові платформи, які поєднують кредиторів із позичальниками (платформи прямого кредитування в форматі P2P та он-лайн балансове кредитування), покупців і продавців інших фінансових продуктів
Веббанкінг	Інтернет-банкінг, мобільний банкінг, електронний (віддалений) банк)
Платформи для кредитування	Веб- портали та мобільні додатки мікрокредитування, які створюють механізми взаємодії кредиторів і позичальників та відповідно можливості надання та отримання кредитів онлайн без участі банків
Цифрова (електронна) валюта	Використовується як альтернативна або частина платіжних систем; найчастіше вартість прив'язана до національних валют, однак прив'язка може бути відсутньою і сформуватись ринком (крипто-валюти); використовується у «віртуальних економіках»
Сервіси онлайн страхування (Insurtech)	Створюють механізми і забезпечують вибір страхового продукту та замовлення страхового полісу через веб-портал банку, страхової компанії, посередника та інших установ
RegTech	Технології, які забезпечують більш ефективне виконання регуляторних вимог, встановлених на національному і міжнародному рівні для сектору фінансових послуг
B2B Fin Tech	Системи, які забезпечують взаємні розрахунки та обмін даними між компаніями, а також смарт-контракти
Краудфандинг	Платформи для колективного фінансування створення нових продуктів з боку приватних інвесторів.
Мобільний банкінг	Мобільні додатки для здійснення платежів та забезпечення можливості користування цілим спектром мобільних фінансових послуг
Штучний інтелект	Роботи, чат-боти та роботизовані персональні консультанти
Цифрова ідентифікація та біометрія	Ідентифікація за голосом, відбитком пальця або розпізнаванням обличчя

Джерело: складено автором за даними [85]

Сучасна Фінтех карта України наведена в додатку Д. Слід зазначити, що у FinTech задіяні як традиційні фінансові інститути (банки, страхові компанії, фінансові компанії), так і FinTech- стартапи, які переважно виходять на ринок з абсолютно новими продуктами, не всі з яких виявляються успішними, однак саме такі стартапи забезпечують технологічні прориви у сфері надання фінансових послуг. Крім того, у сфері FinTech задіяні такі великі компанії як Google, Amazon, Alibaba, Facebook, Apple, які теж надають певний спектр фінансових послуг (торгівля фінансовими інструментами, платіжні системи та ін).

Зважаючи на те, що FinTech охоплює широкий спектр ринків, його можна вважати складовою інституційного забезпечення фінансових ринків, яка динамічно розвивається і має потужний потенціал для реалізації.

2.3. Потенціал FinTech як складової інституційного забезпечення

Як було зазначено вище, розвиток FinTech має потужний потенціал в Україні і матиме вплив на трансформацію інституційного забезпечення фінансового ринку України у повоєнний період. FinTech сприяє розширенню доступу до фінансових послуг усім бажаючим, навіть тим, які не мають відповідного запасу знань. З однієї сторони така доступність збільшує потенціал розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку, оскільки урізноманітнюються компоненти інфраструктури, збільшується ресурсна база фінансового ринку за рахунок швидкого притоку роздрібних інвесторів, однак у той же час зростають і ризики провалів фінансового ринку, оскільки формальне інституційне забезпечення (норми, закони) не встигають за темпами розвитку FinTech та появою нових форм інфраструктурних компонентів, що забезпечують взаємодію учасників фінансового ринку. Серед сегментів Фінтех виділяють Payments, (E-commerce, Перекази, Кредити та розстрочки, Необанки, Open Finance), Blockchain/Cryptocurrency, RegTech, InsurTech, Cybersecurity, Wealth Tech. Усі сегменти останнім часом активно розвиваються, що свідчать світові темпи зростання кількості трансакцій та їх вартості (Додаток Е).

Одним з таких компонентів є FinTech платформи для роздрібної торгівлі фінансовими інструментами. З кінця 2010-х років у роздрібному інвестуванні сформувався новий тренд роздрібних інвесторів, які отримали назву «Robinhood-інвестори». Ці інвестори отримала легкий доступ до фондових ринків через фінтех-брокерську компанію Robinhood. Заснована у 2013 році, Robinhood стала першою торговою платформою, яка запропонувала комплексні брокерські

послуги для роздрібних інвесторів через простий додаток. До березня 2021 року користувацька база Robinhood розширилася з менш ніж 40 000 користувачів до приблизно 18 мільйонів інвесторів, а обсяги акцій, які вони утримують, постійно збільшуються (рис. 2.5).

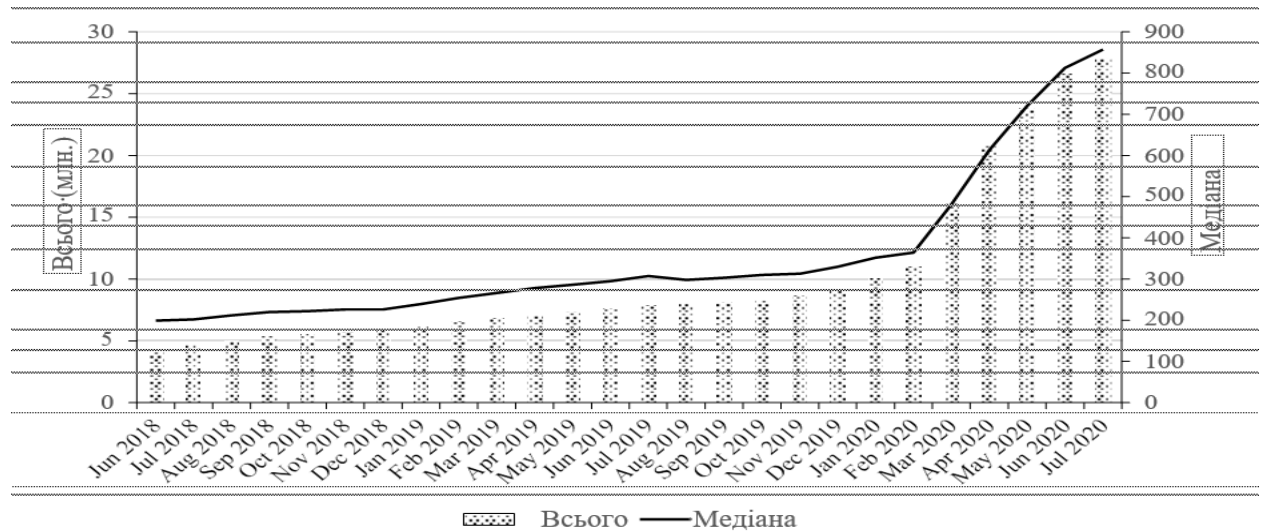


Рис. 2.5. Динаміка обсягів акцій, які перебувають у володінні Robinhood-інвесторів

Джерело: побудовано автором на основі інформації [118]

Наразі Robinhood дозволяє користувачам торгувати акціями, що котируються на біржах США, біржовими фондами, американськими депозитарними розписками, фондовими опціонами та криптовалютами. Як зазначають Wursthorn and Choi [178], деякі з практик платформи, такі як безкомісійна торгівля та залучення користувачів за допомогою гейміфікації та поведінкових підказок, є новаторськими, але водночас суперечливими.

Інноваційні функції платформи Robinhood, такі як торгівля в один клік та нульова комісія, дозволили цим інвесторам мати значний вплив на фондові ринки. Більше того, цей новий тренд допоміг стабілізувати ринки на початку пандемії COVID-19, але через рік вони підірвали ринки сумнозвісним коротким продажем акцій GameStop [118]. Незважаючи навіть на цей провал, обсяги торгів Robinhood-інвесторів постійно зростають (рис. 2.6).



Рис. 2.6. Обсяги торгівлі акціями Robinhood-інвесторів

Джерело: побудовано автором на основі інформації [118]

Зважаючи на зростанні суттєвості впливу роздрібних інвесторів на динаміку розвитку фінансових ринків, не слід недооцінювати їх роль у забезпеченні післявоєнної відбудови України. Зростання кількості роздрібних інвесторів може сприяти відновленню ресурсної бази фінансового ринку України, однак для цього необхідно забезпечити відповідну регуляторну базу. Слід зазначити, що для розробки такої регуляторної бази недостатньо вивчити зарубіжний досвід, адже тренд є новим, і кращі практики ще не напрацьовані. На нашу думку, увагу слід зосередити на вивченні поведінки таких інвесторів, і виходячи з основних трендів такої поведінки трансформувати норми інституційного забезпечення фінансового ринку.

Прихильники FinTech платформ зосереджуються на перевагах від ширшої участі на фондових ринках, тоді як опоненти та регулятори висловлюють занепокоєння щодо припливу відносно недосвідчених учасників ринку та їхньої вразливості до ігрових функцій Robinhood, на чому, зокрема, наголошує Zweig [181]. Зважаючи на збільшення кількості учасників FinTech платформ типу Robinhood, поведінку роздрібних інвесторів слід вивчати ретельніше.

Починаючи з 2020 фінансові ринки пережили кілька серйозних шоків, пов'язаних з пандемією COVID 19, початком війни в Україні, борговими проблемами в США та ін. В таких умовах прозорість інформації про діяльність публічних компаній набула ще більшої актуальності. У той же час багато компаній залишаються порівняно непрозорими, що позначається на інвестиційних рішеннях як крупних, так і роздрібних інвесторів. Одним з ключових аспектів визначення потенціалу FinTech платформ у розбудові інституційного забезпечення фінансового ринку є визначення впливу непрозорості компаній на поведінку Robinhood-інвесторів.

Непрозорість розкриття інформації тривалий час обговорюється як науковцями, так і практиками, однак вони досліджують дуже широкий спектр непрозорості інформації [89]. Емпіричні дослідження свідчать, що непрозорість компаній негативно впливає на акціонерів, збільшуючи вартість капіталу (Botosan and Plumlee[88]), знижуючи ліквідність (Lang and Maffett [132]; Lang et al [131]) та збільшуючи ризик обвалу цін на акції (Hutton, Marcus, and Tehranian [120]; Kim and Zhang [127]). Більше того, Maffett (2012) [139] виявив, що інституційні інвестори можуть отримувати аномальні прибутки від інвестування в непрозорі фірми, а Zhong (2018) [180] показав, що непрозорість фірм перешкоджає інноваціям. Непрозорість інформації збільшує її асиметричність та збільшує трансакційні витрати, внаслідок чого ефективність ринків цінних паперів знижується.

На нашу думку, необхідність поглиблених досліджень проблем непрозорості інформації та її впливу на інвестиційні рішення обумовлена кількома причинами. Так, переважна більшість досліджень щодо впливу непрозорості інформації зосереджена на великих інвесторах. Дослідження впливу непрозорості інформації на роздрібних інвесторів є обмеженим. Так, Hirshleifer, Myers, Myers, and Teoh [115], Blankespoor, deHaan, Wertz, and Zhu [86]; Moss, Naughton, and Wang [144] вивчають як конкретні інформаційні події, такі як оголошення прибутків, впливають на роздрібних інвесторів, проте вони

не приділяють уваги ширшому аспекту, а саме як інформаційне середовище в цілому впливає на поведінку роздрібних інвесторів.

Більш ранні дослідження ролі інформаційного середовища компаній зосереджені на широкому колі зацікавлених осіб, однак поведінка роздрібних інвесторів в їх межах не вивчається, що видно з публікацій Lang, Lins, and Maffett [131], Kim and Zhang [127]; та Zhong [180]. На нашу думку, вивчення впливу непрозорості інформації саме на поведінку роздрібних інвесторів потребує особливої уваги, оскільки вони мають не просто обмежений доступ до інформації, але й обмежені знання та інструментарій для її обробки. Обмеженість знань обумовлює ситуацію, коли роздрібні інвестори вірять в те, що їх рішення обґрунтоване, однак насправді воно було прийнято або інтуїтивно, або тому що більшість роздрібних інвесторів вчинили так само.

Крім того, як зауважують Kumar [129]; Bali, Hirshleifer, Peng, and Tang [71]; Barber, та Odean, [73] роздрібні інвестори часто роблять вибір на користь «лотерейних акцій». Лотерейні акції характеризуються низькими цінами та асиметричним ризиком. Таким чином, подібно до лотерей, великі прибутки можуть бути отримані в короткостроковій перспективі, але в довгостроковій перспективі набагато ймовірнішим є від'ємний прибуток. Як зауважують Seasholes and Wu [160], це пов'язано з тим, що такі інвестори переважно молоді, недосвідчені та обмежені в ресурсах. Крім того, багатьом з них бракує фундаментальних знань з питань інвестування. Так інвестори вірять, що інвестиції в лотерейні акції допоможуть їм швидко розбагатіти.

Загалом платформа Robinhood, як і більшість менш відомих FinTech платформ, використовує багато ігрових функцій, вбудовані підказки (push-повідомлення) та дозволяє купувати і продавати акції в один клік. Такі функції можуть стимулювати інвестиційну поведінку, що може мати негативні наслідки, якщо інвестори занадто захоплюються лотерейними акціями. Саме тому важливо визначити як непрозорість інформації може впливати на привабливість лотерейних акцій для інвесторів.

Швидке збільшення кількості Robinhood-інвесторів створює певні виклики для регуляторів ринків цінних паперів. Регулятори фінансових ринків країн з високим рівнем активності роздрібних інвесторів намагаються регулярно інформувати таких інвесторів про важливість перевірки публічної інформації щодо потенційних інвестицій. Незважаючи на те, що серед регуляторів точаться суперечки щодо необхідності посиленого регулювання платформ типу Robinhood, вважаємо, що надмірне регулювання може не просто скоротити кількість роздрібних інвесторів, але й негативно позначитись на тенденція розвитку FinTech.

Ми припускаємо, що непрозорість компаній заважає деяким інвесторам здійснювати раціональні інвестиції в акції і натомість спонукає їх до прийняття нерациональних рішень. Ця ідея формалізована у стилізованій моделі, яка включає як раціональні рішення, як у Гроссмана та Стігліца (1980) [113], так і нерациональні рішення через обмежену «інформаційну спроможність», як у Ван Ньювербурга та Вельдкамп (2010) [167]. Зокрема, ми припускаємо, що професійні інвестори відрізняються за своєю здатністю отримувати та обробляти інформацію про компанію, необхідну для прийняття раціональних інвестиційних рішень. За певного рівня непрозорості компанії деякі інвестори здатні приймати рішення про інвестування в акції на основі раціонального компромісу між ризиками та дохідністю акцій, тоді як інші інвестори не здатні приймати раціональні інвестиційні рішення і натомість інвестують в акції, які випадково привертають їхню увагу.

Попередні дані свідчать про те, що, на відміну від досвідчених інвесторів, роздрібні інвестори не реагують або реагують нескладним чином на конкретні розкриття інформації. Наприклад, вони купують акції, які несподівано показують високі прибутки, незалежно від того, хороші вони чи погані (Hirshleifer та ін. 2008) [115], вони слідкують за технічними трендами, навіть коли отримують інформацію про несподівані прибутки (Blankespoor та ін. 2019) [86], а складна фінансова звітність їх частіше відлякує від інвестування в акції (Miller 2010) [142]. Наше дослідження доповнює цей напрям досліджень, але

відрізняється від нього, тому що замість того, щоб фокусуватися на конкретному фінансовому розкритті, ми розглядаємо, яким чином на роздрібних інвесторів впливає загальна якість інформаційного середовища фірми.

Нещодавні дослідження показують, що роздрібні інвестори реагують на спеціальну інформацію, яку підтримує додаток, і демонструють «стадну поведінку», що свідчить про те, що вони поведуться інакше, ніж досвідчені інвестори (Barber et al. 2021) [75]. Однак деякі їхні дії нагадують поведінку досвідчених інвесторів. Наприклад, вони реагують на оголошення про прибутки (Moss et al. 2021), а портфель акцій, що імітує їхні колективні інвестиції, не поступається показникам широкого ринку (Welch 2022) [171]. На відміну від цього, наше дослідження передусім зосереджується на впливі непрозорості компаній на інвестиційну поведінку та результати діяльності інвесторів у сфері роздрібного інвестування. Це важливо, оскільки непрозорість компаній та її наслідки є ключовими питаннями для регуляторів ринку цінних паперів, які прагнуть захистити роздрібних інвесторів.

Наша ключова гіпотеза полягає в тому, що непрозорість компаній збільшує інвестиції Robinhood-інвесторів в лотерейні акції. Непрозорість фірми ми оцінюємо за допомогою показника, що базується на якості фінансової звітності фірми та якості її зовнішнього інформаційного середовища (перелік інших можливих напрямів аналізу непрозорості фірми наведений у додатку Ж). Для проведення аналізу було сформовано вибірку з 71 310 біржових місячних спостережень у США з червня 2018 року по липень 2020 року. Вибірка була сформована на основі інформації, доступної на платформі Robinhood [118].

Наша модель відображає той феномен, що деяких роздрібних інвесторів приваблюють певні типи акцій, а отже, вони приймають нерациональні інвестиційні рішення. Ми зосереджуємо увагу на двох типах акцій, на які роздрібні інвестори, ймовірно, сильно реагують: акції, що перебувають на піку популярності (акції підвищеної уваги), та лотерейні акції. Хоча, як зазначають Barber та Odean [74], середньостатистичного роздрібного інвестора приваблюють акції підвищеної уваги, це, ймовірно, ще сильніше приваблює

роздрібних інвесторів, оскільки половина з них є недосвідченими інвесторами (Robinhood Markets, Inc. 2021) [156]. Досвідчені інвестори схильні приймати рішення, ґрунтуючись на результатах аналізу факторів, що можуть бути причиною аномальної прибутковості факторів (Додаток 3). При цьому жоден індикатор не може остаточно визначити, чи генерує фірма аномальний прибуток, при оцінці рентабельності фірми слід враховувати кілька показників. Крім того, важливо порівняти прибутковість фірми з аналогами та галузевими контрольними показниками. Слід зазначити, що аномальні прибутки не завжди є стабільними. Вони можуть бути тимчасовими або з часом можуть бути зруйновані конкуренцією чи іншими факторами.

Натомість Seasholes та Wu припускають, що недосвідчені інвестори більш схильні до впливу подій, що привертають увагу [160]. Більше того, платформа Robinhood містить функції, які можуть посилити залучення Robinhood-інвесторів до акцій підвищеної уваги. Наприклад, додаток просуває свої списки акцій «Top Mover» та «100 найпопулярніших», привертаючи увагу користувачів до цих конкретних акцій. Інший приклад: платформа Robinhood відображає лише обмежену фундаментальну інформацію та спрощує розміщення угод, що може спокусити інвесторів Robinhood-інвесторів торгувати, покладаючись на інтуїцію.

Robinhood-інвесторів також можуть приваблювати лотерейні акції. Як зазначає Kumar [129], роздрібні інвестори загалом схильні до азартного інвестиційного підходу, особливо якщо вони молоді та менш заможні. Ці характеристики притаманні й Robinhood-інвесторам: наприклад, на початку 2021 року середній вік Robinhood-інвестора становив лише 31 рік, а середній рахунок у Robinhood коштував лише 240 доларів (Robinhood Financial LLC 2021) [155]. Відповідно до азартних тенденцій Robinhood -інвесторів, багато з них торгують високоризикованими спекулятивними фінансовими інструментами, такими як опціони та криптовалюти, незважаючи на те, що є фінансово вразливими (Robinhood Markets, Inc. 2021) [156]. Крім того, платформа Robinhood має схожі на азартні ігри функції, які заохочують користувачів до торгівлі.

Емпірично, щоб визначити, чи може акція привернути увагу Robinhood-інвесторів, ми, спираючись на дослідження Barber та ін. (2021) [75] досліджуємо дві характеристики акцій: екстремальний аномальний обсяг та екстремальну абсолютну прибутковість. Тут для кожної акції ми спочатку розраховуємо щоденний аномальний обсяг шляхом масштабування її щоденного доларового обсягу на середній доларовий обсяг за попередні 126 торгових днів. Денний аномальний обсяг акції визначається як екстремальний для цього дня, якщо він потрапляє в перші 5 відсотків денної вибірки. Аналогічно ми визначаємо екстремальні денні абсолютні прибутки. Далі ми ранжуємо акції за кількістю торгових днів у місяці з екстремальним денним аномальним обсягом і окремо за кількістю торгових днів з екстремальною денною абсолютною доходністю. Ми позначаємо місяць як такий, що привертає увагу, якщо він знаходиться у верхній третині розподілу екстремального аномального обсягу та у верхній третині розподілу екстремальної абсолютної прибутковості в цьому місяці. Ми використовуємо третину, тому що Kumar [129] застосовує цей критерій для класифікації лотерейних акцій: висока волатильність, висока асиметрія і низька ціна акції. Тому ми визначаємо місяць акцій як лотерейний, якщо він знаходиться в:

- верхній третині показників волатильності,
- верхній третині показників асиметрії та нижній третині ціни акцій [129].

Щоб виміряти непрозорість компанії, ми спираємося на попередню літературу і розглядаємо дві основні характеристики: якість фінансової звітності компанії та якість її зовнішнього інформаційного середовища, які були запропоновані Lang та ін [131] та Maffett [139].

Ми об'єднали три компоненти у комплексний показник непрозорості компанії (табл. 2.9).

Таблиця 2.9

Змінні, які використовувалися у моделі [157]

Змінна	Пояснення
Залежна змінна	
RHholdings	Обсяги акцій, якими володіють Robinhood інвестори
Незалежні змінні	
Attention stock (Акції підвищеної уваги)	Щоденний аномальний обсяг розраховується як щоденний доларовий обсяг акції, поділений на середній доларовий обсяг за попередні 126 торгових днів. Також розраховується щоденна абсолютна прибутковість. Щоденний аномальний обсяг акції (абсолютна прибутковість) визначається як екстремальний для цього дня, якщо він потрапляє в перші 5 відсотків денної вибірки.
Lottery stock (Лотерейні акції)	Дорівнює одиниці, якщо місяць знаходиться у верхній третині волатильності, верхній третині ідіосинкратичної асиметрії та нижній третині ціни акції, і нулю в іншому випадку. Волатильність (асиметрія) розраховується з використанням залишків щоденної чотирифакторної (двофакторної) моделі за поточний та попередні 5 місяців.
Компоненти непрозорості	
Analyst following	Кількість аналітиків, що слідкують за компанією, виміряна в середині місяця фінансового кварталу. Фірмам, за якими не слідкують аналітики, присвоюється нуль.
Forecast accuracy	Абсолютна різниця між консенсус-прогнозом аналітиків щодо квартального прибутку на акцію, зробленим в останньому місяці фінансового кварталу, та фактичним показником прибутку на акцію, поділена на ціну акції на початок фінансового кварталу за чотири квартали до цього
Forecast dispersion	Стандартне відхилення актуальних даних від прогнозних даних
Непрозорість	Середнє значення процентильних рангів компонентів Analyst following, Forecast accuracy, Forecast dispersion
Контрольні змінні	
Dividend	Дорівнює одиниці, якщо фірма виплачує грошові дивіденди у фінансовому році, і нулю в іншому випадку
Firm age	Натуральний логарифм (1 + кількість місяців, відколи фірма була вперше зареєстрована в Compustat).
Return	Дохід у поточному місяці.
SP500	Дорівнює одиниці, якщо акції компанії входять до складу індексу S&P 500 у цьому місяці, і нулю в іншому випадку.

Джерело: розроблено автором

Наша вибірка складається зі звичайних акцій США, які охоплюються Robintrack [118]. Ми порівняли цю початкову вибірку з торговими даними Центру дослідження цін на цінні папери (CRSP) та бухгалтерськими даними Compustat, та пересвідчилися у повноті даних. Остаточна вибірка містить 71 310 біржових місячних спостережень з червня 2018 року по липень 2020 року.

Вибірка складається з інвесторів з різних країн, оскільки доступ до платформи можна отримати у багатьох країнах світу. Така диверсифікація інвесторів у вибірці дає можливість узагальнити отримані результати щодо їх поведінки в цілому для кожної країни. Таблиця 2.10 містить описову статистику сформованої вибірки.

Таблиця 2.10

Описова статистика вибірки та кореляція

Панель А. Характеристики акцій

Змінна (N = 71310)	Mean	Std. Dev.	Min.	25%	Median	75%	Max.
<i>RH holdings</i>							
Unscaled	3,282	20,352	0.000	93.000	318.00	1,140	928,506
Logged	5,837	1,892	0.000	4.543	5,765	7,040	12,013
Share-scaled	0,294	0,774	0.000	0.024	0,066	0,211	9,918
Тип акцій							
<i>Attention stock</i>	0,173	0,378	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
<i>Lottery stock</i>	0,106	0,307	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000
Характеристики фірми							
<i>Size</i>	6,961	2,252	1.743	5,379	7,083	8,516	12,349
<i>Firm age</i> (months)	293.4	218,55	11.00	106,0	253.0	403,0	847,0
<i>Dividend</i>	0.461	0,498	0.000	0.000	0.000	1.000	1,000
<i>Return</i>	0.002	0.166	-0.721	-0.081	0.000	0,072	1,255
<i>SP500</i>	0.137	0.344	0.000	0.000	0.000	0.000	1,000

Панель В. Непрозорість компаній

Variable	N	Mean	Std. Dev.	Min.	25%	Media n	75%	Max.
<i>Непрозорість (Opacity)</i>	71310	0.492	0.230	0.004	0.310	0.460	0.658	1.000
Компоненти								
<i>Analysts following</i>	71310	6.537	6.668	0.000	2.000	4.000	10.000	43.000
<i>Forecast accuracy</i>	61734	0.001	0.019	-0.319	0.002	0.005	0.007	0.040
<i>Forecast dispersion</i>	56615	-0.005	0.247	-0.395	-0.094	-0.075	-0.023	3.312

Панель А показує зведені статистичні дані щодо запасів акцій Robinhood-інвесторів, показники для акцій підвищеної уваги та лотерейних акцій, а також характеристики фірм. Відповідно до середнього значення (медіани) немасштабованих пакетів акцій Robinhood, в середньому 3 282 Robinhood-

інвесторів володіють акціями протягом певного місяця. Велика різниця між середнім значенням та медіаною вказує на те, що невелика кількість акцій широко представлена у власності Robinhood-інвесторів, але більшість акцій є рідкісними. Різницю між немасштабованими та масштабованими пакетами акцій (тобто немасштабовані активи поділені на кількість акцій в обігу) можна проілюструвати таким прикладом: на кінець липня 2020 року акціями Ford Motor володіють найбільше (928 506 Robinhood інвесторів), але ця акція знаходиться лише в 97-му центилі за масштабом володіння акціями. Щодо типів акцій, то 17,3 % акцій класифікуються як такі, що привертають підвищену увагу, а 10,6 % – як такі, що схожі на лотерею. Щодо характеристик компаній, то середня компанія має загальні активи майже \$ 1,2 млрд (що відповідає медіанному розміру 7 083), ринкове співвідношення до балансової вартості становить 1 896, їй приблизно 21 рік, вона не виплачує дивіденди готівкою, має щомісячну прибутковість 0 і не є членом індексу S&P 500.

На панелі В представлено описову статистику показника непрозорості фірм (Opacity) та його компонентів. За своєю структурою Opacity коливається між нулем та одиницею, має середнє значення майже 0,5 та є симетрично розподіленим. Серед компонентів непрозорості за медіанною фірмою слідкують чотири аналітики. У таблиці 2.11 представлено результати кореляційного аналізу.

По-перше, як і очікувалося, два показники обсягів акцій (zareestrovani та mashtabovani za akciyami) позитивно корелюють з акціями підвищеної уваги та лотерейними акціями. По-друге, кореляція Спірмена між цими двома типами акцій становить 0,244, що свідчить про те, що акції підвищеної уваги та лотерейні акції є досить відмінними групами. По-третє, непрозорість негативно корелює з zareestrovanimi akciyami, що відображає той факт, що великі компанії, як правило, є прозорішими. По-четверте, кореляція між двома показниками володіння Robinhood інвесторів та загальними характеристиками компаній, такими як вік компанії і виплата дивідендів, є очікуваною.

Таблиця 2.11

Результати кореляційного аналізу

(N = 71310)	<i>RH holdings</i>		<i>Attention</i>	<i>Lottery</i>	<i>Firm</i>					
Variables	Logged	Share-scaled	<i>stock</i>	<i>stock</i>	<i>Opacity</i>	<i>Size</i>	<i>age</i>	<i>Dividend</i>	<i>Return</i>	<i>SP500</i>
<i>RH holdings</i>										
Logged		0.715***	0.143***	0.192***	-0.220***	0.044***	-0.069***	-0.184***	0.038***	0.324***
Share-scaled	0.451***		0.269***	0.318***	0.223***	-0.467***	-0.207***	-0.365***	0.006*	-0.093***
<i>Attention stock</i>	0.136***	0.202***		0.244***	0.186***	-0.293***	-0.147***	-0.218***	0.075***	-0.131***
<i>Lottery stock</i>	0.176***	0.269***	0.244***		0.291***	-0.369***	-0.165***	-0.245***	0.023***	-0.137***
<i>Opacity</i>	-0.235***	0.160***	0.189***	0.301***		-0.639***	-0.192***	-0.247***	-0.059***	-0.459***
<i>Size</i>	0.086***	-0.257***	-0.297***	-0.386***	-0.645***		0.374***	0.500***	0.045***	0.531***
<i>Firm age</i>	-0.036***	-0.145***	-0.150***	-0.166***	-0.198***	0.382***		0.423***	0.021***	0.330***
<i>Dividend</i>	-0.166***	-0.192***	-0.218***	-0.245***	-0.245***	0.492***	0.424***		0.012***	0.287***
<i>Return</i>	0.068***	0.080***	0.133***	0.093***	-0.015***	-0.010***	-0.007*	-0.022***		0.041***
<i>SP500</i>	0.331***	-0.070***	-0.131***	-0.137***	-0.428***	0.548***	0.326***	0.287***	0.010***	

Джерело: розраховано автором

Нарешті, непрозорість негативно корелює з розміром компанії та членством у S&P 500, оскільки великі компанії, які також мають більше шансів бути включеними до індексу, мають краще інформаційне середовище.

Щоб перевірити, як обсяги акцій, які утримуються Robinhood інвесторами залежать від типу акцій та непрозорості фірми, нами було побудовано таку модель:

$$RH\ holdings_t = a_0 + a_1 Stock\ type + a_2 Opacity_t \times Stock\ type + a_3 Opacity_t + Controls$$

де залежна змінна *RH holdings* – це обсяги акцій, які утримуються Robinhood інвесторами, *Stock type* – це змінна-індикатор для акцій підвищеної уваги (*Attention stock*) або лотерейних акцій (*Lottery stock*), а *Opacity* – це комбінована міра непрозорості фірми. Наша регресійна модель включає контрольні змінні (разом – контрольні змінні), які відображають специфічні для акцій характеристики. У таблиці 2.12 представлено результати розрахунків впливу непрозорості компаній на схильність Robinhood інвесторів до інвестицій у певний тип акцій, зокрема, в акції підвищеної уваги (Панель А).

Таблиця 2.12

Схильність Robinhood інвесторів до інвестицій у певний тип акцій
Панель А. Схильність до інвестицій у акції підвищеної уваги

		Dependent: <i>RH holdings</i>			
(N = 71310)	Pred.	Logged		Share-scaled	
Independent variables	sign	(1.i)	(1.ii)	(2.i)	(2.ii)
Intercept		5.391*** (22.34)	6.051*** (22.93)	1.002*** (9.49)	0.937*** (7.27)
<i>Attention stock</i> (a_1)	+	0.614*** (10.01)	0.226** (2.62)	0.247*** (4.01)	0.034 (0.62)
<i>Opacity</i> × <i>Attention stock</i> (a_2)	+		0.701*** (5.10)		0.374*** (3.49)
<i>Opacity</i>			-0.741*** (-4.33)		0.040 (0.68)
Controls					
<i>Size</i>		0.083*** (4.17)	0.040* (1.87)	-0.085*** (-9.76)	-0.076*** (-7.63)
<i>Firm age</i>		-0.159*** (-4.70)	-0.154*** (-4.56)	-0.050*** (-3.88)	-0.054*** (-4.18)
<i>Dividend</i>		-0.385*** (-6.09)	-0.393*** (-6.21)	-0.074*** (-3.08)	-0.073*** (-3.02)
<i>Return</i>		0.229 (1.05)	0.19 (0.88)	0.229* (1.75)	0.218 (1.70)
<i>SP500</i>		1.847*** (19.45)	1.803*** (18.58)	0.239*** (7.99)	0.229*** (8.18)
Fixed effects		Industry, month			
Adj. R^2		0.380	0.383	0.144	0.146

Панель А тестує вплив непрозорості компанії на реакцію Robinhood інвесторів на акції підвищеної уваги. Коефіцієнт на акцію підвищеної уваги є позитивним і значущим ($a_1 = 0,614$, $p < 0,01$), що підтверджує, що Robinhood інвестори приваблюються акціями підвищеної уваги. Цей висновок узгоджується з попередніми дослідженнями Ozik, Sadka, and Shen [145]; Barber and Odean [74].

Коефіцієнт зацікавленості для акції *Opacity*×*Attention* є позитивним і значущим ($a_2 = 0,701$, $p < 0,01$), що вказує на те, що погане інформаційне середовище посилює інтерес інвесторів до акцій, що привертають увагу, з боку Robinhood інвесторів. В економічному вимірі, частка Robinhood інвесторів в акціях, що привертають увагу, зростає на 7,3% відносно середньої

(немасштабованої) частки Robinhood інвесторів у відповідь на збільшення непрозорості на 10 відсоткових пунктів. Отже, негативний вплив непрозорості фірми на Robinhood інвесторів є як статистично, так і економічно значущим. Незважаючи на позитивні аспекти розвитку FinTech платформ, отримані результати свідчать, що для ринків, де домінують інвестори з низьким рівнем фінансової грамотності, такі платформи можуть нести загрозу, адже Robinhood інвестори можуть занадто захопитися акціями з короткостроковим ефектом і зазнати великих збитків.

Панель В (табл. 2.13) тестує вплив непрозорості компаній на залучення інвесторів у лотерейні акції.

Таблиця 2.13

Схильність Robinhood інвесторів до інвестицій у певний тип акцій

Панель В. Схильність до інвестицій у лотерейні акції

(N = 71310)	Pred.	Dependent: <i>RH holdings</i>			
		Logged		Share-scaled	
Independent variables	sign	(1.i)	(1.ii)	(2.i)	(2.ii)
Intercept		5.169*** (22.04)	5.913*** (22.47)	0.920*** (8.90)	0.906*** (7.07)
<i>Lottery stock</i> (a_1)	+	1.120*** (19.56)	0.582*** (3.54)	0.436*** (6.85)	-0.076 (-0.64)
<i>Opacity</i> × <i>Lottery stock</i> (a_2)	+		0.844*** (3.52)		0.751*** (4.19)
<i>Opacity</i>			-0.825*** (-4.89)		-0.019 (-0.32)
Controls					
<i>Size</i>		0.121*** (6.22)	0.068*** (3.20)	-0.071*** (-8.79)	-0.067*** (-6.99)
<i>Firm age</i>		-0.161*** (-4.79)	-0.151*** (-4.49)	-0.051*** (-4.01)	-0.052*** (-4.14)
<i>Dividend</i>		-0.367*** (-5.88)	-0.378*** (-6.04)	-0.068*** (-2.84)	-0.069*** (-2.89)
<i>Return</i>		0.224 (1.00)	0.204 (0.91)	0.23 (1.65)	0.232 (1.67)
<i>SP500</i>		1.754*** (18.75)	1.708*** (17.84)	0.203*** (7.24)	0.188*** (7.13)
Fixed effects		Industry, month			
Adj. R^2		0.394	0.398	0.156	0.159

Як і у випадку з акціями, що привертають підвищену увагу, коефіцієнт для лотерейних акцій є позитивним і значущим ($a_1 = 1,120, p < 0,01$). Це вказує на те, що Robinhood інвестори також приваблюються лотерейними акціями. Що ще важливіше, коефіцієнт при непрозорості $\times$ лотерейні акції є додатним і значущим ($a_2 = 0,844, p < 0,01$). З економічної точки зору, частка акцій лотерей, що належать Robinhood інвесторам, зростає в середньому на 8,8 % відносно середньої (немасштабованої) частки акцій Robinhood інвесторів, коли фірми, що випускають ці акції, є на 10 % більш непрозорими. Це свідчить про те, що привабливість лотерейних акцій для Robinhood інвесторів також посилюється непрозорістю фірм, як і передбачала наша модель. Фактично Robinhood інвестори сприймають непрозорість фірми не як сигнал небезпеки, а навпаки, як сигнал її відсутності. Тобто, якщо інформація недоступна, це не означає для Robinhood інвестора, що вона негативна.

Коефіцієнти при контрольних змінних відповідають результатам попередніх досліджень, описаних вище у цьому параграфі. Так, Robinhood інвестори, як і роздрібні інвестори, схильні інвестувати в акції, що зростають, молоді, та за якими не виплачують дивіденди. Однак, на відміну від попередніх даних, Robinhood інвестори надають перевагу акціям з великою капіталізацією та «блакитним фішкам», що нещодавно відзначив у своєму дослідженні Welch [171].

Таким чином, ми дослідили як непрозорість компаній впливає на інвестиційні результати інвесторів. Використовуючи показник прибутковості інвесторів, запропонований Барбером та ін. [75], ми виявили, що роздрібні інвестори колективно отримують нижчі прибутки, інвестуючи в лотерейні акції, і що непрозорість фірми погіршує їхні прибутки від інвестицій у ці акції. Ці результати вказують на те, що непрозорість компаній негативно впливає на економічний добробут роздрібних інвесторів. Це означає, що хоч роздрібні акціонери і мають потужний потенціал до інвестування, їх колективна поведінка є нерациональною і спричиняє низьку ефективність інвестицій. Результати аналізу показали, що однією з основних причин такої ситуації є непрозорість

результатів діяльності фірм. Зокрема, інвестори активно позитивно реагують на аномальну прибутковість у короткостроковому періоді, оскільки вони очікують на таку саму прибутковість у майбутньому.

Висновки до розділу 2

1. Події 2022 року істотно вплинули на розвиток інституційного забезпечення фінансового ринку України у кількох сферах: зменшилася кількість фінансових посередників та їх активи, вплинули на розвиток допоміжної інфраструктури та цифрових фінансових послуг. У сфері страхування відбулося зниження активів та кількості страхових компаній через втрату ліцензій. Спад страхових премій пояснюється скороченням кількості клієнтів через від'їзд за кордон та зв'язаним із війною невпевненістю на ринку. Кредитні спілки також зазнали втрат, особливо ті, які залучали депозити. Ці тенденції можуть змінитися після завершення конфлікту та повернення громадян.

2. Зміни в інституційному забезпеченні фінансового ринку України, викликані різними факторами, включаючи війну, екологічні кризи та економічні труднощі, суттєво вплинули на фінансовий ландшафт країни. Зменшення кількості фінансових посередників, таких як кредитні спілки та фінансові компанії, викликане великими ризиками і погіршенням операційних показників. Зростання кількості непрацюючих кредитів та нестабільність бізнес-середовища потребують додаткових резервів та заходів для збереження фінансової стабільності. Зберігається стабільна кількість банківських установ, проте зростання ризиків та погіршення якості активів можуть створити труднощі для банків. Національний банк України здійснює заходи для оцінки стійкості банків та банківського сектору.

Загалом, інституційне забезпечення фінансового ринку залишається складним та вимагає уважного моніторингу та реагування на зміни у

внутрішньому та зовнішньому середовищі. Важливо враховувати необхідність підтримки стійкості банківської системи та сприяння її подальшому розвитку, оскільки це має важливе значення для фінансової стабільності та економічного відновлення України після складних викликів, що виникли останніми роками.

3. Розвиток допоміжної інфраструктури фінансового ринку важливий для підтримки інституційного середовища. У 2022 році інфраструктура стиклася з викликами, такими як доступ до Інтернету та електропостачання, але успішно функціонувала та модернізувалася. Важливими учасниками платіжного ринку визнано СЕП НБУ, «Mastercard», «Visa», «NovaPay», «Фінансовий світ» та «Поштовий переказ», а також АТ КБ «ПриватБанк», ТОВ «Контрактовий дім» та ТОВ «Універсальні платіжні рішення». Закон про платіжні послуги розширює обов'язки оверсайту та сприяє інноваціям. Доступність PayPal також є значущим досягненням. Збільшено приймання карток НПС «ПРОСТІР». В цілому, розвиток допоміжної інфраструктури сприяє подальшому вдосконаленню фінансового ринку України та підтримці інституційного середовища.

4. Невідомною складовою покращання інституційного забезпечення фінансового ринку є впровадження цифрових страхових рішень, онлайн-інструментів та платформ, які використовують інноваційні технології для надання ефективних та персоналізованих страхових послуг клієнтам, а також покращують внутрішні операції страхових компаній. Полегшення клієнтам доступу до страхових полісів, спрощення процедури подання та відстеження ходу виконання претензій, отримання консультативної допомоги та здійснення платежів онлайн або через мобільні пристрої підвищує ефективність роботи страховиків, та покращує їх конкурентоспроможність, забезпечуючи більш зручну та персоналізовану взаємодію з клієнтами. Цифрові моделі страхування відрізняються швидкістю гнучкістю, легкою доступністю і зручним інтерфейсом, що дозволяє створювати та впроваджувати нові та вдосконалені цифрові страхові послуги, адекватні реаліям воєнного часу в Україні.

5. Основні досягнення у галузі FinTech технологій в Україні у 2022 році були спрямовані на задоволення нагальних потреб українських громадян щодо

доступу до цифрових фінансових послуг та можливості безперебійних розрахунків. Незважаючи на позитивне міжнародне визнання України як країни-лідера у сфері використання криптовалют, важливо зауважити, що західні служби фінансового моніторингу розглядають криптовалюту як один із ключових джерел ризику для легалізації незаконно отриманих коштів і фінансування тероризму. Тому наявність криптовалют у вітчизняній фінансовій системі, з урахуванням європейських стандартів, може викликати обмеження та регулювання. Однак, серед позитивних подій, які впливають на потенціал інституційного забезпечення фінансового ринку, слід відзначити подальше удосконалення законодавчої бази та її адаптацію до стандартів Європейського Союзу, зокрема, прийняття законів «Про віртуальні активи» та «Про платіжні послуги».

6. Розвиток галузі FinTech в Україні має великий потенціал та впливає на перетворення інституційного уряду фінансового сектору України після війни. FinTech сприяє розширенню доступу до фінансових послуг для всіх, навіть для тих, хто не має великих знань у цій області. З одного боку, це сприяє збільшенню потенціалу розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку, оскільки різноманітні компоненти інфраструктури стають доступнішими, розширюється фінансова база ринку завдяки швидкому припливу роздрібних інвесторів. Проте разом з цим зростають і ризики фінансового ринку, оскільки формальна інституційна підтримка (норми, закони) не може тримати крок із розвитком FinTech та появою нових складових інфраструктури, які забезпечують взаємодію учасників фінансового ринку.

7. Ми провели дослідження, щоб з'ясувати, як недостатня прозорість компаній впливає на інвестиційні результати інвесторів. Використовуючи показник прибутковості, як запропоновано Барбером та іншими, ми встановили, що роздрібні інвестори зазвичай отримують менший прибуток, коли вони інвестують у «лотерейні» акції, і недостатня прозорість компаній погіршує їхні інвестиційні результати в цих акціях. Ці результати підкреслюють негативний вплив непрозорості компаній на фінансовий добробут роздрібних інвесторів. Це

свідчить про те, що, хоча у роздрібних акціонерів є потенціал для інвестування, їхня колективна поведінка може бути нерациональною та призводити до неефективності інвестицій. Результати аналізу також вказують на те, що однією з головних причин такого стану речей є недостатня прозорість щодо фінансових результатів фірм. Зокрема, інвестори реагують позитивно на аномальну прибутковість у короткостроковому періоді, тому що вони очікують подібну прибутковість у майбутньому.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях автора [35]

У розділі використовувалися праці інших авторів [1; 7; 23; 28; 30; 33; 35; 43; 44; 45; 48; 53; 59; 60; 68; 70; 71; 73; 74; 75; 81; 85; 86; 88; 89; 118; 109; 113; 115; 120; 121; 122; 125; 127; 129; 131; 132; 139; 142; 144; 145; 154; 155; 156; 160; 166; 167; 169; 171; 172; 173; 174; 176; 177; 178; 180; 181]

РОЗДІЛ 3

НАРОЩУВАННЯ ПОТЕНЦІАЛУ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Напрями удосконалення вимог до підвищення прозорості діяльності фірм на фінансовому ринку

Фінансові ринки розвиваються в умовах прагнення до отримання аномальних прибутків, які представляють собою відхилення від очікуваних або нормальних моделей поведінки. Як зауважують Banerjee, S., & Green, B., розуміння факторів, що стоять за аномальними доходами, має вирішальне значення для інвесторів, а розкриття такої інформації є життєво важливим для того, щоб інвестори могли приймати обґрунтовані інвестиційні рішення [72]. Дослідники вважають, що аномальні коливання цін на цінні папери можуть бути як певними сигналами ринками, так і просто «шумом». Вони розробили модель, в якій одні інвестори не впевнені, чи інші торгують на інформативних сигналах, чи на шумі. Невизначеність щодо інших призводить до нелінійної ціни, яка асиметрично реагує на новини. Дослідники включили цю невизначеність у динамічне середовище, де трейдери поступово дізнаються про інших, і показали, що вона генерує емпірично релевантну динаміку прибутковості: очікувана прибутковість є стохастичною, але передбачуваною, а волатильність демонструє кластеризацію та ефект «важеля». Розроблена дослідниками модель поєднує підходи раціональних очікувань та розбіжностей у думках і підкреслює зв'язок між розбіжностями щодо фундаментальних факторів та невизначеністю щодо інших трейдерів.

Аномальні фінансові прибутки – це неочікувані коливання цін на цінні папери або активи, які не можна пояснити загальними ринковими тенденціями. Ці відхилення можуть відбуватися через багато факторів, і однією з головних

причин є розкриття певної інформації або навпаки, її відсутність. Оприлюднення нової, неочікуваної або навіть викривленої інформації може спричинити аномальні прибутки (збитки), створюючи можливості для інвесторів і призводячи до значного впливу на ринок. Інформація про фінансові показники компанії, стратегічні рішення, партнерські відносини, юридичні питання або інші суттєві події може суттєво вплинути на ціну її акцій. Як зазначають E. Clark та Z. Qiao, Розкриття такої інформації громадськості може призвести до аномальних прибутків (збитків), якщо вона суперечить очікуванням ринку [104]. Вони довели, що такі премії існують і вони пов'язані з більшими ризиками, однак вони не знайшли доказів поведінки аномальної прибутковості акцій.

Q.J. Zhang, P. Hopkins, S. Satchell, R. Schwob виявили, що акції з низькою капіталізацією мають властивість демонструвати позитивні цінові тренди за низьких короткострокових процентних ставок. Крім того, дослідники виявили залежність між коливаннями прибутковості акцій та коливаннями спреду [153].

Позитивні несподіванки, такі як кращі, ніж очікувалося, прибутки, запуск інноваційних продуктів або успішні результати клінічних випробувань, можуть підвищити ціни на акції, що призведе до позитивних аномальних прибутків. І навпаки, руйнівні викриття, такі як порушення в бухгалтерському обліку, регуляторні порушення або падіння продажів, можуть призвести до негативних аномальних прибутків [124].

Adnan, A. та Hossain, A. емпірично проаналізували відмінності у реакції фондових ринків на оголошення про злиття та поглинання. Крім того, перед оголошенням про злиття емпірично перевірено і пояснено роль інсайдерської інформації. Для проведення дослідження використовується традиційна методологія дослідження подій. Для з'ясування періоду, коли починається розгін цін, реакції фондового ринку після злиття, а також визначення кумулятивної середньої аномальної доходності цільової компанії та компаній, що зливаються, було розглянуто та порівняно подієве вікно. Отримані дані свідчать про те, що в період перед оголошенням про злиття спостерігається зростання цін на акції як цільової компанії, так і компанії-покупця, що вказує на витік інформації або

очікування якихось хороших новин. З іншого боку, після оголошення ціни компаній-покупців знижуються. Варто зазначити, що тенденція не є послідовною як для компаній-цілей, так і для компаній-покупців протягом 10-денного періоду [63].

Концепція аномальних прибутків тісно пов'язана з гіпотезою ефективного ринку, яка стверджує, що ціни на акції швидко пристосовуються до всієї публічно доступної інформації. Однак в реальності ринки лише іноді є абсолютно ефективними, а новини можуть поширюватися нерівномірно або по-різному інтерпретуватися інвесторами. Як наслідок, можуть виникати аномальні прибутки через часовий лаг між оприлюдненням інформації та її повним врахуванням у цінах на акції. Крім того, спосіб розкриття інформації відіграє ключову роль у створенні аномальних прибутків. Раптові та неочікувані релізи можуть викликати швидку реакцію ринку, оскільки інвестори намагаються відреагувати на нові дані. Таке явище часто спостерігається, коли компанії розкривають фінансові результати в сезони оголошень про прибутки. Навіть тон і формулювання прес-релізів, конференц-дзвінків і заяв керівництва можуть вплинути на сприйняття ринку і сприяти аномальній прибутковості. Крім того, час публікації інформації теж відіграє важливу роль. Інформація може з'явитися в кінці тижня перед закриттям ринку, тоді до наступного торгового дня (понеділка) частина учасників ринку про неї забуде або знайде рішення як на таку інформацію реагувати. І навпаки, публікація інформації на початку тижня може спричинити серйозніші коливання на ринку.

Учасники ринку також уважно стежать за інсайдерською торгівлею як потенційним джерелом аномальних прибутків. Якщо інсайдери, такі як керівники компанії або члени правління, торгують акціями на основі непублічної інформації, це може сигналізувати про ймовірність майбутніх суттєвих подій. Виявлення таких схем інсайдерської торгівлі може призвести до аномальних прибутків для тих, хто може діяти на основі цієї інформації до того, як вона стане надбанням громадськості. Як зазначають Piotroski, J., та Roulstone, розкриття інформації відіграє ключову роль у створенні аномальних прибутків на

фінансових ринках [151]. Несподівана поява позитивних чи негативних новин про компанію може спричинити значні відхилення цін від ринкових очікувань. Ці аномальні прибутки підкреслюють складність ринкової ефективності та складний взаємозв'язок між поширенням інформації, реакцією інвесторів та рухом цін на акції.

Коливання дохідності можуть впливати на інвестиційні рішення інвесторів. Вони розуміють зв'язок між прибутковістю та ризиком і, ймовірно, намагатимуться оптимізувати свої інвестиційні стратегії. Тому вимоги (правила) розкриття інформації слід вважати важливою складовою інституційного забезпечення фінансового ринку. Особливої актуальності це набуває для ринків, що розвиваються. Такі ринки є особливо чутливими до суттєвих коливань цін. Встановлення правил розкриття інформації не є простим завданням, особливо для українського ринку. Компанії неохоче розкривають інформацію, особливо якщо такі розкриття не є обов'язковими.

Дослідження впливу розкриття інформації на прибутковість акцій є наріжним каменем фінансової економіки і дало цінне розуміння ринкової поведінки та реакції інвесторів [69]. Вплив розкриття інформації на прибутковість акцій є багатограним і охоплює різні аспекти ефективності ринку, інформаційної асиметрії та психології інвесторів.

Численні дослідження вивчали, як різні типи розкриття інформації впливають на прибутковість акцій. Наприклад, широко вивчалися оголошення про прибутки [82]. Дослідники показали, що оприлюднення звітів про прибутки, які суттєво відрізняються від ринкових очікувань, призводить до аномальних коливань цін на акції. Позитивні несподіванки щодо прибутків, як правило, призводять до позитивних аномальних прибутків, тоді як негативні несподіванки призводять до негативних аномальних прибутків. Ці висновки підкреслюють роль інформації у формуванні ринкового сприйняття та впливу на рішення інвесторів.

Більше того, час і швидкість поширення інформації відіграють вирішальну роль у визначенні прибутковості акцій. Дослідження Christensen, H., Floyd, E.,

Liu, L., та Maffett, M. показали, що реакція ринку часто є найбільш вираженою одразу після оприлюднення інформації, що підкреслює важливість своєчасного поширення інформації [93]. Вони дослідили реальні наслідки обов'язкового розкриття інформації про соціальну відповідальність, яке вимагає від власників шахт, зареєстрованих у Комісії з цінних паперів і бірж США, включати дані про безпеку на шахтах у свої фінансові звіти. Ці дані про безпеку вже були у відкритому доступі в інших джерелах, що дозволило авторам дослідження виокремити та оцінити додаткові реальні ефекти від включення цієї інформації у фінансові звіти.

Порівнюючи шахти, що належать емітентам, зареєстрованим у Комісії з цінних паперів та бірж США, з шахтами, що не зареєстровані, вчені документально підтвердили, що включення даних про безпеку праці у фінансові звіти зменшує кількість скарг і травм, пов'язаних з видобутком корисних копалин, а також підвищує продуктивність праці. Реакція фондових ринків і пайових інвестиційних фондів свідчить про те, що підвищення обізнаності з питань безпеки є ймовірним поясненням спостережуваних реальних ефектів, внаслідок яких відбувається аномальне зростання цін акцій.

Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., & Yang, Y досліджували ефект «витоку інформації», коли прибутковість акцій починає коригуватися ще до офіційного оприлюднення інформації через витоки або чутки, що ще більше підкреслює взаємозв'язок між інформацією та рухом цін на акції [98]. В обох описаних випадках коливання цін на акції були чутливим до часу оприлюднення інформації, а саме проміжком часу між фактичною подією та її появою у відкритому доступі.

Як зазначають Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., та Zarowin, P., розкриття інформації про аномальні прибутки може суттєво вплинути на рішення інвесторів через те, що вона може змінити сприйняття ризику та винагороди [103]. Коли відбуваються неочікувані відхилення в цінах на акції, розкрита інформація дає уявлення про основні причини, незалежно від того, чи вони пов'язані з позитивними сюрпризами, такими як високі прибутки, чи з

негативними шоками, такими як юридичні проблеми. Ці дані впливають на оцінку інвесторами перспектив і фінансового стану компанії, безпосередньо впливаючи на їхній апетит до ризику та інвестиційні стратегії. Прозоре розкриття інформації дозволяє інвесторам робити обґрунтований вибір, коригуючи свої портфелі на основі нових знань, таким чином підкреслюючи ключову роль інформації у формуванні інвестиційних рішень.

Оскільки відповідно до Закону України «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» [27] суб'єкти господарювання, які працюють у фінансовому секторі, зобов'язані складати звітність за Міжнародними стандартами фінансової звітності (МСФЗ) та оприлюднювати її на своїх вебсайтах, то частково розкриття інформації про аномальні коливання цін акцій емітентів присутнє у примітках фінансової звітності на вимогу МСФЗ 7 «Фінансові інструменти: розкриття інформації» [52]. Хоча Міжнародні стандарти фінансової звітності (МСФЗ) 7 вимагають розкриття інформації про фінансові інструменти та пов'язані з ними ризики, вони не можуть всебічно допомогти інвесторам у розумінні аномальних прибутковостей. На аномальну дохідність часто впливають різноманітні фактори, які виходять за рамки розкриття інформації згідно з МСФЗ 7.

МСФЗ 7 в першу чергу зосереджений на визнанні, оцінці та розкритті інформації про фінансові інструменти, включаючи їхню справедливую вартість, класифікацію та ризики. Хоча він надає цінну інформацію про схильність компанії до ринкових ризиків і фінансових інструментів, він не дає розуміння ширших чинників, які можуть призвести до аномальних коливань цін на акції, у тому числі таких, що спричиняють аномальні прибутки для інвесторів. Аномальні прибутки можуть бути наслідком неочікуваних подій, таких як зміни в управлінні, конкурентному середовищі, технологічний прогрес, судові спори та макроекономічні тенденції – фактори, які не можуть бути безпосередньо враховані в інформації, що розкривається в МСФЗ (IFRS) 7.

Крім того, аномальні прибутки часто є результатом інтерпретації та реакції учасників ринку на нову та неочікувану інформацію. Це може включати такі

фактори, як настрої, поведінка інвесторів і сприйняття ринку, які не повністю відображаються в розкриттях згідно з МСФЗ 7, зосереджених на історичних фінансових даних і відомих ризиках.

По суті, хоча розкриття інформації згідно з МСФЗ 7 є критично важливими для розуміння фінансових інструментів і ризиків компанії, аномальні прибутки формуються під впливом більш широкого спектру змінних, які виходять за рамки стандартів фінансової звітності. Інвесторам, які прагнуть зрозуміти аномальні прибутки, необхідно розглянути ширший спектр джерел інформації, включаючи макроекономічні тенденції, розвиток галузі та якісні фактори, що впливають на ринкові настрої та сприйняття.

Таким чином, існуючі правила розкриття інформації про аномальні коливання цін акцій емітентів мають кілька недоліків:

1. Розкриття інформації обмежуються вимогами МСФЗ 7 та судженнями управлінського персоналу.

2. Мова розкриття є складною і користувачу без спеціалізованої освіти зрозуміти такі розкриття дуже складно. Користувачам, які не володіють знаннями МСФЗ, навіть таку інформацію складно знайти.

3. Річна інформація публікується із суттєвим запізненням (мінімум 4 місяці), оскільки звітність має бути підтверджена аудитором, а проміжна інформація може не розкриватися взагалі.

Тому, на нашу думку, встановлення чітких правил розкриття інформації про причини аномальних коливань цін на акції емітентів сприятиме поліпшенню інституційного середовища та нарощуванню потенціалу фінансового ринку за рахунок активізації роздрібних інвесторів.

У цьому дослідженні застосовано змішаний підхід, який включає якісні та кількісні методи. Виходячи з попередніх досліджень, на нашу думку, методологія анкетування є найбільш підходящим підходом для всебічного вивчення того, як розкриття інформації впливає на рішення інвесторів. Цей метод має кілька переваг, що робить його оптимальним вибором для охоплення різних точок зору та сприяння глибшому розумінню.

По-перше, анкетування дозволяє дослідникам збирати кількісні та якісні дані від різних респондентів. Структуруючи питання навколо різних аспектів розкриття інформації про мультиплікацію та поведінки інвесторів, дослідники можуть отримати цілісне уявлення про те, як різні типи інформації впливають на прийняття рішень [90]. Цей метод дозволяє охопити більший обсяг вибірки, що підвищує узагальненість результатів.

По-друге, як зазначає Foddy, W., анкети можуть бути розроблені для вивчення конкретних змінних і взаємозв'язків, забезпечуючи цілеспрямоване дослідження причинно-наслідкової динаміки між розкриттям інформації та рішеннями інвесторів [108]. Дослідники можуть з'ясувати реакцію респондентів на різні типи інформації, час прийняття ними рішень та фактори, що впливають на їхню інтерпретацію розкритої інформації. Крім того, анкети пропонують контрольовану та стандартизовану структуру, що забезпечує послідовність збору даних та зменшує упередженість, притаманну відкритим інтерв'ю. Відповіді можна систематично аналізувати, що дозволяє дослідникам виявляти закономірності, кореляції та тенденції, які прояснюють зв'язок між розкриттям інформації та вибором інвесторів.

Першим етапом дослідження була розробка анкети. Основним технічним підґрунтям для розробки опитувальника стала книга Біннера (Bynner, J.), Стріблі (Stribley, K.M. [90]) та Фодді (Foddy, W. [108]). На основі вищезгаданих досліджень ми сформулювали 25 запитань для анкети про те, як розкриття інформації про аномальну прибутковість акцій впливає на рішення роздрібних інвесторів. Учасники можуть відповісти за шкалою від 5 (повністю погоджуюсь), 4 (частково погоджуюсь), 3 (не можу визначитися), 2 (байдуже), 1 (частково не погоджуюсь) до 0 (абсолютно не погоджуюсь):

1. Інформація про аномальну доходність акцій є важливою для моїх інвестиційних рішень.
2. Я вважаю, що аномальна прибутковість акцій вказує на зміну результатів діяльності компанії.
3. Час розкриття інформації про аномальні прибутки впливає на мій інвестиційний вибір.

4. Я вважаю аномальну прибутковість акцій цінним індикатором ринкових тенденцій.

5. Інформація про позитивні аномальні прибутки спонукає мене інвестувати в акції компанії.

6. Інформація про негативні аномальні прибутки змушує мене бути більш обережним щодо інвестування.

7. Я схильний коригувати свій портфель на основі оприлюдненої інформації про аномальну прибутковість акцій.

8. Я вірю, що розкрита інформація точно відображає аномальну доходність акцій.

9. Інформація про аномальну доходність акцій суттєво впливає на моє сприйняття ризику.

10. Я покладаюся на розкрити інформацію про аномальну прибутковість акцій при оцінці потенційних інвестицій.

11. Спосіб подання інформації про аномальні прибутки впливає на мої рішення.

12. Я більш схильний купувати акції, коли інформація про аномальну прибутковість розкривається в сприятливому ключі.

13. Інформація про аномальні прибутки впливає на мої рішення більше, ніж загальні ринкові тенденції.

14. Я почуваюся більш впевненим у своєму інвестиційному виборі, коли маю доступ до інформації про аномальні прибутки.

15. На мої рішення впливає довіра до джерела, яке розкриває інформацію про аномальні прибутки.

16. Я активно шукаю інформацію про аномальну прибутковість акцій перед тим, як зробити інвестиційний вибір.

17. Оприлюднена інформація про аномальні прибутки впливає на мої рішення незалежно від ринкових умов.

18. Я вважаю, що оприлюднення інформації про аномальну прибутковість може створити інвестиційні можливості.

19. Інформація про аномальні прибутки допомагає мені передбачити потенційні зміни в майбутніх показниках компанії.

20. Я скоригую свою інвестиційну стратегію на основі оприлюднених даних про аномальну прибутковість.

21. Я вважаю розкриття інформацію про аномальні прибутки достовірною та точною.

22. Моя впевненість в інвестуванні зростає, коли я маю доступ до добре поясненої інформації про аномальні прибутки.

23. Розкриття інформації про аномальні прибутки впливає на мій вибір більше, ніж новини компанії.

24. Інформація про аномальну прибутковість є вирішальним фактором у процесі прийняття мною рішень.

25. Мені важко отримати доступ до інформації про аномальні прибутки та їх причини.

Опитувальник поширювався через соціальні мережі Facebook, LinkedIn та Survey Monkey. Цільова аудиторія – роздрібні інвестори в європейських країнах. Опитування проводилося протягом січня – червня 2023 року серед понад 5 000 респондентів; було отримано 1 745 відповідей. Після виключення незаповнених відповідей було проаналізовано 1 538 відповідей. Серед респондентів можна виділити чотири основні вікові групи:

- до 25 років – 10 %;
- від 25 до 35 років – 38 %;
- від 35 до 45 років – 34 %;
- старше 45 років – 18 %.

Більше 65 % опитаних мають ступінь бакалавра, більше 22 % мають ступінь магістра і вище. Всі опитані інвестори, включені у вибірку, мають інвестиційні портфельні вартістю більше 5 000 євро.

Відповіді респондентів були оцінені за допомогою аналізу описової статистики. На основі описового статистичного аналізу були обрані визначальні інвестиційні детермінанти, які стосуються чутливості до розкриття інформації.

У таблиці 3.1 наведено результати описової статистики.

Таблиця 3.1

Описова статистика результатів опитування

Запитання	Середнє	Стандартне відхилення	Медіана	Min	Max
1	2	3	4	5	6
Розкрита інформація про аномальні коливання цін на акції має важливе значення для моїх інвестиційних рішень.	4,23	0,98	4	1	5
Я вважаю, що аномальні коливання цін на акції вказують на зміну результатів діяльності компанії.	3,55	1,12	4	1	5
Час розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції впливає на мій інвестиційний вибір.	3,99	1,28	4	0	5
Я вважаю аномальну прибутковість акцій цінним індикатором ринкових тенденцій.	4,11	1,05	4	1	5
Інформація про позитивні аномальні прибутки спонукає мене інвестувати в акції компанії.	3,82	1,21	4	1	5
Інформація про негативні аномальні прибутки змушує мене більш обережно ставитися до інвестування.	3,14	1,32	3	0	5
Я, як правило, коригую свій портфель на основі оприлюдненої інформації про аномальну прибутковість акцій.	3,68	1,22	4	0	5
Я вірю, що розкрита інформація точно відображає аномальні коливання цін на акції.	3,96	1,10	4	1	5
Аномальна інформація про аномальні коливання цін на акції має значний вплив на моє сприйняття ризику.	3,42	1,27	3	0	5
При оцінці потенційних інвестицій я покладаюся на оприлюднені дані про аномальну прибутковість акцій.	3,89	1,17	4	1	5
Те, як подається інформація про аномальні коливання цін на акції, впливає на мої рішення.	3,74	1,23	4	0	5
Я більш схильний купувати акції, коли аномальні коливання цін на акції розкриваються в сприятливому ключі.	3,61	1,29	4	0	5

Продовження табл. 3.1

1	2	3	4	5	6
Інформація про аномальні коливання цін на акції впливає на мої рішення більше, ніж загальні ринкові тенденції.	3,79	1,15	4	1	5
Я почуваюся більш впевненим у своєму інвестиційному виборі, коли маю доступ до інформації про аномальні коливання цін на акції	3,98	1,20	4	1	5
Довіра до джерела, яке розкриває аномальні прибутки, впливає на мої рішення.	3,29	1,36	3	0	5
Я активно шукаю інформацію про аномальну прибутковість акцій, перш ніж робити інвестиційний вибір.	3,68	1,23	4	0	5
Розкрита інформація про аномальні прибутки впливає на мої рішення незалежно від ринкових умов.	3,42	1,28	3	0	5
Я вважаю, що оприлюднення інформації про аномальну прибутковість може створити інвестиційні можливості.	3,97	1,27	4	0	5
Інформація про аномальну прибутковість допомагає мені передбачити потенційні зміни в майбутніх показниках компанії.	3,92	1,16	4	1	5
Я скоригую свою інвестиційну стратегію на основі оприлюднених даних про аномальну прибутковість.	3,69	1,21	4	1	5
Я вважаю розкрити інформацію про аномальні коливання цін на акції достовірною та точною.	4,05	1,11	4	1	5
Моя впевненість в інвестуванні зростає, коли я маю доступ до добре поясненої інформації про аномальну прибутковість.	3,87	1,18	4	1	5
Розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції впливає на мій вибір більше, ніж новини компанії.	4,52	1,29	4	0	5
Інформація про аномальні коливання цін на акції є вирішальним фактором у моєму процесі прийняття рішень.	3,65	1,29	4	0	5
Мені важко отримати доступ до інформації про аномальні коливання цін на акції та їхні причини.	4,76	1,03	4	1	5

Джерело: розраховано автором

Результати, представлені в цьому дослідженні, дають комплексне розуміння того, як інвестори сприймають і реагують на оприлюднену інформацію про аномальні коливання цін на акції при формуванні своїх інвестиційних рішень. Аналіз описової статистики дозволив отримати цінну інформацію про значущість різних факторів, що впливають на поведінку інвесторів.

Очевидно, що учасники визнають важливість розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції для формування своїх інвестиційних рішень, оскільки середнє значення становить 4,23. Це підкреслює ключову роль, яку ці дані відіграють у формуванні їхніх стратегій. Цей висновок збігається з результатами дослідження Р.-Н. Chou, К.-С. Ko, N.-Т. Yang [146]. Аналогічно, середнє значення 4,11 за розгляд аномальних коливань цін на акції як цінних індикаторів ринкових тенденцій підтверджує, що така інформація є життєво важливою для оцінки ринкової динаміки.

Слід зазначити, що вплив часу розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції на інвестиційний вибір є дещо різним, про що свідчить помірне середнє значення 3,55. Вплив позитивних аномальних прибутків на інвестиційні рішення (середнє значення 3,82) є значно вищим, ніж вплив негативних аномальних прибутків (середнє значення 3,14), що свідчить про те, що позитивні прибутки є більш переконливим мотиватором. Чутливість до часу розкриття інформації обговорювали Banerjee, S., & Green, B. [72], Piotroski, J., & Roulstone, B. [151], Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. [64]. Слід зазначити, що ці науковці не досліджували розкриття інформації про аномальні прибутки, вони вивчали вплив розкриття інших видів інформації. Зокрема Piotroski, J., та Roulstone, B. дослідили, якою мірою торговельна діяльність трьох поінформованих учасників ринку – фінансових аналітиків, інституційних інвесторів та інсайдерів – впливає на відносну кількість інформації, що стосується конкретної фірми, галузі та ринку, яка відображається в цінах на акції, що вимірюється показником синхронності прибутковості акцій. Вони виявили, що синхронність прибутковості акцій позитивно пов'язана з прогностною діяльністю аналітиків, що узгоджується з тим, що аналітики збільшують кількість галузевої інформації в цінах за рахунок внутрішньогалузевого обміну інформацією. На противагу цьому, синхронність прибутковості акцій обернено пропорційно пов'язана з інсайдерськими угодами, що узгоджується з тим, що ці угоди передають специфічну для фірми інформацію. Додаткові тести показали, що інсайдерська та інституційна торгівля прискорюють врахування в цінах лише

специфічного для фірми компоненту новин про майбутні прибутки, тоді як прогнозування аналітиків прискорює врахування як галузевого, так і специфічного для фірми компоненту новин про майбутні прибутки [151]. Результати, отримані Piotroski, J., та Roulstone, B. свідчать про те, що всі три сторони впливають на інформаційне середовище компанії, але тип релевантної для ціни інформації, що передається їхньою діяльністю, залежить від відносної інформаційної переваги кожної сторони.

Інвестори також схильні коригувати свої портфелі на основі розкритої інформації про аномальні коливання цін на акції, про що свідчить середнє значення 3,68. Це свідчить про адаптивність інвесторів до нової інформації для вдосконалення своїх інвестиційних стратегій. Ці висновки відповідають дослідженням Chen, Y., Kelly, B., & Wu, W. [92], Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. [98]. Дані відображають збалансовану довіру до точності оприлюдненої інформації (середнє значення 3,96) та переконання, що вона суттєво впливає на сприйняття ризику (середнє значення 3,42).

Хоча респонденти визнають вплив представлення інформації (середнє значення 3,74) та надійності джерела (середнє значення 3,29) на їхні рішення, дані також підкреслюють важливу роль добре поясненої та достовірної інформації у підвищенні довіри інвесторів (середнє значення 3,87).

Насамкінець, результати дослідження підтверджують, що роздрібні інвестори надають великого значення розкриттю інформації про аномальну прибутковість акцій. Результати свідчать про те, що така інформація впливає на прийняття інвестиційних рішень і формує сприйняття ризику, коригування портфеля та впевненість у завтрашньому дні. Різноманітні реакції на різні аспекти інформаційного впливу підкреслюють багатогранність процесів прийняття рішень інвесторами.

Як видно з таблиці 3.1, для роздрібних інвесторів найбільш важливими є наступні фактори:

1. Інформація про аномальні коливання цін на акції є важливою для прийняття життєво важливих інвестиційних рішень (IMP).

2. Я вважаю, що для прийняття обґрунтованих інвестиційних рішень дуже важливо мати доступ до інформації про аномальні коливання цін на акції (REGACC).

3. Вважаю розкриття інформацію про аномальні коливання цін на акції я достовірною та точною (ACCUR).

4. Час розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції впливає на мій інвестиційний вибір (TIME).

5. Я почуваюся більш впевненим у своєму інвестиційному виборі, коли маю доступ до інформації про аномальні коливання цін на акції (CONF).

6. Я вважаю, що оприлюднення інформації про аномальні коливання цін на акції може створити інвестиційні можливості (RELEASE).

7. Розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції впливає на мій вибір більше, ніж новини компанії (NEWS).

8. У мене є труднощі з доступом до інформації про аномальні коливання цін на акції та їх причини (DIFF).

За результатами аналізу було сформульовано три гіпотези:

H1: Розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції впливає на рішення інвесторів.

H2: Час розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції впливає на рішення інвесторів.

H3: Поганий доступ до розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції негативно впливає на інвестиційні рішення.

Наступним кроком аналізу є регресійний аналіз, де залежною змінною є зміна обсягу роздрібних інвестицій на платформі Robinhood, а незалежними змінними – перелічені вище вісім факторів. Ми використали два інтервали для перевірки наших гіпотез, оскільки розкриття інформації відбувалося двічі протягом періоду анкетування (один раз річна інформація, і один раз проміжна інформація). Аналіз проводився в RStudio за допомогою функції `lm`.

Загальний опис моделі має вигляд (3.1):

$$INV = \beta_1 IMP + \beta_2 REGACC + \beta_3 ACCUR + \beta_4 TIME + \beta_5 CONF + \beta_6 RELEASE + \beta_7 NEWS + \beta_8 DIFF + \varepsilon \quad (3.1)$$

Результати регресійного аналізу представлені в таблиці 3.2.

Таблиця 3.2

Результати регресійного аналізу

Незалежна змінна	Коефіцієнт (β)	Стандартна помилка	t-значення	p-значення
IMP	0.247	0.081	3.051	0.002***
REGACC	0.135	0.093	1.452	0.147
ACCUR	0.201	0.076	2.647	0.008***
ЧАС	-0.094	0.102	-0.922	0.001***
CONF	0.182	0.089	2.045	0.041*
ЗВІЛЬНЕННЯ	0.125	0.074	1.689	0.032**
НОВИНИ	0.057	0.071	0.802	0.423
DIFF	-0.104	0.096	-1.083	0.002***

Джерело: розраховано автором

Регресійний аналіз дає змогу отримати важливу інформацію про взаємозв'язок між переліченими факторами та зміною обсягу роздрібних інвестицій на платформі Robinhood. Значення коефіцієнтів вказують на силу та напрям зв'язку, тоді як t-значення та p-значення дають уявлення про статистичну значущість.

Слід зазначити, що сприйняття важливості розкриття інформації (IMP) та віра в необхідність доступу до інформації (REGACC) мають позитивні коефіцієнти, але лише важливість розкриття інформації є статистично значущою (p-value = 0,002). Сприйняття надійності розкритої інформації (ACCUR) також є статистично значущим і позитивно пов'язане зі зміною обсягу інвестицій (p-значення = 0,008). Отже, перша гіпотеза підтверджується.

Відчуття впевненості в інвестиційному виборі (CONF) позитивно пов'язане зі зміною обсягу інвестицій зі статистичною значущістю (p-value = 0,041), так само як і сприйняття того, що оприлюднення інформації створює інвестиційні можливості (RELEASE, p-value = 0,032). Ці результати узгоджуються з

висновками Dhaliwal, D., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, [99], Fishman, M., & Hagerty, K. [107].

Тим часом, час розкриття інформації (TIME) та труднощі з доступом до інформації (DIFF) негативно впливають на інвестиційні рішення. Якщо інвестори не мають доступу до інформації або інформація розкривається пізніше, це призводить до зменшення інвестицій. Довіра до розкритої інформації (NEWS) не демонструє статистично значущого зв'язку зі зміною обсягу інвестицій. Отже, друга і третя гіпотези підтверджуються. Ці висновки вказують на сфери, де вдосконалення стратегій поширення інформації може призвести до прийняття інвесторами більш обґрунтованих рішень. Важливість часу розкриття інформації обговорювали Grewal, J., Riedl, E., & Serafeim, G. [112], Leuz, C., & Wysocki, P. [134].

Отже, результати цього дослідження підтверджують, що роздрібні інвестори надають великого значення розкриттю інформації про аномальну прибутковість акцій. Результати підтверджують, що така інформація має вирішальне значення для прийняття інвестиційних рішень, формування сприйняття ризиків, коригування портфеля та підвищення загальної довіри. Різноманітні реакції на різні аспекти інформаційного впливу підкреслюють складність, притаманну процесам прийняття рішень інвесторами.

Таким чином, спираючись на емпіричні результати наведені вище, та враховуючи недоліки розкриття інформації про аномальні коливання цін на акції емітентів, вважаємо, що для поліпшення інституційного забезпечення нарощування потенціалу фінансового ринку необхідно запровадити обов'язкове розкриття інформації інвесторами про аномальні коливання цін на акції емітентів (яке перевищує на 2 % середнє значення попереднього місяця) та їх причини. Таке розкриття має наводитися на веб-сайті емітента у розділі «Інформація для інвесторів». Контроль за таким розкриттям має бути покладено на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Розкриття інформації про причини аномальних коливань цін на акції емітентів, особливо таких, що генерують аномальні прибутки інвесторам, може

значно підвищити потенціал фінансового ринку, сприяючи прозорості, прийняттю обґрунтованих рішень та ефективному розподілу ресурсів. Коли інвестори отримують вичерпну інформацію про фактори, що спричиняють аномальні прибутки, вони глибше розуміють основну динаміку, яка впливає на рух цін на акції. Така прозорість допомагає зменшити інформаційну асиметрію і дає інвесторам можливість робити більш обґрунтований вибір.

Чітке розкриття причин аномальної прибутковості дозволяє інвесторам точніше оцінити результати діяльності компанії та її потенційні перспективи на майбутнє. Це, в свою чергу, призводить до прийняття більш обґрунтованих інвестиційних рішень, підвищення довіри до ринку та покращення розподілу ресурсів. Інвестори можуть визначити, які компанії переживають справжні покращення, а які стикаються з проблемами, що призводить до більш ефективного розподілу капіталу серед гідних бізнесів.

Крім того, ринок, який цінує і заохочує розкриття інформації про причини аномальної прибутковості, приваблює більше участі як інституційних, так і роздрібних інвесторів. Підвищена прозорість і розуміння причин аномальних прибутків сприяють зміцненню довіри інвесторів, що є необхідною умовою для зростання і стабільності ринку. Коли на ринок виходить більше учасників, озброєних значущою інформацією, ліквідність зростає, а визначення цін стає більш точним.

Зрештою, середовище, що характеризується прозорим розкриттям інформації про причини аномальних прибутків, допомагає створити рівні умови для всіх учасників ринку. Воно мінімізує спекулятивну поведінку, спричинену дезінформацією, і дозволяє інвесторам більш раціонально реагувати на події на ринку. Коли довіра до ринку зростає, інвестори з більшою ймовірністю будуть ефективно розподіляти свої ресурси, що призведе до оздоровлення та зміцнення фінансового ринку в цілому.

3.2. Перспективи інтегрованості вітчизняного фінансового ринку у європейський фінансовий простір

Інтеграція українського фінансового ринку в глобальний фінансовий простір має величезний потенціал для повоєнного відновлення України, її економічного зростання, стабільності та збільшення інвестиційних можливостей. Впроваджуючи стратегічні заходи та сприяючи співпраці, Україна може позиціонувати себе як конкурентоспроможного гравця на світовій арені.

Український фінансовий ринок стикається з кількома критичними недоліками, які створюють значні виклики для його інтеграції у світовий фінансовий ринок [56]. Ці недоліки, якщо їх не усунути, можуть підірвати довіру інвесторів, стримувати фінансування повоєнного відновлення України та обмежити здатність країни ефективно брати участь у світовому фінансовому ринку.

Однією з головних проблем є відсутність послідовної та прозорої регуляторної бази. Неузгодженість нормативно-правових актів та практики правозастосування створюють невизначеність як для інвесторів, так і для бізнесу [182]. За відсутності чіткого та ефективного регуляторного середовища іноземні інвестори можуть вагатися щодо виходу на український ринок, побоюючись юридичних та фінансових ризиків.

Іншим недоліком є нерозвиненість інфраструктури для фінансових технологій (FinTech) та електронної торгівлі [45]. Як було показано у другому розділі роботи, застарілі технології перешкоджають ефективності та швидкості транзакцій, що не дозволяє ринку йти в ногу зі світовими стандартами. Модернізація торговельних платформ, систем розрахунків та цифрових платіжних рішень має важливе значення для безперешкодної інтеграції у світову фінансову екосистему.

Обмеженість механізмів захисту прав інвесторів ще більше ускладнює ситуацію. Слабкі практики корпоративного управління та недостатні гарантії

прав акціонерів підбивають довіру інвесторів [46]. Відсутність прозорості у фінансовій звітності та недостатні механізми вирішення спорів стримують іноземні інвестиції та перешкоджають зростанню вітчизняного бізнесу. Для залучення іноземних інвестицій Україна також має зосередитися на покращенні свого кредитного рейтингу та загальноекономічних показників. Виважена фінансова та монетарна політика, а також ефективні податкові режими є критично важливими в цьому відношенні. Крім того, підвищення фінансової грамотності громадян може сприяти розвитку культури усвідомленого інвестування та відповідальної фінансової поведінки.

Прозорість ринку та розкриття інформації також викликають занепокоєння. Непослідовна практика звітності та недостатня інформація про компанії, що котируються на біржі, заважають інвесторам приймати обґрунтовані рішення. Недостатня прозорість може призвести до браку довіри, обмежуючи привабливість ринку як для вітчизняних, так і для міжнародних учасників.

Крім того, український фінансовий ринок є відносно недорозвиненим, особливо з точки зору ринків капіталу. Обмежений доступ бізнесу до капіталу в поєднанні з відсутністю розвиненої культури первинного публічного розміщення акцій (IPO) стримує зростання вітчизняних компаній та зменшує здатність ринку залучати іноземні інвестиції. Розвиток добре функціонуючого ринку капіталу має вирішальне значення. Україна може досягти цього, сприяючи розвитку своєї фондової біржі та заохочуючи лістинг місцевих компаній на міжнародних фондових біржах. Це не лише дасть місцевому бізнесу доступ до світового капіталу, але й підвищить впізнаваність та довіру до нього серед міжнародних інвесторів.

Валютні обмеження та волатильність валютного курсу також створюють проблеми. Коливання курсу української гривні може призвести до невизначеності для інвесторів та підприємств, які беруть участь у транскордонних операціях. Здатність ефективно конвертувати та переказувати кошти в країну та з країни має вирішальне значення для міжнародних інвестицій.

Усунення цих недоліків вимагає комплексних реформ, що охоплюють регуляторні, технологічні, прозорість, захист інвесторів та розвиток ринку. Україна має визначити пріоритетами створення прозорої та послідовної нормативно-правової бази, інвестування в сучасну фінтех-інфраструктуру, посилення механізмів захисту інвесторів, сприяння прозорості ринку та зростання ринків капіталу. Усунувши ці недоліки, Україна може прокласти шлях до успішної інтеграції у світовий фінансовий ринок, залучення інвестицій, стимулювання економічного зростання та зміцнення свого глобального фінансового становища.

Одним із ключових аспектів інтеграції у світовий фінансовий простір є приведення нормативно-правової бази у відповідність до міжнародних стандартів. Нормативно-правова база є ключовим елементом інституційного забезпечення потенціалу фінансового ринку, тому її упорядкування відповідно до міжнародних тенденцій є одним з ключів до нарощування потенціалу фінансового ринку України. Приведення нормативно-правової бази у відповідність до міжнародних стандартів включає прозорість фінансової звітності, дотримання практики боротьби з відмиванням грошей (AML) і принципу «знай свого клієнта» (KYC), а також створення надійних механізмів захисту інвесторів. Такі заходи не лише підвищують довіру інвесторів, але й приваблюють іноземний капітал, який шукає безпечні та відповідні законодавству напрямки інвестування. Про це свідчать результати досліджень зарубіжних вчених, які досліджують ринки, що розвиваються, зокрема Ararat, М., та Yurtoglu, В. В. [66], Kemal, Muhammad Usman [126], Sohn, I. [161] та ін. Так, Kemal, Muhammad Usman зазначає, що «Відмивання грошей найбільш поширене в банківському секторі, оскільки банки мають справу з внесенням, зняттям і переказом грошей, тому необхідно оцінювати ефективність антикорупційного законодавства на основі суб'єктивних суджень [126]». Дослідник виявив, що існує вплив навчання працівників на відмивання грошей у банківській системі і тому запропонував з метою зупинення відмивання грошей, виділити спеціальний бюджет на розвиток потенціалу працівників через навчання. Він вважає, що

необхідно своєчасно залучати іноземних інструкторів або експертів з питань боротьби з відмиванням грошей та надавати їм допомогу.

Успішна інтеграція українського фінансового ринку у світовий фінансовий простір залежить від впровадження ефективних заходів з протидії відмиванню коштів. Регулювання у сфері протидії відмиванню коштів має вирішальне значення не лише для створення безпечного та прозорого фінансового середовища, але й для завоювання довіри міжнародних інвесторів. Існує кілька ключових напрямів, на яких Україна може зосередити свої зусилля для вдосконалення системи протидії відмиванню коштів та сприяння процесу інтеграції.

Перш за все, необхідним є вдосконалення нормативно-правової бази. Україна має забезпечити відповідність свого законодавства у сфері протидії відмиванню коштів міжнародним стандартам, зокрема, встановленим такими організаціями, як Група з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF). Це передбачає впровадження комплексного законодавства, яке охоплює питання виявлення, звітування та запобігання відмиванню коштів та фінансуванню тероризму [106]. Для стримування потенційних порушників слід також запровадити суворіші покарання за недотримання законодавства, які мають виконуватися беззаперечно, незважаючи на статус особи, яка вчинила порушення.

Одним із першочергових заходів реформування української нормативно-правової бази має стати узгодження українського законодавства з питань протидії відмиванню коштів зароблених злочинним шляхом положенням 6-ї Директиви ЄС з протидії відмиванню коштів [100]. Імплементация 6-ї Директиви Європейського Союзу (ЄС) щодо боротьби з відмиванням грошей (ПВК) має першочергове значення для фінансової системи України та її прагнення до міжнародної інтеграції. Ця директива окреслює всеосяжні рамки для боротьби з відмиванням грошей та фінансуванням тероризму, і адаптація Україною її положень має кілька переконливих причин.

По-перше, узгодження з 6-ю Директивою ЄС з протидії відмиванню коштів демонструє прихильність України до найкращих міжнародних практик. Оскільки Україна прагне інтегрувати свій фінансовий ринок у світове співтовариство, прийняття стандартів, схвалених таким потужним економічним блоком, як ЄС, демонструє її відданість підтримці надійних заходів боротьби з відмиванням коштів, зміцнюючи довіру серед міжнародних інвесторів та інституцій.

По-друге, дотримання директиви зміцнює репутацію України як відповідального фінансового гравця. ЄС є важливим економічним партнером для багатьох країн, і гармонізація законодавства у сфері протидії відмиванню коштів з 6-ю Директивою зміцнює зв'язки України з країнами-членами ЄС та полегшує транскордонні фінансові операції. Таке узгодження не лише спрощує регуляторні процеси, але й заохочує іноземні інвестиції, запевняючи партнерів у прихильності України до безпечного та прозорого фінансового середовища.

Крім того, імплементація 6-ї Директиви допомагає стримувати потоки незаконних коштів у межах кордонів України. Відмивання грошей та фінансування тероризму становлять ризики для економічної стабільності та національної безпеки. Приєднання до Директиви надає українській владі ефективні інструменти та механізми для виявлення, запобігання та розслідування підозрілої фінансової діяльності, сприяючи зміцненню внутрішньої безпеки та стійкості.

Шоста Директива ЄС з протидії відмиванню коштів також сприяє економічному зростанню. Запобігаючи відмиванню коштів та фінансуванню тероризму, Україна може залучити більш авторитетних інвесторів та установи, що призведе до збільшення притоку капіталу. Чистий і прозорий фінансовий ринок сприяє розвитку бізнесу та підприємництва, що, зрештою, є рушійною силою економічного прогресу.

Крім того, дотримання вимог директиви відкриває двері для посилення міжнародної співпраці. Спільні стандарти протидії відмиванню коштів сприяють співпраці з країнами-членами ЄС, дозволяючи обмінюватися інформацією,

досвідом та ресурсами. Це партнерство може надати Україні неоціненну підтримку в розвитку її потенціалу у сфері боротьби з відмиванням коштів та подоланні складнощів, пов'язаних із сучасними фінансовими злочинами.

Насамкінець, гармонізація українського законодавства з вимогами 6-ї Директиви ЄС з протидії відмиванню коштів є не лише юридичним зобов'язанням, але й стратегічним кроком, який відповідає амбіціям України щодо фінансової інтеграції та економічного зростання. Демонструючи свою відданість боротьбі з відмиванням грошей та фінансуванню тероризму, Україна може побудувати довіру, залучити інвестиції, зміцнити партнерські відносини та забезпечити цілісність своєї фінансової системи. Прийняття цього закону прокладає шлях до більш безпечного, прозорого та процвітаючого майбутнього як на національному, так і на міжнародному рівнях.

Важливим аспектом ефективної боротьби з відмиванням коштів, які визначені Шостою Директивою ЄС, є посилення процедур належної перевірки клієнтів. Українські фінансові установи повинні застосовувати ризик-орієнтовані підходи до оцінки профілів клієнтів, моделей транзакцій та джерел походження коштів. Впровадження процедур «Знай свого клієнта» (KYC), які передбачають перевірку особи клієнта та законності походження його коштів, є вкрай важливим [67]. Посилена належна перевірка повинна застосовуватися до клієнтів з підвищеним ризиком, таких як політично значущі особи (PEPs) та заможні особи.

Крім того, як зазначає Terry, J., [164] створення центральної бази даних для звітності та аналізу підозрілих транзакцій може значно посилити зусилля у сфері протидії відмиванню коштів. Така база даних дозволить різним фінансовим установам обмінюватися інформацією та співпрацювати у виявленні потенційно незаконної діяльності. Ефективний обмін даними та співпраця між установами мають вирішальне значення для виявлення та запобігання схемам відмивання грошей, які можуть охоплювати кілька рахунків або установ.

Технології можуть відігравати ключову роль у модернізації боротьби з відмиванням грошей. Україна має інвестувати в передові інструменти аналізу

даних та системи штучного інтелекту для виявлення моделей підозрілої поведінки, виявлення аномалій та прогнозування потенційних ризиків. Автоматизований моніторинг транзакцій може допомогти установам виявляти незвичні транзакції в режимі реального часу, що дасть змогу вчасно повідомляти про них та вживати заходів. Про успішність застосування таких інструментів свідчать дослідження Yurika Ishii [179], M. Karthika, K. Neethu, P. Lakshmi [137], D. W. Arner, D. A. Zetsche, R. P. Buckley [67]. Як зазначає Yurika Ishii, криптоактиви викривають багато вразливих місць у нормативно-правових актах з протидії відмиванню коштів. Тому нормативно-правові акти повинні розроблятися таким чином, щоб враховувати проблеми, притаманні технології блокчейн, а для цього необхідна тісна співпраця між юристами-практиками, науковцями та експертами в галузі технологій [179].

Важливе значення мають регулярні програми навчання та розбудови потенціалу для фахівців, які працюють у фінансовому секторі. Ці програми мають бути спрямовані на ознайомлення працівників з останніми тенденціями у сфері протидії відмиванню коштів, методами та типологіями діяльності з відмивання грошей. Це дозволить їм залишатися пильними та ефективніше розпізнавати потенційно підозрілу діяльність. Державна служба фінансового моніторингу України публічно публікує типології легалізації коштів зароблених злочинним шляхом [47], проте вони публікуються із певним запізненням. Крім того, на сайті Державної служби фінансового моніторингу є посилання на міжнародні практики протидії легалізації коштів зароблених злочинним шляхом і на міжнародні типології, проте відсутній переклад. На жаль, не всі працівники фінансових установ вільно володіють англійською мовою, щоб скористатися такими матеріалами.

Міжнародне співробітництво також є життєво важливим у боротьбі з відмиванням грошей. Україна повинна співпрацювати з іншими країнами та міжнародними організаціями для обміну інформацією, досвідом та найкращими практиками. Таке партнерство може допомогти у відстеженні транскордонних фінансових потоків та виявленні глобальних мереж відмивання грошей.

Принцип «Знай свого клієнта» (KYC) є наріжним каменем сучасних фінансових систем, відіграючи ключову роль у забезпеченні цілісності, безпеки та прозорості фінансових операцій. Для України, яка прагне інтегрувати свій фінансовий ринок у глобальний простір, прийняття та впровадження надійних практик KYC є не лише важливим, але й вирішальним фактором у завоюванні довіри та авторитету, необхідних для залучення міжнародних інвестицій та участі в міжнародній економіці. Слід зазначити, що імплементація принципу KYC простіше впроваджується на прикладі великих клієнтів, тоді як дрібні клієнти фінансових установ автоматично можуть отримати високі критерії ризику та втратити доступ до фінансових послуг. Дослідники пропонують вирішити цю проблему шляхом застосування блокчейн технологій. Так, Bodicherla Digvijay Sri Sai, Ramisetty Nikhil, Shivangini Prasad, Nenavath Srinivas Naik, розробили мікрофінансовий додаток, який використовує технологію блокчейн з децентралізованою архітектурою KYC, щоб зменшити кількість перевірок KYC та спростити доступ до мікrokредитів [87]. Таким чином дослідники намагаються досягти максимальної інклюзії учасників фінансового ринку, що сприяє нарощуванню його потенціалу.

KYC – це процес, за допомогою якого фінансові установи збирають і перевіряють інформацію про особу клієнта, його ділову активність і джерела походження коштів. Цей процес є життєво важливим з різних причин, особливо в контексті глобальної фінансової інтеграції та виконання вимог Шостої Директиви ЄС [100]:

1. Запобігання фінансовим злочинам: KYC слугує оплотом проти відмивання грошей, фінансування тероризму та іншої незаконної фінансової діяльності. Ретельно перевіряючи клієнтів, фінансові установи можуть виявляти і стримувати потенційних злочинців, які намагаються використати фінансову систему в своїх мерзенних цілях [150]. Це не лише захищає цілісність фінансової системи, але й сприяє глобальній боротьбі з транснаціональною злочинністю.

2. Зниження ризиків: Процедури KYC дозволяють фінансовим установам оцінити ризик, пов'язаний з кожним клієнтом. Різні клієнти становлять різний

рівень ризику залежно від таких факторів, як їхня ділова активність, географічне розташування та характер операцій. Проводячи комплексну перевірку, установи можуть застосовувати ризик-орієнтовані підходи, ефективно розподіляти ресурси та впроваджувати відповідні заходи моніторингу [38].

3. Дотримання регуляторних вимог: Міжнародні фінансові установи працюють в рамках складної системи нормативно-правових актів і стандартів. Дотримання глобальних стандартів КҮС, таких як стандарти Групи з розробки фінансових заходів боротьби з відмиванням грошей (FATF), є не лише вимогою законодавства, а й свідченням відданості країни боротьбі з фінансовими злочинами. Для того, щоб Україну сприймали як надійного та законослухняного гравця на світовій фінансовій арені, суворе дотримання цих стандартів має першорядне значення [38].

4. Довіра інвесторів. У світі, де глобальний капітал рухається вільно, довіра інвесторів має першорядне значення. Надійні практики КҮС вселяють у міжнародних інвесторів впевненість у тому, що їхні інвестиції будуть управлятися відповідально та безпечно. Демонструючи прихильність до прозорості та належної перевірки, Україна може залучити іноземні інвестиції, стимулювати економічне зростання та створити сприятливе середовище для ведення бізнесу [38].

5. Транскордонні транзакції: Оскільки фінансові операції часто перетинають національні кордони, КҮС слугує мостом між різними регуляторними режимами. Послідовна та стандартизована практика КҮС полегшує транскордонні транзакції, забезпечуючи доступність відповідної інформації для всіх залучених сторін. Це спрощує процеси та зменшує тертя в глобальній фінансовій взаємодії [38].

6. Репутація та імідж: Фінансова репутація країни є цінним активом. Впровадження практики КҮС покращує імідж України як відповідального, підзвітного та глобально пов'язаного фінансового гравця. Така позитивна репутація не лише приваблює інвестиції, але й заохочує міжнародне партнерство та співпрацю [38].

Отже, принцип «Знай свого клієнта» має першорядне значення для успішної інтеграції України у світовий фінансовий ринок. Впроваджуючи надійні процедури КҮС, Україна може продемонструвати свою відданість боротьбі з фінансовими злочинами, зменшенню ризиків, дотриманню світових стандартів, підвищенню довіри інвесторів, спрощенню транскордонних транзакцій та зміцненню своєї фінансової репутації. Ці зусилля не лише захищають фінансову систему, але й позиціонують Україну як надійного та привабливого учасника на світовій фінансовій арені [38].

Співпраця з міжнародними фінансовими установами та організаціями – ще один шлях до інтеграції. Партнерство з такими організаціями, як Міжнародний валютний фонд (МВФ), може сприяти передачі знань, політичним консультаціям та фінансовій підтримці. Крім того, участь у регіональних економічних ініціативах може посилити транскордонну торгівлю та інвестиційні зв'язки, прокладаючи шлях до посилення фінансової інтеграції.

Узагальнюючи наведені вище ідеї зарубіжних учених, заходи щодо розбудови інституційного забезпечення нарощування фінансового потенціалу українського фінансового ринку з метою його інтеграції у світовий фінансовий ринок систематизуємо у таблиці 3.3.

Отже, формування оптимальної інфраструктури фінансового ринку для післявоєнної України вимагає комплексного підходу, який охоплює технологічні, регуляторні, орієнтовані на інвесторів та інклюзивні аспекти.

Таблиця 3.3

Заходи щодо удосконалення інституційного забезпечення нарощування потенціалу українського фінансового ринку

Модернізація технологічної інфраструктури	Удосконалення нормативно-правової бази	Механізми захисту інвесторів
1	2	3
Повоєнна Україна має визначити пріоритетом модернізацію своєї технологічної інфраструктури. Модернізація торгових платформ, систем клірингу та	Надійна та адаптивна регуляторна база має вирішальне значення для зміцнення довіри до фінансового ринку. Україна повинна працювати над	Довіра інвесторів має першорядне значення для післявоєнної економіки, яка прагне залучити інвестиції. Створення надійних механізмів

Продовження табл. 3.3

1	2	3
розрахунків, а також інших рішень у сфері фінансових технологій (FinTech) підвищить ефективність, прозорість та безпеку фінансових операцій. Ця модернізація має включати розвиток електронних торговельних платформ, автоматизованих механізмів розрахунків та безпечних рішень для цифрової ідентифікації для оптимізації процесів та зниження операційних ризиків.	приведенням свого законодавства у відповідність до міжнародних стандартів, одночасно адаптуючи його до унікальних потреб внутрішнього ринку. Чіткі та ефективні регуляторні норми допоможуть запобігти шахрайству, сприятимуть чесній конкуренції та забезпечать захист інвесторів. Імплементация вимог Шостої зароблених злочинним шляхом директиви щодо протидії відмиванню коштів	захисту інвесторів, таких як чітко визначені права акціонерів, прозорі практики корпоративного управління та доступні механізми вирішення спорів, сприятиме зміцненню довіри між вітчизняними та міжнародними інвесторами.
Прозорість ринку та розкриття інформації	Розвиток ринків капіталу	Фінансова грамотність та освіта
Прозорість є наріжним каменем здорового фінансового ринку. Україна повинна заохочувати компанії, акції яких котируються на біржі, надавати інвесторам точну, своєчасну та вичерпну інформацію. Посилення вимог до розкриття інформації та сприяння корпоративній прозорості створить середовище, в якому інвестори зможуть приймати обґрунтовані рішення та зменшувати ризики.	Розвиток добре функціонуючого ринку капіталу має вирішальне значення для спрямування інвестицій у виробничі сектори. Україна має зосередитися на розширенні фондової біржі, заохоченні первинних публічних розміщень акцій (IPO) та сприянні лістингу вітчизняних компаній як на місцевих, так і на міжнародних біржах. Це забезпечить підприємствам доступ до капіталу та підвищить їхню видимість у світовому інвестиційному співтоваристві.	Післявоєнній Україні слід визначити пріоритетом програми фінансової грамотності та освіти, щоб надати громадянам знання та навички для прийняття обґрунтованих фінансових рішень. Освічені інвестори сприяють оздоровленню фінансового ринку, оскільки вони можуть краще оцінювати ризики, розуміти інвестиційні можливості та сприяти економічному зростанню.
Інклюзивність та доступність	Міжнародна співпраця	Принципи сталого фінансування та ESG
Оптимальна інфраструктура фінансового ринку повинна бути інклюзивною та доступною для всіх верств населення. Ініціативи зі сприяння фінансовій інклюзії, такі як надання доступу до банківських послуг, мікрофінансування та цифрових платіжних рішень, можуть допомогти відновити	Співпраця з міжнародними фінансовими установами та організаціями може забезпечити цінний досвід, фінансування та технічну допомогу. Співпраця з такими організаціями, як МВФ та Світовий банк, може запропонувати рекомендації щодо найкращих практик,	Впровадження принципів сталого фінансування та екологічних, соціальних і управлінських принципів (ESG) в інфраструктуру фінансового ринку може позиціонувати Україну як відповідального та далекоглядного гравця. Впровадження практик ESG не лише приваблює

Продовження табл. 3.3

громади та стимулювати економічне відновлення з нуля.	формулювання політики та заходів фінансової стабільності.	соціально свідомих інвесторів, але й сприяє довгостроковій стійкості та стабільності
---	---	--

Джерело: розроблено автором

Модернізуючи технології, вдосконалюючи регулювання, надаючи пріоритет захисту інвесторів, сприяючи прозорості та співпрацюючи на міжнародному рівні, Україна може відновити свій фінансовий ринок таким чином, щоб сприяти економічному відновленню, зростанню та інтеграції у світовий фінансовий простір.

Ці багатогранні зусилля сприятимуть не лише відновленню економіки, а й зміцненню стабільності та процвітанню країни та її народу. Насамкінець, інтеграція українського фінансового ринку у світовий вимагає узгоджених зусиль у регуляторному, інституційному та економічному вимірах. Надаючи пріоритет прозорості, захисту інвесторів, розвитку ринку капіталу та міжнародному співробітництву, Україна може скористатися перевагами посилення глобальної фінансової інтеграції, що призведе до стійкого економічного зростання та процвітання.

Наслідки війни створюють як виклики, так і можливості для відновлення країни, і фінансовий ринок є критично важливим компонентом, який потребує ретельного розгляду. Для України створення оптимальної інфраструктури фінансового ринку після конфлікту є важливим не лише для економічного відновлення, але й для довгострокової стабільності, зростання та інтеграції у світовий фінансовий простір.

Висновки до розділу 3

1. Вивчення впливу розкриття інформації на прибутковість акцій розкриває важливі аспекти ринкової динаміки та інвестиційної поведінки

учасників ринку. Ефект розкриття інформації визначає ефективність ринку, створюючи можливість для інвесторів реагувати на інформацію. Публікація фінансових звітів, що відрізняються від очікувань ринку, викликає аномальні зміни цін акцій. Позитивні несподівані новини часто супроводжуються позитивними аномальними прибутками, в той час як негативні несподіванки призводять до втрат. Це підкреслює роль інформаційного розкриття у формуванні сприйняття ринку і прийняття інвестиційних рішень. Результати цих досліджень вказують на важливість відкритості інформації для ефективності фінансового ринку і підкреслюють необхідність для інвесторів бути уважними до розкриття інформації та реагувати на неї, а також для компаній дотримуватися стандартів і прозоро розкривати свою фінансову діяльність.

2. Існуючі вимоги щодо розкриття причин аномальних коливань цін акцій мають обмеження, включаючи МСФЗ 7 та важко зрозумілу мову. Для інвесторів, не мають відповідних знань, ця інформація надто складна. Додатково, річна інформація публікується з запізненням через аудит та може бути неповною. Встановлення чітких правил для розкриття інформації про причини аномальних коливань акцій може сприяти поліпшенню інституційного середовища та залученню роздрібних інвесторів. Такі правила допоможуть зрозуміло та доступно представляти інформацію, зменшити ризики та сприяти більшій прозорості в ринковому середовищі. Активність роздрібних інвесторів може підтримати розвиток фінансового ринку та сприяти його стабільності.

3. Результати дослідження підтверджують важливість розкриття інформації про аномальну прибутковість акцій для роздрібних інвесторів. Ця інформація впливає на їхні інвестиційні рішення, сприйняття ризиків, портфельне управління та рівень довіри. Різноманітні реакції інвесторів на різні аспекти цієї інформації вказують на складність процесів прийняття рішень в цьому контексті.

На основі емпіричних даних і з урахуванням недоліків у сфері розкриття інформації про аномальні коливання цін акцій емітентів, рекомендуємо обов'язкове розкриття інформації про такі коливання, які перевищують 2%

середнього значення попереднього місяця, та їх причин. Ця інформація має бути доступною на веб-сайті емітента в розділі "Інформація для інвесторів". Контроль за таким розкриттям слід покласти на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Цей крок допоможе поліпшити інституційне забезпечення фінансового ринку і сприятиме нарощуванню його потенціалу, забезпечуючи більшу прозорість та відкритість для роздрібних інвесторів, що відіграють важливу роль в розвитку ринку.

4. Успішна інтеграція українського фінансового ринку у світовий фінансовий простір обумовлена впровадженням ефективних заходів для боротьби з відмиванням коштів. Регулювання в цій сфері важливе для створення безпечного та прозорого фінансового середовища, а також для залучення довіри міжнародних інвесторів. Україні необхідно спрямувати свої зусилля на кілька ключових напрямків для вдосконалення системи протидії відмиванню коштів та сприяння інтеграції. Перш за все, це вдосконалення нормативно-правової бази, забезпечення відповідності національного законодавства міжнародним стандартам, таким як FATF. Це передбачає впровадження комплексного законодавства, яке охоплює питання виявлення, звітування та запобігання відмиванню коштів і фінансуванню тероризму.

Для забезпечення ефективності цієї системи слід також запровадити суворіші покарання за порушення законодавства, які будуть застосовуватися беззаперечно, незалежно від статусу порушників. Це сприятиме створенню надійного фінансового середовища та залученню інвестицій, допомагаючи Україні успішно інтегруватися у глобальну фінансову систему.

5. Принцип "Знай свого клієнта" (KYC) виступає як важливий фундамент сучасних фінансових систем, гарантуючи цілісність, безпеку та прозорість фінансових операцій. Для України, яка прагне інтегрувати свій фінансовий ринок у глобальну спільноту, впровадження надійних KYC-практик стає вирішальним чинником для завоювання довіри та авторитету, необхідних для залучення міжнародних інвестицій і участі у глобальній економіці.

6. Застосування принципу KYC, навіть щодо великих клієнтів, може призвести до високих критеріїв ризику та втрати доступу до фінансових послуг для дрібних клієнтів. Пропозиції дослідників щодо використання технології блокчейн вирішують цю проблему шляхом створення мікрофінансового додатку з децентралізованою архітектурою KYC. Це спрощує процес перевірки та сприяє максимальній інклюзії учасників фінансового ринку, сприяючи нарощуванню його потенціалу.

7. Реконструкція фінансового ринку в післявоєнній Україні потребує комплексного підходу, включаючи технологічне оновлення, реформи регуляторної політики, захист інвесторів та підтримку інклюзивності. Модернізація технологій та удосконалення нормативно-правового середовища, спрямованість на інвесторів і забезпечення прозорості, а також активна співпраця на міжнародному рівні, мають потенціал відновити фінансовий ринок України та сприяти економічному відновленню, зростанню та інтеграції в глобальний фінансовий простір. Ці зусилля сприятимуть не лише економічному відновленню, але й зміцненню стабільності та добробуту нації.

Інтеграція українського фінансового ринку у світовий вимагає спільних зусиль у сфері регуляції, інституційного розвитку та економічних реформ. Спрямовуючи увагу на прозорість, захист інвесторів, розвиток ринку капіталу та активне міжнародне співробітництво, Україна може скористатися перевагами збільшення своєї глобальної фінансової інтеграції, що призведе до стійкого економічного зростання та процвітання.

Наслідки війни створюють виклики і можливості для відновлення країни, і фінансовий ринок відіграє ключову роль у цьому процесі. Для України створення ефективної інфраструктури фінансового ринку після конфлікту є важливим не лише для економічного відновлення, але й для забезпечення довгострокової стабільності, росту та інтеграції у глобальний фінансовий простір.

Основні результати розділу опубліковані у наукових працях автора [38]

У розділі використовувалися праці інших авторів [27; 45; 46; 52; 56; 63; 64; 66; 67; 69; 72; 82; 87; 90; 92; 93; 98; 99; 100; 103; 104; 106; 107; 108; 112; 124; 126; 134; 137; 146; 150; 151; 153; 161; 164; 179; 182.]

ВИСНОВКИ

У дисертації представлено розв'язання важливого наукового завдання, що полягає у поглибленні теоретико-організаційних засад інституційного забезпечення фінансового ринку та розробці на цій основі практичних рекомендацій, спрямованих на нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку в Україні. Результати проведеного дослідження дозволили зробити наступні основні висновки.

1. Дослідження інституційного забезпечення фінансового ринку, яке становить складну та важливу складову його функціонування, потребувало ґрунтового теоретичного підґрунтя щодо ролі та сутності ключових понять інституціонального підходу, який сьогодні широко поширений при дослідженні явищ і процесів у фінансах.

Сутність інституційного забезпечення фінансового ринку важливо визначити, виходячи із його складових та мети функціонування, яка визначається необхідністю досягнення ефективного перерозподілу фінансових потоків між учасниками фінансового ринку. Структурно інституційне забезпечення включає формальні і неформальні елементи, які взаємодіють між собою і визначають ефективність ринку. Формальні інститути, такі як нормативно-правова база і механізми примусу, грають важливу роль у створенні умов для фінансових операцій і захисту учасників ринку. Неформальні обмеження, такі як релігія, традиції і опортуністична поведінка, також мають великий вплив на фінансовий ринок і здатні спричиняти інституціональні деформації. Розуміння взаємозв'язку між формальними і неформальними інститутами, а також їх вплив на розвиток ринку, дозволяє розробляти більш ефективні стратегії регулювання і сприяє запобіганню кризовим явищам.

Проведений аналіз структури інституційного забезпечення фінансового ринку підкреслює важливість ролі держави як інструменту для створення формальних норм інституційного середовища, які регулюють функціонування

ринку і забезпечують правовий захист учасників. Формальні норми включають норми законів та норми примусу, які повинні доповнювати одна одну, створюючи стабільну та прозору систему. Саме їх взаємодія визначає ефективність інституційного забезпечення. Роль неформальних норм лежить у площині їх впливу, який може бути позитивним, сприяючи довірі й попереджаючи опортуністичну поведінку, та негативним, призводячи до інституціональних деформацій.

2. Інституційне забезпечення невіддільне від поняття інфраструктури фінансового ринку, що є сукупністю інститутів-організацій та формальних інститутів-норм, виконуючи такі важливі функції як інформаційна, регулююча, посередницька і стимулююча. Виконання цих функцій вимагає дотримання принципів підзвітності – ключового чинника зменшення ризиків опортуністичної поведінки з боку держави та учасників ринку, й конкурентності і безпечності, важливі для забезпечення ефективності та стабільності фінансового сектору. Загалом взаємодія між учасниками фінансового ринку, інститутами регулювання та іншими інститутами сприяє створенню стабільного та передбачуваного фінансового середовища і має великий потенціал для підтримки стійкого економічного розвитку. Критично важливим є те, що сутністю інфраструктури фінансового ринку передбачається обслуговування, забезпечення та функціональність, чим досягається оптимальне функціонування ринку та раціональний розподіл фінансових ресурсів.

У процесі побудови структурно-функціональної моделі інфраструктури фінансового ринку виокремлено п'ять основних складових: фінансові посередники, обслуговуюча інфраструктура, адміністративна інфраструктура, саморегулівні організації та інші інфраструктурні одиниці, що взаємодіють між собою для забезпечення оптимального функціонування фінансового ринку. Значущим визнано виділення адміністративної та обслуговуючої складових, що відображають вітчизняну специфіку інфраструктурного розвитку. Важливість ролі саморегулівних організацій полягає в поєднанні функцій обслуговування та адміністрування, що доповнює діяльність інших інститутів.

3. Розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні проходив через наступні етапи. Перший (1990–1994) – визначив організаційну та правову базу; другий (середина 1990-х) – супроводжувався зростанням кількості банків та національних регуляторів; третій (кінець 1990-х) – характеризувався контролем над діяльністю банків та концентрацією капіталу; четвертий (світова фінансова криза) – спрямований на подолання кризи та оздоровлення ринку; п'ятий етап розпочався у 2020, на який вплинули пандемія COVID-19 та війна, сформували нагальну потребу адаптації до нових умов. Зростання попиту на онлайн-фінансові послуги та розвиток криптовалют та FinTech платформ є важливими тенденціями, під впливом яких формується майбутній розвиток інфраструктури фінансового ринку в Україні.

4. Розбудова інституційного забезпечення фінансового ринку потребує відповідного потенціалу, який необхідно розглядати як сумарний вплив взаємодії фінансових, людських та матеріальних ресурсів, а також чинників, що сприяють розвитку фінансового ринку. Подібна взаємодія призводить до формування ефективного, прозорого інституційного середовища для функціонування фінансового ринку. Потенціал розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку базується на концепціях ресурсів та можливостей, оскільки наявність ресурсів сама по собі не гарантує досягнення бажаного результату. Головною метою реалізації цього потенціалу є вирішення поточних проблем фінансового ринку та зняття перешкод для його подальшого розвитку за допомогою належного інституційного середовища.

5. Пошуки шляхів нагромадження потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку передбачали, в першу чергу, оцінку загальних тенденцій, здатних впливати на такі пошуки. Їх визначено як комбінацію невирішених проблем довоєнного характеру, на які наклалися наслідки повномасштабної війни в Україні, що істотно вплинули відразу на декілька сфер. Серед них: кількість фінансових посередників та обсяги їх активів; стан і перспективи розвитку допоміжної інфраструктури; розвиток цифрових послуг; позиції України в міжнародних рейтингах, які виступають ключовими

орієнтирами для інвесторів, динаміка розвитку яких стала предметом детального дослідження.

6. Зменшення кількості фінансових посередників та їх активів вплинули на розвиток допоміжної інфраструктури та цифрових фінансових послуг. У сфері страхування відбулося зниження активів та кількості страхових компаній через втрату ліцензій. Спад страхових премій пояснюється скороченням кількості клієнтів через від'їзд за кордон та зв'язаним із війною невпевненістю на ринку. Кредитні спілки також зазнали втрат, особливо ті, які залучали депозити. При збереженні стабільності кількості банківських установ, зростання ризиків та погіршення якості активів здатні створити труднощі для банків. Національний банк України здійснює заходи для оцінки стійкості банків та банківського сектору. Важлива підтримка стійкості банківської системи та сприяння її подальшому розвитку, що має важливе значення для фінансової стабільності й економічного відновлення України.

Складність інституційного забезпечення фінансового ринку потребує уважного моніторингу та реагування на зміни у внутрішньому та зовнішньому середовищах.

8. Серед чинників, які були і продовжують залишатися найбільш впливовими для нагромадження потенціалу розбудови інфраструктури фінансового ринку, підтримки інституційного середовища визнано глобалізацію і цифровізацію. У 2022 році інфраструктура стикалася з викликами, такими як доступ до Інтернету та електропостачання, але успішно функціонувала та модернізувалася. Важливими учасниками платіжного ринку визнано СЕП НБУ, «Mastercard», «Visa», «NovaPay», «Фінансовий світ» та «Поштовий переказ», а також АТ КБ «ПриватБанк», ТОВ «Контрактовий дім» та ТОВ «Універсальні платіжні рішення». Закон про платіжні послуги розширює обов'язки оверсайту та сприяє інноваціям. Доступність PayPal також є значущим досягненням. Збільшено приймання карток НПС «ПРОСТІР».

9. Покращання інституційного забезпечення фінансового ринку в умовах цифровізації та ризиків військового часу потребує впровадження цифрових

страхових рішень, що базуються на використанні інноваційних технологій для надання персоналізованих страхових послуг клієнтам. Полегшення доступу клієнтів до страхових полісів, спрощення процедури подання та відстеження ходу виконання претензій, отримання консультативної допомоги та здійснення платежів онлайн або через мобільні пристрої підвищує рівень задоволення потреб клієнтів. За рахунок використання технології ШІ для інтелектуальної аналітики даних, цифрові страхові рішення мають вищу операційну ефективність, що дозволяє страховикам бути конкурентоспроможними в умовах цифровізації, збільшуючи частку ринку за рахунок залучення нових клієнтів і підвищення лояльності до бренду компанії. Перевагами цифрових моделей страхування є швидкість, гнучкість, доступність і зручний інтерфейс, що дозволяє створювати нові та вдосконалювати страхові послуги з врахуванням реалій воєнного часу в Україні, що сприяє підтримці функціонування фінансових ринків.

10. Основні досягнення у галузі FinTech технологій в Україні у 2022 були спрямовані на задоволення нагальних потреб українських громадян щодо доступу до цифрових фінансових послуг і можливості безперебійних розрахунків. Незважаючи на позитивне міжнародне визнання України як країни-лідера у сфері використання криптовалют, важливо зауважити, що західні служби фінансового моніторингу розглядають криптовалюти як один із ключових джерел ризику для легалізації незаконно отриманих коштів і фінансування тероризму. Тому наявність криптовалют у вітчизняній фінансовій системі, з урахуванням європейських стандартів, здатна викликати обмеження та регулювання. Проте, серед позитивних подій, які впливають на потенціал інституційного забезпечення фінансового ринку, слід відзначити подальше удосконалення законодавчої бази та її адаптацію до стандартів Європейського Союзу, зокрема, прийняття законів «Про віртуальні активи» та «Про платіжні послуги».

11. Розвиток галузі FinTech в Україні має великий потенціал і впливає на перетворення інституційного уряду фінансового сектору України після війни.

FinTech сприяє розширенню доступу до фінансових послуг для всіх, навіть для тих, хто не має великих знань у цій області. З одного боку, це сприяє збільшенню потенціалу розвитку інституційного забезпечення фінансового ринку, оскільки різноманітні компоненти інфраструктури стають доступнішими, розширюється фінансова база ринку завдяки швидкому припливу роздрібних інвесторів. Разом з тим, зростають і ризики фінансового ринку, оскільки формальна інституційна підтримка (норми, закони) не може тримати крок із розвитком FinTech та появою нових складових інфраструктури, які забезпечують взаємодію учасників фінансового ринку.

Визначення основних трендів FinTech в Україні засвідчив, що у FinTech задіяні як традиційні фінансові інститути (банки, страхові компанії, фінансові компанії), так і FinTech- стартапи, які переважно виходять на ринок з абсолютно новими продуктами, не всі з яких виявляються успішними, однак саме такі стартапи забезпечують технологічні прориви у сфері надання фінансових послуг. Зважаючи на те, що FinTech охоплює широкий спектр ринків, його можна вважати складовою інституційного забезпечення фінансових ринків, яка динамічно розвивається і має потужний потенціал для реалізації.

12. Ефективна трансформація розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку передбачала дослідження нових форм інфраструктурних компонентів, що забезпечують взаємодію учасників фінансового ринку. Серед них новий тренд впливу роздрібних інвесторів на динаміку фінансового ринку, що сформувався у світі з кінця 2010-х років і містить значний потенціал для забезпечення післявоєнної відбудови України. З'ясування, шляхом використання показника прибутковості, того, як недостатня прозорість компаній впливає на інвестиційні результати інвесторів, встановлено, що роздрібні інвестори зазвичай отримують менший прибуток, коли інвестують у «лотерейні» акції, а недостатня прозорість компаній погіршує їхні інвестиційні результати в цих акціях. Отримані результати засвідчують негативний вплив непрозорості компаній на фінансовий добробут роздрібних інвесторів. Зважаючи на суттєвий

потенціал у роздрібних акціонерів для інвестування, їхня колективна поведінка може бути нераціональною й призводити до неефективності інвестицій.

13. Дослідження впливу розкриття інформації на прибутковість акцій розкриває важливі аспекти ринкової динаміки та інвестиційної поведінки учасників ринку. Ефект розкриття інформації визначає ефективність ринку, створюючи можливість для інвесторів реагувати на інформацію. Публікація фінансових звітів, що відрізняються від очікувань ринку, викликає аномальні зміни цін акцій. Позитивні несподівані новини часто супроводжуються позитивними аномальними прибутками, а негативні – призводять до втрат. Це підкреслює роль інформаційного розкриття у формуванні сприйняття ринку і прийняття інвестиційних рішень. Важливість відкритості інформації для ефективності фінансового ринку підкреслює необхідність для інвесторів бути уважними до розкриття інформації та реагувати на неї, а для компаній – дотримуватися стандартів і прозоро розкривати свою фінансову діяльність.

На основі емпіричних даних і врахування недоліків у сфері розкриття інформації про аномальні коливання цін акцій емітентів, запропоновано обов'язкове розкриття інформації про коливання, які перевищують 2 % середнього значення попереднього місяця, та їх причин. Ця інформація має бути доступною на веб-сайті емітента в розділі «Інформація для інвесторів». Контроль за таким розкриттям слід покласти на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. В підсумку це допоможе поліпшити інституційне забезпечення фінансового ринку і сприятиме нарощуванню його потенціалу.

12. Успішна інтеграція українського фінансового ринку у світовий фінансовий простір обумовлена впровадженням ефективних заходів для боротьби з відмиванням коштів. Регулювання в цій сфері важливе для створення безпечного та прозорого фінансового середовища, а також для залучення довіри міжнародних інвесторів. Україні необхідно спрямувати свої зусилля на декілька ключових напрямків для вдосконалення системи протидії відмиванню коштів та сприяння інтеграції. Перш за все, це вдосконалення нормативно-правової бази, забезпечення відповідності національного законодавства міжнародним

стандартам, таким як FATF. Це передбачає впровадження комплексного законодавства, яке охоплює питання виявлення, звітування та запобігання відмиванню коштів і фінансуванню тероризму.

Для забезпечення ефективності цієї системи важливо також посилити покарання за порушення законодавства та застосовувати їх беззаперечно, незалежно від статусу порушників. Це сприятиме створенню надійного фінансового середовища та залученню інвестицій, допомагаючи Україні успішно інтегруватися у глобальну фінансову систему.

13. Важливим фундаментом сучасних фінансових систем, що гарантує цілісність, безпеку й прозорість фінансових операцій визнано реалізацію принципу «Знай свого клієнта» (KYC). Для України, яка прагне інтегрувати свій фінансовий ринок у глобальну спільноту, впровадження надійних KYC-практик стає вирішальним чинником для завоювання довіри та авторитету, необхідних для залучення міжнародних інвестицій і участі у глобальній економіці. Впровадження даного принципу простіше щодо великих клієнтів, одночасно для дрібних клієнтів здатне призвести до високих критеріїв ризику та втрати доступу до фінансових послуг. Вирішення цієї проблеми пропонується шляхом використання технології блокчейн через створення мікрофінансового додатку з децентралізованою архітектурою KYC. Це спрощує процес перевірки та сприяє максимальній інклюзії учасників фінансового ринку, сприяючи нарощуванню його потенціалу та одночасно важливе в контексті глобальної фінансової інтеграції й виконання вимог Шостої директиви ЄС, завоювання довіри та авторитету, необхідних для залучення міжнародних інвестицій.

14. Реконструкція фінансового ринку в післявоєнній Україні потребує визначення його стратегічно-концептуального розвитку, що включає технологічне оновлення, реформи регуляторної політики, захист інвесторів та підтримку інклюзивності. Наслідки війни створюють як виклики, так і можливості для відновлення країни. Фінансовий ринок відіграє ключову роль у цьому процесі, що здатне бути реалізованим лише за умови його ефективного інституційного забезпечення. Алгоритм дій формування оптимальної структури

фінансового ринку складається із таких стратегічних заходів як модернізація технологічної інфраструктури, удосконалення нормативно-правової бази, механізми захисту інвесторів, прозорість ринку та розкриття інформації, розвиток ринків капіталу, фінансова грамотність та освіта, інклюзивність та доступність, міжнародна співпраця, принципи сталого фінансування та ESG. Спрямовуючи увагу на прозорість, захист інвесторів, розвиток ринку капіталу та активне міжнародне співробітництво, Україна може скористатися перевагами збільшення своєї глобальної фінансової інтеграції, що призведе до стійкого економічного зростання, а на цій основі – зміцненню стабільності та добробуту нації.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Белінська, Я., Коваленко, Ю. (2023). Регулювання валютного ринку України в умовах фінансової нестабільності воєнного часу. *Науковий вісник Полісся*, (1 (26), с. 121–140. URL:[https://doi.org/10.25140/2410-9576-2023-1\(26\)-121-140](https://doi.org/10.25140/2410-9576-2023-1(26)-121-140).
2. Білорус О. Г. Гіперфінансіалізація світової економіки та її глобальні проблеми й наслідки. *Фінанси України*. 2014. № 10. С. 24–31.
3. Буряченко А. Є. Фінансовий потенціал регіонального розвитку : *монографія*. К.: КНЕУ, 2013. С. 11.
4. Васильєв О. В. Методологія і практика інфраструктурного забезпечення функціонування і розвитку регіонів України : *монографія*. Харків : ХНАМГ, 2007. 216 с.
5. Великий тлумачний словник сучасної української мови (з дод. і допов.) / [уклад. і гол. редактор В. Т. Бусел]. К. : Ірпінь : ВГФ «Перун», 2005. 1087 с.
6. Вірченко В. В. Інституційна структура фінансового ринку та її роль у комерціалізації результатів інтелектуальної діяльності. *Фінанси України*. 2013. № 5. С. 69–79.
7. Всеукраїнська асоціація фінансових компаній URL: <https://vafk.com.ua/archives/5580>
8. Грудзевич У. Я. Перспективи розвитку регіональної інфраструктури фінансового ринку. // *Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Економічні проблеми розвитку виробництва регіону (Щорічник наукових праць)*. Редкол.: відповідальний редактор академік НАН України М. І. Долішній. Львів : НАН України. Інститут регіональних досліджень. 2001. Випуск XXXI, 2001.
9. Економічна енциклопедія: у 3 т.; [Т. 1] ; Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. К.: ВЦ «Академія», 2000. 864 с.

10. Економічна енциклопедія: у 3 т. [Т. 3] ; Редкол. С. В. Мочерний. (відповід. ред.) та ін. К.: Видавничий центр «Академія», 2000. Т. 3. С. 13.

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

12. Каспер В. Інституціональна економіка: соціальний порядок та суспільна політика.

13. Коваленко В. В. Фінансова глобалізація та її вплив на процеси злиття і поглинання банків України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. URL: <http://global-national.in.ua/archive/9-2016/132.pdf> (дата звернення: 14.04.2018).

14. Колесніков Г. В. Інституційне забезпечення розвитку фінансово-інвестиційної інфраструктури промислового регіону. *Управління економікою: теорія та практика*. 2013. С. 149–170
URL:http://nbuv.gov.ua/UJRN/Ue_2013_2013_13.

15. Кравець В. І., Бабух І. Б. Інституційна роль банківського сегменту у розвитку ринку фінансових послуг. *Сталий розвиток економіки*. 2011. № 1(4). С. 301–305.; Теорія і практика застосування фінансових інструментів соціально-економічного розвитку України / В.І. Кравець [та ін.] ; за ред. П. О. Нікіфорова, Н. Р. Швець. Чернівці : ЧНУ, 2011. 244 с.; Науменкова С. В., Міщенко В. і. Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. № 2(15). С. 3–11.; Сьомченков О. А., Кузьменко А. В. Необхідність та шляхи реформування механізму державного регулювання фінансового ринку. URL:[http://www/intkonf.org/ken-somchenkov-oakuzmenko-av-neobhidnist-ta-shlyahi-reformuvannya-mehanizmuderzhavnogo-regulyuvannya-finansovogo-rinku/](http://www.intkonf.org/ken-somchenkov-oakuzmenko-av-neobhidnist-ta-shlyahi-reformuvannya-mehanizmuderzhavnogo-regulyuvannya-finansovogo-rinku/).

16. Кравчук Н. Я. Дивергенція глобального розвитку. Сучасна парадигма формування геофінансового простору : *монографія*. К. : Знання, 2012. 782 с.

17. Левченко В. П. Ринок небанківських фінансових послуг України: поточний стан та перспективи розвитку. URL: www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/pprbsu/2010_29/10_29_43.pdf.
18. Лук'янов В. С. Сучасні фінансові ринки : *монографія*. К. : Знання, 2013. 479 с.
19. Михальченко М. Політична система в Україні: що ми модернізуємо? *Віче*. № 1. Січень 2011. URL: <http://www.viche.info/journal/2358/>.
20. Назви змінних представлені англійською мовою оскільки розрахунки виконувалися в RStudio, де назви змінних кирилицею не допускаються.
21. Національний банк України : *офіційний сайт*. URL: <https://bank.gov.ua/> Звіт «Фінтех у цифрах – 2023. URL https://drive.google.com/file/d/1VhMWkG3CeG_A5oDmi25Az0DyTurjDOiK/view.
22. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. *Пер. з анг. І. Дзюбка*. К.: Основи, 2000. С. 11.
23. Огляд небанківського фінансового сектору у травні 2023 р., Національний банк України
24. Онишко С. В., Савенко Д. О. Теоретична концептуалізація інституційного забезпечення фінансового ринку. *Науковий журнал «Бізнес Інформ»*. 2020. № 9. С. 219-228.
25. Онишко С. В. Фінансове забезпечення інноваційного розвитку : *монографія*. Ірпінь: Національна академія ДПС України, 2004. 434 с.
26. Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків : *монографія*. К. : ДКС центр, 2013. 294 с.
27. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні : *закон України : від 16.07.1999 № 996-XIV. (дата звернення 14.06.202)*. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/go/996-14>.
28. Прес-служба Єврокомісії. URL: https://eeas.europa.eu/headquarters/headquarters-homepage/area/press_ru.

29. Річний звіт ДКЦПФР за 2000 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=183>); Річний звіт ДКЦПФР за 2001 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=209>); Річний звіт ДКЦПФР за 2002 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=210>); Річний звіт ДКЦПФР за 2003 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=211>); Річний звіт ДКЦПФР за 2004 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=212>); Річний звіт ДКЦПФР за 2005 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=213>); Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік (URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=214>); Річний звіт ДКЦПФР за 2007 рік URL:<http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=583>); Річний звіт ДКЦПФР за 2008 рік (URL:http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2008/Zvitt_2008.zip).

30. Результати дослідження ринку CRM в Україні. URL: <https://auspex.com.ua/articles/biznes-sovety/rezultaty-doslidzhennya-rynku-crm-v-ukrayini/>.

31. Рекуненко І. І. Методологічні засади дослідження процесів становлення та розвитку інфраструктури фінансового ринку України, *Економіка і держава*, 2014, № 12, С. 10–13. (с. 11).

32. Річні звіти. *Нац. комісія, що здійснює держ. регулювання ринків фінансових послуг*. URL: <https://nfp.gov.ua/content/rzviti-nackomfinposlug.html>; <https://nfp.gov.ua/content/rzviti-derzhfinposlug.html>.

33. Рубан В. В. Сучасні інструменти цифрового маркетингу. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Вип. 20, Ч 1. 2018. С. 143-146. URL: http://www.ej.kherson.ua/journal/economic_30/1/36.pdf.

34. Савенко Д. О. Становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку України. *Журнал «Інвестиції: практика та досвід»*. 2020. № 4. С. 81-85.

35. Савенко Д. О. Цифровізація в системі факторів нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку. *Збірник*

наукових праць Державного податкового університету: Електронне наукове видання. 2023. № 1. С. 155-182.

36. Савенко Д. О. Трансформація інфраструктури фінансового ринку. *Світ економічної науки. Збірник тез міжнародної науково-практичної інтернет-конференції*. Випуск 20. Тернопіль 2020. С. 48–50.

37. Савенко Д. О., Онишко С. В. Чинники розвитку інфраструктури фінансового ринку: податковий аспект. *Молодіжний податковий конгрес. Збірник тез доповідей*. Ірпінь 2020. С. 1126–1129.

38. Савенко Д. О. Імплементація принципу «знай свого клієнта» як елемент нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку. *Світ наукових досліджень. Збірник наукових публікацій міжнародної мультидисциплінарної наукової інтернет-конференції*. Випуск 22. Тернопіль, Україна – Переворськ, Польща 2023. С. 57-59.

39. Смагін В. Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки : *монографія*. К.: КНЕУ, 2008. 226 с.

40. Стецько М. В. Фінансовий ринок України у контексті глобальної конкурентоспроможності *Економічний аналіз: зб. наук. праць*. Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. Том 25. № 1. С. 158–168. (с. 161).

41. Столяров В. Ф., Полетаєв О. О. Тенденції в діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів України. *Вісник економічної науки України*, 2010, № 2. С. 145–151(с. 145).

42. Стратегія розвитку фінансового сектору в Україні. URL:<https://bank.gov.ua/ua/about/develop-strategy>.

43. Стратегія розвитку фінансового сектора України до 2025 р. *НБУ*. 2021. С. 12. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/strategiya-rozvitku-finansovogo-sektoru-ukrayini-do-2025-roku-7686>.

44. Тарасенко О. В. Перспективи розвитку фінтах галузі в Україні. *Соціально-економічні проблеми сучасності : матеріали Всеукраїнської*

науковопрактичної інтернет-конференції (Маріуполь, 12 травня 2017).
Маріуполь, 2017. С. 273–276.

45. Тарасюк М. В., Кошесев О. О. Інновації в глобальній цифровій фінансовій сфері: оцінка трансформацій. *Актуальні проблеми міжнародних відносин : збірник наукових праць*. Випуск 131. 2017. С. 94–110 (с. 101).

46. Татарин Н. Б., Петрович А. З., Педченко І. І. Стан та перспективи розвитку фінансового ринку України. *Young Scientist*. 2020. Вип. № 3 (79). С. 273–277.

47. Типології Держфінмоніторингу. Державна служба фінансового моніторингу. URL: <https://fiu.gov.ua/pages/dijalnist/tipologi/tipologi-derzhfinmonitoringu>

48. ТОП-10 подій на українському фінтех-ринку в 2022 році
URL:<https://fintechinsider.com.ua/top-10-podij-na-ukrayinskomu-finteh-rynku-v-2022-roczii/>.

49. У рейтинг 2022 р. Україну не включили через відсутність необхідної інформації.

50. Управління фінансами підприємств : *підручник*. І. О. Бланк, Г. В. Ситник, В. С. Андрієць.[2-ге вид., переробл. і доповн.]. Київ : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2017. 792 с.

51. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: *монографія* / [кол.авт.: С. Львовчкін, В. Бабіченко, Л. Бенч та ін.]; заг. ред. В. Опарін, В. Федосов ; М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ. нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана», Ін-т фінансово-інноваційних досліджень. Київ : КНЕУ, 2016. 696 с.

52. Фінансові інструменти: розкриття інформації. *Міжнародний стандарт фінансової звітності (МСФЗ 7)*. URL: https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/929_007#Text

53. Фінтех у цифрах – 2023. : Звіт. URL: https://drive.google.com/file/d/1VhMWkG3CeG_A5oDmi25Az0DyTurjDOiK/view.

54. Чуницька І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: поняття, функції та еволюція статусу. *Бізнес Інформ*, 2014, № 9, С. 248–253.

55. Чуницька І. І., Богріновцева Л. М. Вплив цифрових технологій на розвиток фінансового ринку України. *Економіка та суспільство* № 49 (2023). URL: <https://doi.org/10.32782/2524-0072/2023-49-60>

56. Шишпанова Н. О., Іванов А. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан, проблеми та перспективи розвитку. *Modern economics*. 2017. № 1. С. 66–72.

57. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: *монографія*. Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. 348 с.; Лисенко Ж. П. Фінансовий ринок України – стан, тренди та напрями розвитку. *Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка»*. 2014. № 6. URL: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3126>; Коваленко Ю. Інституціалізація фінансового сектору економіки : *монографія*. Ірпінь : Національний університет ДПС України, 2013. 608 с.; Стрижиченко К. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки : *монографія*. Бердянськ : ФОП Ткачук О.В., 2013. 352 с.; Смагін В. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки : *монографія*. К. : КНЕУ, 2008. 232 с.; Окландер М. А. Маркетинг у секторах національної економіки: *монографія*, Одеса, Астропринт, 2004. 408 с.; Версаль Н. І. Інституційна структура кредитної системи. *Фінанси України*, 2002. № 11. С. 95; Химич І. Фундаментальний аналіз фінансового ринку. *Галицький економічний вісник*. 2013. № 2 (41). С. 134–141; Школьник І. О., Кремень В. М. Періодизація розвитку фінансового сектору та фінансового нагляду в Україні. *Фінанси України*, 2018. № 3. С. 97–115.

58. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: *монографія*. Суми: ВВП «Мрія-1» ЛТД, УАБС НБУ, 2008. 348 с.; Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія): *навч. посіб.* [2-ге вид., доп. і перероб.]. К.: КНЕУ. 2002. 240 с.; Теорія фінансів: *підручник* ; Юхименко П.І., Федосов В.М., Лазебник Л.Л. та ін.; за заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. К.: Центр учбової літератури, 2010. 576 с.

59. Щорічний звіт з оверсайу: головні факти про оверсайт інфраструктури фінансового ринку у 2022 році : *Звіт з оверсайту інфраструктури фінансового ринку*. URL::

<https://bank.gov.ua/ua/news/all/schorichniy-zvit-z-oversaytu-golovni-fakti-pro-oversayt-infrastrukturi-finansovogo-rinku-u-2022-rotsi>

60. Ющенко Н. Л. Розвиток блокчейн-технологій в Україні та світі. *Вісник Мукачівського державного університету*. Випуск 19. 2018. С. 269–275. URL: https://economyandsociety.in.ua/journals/19_ukr/40.pdf.

61. Якубенко В. Д. Базисні інститути у трансформаційній економіці *монографія*. К.: КНЕУ, 2004. С. 23.; Гриценко А. А. Особливості інституційної архітектоніки українського суспільства XXI століття. В кн. *«Економіка України: стратегія і політики довгострокового розвитку* : За ред. акад НАН України В. М. Гейця. К.: Ін-т економ. прогнозув., Фенікс, 2003. С. 156.

62. Acemoglu, D. and Johnson, S. (2005) Unbundling Institutions. *Journal of Political Economy*, 113(5), pp. 949–995.

63. Adnan, A., Hossain, A. Impact of M&A announcement on acquiring and target firm's stock price: an event analysis approach. *Int. J. Finance and Accounting*, 2016, 5 (5), 228–232.

64. Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. Why and how investors use ESG information: Evidence from a global survey. *Financial Analysts Journal*, 2018, 74, PP. 87–103.

65. Anderson, R., & Nyborg, K. (2011). Financing and Corporate Growth under Repeated Moral Hazard. *Journal of Financial Intermediation*, 20, 1-24. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jfinin/v20y-2011i1p1-24.html>.

66. Ararat, M., & Yurtoglu, B. B. (2012). An assessment of the recent legal reforms concerning 'corporate governance' Introduced by the capital market Boards of Turkey. URL: https://doi.org/10.5900/SU_SOM_WP.2012.18885 [Working Paper/Technical Report].

67. Arner D. W., Zetsche D. A., Buckley R. P., et al., The identity challenge in finance: from analogue identity to digitized identification to digital KYC utilities,

Eur. Bus. Org. Law Rev. 20 (2019). PP. 55–80, URL:<https://doi.org/10.1007/s40804-019-00135-1>.

68. Aschhoff, Birgit, Dirk Crass, Katrin Cremers, Christoph Grimpe, Christian Rammer, Felix Brandes, Fernando Diaz-Lopez, Rosalinde Klein Woolthuis, Michael Mayer, and Carlos Montalvo. 2010. European Competitiveness in Key Enabling Technologies. Available online: URL: <https://nanonet.pl/wp-content/uploads/2018/02/European-Competitiveness-in-Key-Enabling-Technologies.pdf>.

69. Back, K., Cao, H., & Willard, G. Imperfect competition among informed traders. *Journal of Finance*, 2000, 55, PP. 2117–2155.

70. Balacescu, Aniela, and Ana Gabriela Babucea. 2018. Use of the Internet By the Romanian Citizens. an Empirical Study of Digital Gaps Between Regions. *Analele Universității Constantin Brâncu, și Din Târgu Jiu: Seria Economie* 1: Pp. 81–88.

71. Bali, T. G., D. Hirshleifer, L. Peng, and Y. Tang. (2021). Attention, Social Interaction, and Investor Attraction to Lottery Stocks. *Working paper, National Bureau of Economic Research*.

72. Banerjee, S., & Green, B. Signal or noise? Uncertainty and learning about whether other traders are informed. *Journal of Financial Economics*, 2015, 117(2), PP. 398–423.

73. Barber, B. M., and T. Odean. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance* 55 (2). PP. 773–806.

74. Barber, B. M., and T. Odean. (2008). All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors. *The Review of Financial Studies* 21 (2). Pp. 785–818.

75. Barber, B. M., X. Huang, T. Odean, and C. Schwarz. (2021). Attention Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users. *The Journal of Finance*, forthcoming.

76. Baumol, W. J. (1986) Productivity Growth, Convergence, and Welfare: What the Long-Run Data Show, *American Economic Review*, 76(5), pp. 1072– 1085.

77. Beck, T. H., Levine R. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*. № 64(1). 2002. Pp. 147–180.; Th. Beck, A. Demirguc-Kunt, A L. Laeven, R. Levine Finance, Firm Size, and Growth. *Journal of Money Credit and Banking*. Blackwell Publishing, vol. 40(7). 2008. Pp. 1379–1405.

78. Beck, Th., Kaserer, Ch., Rapp M-S. Beteiligungs und Kapital markt finanzierung im deutschen Finanz system: Zustand und Entwicklungsperspektiven [Електронний ресурс] *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. 2015. 216 p.

79. Bekaert G., Harvey C. Chronology of Important Economic. Financial and Political Events in Emerging Markets. URL: [http // www duke edu/~charvel/chronology htm](http://www.duke.edu/~charvel/chronology.htm).

80. Bekaert G. Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets. *World Bank Economic Review*. 2007. № 9. C. 75–107.

81. Belinska Y., Srezhko, N., Rayushna Y. Globalization Trends for Financial Innovations Development. *Periodicals of Engineering and Natural Sciences*. Vol 8. № 3, pp. 1438-1448. URL:<http://pen.ius.edu.ba/index.php/pen/article/view/1469>.

82. Bennett, B., Stulz, R., & Wang, Z. Does the stock market make firms more productive? *Journal of Financial Economics*, 2020, 136, 281–306.; Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Review of Financial Studies*, 2007, 20, P. 619 Christensen, H., Floyd, E., Liu, L., & Maffett, M. 650 p.

83. Beresford, M. Economic Transition in Vietnam. Cheltenham: Edward Elgar, 2001.

84. Bhattacharya U., Daouk H. The World Price of Insider Trading. *Journal of Finance*. 2008. № 57. P. 75–108.

85. Bilozubenko V., Yatchuk O., Serediuk T., Korneyev M. Comparison of the digital economy development parameters in the EU countries in the context of

bridging the digital divide. *Problems and Perspectives in Management*. 2020. № 18(2). P. 206–218. DOI: [https://doi.org/10.21511/ppm.18\(2\).2020.18](https://doi.org/10.21511/ppm.18(2).2020.18); Балицька М. В., Бровенко К. С. Фінансові технології як драйвер розвитку фінансових ринків. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 9. С. 59–65. DOI: <https://doi.org/10.32702/2306-6814.2021.9.59>; Пантелєєва Н. Фінансові інновації в умовах цифровізації економіки: тенденції, виклики та загрози. *Приазовський економічний вісник*. 2017. Вип. 3(03). С. 68–73.; Поченчук Г. FinTech у структурі фінансової системи. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2018. № 21. С. 49–55.; Стойко О. Я. Перспективи розвитку фінтех- і банківського бізнесу в Україні. *Проблеми економіки*. 2020. № 2. С. 356–364.

86. Blankespoor, E., E. deHaan, J. Wertz, and C. Zhu. (2019). Why do Individual Investors Disregard Accounting Information? The Roles of Information Awareness and Acquisition Costs. *Journal of Accounting Research* 57 (1): 53–84.

87. Bodicherla Digvijay Sri Sai, Ramisetty Nikhil, Shivangini Prasad, Nenavath Srinivas Naik, A decentralised KYC based approach for microfinance using blockchain technology, *Cyber Security and Applications*, Volume 1, 2023, 100009, ISSN 2772-9184, <https://doi.org/10.1016/j.csa.2022.100009>.

88. Botosan, C. A., and M. A. Plumlee. (2002). A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 40 (1): 21–40.

89. Bushman, R. M., J. D. Piotroski, and A. J. Smith. (2004). What Determines Corporate Transparency? *Journal of Accounting Research* 42 (2): 207–252.; Maffett, M. G. (2012). Financial Reporting Opacity and Informed Trading by International Institutional Investors. *Journal of Accounting and Economics* 54 (2): 201–220.

90. Bynner, J. and Stribley, K. M. (eds.) *Social Research: Principles and Procedures*, Longman. *Open University Press*, 1978.

91. Calderon C. Kubota M. Does financial openness lead to deeper domestic financial markets? *The World Bank Policy Research Working Paper* № 4973. June 2009 URL: elibrary.worldbank.org/content/workingpaper/10.1596/1813#9450#4973.

92. Chen, Y., Kelly, B., & Wu, W. Sophisticated investors and market efficiency: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 2020, 138, 316–341.
93. Christensen, H., Floyd, E., Liu, L., & Maffett, M. The actual effects of mandated information on social responsibility in financial reports: Evidence from mine-safety records. *Journal of Accounting and Economics*, 2017, 64, Pp. 284–304.
94. Coase, R.H. (1937), The Nature of the Firm. *Economica*, 4: 386-405. URL:<https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x>.
95. Commons John R. Institutional Economics. *American Economic Review*, vol. 21 (1931), Pp. 648–657.
96. Creane, S., Goyal, R., Mobarak, A. M. and Sab, R. (2007) Measuring Financial Development in the Middle East and North Africa: A New Database, IMF Staff Papers, 53(3), Pp. 479–512. URL: www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2006/04/pdf/creane.pdf.
97. Law Rev. 20 (2019) 55–80, URL:<https://doi.org/10.1007/s40804-019-00135-1>.
98. Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: *The initiation of corporate social responsibility reporting*. *The Accounting Review*, 2011, 86, Pp. 59–100.
99. Dhaliwal, D., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: *International evidence on corporate social responsibility disclosure*. *The Accounting Review*, 2012, 87, Pp. 723–759.
100. Directive (EU) 2018/1673 on combating money laundering by criminal law URL:https://finance.ec.europa.eu/publications/anti-money-laundering-and-counteracting-financing-terrorism-legislative-package_en.
101. Dominese G. Economic, Financial and Geopolitical Governance: USA, European Union and China. *Transition Studies Review*. 2012. Vol. 18. Issue 3. P. 487–497.
102. Dowd, K. (2009). Moral Hazard and the Financial Crisis. *Cato Journal*, 29(1).

103. Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research*, 2003, 41, Pp. 797–836.
104. E. Clark, Z. Qiao, The value premium puzzle, behavior versus risk: new evidence from China, *Q. Rev. Econ. Finance* 76 (May 2020) 12–21, URL:<https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.04.007>; Q.J. Zhang, P. Hopkins, S. Satchell, R. Schwob, The link between macro-economic factors and style returns, *J. Asset Manag.* 10 (5) (Dec. 2009) Pp. 338–355, URL:<https://doi.org/10.1057/jam.2009.32>.
105. Eggertsson, T. (1990). Economic behavior and institutions: Principles of Neoinstitutional Economics. *Cambridge University Press*.
106. FATF (2021), Opportunities and Challenges of New Technologies For AML/CFT, FATF Paris, France URL:<https://www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/documents/opportunities-challenges-new-technologies-for-aml-cft.html>.
107. Fishman, M., & Hagerty, K. Insider trading and the efficiency of stock prices. *The Rand Journal of Economics*, 1992, 23, Pp. 106–122.
108. Foddy, W. Constructing Questions for Interviews and Questionnaires, *Cambridge University Press*, 1994.
109. Frąckiewicz Marcin. Блокчейн для страхування: як він допомагає покращити прозорість і управління ризиками 27 Липня 2023 URL:<https://ts2.space/uk/%D0%B1%D0%BB%D0%BE%D0%BA%D1%87%D0%B5%D0%B9%D0%BD-%D0%B4%D0%BB%D1%8F-%D1%81%D1%82%D1%80%D0%B0%D1%85%D1%83%D0%B2%D0%B0%D0%BD%D0%BD%D1%8F-%D1%8F%D0%BA-%D0%B2%D1%96%D0%BD-%D0%B4%D0%BE%D0%BF%D0%BE%D0%BC/>
110. Freeland, C. Sale of the Century. The Inside Story of the Second Russian Revolution. London: Little, Brown and Company, 2000.
111. Furubotn E., Richter R. The new institutional Economics. Vol. I. Hants: Edward Elgar Publishing, 1995. – 695 p.
112. Grewal, J., Riedl, E., & Serafeim, G. Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. *Management Science*, 2019, 65, 3061–3084.

113. Grossman, S. J., and J. E. Stiglitz. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review* 70 (3): 393–408.
114. Hayek, F. The Fatal Conceit. *The Errors of Socialism*. Chicago: University of Chicago Press, 1988.
115. Hirshleifer, D. A., J. N. Myers, L. A. Myers, and S. H. Teoh. (2008). Do Individual Investors Cause Post-Earnings Announcement Drift? Direct Evidence from Personal Trades. *The Accounting Review* 83 (6): 1521–1550.
116. Hodgson, Geoffrey M. The hidden persuaders: institutions and individuals in economic theory. *Cambridge Journal of Economics* 2003, 159-175.
117. Holmstrom, B. (1992). Moral hazards in Teams. *The Bell Journal of Economics*, 13(2), Pp. 324–340.
118. <https://robintrack.net/>
119. Huang Y. What determines financial development. *Discussion Paper*. 2005. № 580/ URL: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=925051.
120. Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics* 94 (1): PP. 67–86.
121. IMD WORLD DIGITAL COMPETITIVENESS RANKING 2021 URL:<https://www.imd.org/centers/world-competitiveness-center/rankings/world-digital-competitiveness>
122. Industries in Transition: A Framework for Data-centric Innovations in Insurance
URL:<https://www.tibco.com/sites/tibco/files/resources/Industries%20in%20Transition%20Insurance%20-%20ebook.pdf>
123. J. R. Hicks (1939, 2nd ed. 1946). Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory. *Oxford: Clarendon Press*.
124. J. Y. Campbell, Understanding risk and return, *J. Polit. Econ.* 104 (2) (1996) PP. 298–345, URL: <https://doi.org/10.1086/262026>.
125. Katsikas, Sokratis K., and Stefanos Gritzalis. 2017. Digitalization in Greece: State of play, barriers, challenges, solutions. *In Public Administration and Information Technology*. Cham: Springer, vol. 25, Pp. 355–75.

126. Kemal, Muhammad Usman, (2014), Anti-money laundering regulations and its effectiveness, *Journal of Money Laundering Control*, 17, issue 4, Pp. 416–427, URL: <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eme:jmlcpp:jmlc-06-2013-0022>.

127. Kim, J. B., and L. Zhang. (2014). Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks. *Contemporary Accounting Research* 31 (3): 851– 875.

128. Kornai, J. What the Change of the System from Socialism to Capitalism Does and Does Not Mean. *Journal of Economic Perspectives*. 2000. 14 (1). P. 27–42.

129. Kumar, A. (2009). Who Gambles in the Stock Market? *The Journal of Finance* 64 (4): 1889– 1933.

130. Lane, D., Myant, M., eds. Varieties of Capitalism in Post-Communist Countries. New York: Palgrave Macmillan, 2007.

131. Lang, M. H., K. V. Lins, and M. G. Maffett. (2012). Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence on When Transparency Matters Most. *Journal of Accounting Research* 50 (3): 729–774.

132. Lang, M., and M. Maffett. (2011). Transparency and Liquidity Uncertainty in Crisis Periods. *Journal of Accounting and Economics* 52 (2): 101–125.

133. Leahy M., Schich S., Wehinger G., Pelgrin F., Thorgeirsson T. Contributions of financial systems to growth in OECD countries. *Organisation for Economic Cooperation and Development, Economics Department Working Papers*. 21.03.2001. №. 280. URL: www.oecd.org/dataoecd/38/43/1888670.pdf.

134. Leuz, C., & Wysocki, P. The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 2016, 54, 525–622.

135. Levine R. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. WP 1678, World Bank, 1996 URL: www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1678-abstract.html.

136. Levine R., Zervos S. Stock Market Development and Long-Run Growth. *World-Bank-Economic Review*. 2002. № 10(2). P. 323–339.

137. M. Karthika, K. Neethu, P. Lakshmi, Impact of Fintech on the banking sector, *Integrated J. Res Arts Humanities* 2 (4) (2022) 109–112, URL:<https://doi.org/10.55544/ijrah.2.4.66>.
138. M. Pagano, Financial markets and growth: An overview, *European Economic Reviews*, vol. 37, no. 2-3, pp. 613-622, 1993; B. Thorsten and R. Levine, Stock markets, banks, and growth: panel evidence, *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 423–442, 2003.
139. Maffett, M. G. (2012). Financial Reporting Opacity and Informed Trading by International Institutional Investors. *Journal of Accounting and Economics* 54 (2): 201–220.
140. Mark K. Tomass (2012) Religious Identity, Informal Institutions, and the Nation-States of the Near East, *Journal of Economic Issues*, 46:3, 705-728, DOI: 10.2753/JEI0021-3624460306.
141. Martin, K., and R. Wigglesworth. (2021, March 9). Rise of the Retail Army: The Amateur Traders Transforming Markets. *Financial Times*. URL:<https://www.ft.com/content/7a91e3ea-b9ec-4611-9a03-a8dd3b8bddb5>.
142. Miller, B. P. (2010). The Effects of Reporting Complexity on Small and Large Investor Trading. *The Accounting Review* 85 (6): 2107–2143.
143. Morishima, M. Why has Japan ‘succeeded’? Cambridge: Cambridge University Press, 1982.
144. Moss, A., J. P. Naughton, and C. Wang. (2021). The Irrelevance of ESG Disclosure to Retail Investors: Evidence from Robinhood. Working Paper, University of Iowa, University of Virginia, and University of Colorado Boulder.
145. Ozik, G., R. Sadka, and S. Shen. (2021). Flattening the Illiquidity Curve: Retail Trading During the COVID-19 Lockdown. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
146. P.-H. Chou, K.-C. Ko, N.-T. Yang, Asset growth, style investing, and momentum, *J. Bank. Finance* 98 (Jan. 2019) 108–124, URL:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.008>.

147. Paientko T. and Fedosov V. (2018) Government financial accountability: key problems and main trends in post-communist countries, *Journal of Theoretical Accounting*, (*Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*), 2018. – 99 (155).
148. Paientko T. and Fedosov V. (2019) Opportunistic Government Behavior: How Controlling Approaches in Public Management Can Prevent it, *Journal of Theoretical Accounting*, (*Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*), 99 (155).
149. Parsons T. *Structure and Process in Modern Societies*. Glencoe, 1960. P. 51.
150. Pavone, P., & Parisi, F. (2018). Compliance and corporate anti-money laundering regulation. *Journal of Governance and Regulation*, 7(2), 7–14.
151. Piotroski, J., & Roulstone, B. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 2004, 79, 1119–1151.
152. Pistor, Katharina. The Evolution of Legal Institutions and Economic Regime Change. *Governance, Equity and Global Markets. Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics in Europe*. Pleskovic B. (ed.). Paris: La Documentation Française, 2000. P. 119–128.
153. Q. J. Zhang, P. Hopkins, S. Satchell, R. Schwob, The link between macro-economic factors and style returns, *J. Asset Manag.* 10 (5) (Dec. 2009) 338–355, URL: <https://doi.org/10.1057/jam.2009.32>
154. Radman, Goran, and Ana Belin. 2017. Competitiveness in Technology and Innovation: How to Keep On? *International Journal of Digital Technology & Economy* 2: 45–56.
155. Robinhood Financial LLC (2021, June 22). Financial Industry Regulatory Authority Letter of Acceptance, Waiver, and Consent No. 2020066971201. URL: <https://www.finra.org/sites/default/files/2021-06/robinhood-financial-awc-063021.pdf>.
156. Robinhood Markets, Inc. (2021, July 1). Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933. URL:

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/0001783879/000162828021013318/robinhoods-1.htm>.

157. Robinson J. The Generalization of the General Theory. *The Rate of Interest and Other Essays*. L.: MacMillan, 1952. P. 82

158. Russell, J. (2015). Separating and Pooling in Responses to Consumer Financial Mistakes (Stanford Law School, Working Paper).

159. Sachs, J., Pistor, K., eds. The Rule of Law and Economic Reform in Russia. Boulder (Co.): Westview Press, 1997.

160. Seasholes, M. S., and G. Wu. (2007). Predictable Behavior, Profits, and Attention. *Journal of Empirical Finance* 14 (5): 590–610.

161. Sohn, I. (2003). Combating international financial crime: Recent developments in europe. *International Trade and Finance Association Conference Papers*, 49.

162. Sound Practices: Implications of FinTech developments for banks and bank supervisors. *Basel Committee on Banking Supervision*. 31.10.2017. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d415.pdf>.

163. Stark, D., Bruszt, L. Postsocialist Pathways. Transforming Politics and Property in East Central Europe. *Cambridge: Cambridge University Press*, 1998.

164. Terry, J. 2015. Information sharing between financial institutions and law enforcement to disrupt the financial crimes of gangs (Doctoral dissertation, Utica College). URL: <https://www.proquest.com/openview/c18a7d2e982e34168dab9aa54b61fafb/1?pq-origsite=gscholar&cbl=18750>>.

165. The Global Competitiveness Index 2015-2016. *The World Economic Forum*. URL: <http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/>; The Global Competitiveness Index 2018-2019 // The World Economic Forum. – URL: <http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2018/>

166. The New Data-driven Insurer. URL: <https://www.tibco.com/sites/tibco/files/resources/WP-The%20New%20Data-Driven%20Insurer.pdf>

167. Van Nieuwerburgh, S., and L. Veldkamp. (2010). Information Acquisition and Under- Diversification. *The Review of Economic Studies* 77 (2): 779–805.
168. Veblen, T. (1992). *The Theory of the Leisure Class* (1st ed.). Routledge. URL: <https://doi.org/10.4324/9781315135373>.
169. Vidruska, Renate. 2016. The Digital Economy & Society Index and Network Readiness Index: Performance of Latvia on European Union Arena. *In New Challenges of Economic and Business Development 2016*. Riga: University of Latvia.
170. Voigt, S., Engerer, H. Institutions and Transition. *Possible Policy Implications of the New Institutional Economics*. SSRN, Working paper. 2001. December.
171. Welch, I. (2022). The Wisdom of the Robinhood Crowd. *The Journal of Finance*.
172. Weresa, Anna Marzenna. 2019. Technological competitiveness of the EU member states in the era of the fourth industrial revolution. *Economics and Business Review* 5: 50–71. URL: <https://ideas.repec.org/a/vrs/ecobur/v5y2019i3p50-71n5.html>.
173. Weresa, Marzenna Anna. 2010. Intellectual property rights and competitiveness: Evidence from Poland. *International Journal of Foresight and Innovation Policy* 6: 233–47.
174. What is Digital Insurance? URL: <https://www.tibco.com/reference-center/what-is-digital-insurance>
175. Williamson, O. E. (2007). *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*. In: Boersch, C., Elschen, R. (eds) *Das Summa Summarum des Management*. Gabler. https://doi.org/10.1007/978-3-8349-9320-5_6.
176. Worldwide Governance Indicators. URL: <https://info.worldbank.org/governance/wgi/> ; «Economist Intelligence Unit».
177. World Digital Competitiveness Ranking 2022 : World Competitiveness Center URL: <https://www.imd.org/centers/world-competitiveness-center/rankings/world-digital-competitiveness/>
178. Wursthorn, M., and E. Choi. (2020, August 20). Does Robinhood Make It Too Easy to Trade? From Free Stocks to Confetti. *Wall Street Journal*. URL:

<https://www.wsj.com/articles/confetti-free-stocks-does-robinhoods-design-make-trading-too-easy-11597915801>.

179. Yurika Ishii, Blockchain Technology and Anti-Money Laundering Regulations under International Law, *Am. Soc. Int. Law* 23 (1) (2019). URL: <https://www.asil.org/insights/volume/23/issue/1/blockchain-technology-and-anti-money-laun-dering-regulations-under>.

180. Zhong, R. (2018). Transparency and Firm Innovation. *Journal of Accounting and Economics* 66 (1): 67–93.

181. Zweig, J. (2021, March 27). Robinhood Trader's Battle Cry: «It's All Just a Game to Me». *Wall Street Journal*. URL: <https://www.wsj.com/articles/robinhood-traders-battle-cry-its-all-just-a-game-to-me-11616770807>.

182. Баранова В. Г., Гончаренко О. М. Розвиток фінансового ринку України в умовах європейської інтеграції: проблеми та перспективи: *колективна монографія*. Харків: «Діса плюс». 2019. 370 с.

ДОДАТКИ

Додаток А
Таблиця 1

Особливості діяльності основних державних органів системи регулювання фінансових посередників в Україні станом на 2022 р

Назва державного органу регулювання та нагляду	Основні нормативно-правові документи, які регламентують статус і діяльність органів регулювання та нагляду	Сектор регулювання	Функції	Підпорядкування
1	2	3	4	5
Національний банк України	Конституція України; Закон України «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 року N 679-XIV; Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 №2121-III; Закон України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» від 05.04.2001 р. №2346-III.	Ринок банківських послуг, грошово-кредитна система	Регулювання та нагляд за діяльністю банків, валютне регулювання і контроль, провадження грошово-кредитної політики	Підзвітний Верховній Раді України і Президентові України
Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Конституція України; Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. N 448/96-ВР; Указ Президента України №1063/2011 Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку від 23.11.2011 р., Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку; Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. №3840-IV. Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» від 11.09.2003 №1160-IV	Ринок цінних паперів	Здійснення комплексних заходів щодо регулювання, нагляду та контролю за ринком цінних паперів та їх похідних, запобігання зловживання та порушення у цій сфері	Підпорядкована Президенту України, Кабінету міністрів, підзвітна Верховній Раді України.

Продовження Додатка А
Продовження табл. А1

1	2	3	4	5
Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг (до 01.07.2020 р.).	Указ президента «Про національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг» Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» Закон України «Про страхування» від 07.04.1996 р. № 85/86 – ВР; Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057 – IV; Закон України «Про кредитні спілки» від 20.12.2001 р. №2908-III; Закон України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 р. №978-IV/	Ринок фінансових послуг (крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів	Формування та забезпечення реалізації політики державного регулювання у сфері ринків фінансових послуг (крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів, захист прав споживачів фінансових послуг тощо	

Додаток Б

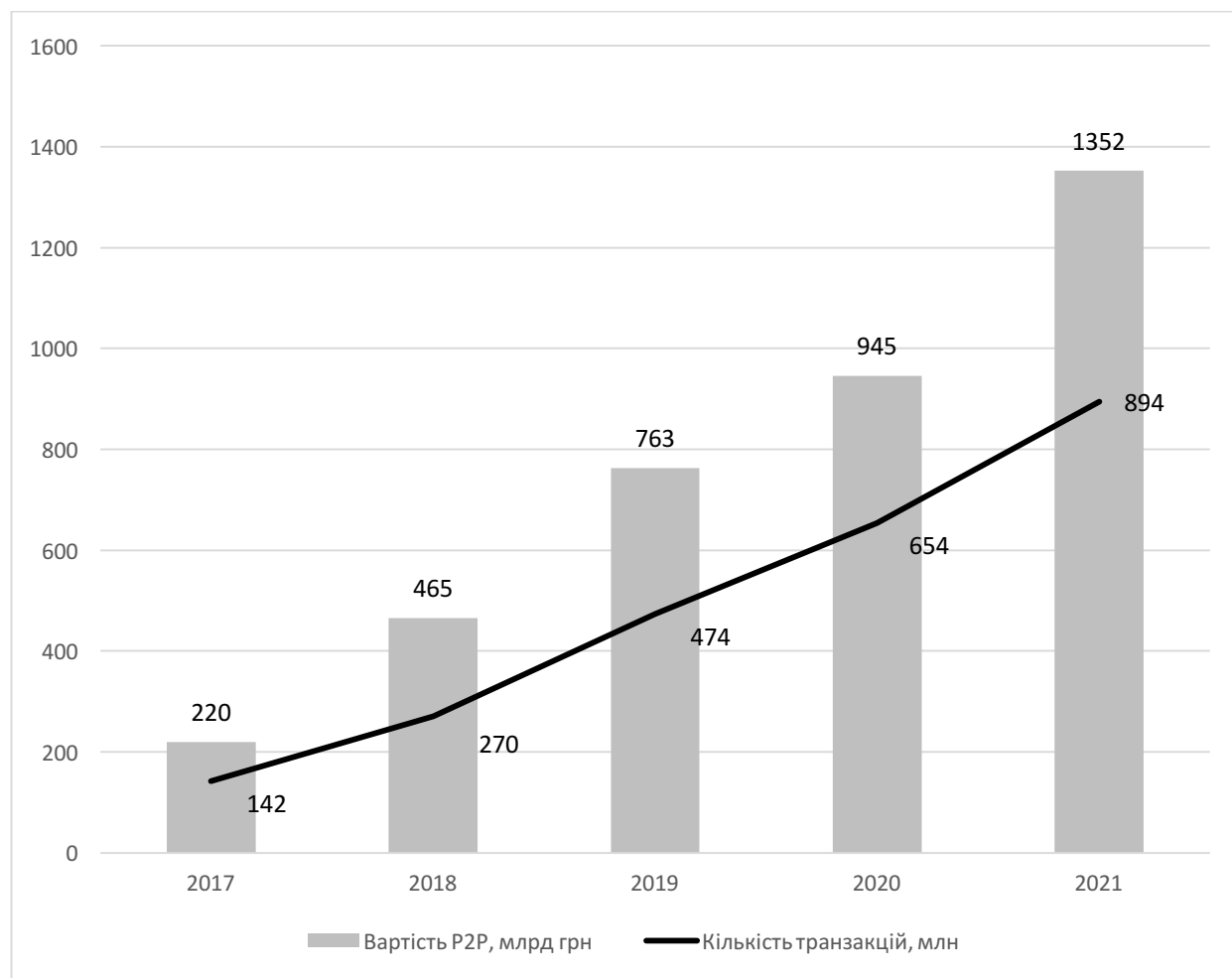


Рис. Динаміка розвитку P2P в Україні

Джерело: [21]

Додаток В

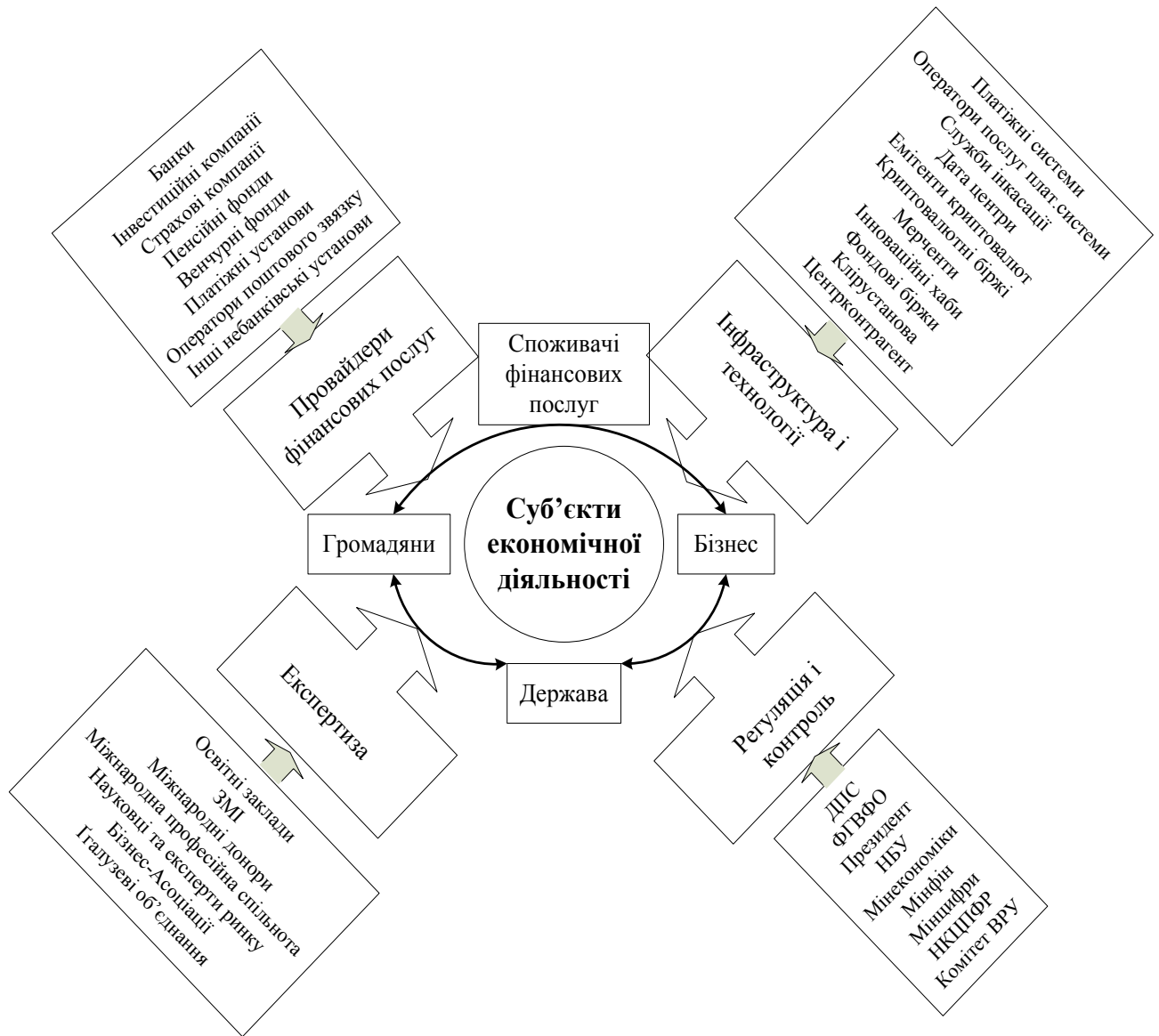


Рис. Ключові суб'єкти фінансової екосистеми України

Джерело: [43]

Додаток Д



Рис. Фінтех карта України

Джерело: [21]

Додаток Е

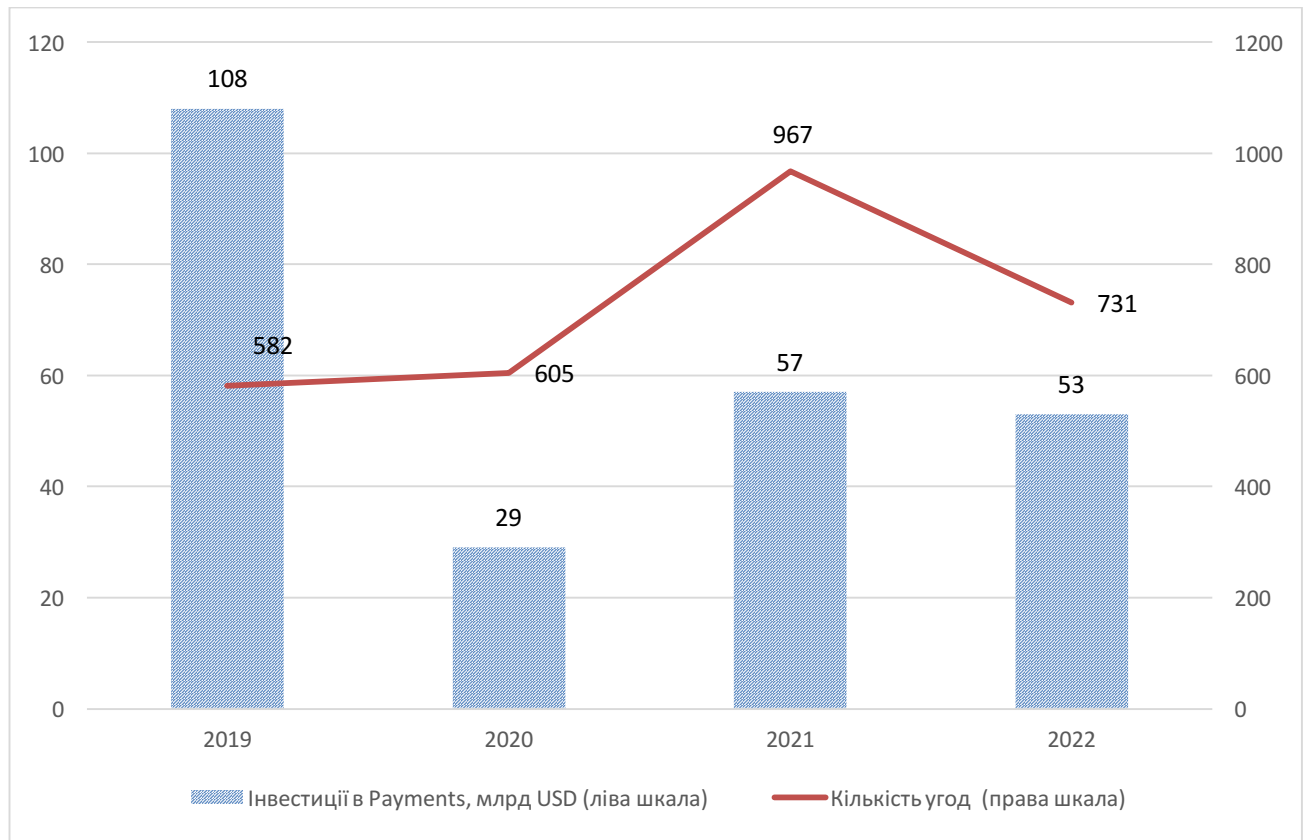


Рис. Е.1 динаміка інвестицій в Payments, млрд USD та кількість угод

Таблиця Е.1.

Світова динаміка інвестицій в Payments, млрд USD, кількість угод та їх середня вартість млн USD

Роки	Інвестиції в Payments, млрд USD	Кількість угод	Середній обсяг угоди, млн USD
2019	108	582	185,57
2020	29	605	47,93
2021	57	967	58,95
2022	53	731	72,50

Продовження Додатка Е

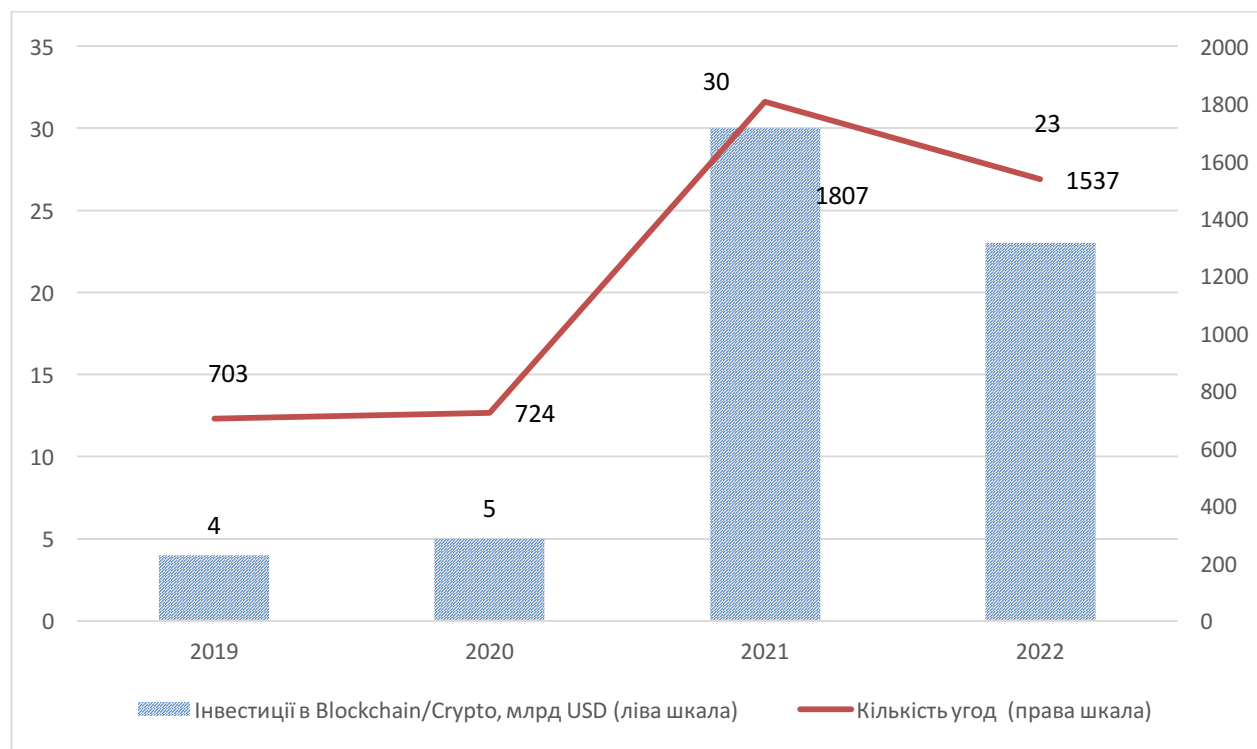


Рис. Е.2 Світова динаміка інвестицій в Blockchain/Crypto, млрд USD та кількість угод

Таблиця Е 2.

Світова динаміка інвестицій в Blockchain/Crypto, млрд USD, кількість угод та їх середня вартість млн USD

Роки	Інвестиції в Blockchain/Crypto, млрд USD	Кількість угод	Середній обсяг угоди, млн USD
2019	4	703	5,69
2020	5	724	6,91
2021	30	1807	16,60
2022	23	1537	14,96

Продовження Додатка Е

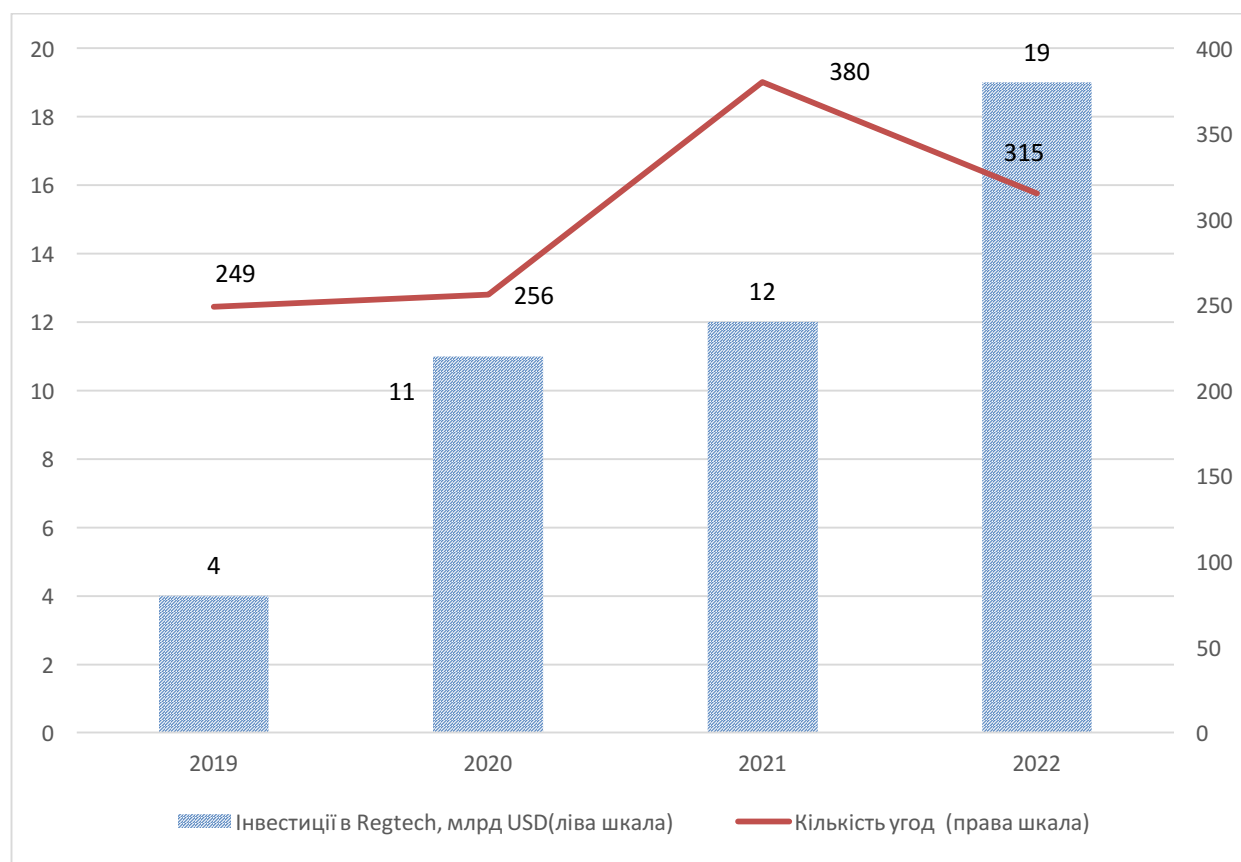


Рис. Е.3 Світова динаміка інвестицій в в Regtech, млрд USD та кількість угод

Таблиця Е.3.

Світова динаміка інвестицій в в Regtech, млрд USD, кількість угод та їх середня вартість млн USD

Роки	Інвестиції в Regtech, млрд USD	Кількість угод	Середній обсяг угоди, млн USD
2019	4	249	16,06
2020	11	256	42,97
2021	12	380	31,58
2022	19	315	60,32

Продовження Додатка Е

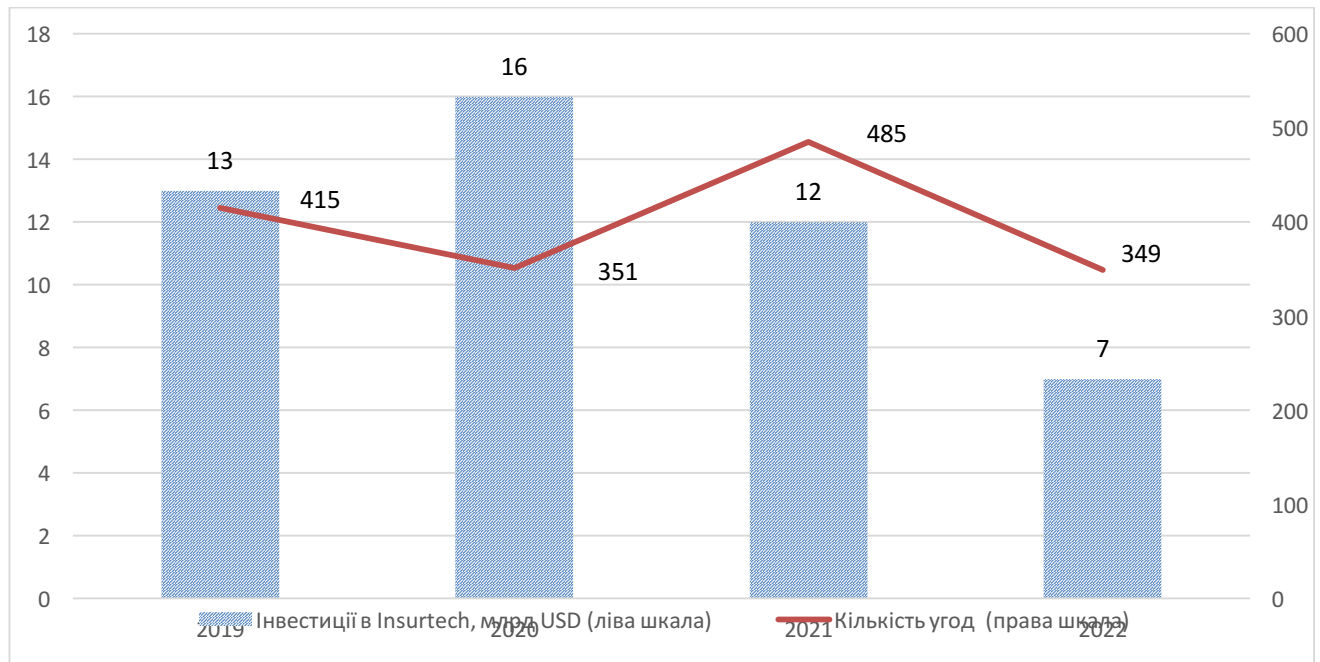


Рис.Е.4 Світова динаміка інвестицій в в Insurtech,, млрд USD та кількість угод

Таблиця Е.4.

Світова динаміка інвестицій в в Insurtech,, млрд USD, кількість угод та їх середня вартість млн USD

Рок и	Інвестиції в Insurtech, млрд USD	Кількість угод	Середній обсяг угоди, млн USD
2019	13	415	31,33
2020	16	351	45,58
2021	12	485	24,74
2022	7	349	20,06

Продовження Додатка Е

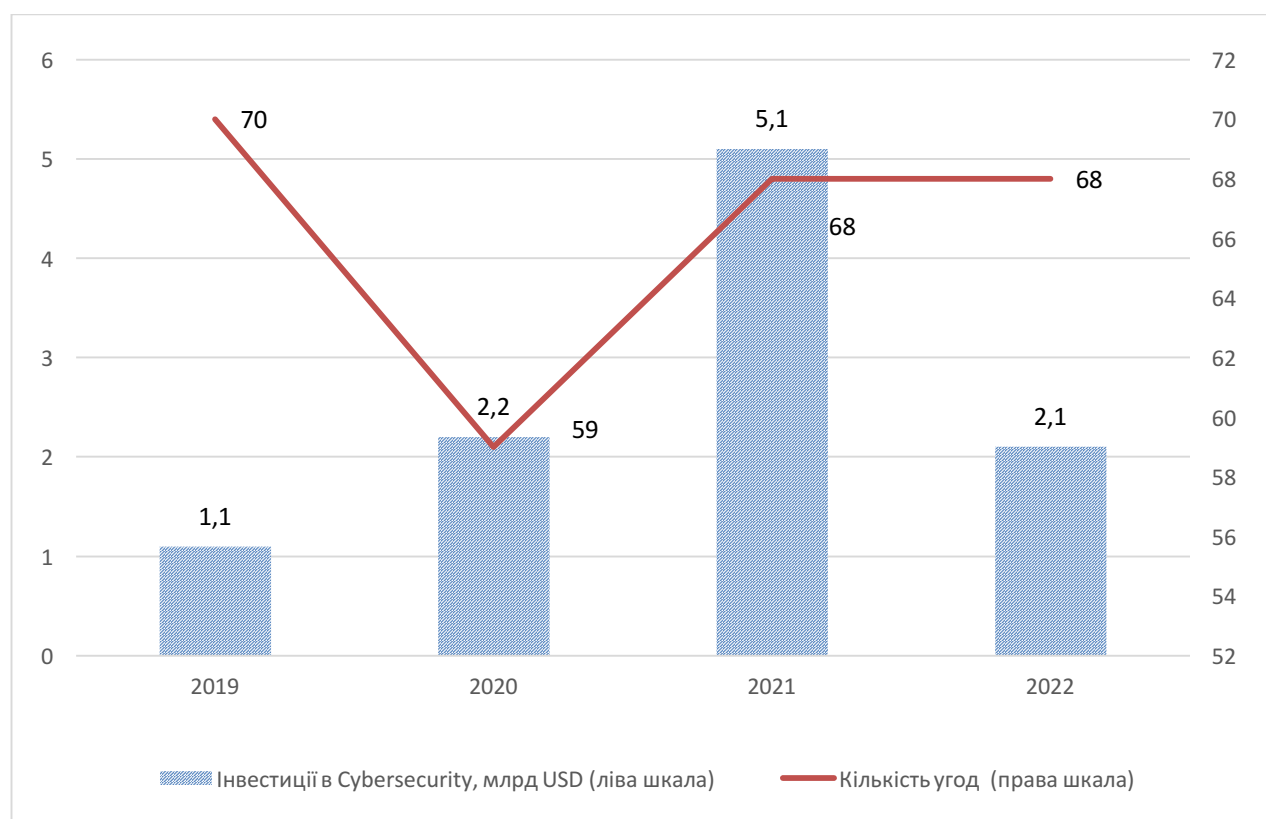


Рис. Е.5. Світова динаміка інвестицій в в Cybersecurity, млрд USD та кількість угод

Таблиця Е.5.

Світова динаміка інвестицій в в Cybersecurity, млрд USD, кількість угод та їх середня вартість млн USD

Роки	Інвестиції в Cybersecurity, млрд USD	Кількість угод	Середній обсяг угоди, млн USD
2019	1,1	70	15,71
2020	2,2	59	37,29
2021	5,1	68	75,00
2022	2,1	68	30,88

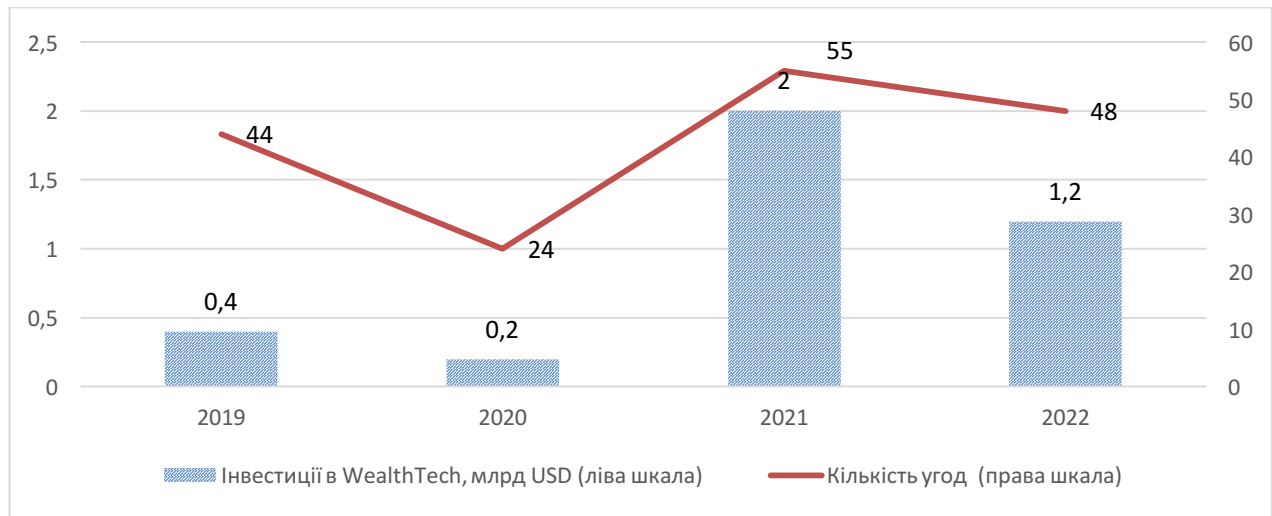


Рис. Е.6. Світова динаміка інвестицій в WealthTech, млрд USD та кількість угод

Таблиця Е .6.

Світова динаміка інвестицій в WealthTech, млрд USD, кількість угод та їх середня вартість млн USD

Роки	Інвестиції в WealthTech, млрд USD	Кількість угод	Середній обсяг угоди, млн USD
2019	0,4	44	9,09
2020	0,2	24	8,33
2021	2	55	36,36
2022	1,2	48	25,00

Джерело: [21].

Напрями аналізу непрозорості діяльності фірм на фінансовому ринку

Напрямы	Зміст
Своєчасність і точність фінансової звітності:	Компанії публікують свої фінансові звіти відповідно до прийнятих стандартів бухгалтерського обліку. Повнота та точність фінансових звітів надає уявлення про фінансовий стан та результати діяльності фірми.
Ступінь розкриття суттєвої інформації	Включає інформацію про фінансовий стан фірми, її діяльність і стратегію. Він також містить інформацію про будь-які потенційні ризики або невизначеності, які можуть вплинути на результати діяльності фірми
Якість аудиту	Фінансові звіти компаній повинні перевірятися незалежним аудитором. Аудитор повинен бути кваліфікованим і досвідченим, а аудит повинен проводитися відповідно до прийнятих стандартів аудиту
Корпоративне управління	Включає наявність ради директорів, яка є незалежною та підзвітною акціонерам. А також наявність чіткої та прозорої політики та процедур для управління бізнесом фірми.
Рівень публічного доступу до фінансової інформації	Наскільки легко інвесторам та іншим зацікавленим сторонам отримати доступ до інформації про фінансовий стан та результати діяльності фірми?
Частота та якість спілкування з інвесторами	Як часто фірма спілкується з інвесторами? Чи інформація, яка передається, є чіткою, короткою та точною?
Готовність керівництва відповідати на запитання інвесторів	Чи бажає керівництво відповідати на запитання інвесторів своєчасно та прозоро?
Рівень регуляторного нагляду	Якою мірою фірма підлягає регуляторному нагляду? Наскільки ефективним є регуляторний нагляд?

Джерело: складено автором

Показники, що можуть бути використані при визначенні аномальних прибутків фірми

Показник	Зміст
Рентабельність власного капіталу (ROE):	ROE є показником прибутковості компанії, який розраховується шляхом ділення чистого прибутку компанії на її акціонерний капітал. Висока рентабельність капіталу вказує на те, що компанія генерує великий прибуток відносно свого власного капіталу, що може бути ознакою ненормального прибутку.
Рентабельність активів (ROA)	ROA є показником прибутковості компанії, який розраховується шляхом ділення чистого прибутку компанії на її загальні активи. Високий ROA вказує на те, що компанія отримує великий прибуток відносно своїх активів, що може бути ознакою надмірного прибутку.
Економічний прибуток	Економічний прибуток є показником прибутковості компанії, який враховує вартість капіталу. Він розраховується шляхом віднімання середньозваженої вартості капіталу компанії від її прибутку до сплати відсотків і податків (EBIT). Позитивний економічний прибуток свідчить про те, що компанія генерує наднормальний прибуток
Частка ринку	Зависока частка ринку може бути ознакою ненормальних прибутків, оскільки це може надати компанії конкурентну перевагу та дозволити їй стягувати вищі ціни.
Капітал бренду	Потужний бренд може бути джерелом ненормальних прибутків, оскільки він може надати компанії конкурентну перевагу та дозволити їй стягувати вищі ціни
Унікальна конкурентна перевага	унікальна конкурентна перевага, така як патент або запатентована технологія, може надати компанії монополію на своєму ринку та дозволити їй отримувати аномальні прибутки
Переваги у витратах:	переваги у витратах, такі як нижча собівартість виробництва, можуть дозволити компанії отримувати аномальні прибутки.
Темпи зростання:	високий темп зростання може бути ознакою ненормальних прибутків, оскільки це може вказувати на те, що компанія працює на ринку, що розвивається, або що вона має конкурентну перевагу.
Додаткові фактори, які можуть сприяти аномальному прибутку фірми	
Державні субсидії або податкові пільги	Знижують витрати та деформують конкуренцію на ринку
Сприятливе регуляторне середовище	Забезпечує високі темпи розвитку
Монополістична або олігополістична структура ринку	Формує можливість виникнення додаткових прибутків
Неефективні конкуренти	Переваги в конкурентній боротьбі дають можливість збільшити частку ринку та отримати додаткові прибутки
Несподівані зміни попиту або пропозиції	Коливання прибутку
Бухгалтерські лазівки або шахрайство	Прибутки, отримані незаконним шляхом

Джерело: складено автором

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗДОБУВАЧА

*Статті у науково-фахових виданнях України та у періодичних
виданнях інших держав*

1. Савенко Д. О. Становлення та розвиток інфраструктури фінансового ринку України. *Інвестиції: практика та досвід. Журнал*. 2020. № 4. С. 81–85. DOI: 10.32702/2306-6814.2020.4.81.

2. Савенко Д. О., Онишко С. В. Теоретична концептуалізація інституційного забезпечення фінансового ринку. *Бізнес Інформ. Науковий журна*. 2020. № 9. С. 219–228. DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2020-9-219-228>.

3. Савенко Д. О. Цифровізація в системі факторів нарощування потенціалу розбудови інституційного забезпечення фінансового ринку. *Збірник наукових праць Державного податкового університету: Електронне наукове видання*. 2023. № 1. С. 155–182. DOI 10.33244/2617-5940.1.2023.155-182.

Публікації апробаційного характеру

4. Савенко Д. О. Трансформація інфраструктури фінансового ринку. *Світ економічної науки. Збірник тез міжнародної науково-практичної інтернет-конференції*. Випуск 20. Тернопіль 2020. С. 48–50.

5. Савенко Д. О., Онишко С. В. Чинники розвитку інфраструктури фінансового ринку: податковий аспект. *Молодіжний податковий конгрес. Збірник тез доповідей*. Ірпінь 2020. С. 1126–1129.

6. Савенко Д. О. Імплементация принципу «знай свого клієнта» як елемент нарощування потенціалу інституційного забезпечення фінансового ринку. *Світ наукових досліджень. Збірник наукових публікацій міжнародної мультидисциплінарної наукової інтернет-конференції*. Випуск 22. Тернопіль, Україна – Переворськ, Польща 2023. С. 57–59.