

ДОСЛІДЖЕННЯ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНИХ ЗАКОНОМІРНОСТЕЙ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В НЕРІВНОВАЖНИХ ЕКОНОМІЧНИХ СИСТЕМАХ

Смагін В.Л., доктор економічних наук, Національний транспортний університет, Київ, Україна, vlsmagin50@gmail.com, orcid.org/0000-0002-9292-6892

Ільченко В.Ю., кандидат економічних наук, Національний транспортний університет, Київ, Україна, nika-ivg@ukr.net, orcid.org/0000-0003-4318-0999

Малахова Ю.А., кандидат економічних наук, Національний транспортний університет, Київ, Україна, yu.malakhova@ntu.edu.ua, orcid.org/0000-0002-8769-7597

Заплітна Т.В., кандидат економічних наук, Національний транспортний університет, Київ, Україна, ztv2000ztv@gmail.com, orcid.org/0000-0002-6880-8511

STUDY OF INSTITUTIONAL REGULARITIES OF FINANCIAL MARKET DEVELOPMENT IN NON-EQUILIBRIUM ECONOMIC SYSTEMS

Smagin V.L., Economics (Dr.), National Transport University, Kyiv, Ukraine, vlsmagin50@gmail.com, orcid.org/0000-0002-9292-6892

Ilchenko V.J., Ph.D, National Transport University, Kyiv, Ukraine, nika-ivg@ukr.net, orcid.org/0000-0003-4318-0999

Malakhova Yu.A., Ph.D., National Transport University, Kyiv, Ukraine, yu.malakhova@ntu.edu.ua, orcid.org/0000-0002-8769-7597

Zaplitna T.V., Ph.D, National Transport University, Kyiv, Ukraine, ztv2000ztv@gmail.com, orcid.org/0000-0002-6880-8511

Постановка проблеми. Фінансовий ринок є одним із найважливіших складових економічної системи, який інтегрує економічні та фінансові відносини у єдине ціле. Досвід країн із трансформаційною економікою 90-х рр. XX ст. показав, що при слабкій керованості процесів, що відбуваються на фінансовому ринку, економіка виявляється неспроможною вирішити гострі проблеми розбалансованості системи фінансових відносин. З урахуванням нових умов і реальної ситуації в українській економіці, теоретичні проблеми фінансового ринку, закономірності його функціонування і державного регулювання, пошуку оптимальної для даного етапу його теоретичної моделі вимагають нових досліджень і вироблення науково-обґрунтованих практичних рекомендацій.

На сьогоднішній день ця проблема є актуальною з початку зародження товарно-грошових відносин і аж до появи сучасної цілісної національної економічної системи, що функціонує на ринкових принципах з урахування світового досвіду.

В центрі уваги статті – дослідження базових інституціональних засад фінансового ринку як економічної категорії, що розвивається в умовах загальних закономірностей перехідної економіки крізь призму фінансових інститутів і їх впливу на розвиток державного управління, організаційно-економічних форм господарювання, економічної культури і менталітету.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідження теоретичних і практичних аспектів фінансового ринку знайшли відображення у працях таких зарубіжних вчених, як: Д. Б'юкенен, Дж. Гелбрейт, Д. Норт, Г. Марковиц, А. Маршалл, Ф. Модильяни, А. Пігу, П. Самуельсон, Ж. Стігліц, Дж. Хікс, В. Шарп та інші. Серед вітчизняних вчених слід відзначити О. Василика, А. Гриценка, А. Даниленка, Б. Кваснюка, В. Корнєєва, В. Лагутіна, І. Лютого, О. Мозгового, В. Опаріна, В. Шелудька та інших.

Аналіз досліджень показав, що в сучасній економічній науці бракує наукових досліджень, які комплексно розкривають соціально-економічні закономірності становлення та розвитку фінансового ринку в нерівноважних економічних системах. Вельми часто, не має єдності думок з питань не тільки теоретичних тлумачень щодо фінансового ринку, але і практичних рекомендацій щодо вдосконалення його функціонування. Відповідно їхня вивченість і опрацьованість обумовили вибір напрямку дослідження.

Мета статті. Розкрити закономірності фінансового ринку в контексті дослідження інституціональної теорії в умовах нерівноважної економічної системи України.

Виклад основного матеріалу дослідження. Формування фінансового ринку – дуже складний інституціональний процес, який є досить тривалим за часом. Фінансовий ринок неможливо ввести політичним шляхом, видавши законодавчий акт; його можна лише поступово створювати. При цьому обов'язковою інституційною передумовою формування фінансового ринку є різноманіття форм власності, свобода підприємницької діяльності та інші компоненти повноцінної ринкової економіки.

Тому не випадково в останні роки в Україні все більша увага приділяється положенням і висновкам, напрацьованим інституціональною теорією. Положення цієї теорії безпосередньо відносяться до проблеми інституціоналізації фінансового ринку. Об'єктом інституціонального аналізу у цьому випадку є інституціональні зміни у фінансовому ринку, що залежать від стану його розвитку і полягають в удосконаленні діючих і формуванні нових ринкових інститутів.

З інституціональної точки зору фінансовий ринок передбачає наявність мережі фінансових інститутів. За їх відсутністю фінансовий ринок стає неефективним.

Інституціональна організація фінансового ринку – це система, взаємозв'язаних формальними і неформальними відносинами державних та ринкових інститутів, що визначає умови руху прав власності і фінансових активів.

Не можна протиставляти ринок інститутам. Йдеться, насамперед, про нібито існування своєрідної дихотомії, коли ринки вважаються «вільними», а інститути (ринок до їх числа нібито не відноситься) – «обмежувачами» вільного ринку. Не можна розглядати ринок як джерело мобільності на противагу інертності інститутів [1, с. 260-261].

Основні характеристики сучасного фінансового ринку пов'язані з інституціональними аспектами його розвитку – наявністю інститутів, ринкових суб'єктів і здійснення ними цілеспрямованої діяльності з ринковими об'єктами. Слід зазначити, що купівля-продаж фінансових активів здійснювалися людством у тій чи іншій формі протягом століть, що дозволяє говорити про еволюційний розвиток інститутів фінансового ринку, обумовлений правилами і нормами, що змінюються в міру розвитку ринкових відносин. Ці правила і норми є дуже важливими, їх сукупність складає інституціональне середовище функціонування фінансового ринку.

Застосування інституціонального підходу, який забезпечує належну основу вивчення сучасного механізму функціонування фінансового ринку дає можливість підкреслити значущість невизначеності на фінансовому ринку, проаналізувати не тільки економічні, але й зв'язані з ними соціальні, правові, морально-етичні чинники, вивчити фінансовий ринок у взаємозв'язку з цілями суспільного розвитку.

З точки зору інституціональної теорії, специфіка фінансового ринку полягає в тому, що основним елементом інституціонального середовища, у якому інвестори здійснюють свій вибір, є норми. Важливе значення при цьому має вплив рівня розвиненості інститутів фінансового ринку на трансформацію заощаджень в інвестиції [2].

Інституціональну структуру фінансового ринку складають: інститути, інституціональне середовище, ринкові організації. Необхідно розрізнити поняття «інституціональна структура» та «інституціональне середовище» фінансового ринку. З точки зору розвитку фінансового ринку важливе значення має інституціональна структура ринку (інститути, їх роль і вплив на обіг фінансових активів), як більш широке поняття ніж інституціональне середовище, яке включає взаємодію інститутів та організацій.

Взаємозв'язок між елементами інституціональної структури фінансового ринку представлено на рис. 1.



Рисунок 1 – Інституціональна структура фінансового ринку
Figure 1 – Institutional structure of the financial market

Під інститутами розуміються типи економічної культури, економічної поведінки, способи здійснення, а також регулювання економічних процесів [2, 3]. У цьому розумінні фінансові інститути, з одного боку, це сукупність інституціональних структур, які виконують певні функції на фінансовому ринку. З іншого боку, можна сказати, що це об'єктивно сформовані та стійко відтворювані норми, правила і регулятори фінансового ринку. Проблема виникнення і розвитку

інститутів фінансового ринку пов'язана, насамперед, із розвитком внутрішньо збалансованої системи самого фінансового ринку.

Інститути фінансового ринку – це структури, які включають в себе ринкових суб'єктів зі специфічними видами діяльності в їх взаємозв'язку та взаємодоповнюваності. «Інститути є структурою, яку люди накладають на свої взаємовідносини, визначаючи таким чином стимули, разом з іншими обмеженнями (бюджетними, технологічними і т.д.) окреслюючи межі вибору, а вони, у свою чергу, задають рамки функціонування економіки і суспільства протягом того чи іншого періоду часу» [4, с. 8]. Фінансові інститути стимулюють акумуляцію вільних грошових коштів для подальшого вкладення у фінансові активи.

Значну роль відіграє той факт, що інститути розширюють спектр доступних фінансових інструментів і тим самим підвищують ефективність функціонування фінансового ринку.

По різному впливають на функціонування фінансового ринку формальні і неформальні інститути. Внаслідок того, що неформальні правила більш сталі і змінюються значно повільніше формальних правил, вони стають, з одного боку, обмежувачами розвитку фінансового ринку, а, з іншого боку, створюють належну стійкість у його функціонуванні.

Інститути – це важливі елементи будь-якого ринку, у тому числі й фінансового ринку. Розуміння змісту поняття «інститут фінансового ринку» вимагає системного підходу, що передбачає використання сукупності методологічних принципів і теоретичних положень, які дозволяють розглядати кожний елемент системи в його взаємозв'язку і взаємодії з іншими елементами, прослідковувати зміни, які відбуваються в системі у результаті зміни окремих її ланок, вивчати специфічні системні якості фінансового ринку.

Відзначимо, що мають місце два підходи до поняття «інститут». З одного боку інститути «... є структурами, які люди накладають на свої взаємовідносини» з іншого ж боку інститути це «правила гри в суспільстві», які формують через сукупність формальних і неформальних норм економічну поведінку індивідів і організацій на ринку» [4, с. 10]. Відзначимо, що інституціональна теорія проводить фундаментальне розмежування між поняттями «інститут» і «організація». Інститути у концепції Д. Норта і його послідовників – це «правила гри», а організації – це «гравці» [4, с. 13]. На фінансовому ринку функціонує значна кількість організацій, від рівня розвитку яких залежить місце цього ринку в економічній системі.

На поведінку ринкових організацій безпосередній вплив здійснює інституціональне середовище, що забезпечує належні стимули фінансової діяльності. Інституціональне середовище будується на основі сукупності прав і обмежень з врахуванням динамічних змін, що впливають на вибір ринкової організації.

До інституціонального середовища фінансового ринку відносяться: інститути, що формують мережу взаємодій між суб'єктами ринку; формальні чи неформальні правила у вигляді звичаїв, традицій, обумовлені культурою ринкових суб'єктів; організації: фінансово-кредитні установи, комерційні банки, інвестиційні фонди і компанії, біржі, консалтингові й аудиторські фірми та ін., які формують інфраструктуру фінансового ринку [5].

В сучасній українській економіці існує багато компонентів інституціонального середовища, які стримують розвиток фінансового ринку. Найбільша перешкода на цьому шляху – це низька якість інститутів власності. Право власності в Україні недостатньо захищене законом. Як відомо, чітке розмежування й захист прав власності є обов'язковим для розвитку бізнесу, адже саме власність служить запорукою для залучення фінансових ресурсів з метою інвестування. Коли права власності не захищені, у ринкових суб'єктів відсутні стимули до здійснення інвестицій.

Ще одна важлива інституційна проблема – судова влада в Україні в багатьох випадках залишається залежною від політичних впливів. Це знижує стимули для інвестиційної й фінансової активності ринкових суб'єктів. Крім того, організована злочинність і корупція державної влади спричиняють значні трансакційні втрати бізнесу, що є ще однією очевидною інституційною перешкодою розвитку фінансового ринку в Україні. Результат корупції – неефективність функціонування ринку. Це вказує на те, яким складним є інституціональне середовище для розвитку фінансового ринку в Україні. Очевидно, для створення сприятливіших умов роботи на фінансовому ринку, необхідно підвищити ефективність та зробити прозорішим його інституціональне середовище. Отже, актуальними стають реформи, спрямовані на поліпшення інституціонального середовища, в якому працює український бізнес.

Стабільне інституціональне середовище дозволить ринковим суб'єктам менше покладатися на неформальні правила організації функціонування фінансового ринку.

1. З позицій інституціоналізму функцією інститутів, у тому числі фінансових, є зниження рівня трансакційних витрат (витрат на пошук інформації, ведення переговорів та укладення контрактів, моніторинг, захист прав власності) [5]. Змістовне наповнення поняття «трансакційні витрати», з точки зору ефективності фінансового сектора пов'язане із витратами на пошук і вибір контрагентів, включаючи неявні витрати (витрачений час) та інформаційні витрати (витрати на оцінку реальної інвестиційної вартості фінансового активу). На практиці до трансакційних витрат у фінансовому секторі відносять також витрати на юридичне забезпечення (Legal enforcement) виконання фінансових контрактів. Зростання трансакційних витрат негативно впливає на вартість послуг інститутів фінансового ринку, що проявляється у підвищенні рівня процентної ставки. Саме цей індикатор (процентна ставка) і є визначальним критерієм ефективності функціонування фінансового ринку з позицій інституціоналізму. На цей критерій звернув увагу Д. Норт, зазначивши: «рівень процентної ставки на ринках капіталу – чи не найяскравіший кількісний вимірник ефективності інституційної основи» [4, с. 92]. Трансакційні витрати на фінансових ринках, що формуються (до яких належить й Україна), набагато вищі, ніж на розвинутих ринках. Це пов'язано, насамперед, із кількістю фінансових трансакцій та угод, що здійснюються поза межами офіційного ринку. У свою чергу, високі трансакційні витрати обумовлюють високу вартість (ціну) фінансових послуг [6, с. 10-11]. Виходячи з цього, можна розуміти ефективний фінансовий ринок, як ринок, який забезпечує мінімізацію трансакційних витрат інвесторів. Ефективність фінансового ринку означає максимальну ефективність діяльності інвестора як головного суб'єкта цього ринку.

Мінімізація трансакційних витрат інвесторів означає, що фінансовий ринок є ефективним у ціновому (інформаційному) змісті (тобто забезпечує мінімізацію витрат інвесторів на трансформацію невизначеності в ризик і на управління ризиком) і в операційному змісті (тобто забезпечує мінімізацію витрат інвесторів на здійснення операцій з фінансовими активами з використанням послуг професійних учасників ринку).

Цей висновок дозволяє пов'язати міру ефективності функціонування фінансового ринку із трансакційними витратами інвестора, під якими в даному випадку розуміються усі витрати інвестора, як операційні, так і зв'язані з недоліками ринку (втрати від порушення прав інвестора, впливу кризових явищ та ін.). Чим ефективнішим є фінансовий ринок, тим з меншими трансакційними витратами зіштовхуються інвестори. Це положення є, по суті, головною рисою теорії інституціоналізації фінансового ринку, етапом аналізу якого став поділ ринку на операційну та інформаційну підсистеми, а етапом синтезу – доказ їх єдиної природи.

Економічна теорія власності формулює важливий висновок про необхідність захисту прав власника шляхом чіткої фіксації цього права (специфікації права). Як відомо, специфікація права власності – це створення режиму винятковості для окремого індивіду чи групи шляхом визначення суб'єкта й об'єкта права, набору правочинностей, якими володіє цей суб'єкт, а також механізму, що забезпечує їх дотримання. Можна вважати, що оберненим до процесу специфікації є розмивання прав власності. Цим терміном позначається практично порушення винятковості прав, що призводить до зниження цінностей об'єкта права для суб'єкта.

На фінансовому ринку фіксація прав власності забезпечується спеціальними інститутами, об'єднаними в інституціональну систему [7, с. 283]. Без захисту прав власності не може існувати сам ринок. Без інституціональної системи, що забезпечує необхідний рівень захисту інтересів інвесторів, фінансовий ринок не може бути ефективним.

Світовий досвід підтверджує необхідність точного визначення, або специфікації прав власності. Чим повніше визначені та надійніше захищені права власності, тим тісніше зв'язок між діями ринкових агентів та реалізацією їх інтересів. Тим самим специфікація прав власності обумовлює прийняття суб'єктами ринку економічно найбільш ефективних рішень. Навпаки, розмивання прав власності, їх неточне встановлення і поганий захист є економічно неефективним.

Як правило виділяють п'ять індикаторів захищеності прав власності і контрактів: 1) влада закону; 2) ризик експропріації власності; 3) відмова від виконання контрактів; 4) рівень корупції у владних структурах; 5) якість бюрократії в країні [8, с. 29]. Принципово важлива теза інституціональної теорії полягає в тому, що специфікація прав власності не є безкоштовною. Часом вона вимагає значних витрат. Міра точності специфікації прав власності залежить від балансу вигод і витрат, що супроводжують встановлення і захист цих прав.

Фінансовий ринок є в основному сферою здійснення цивільно-правових угод, пов'язаних з фінансовими активами. Це можуть бути договори, об'єктом яких є безпосередньо цінні папери (договори купівлі-продажу, міни, довірчого управління, комісії, доручення й ін.), або договори, предметом яких є надання послуг, без яких функціонування фінансового ринку неможливо (договори

про надання послуг депозитаріїв, реєстраторів, клірингових організацій, організаторів торгівлі фінансовими активами та ін.). Невиконання або неналежне виконання зобов'язань за угодами обумовлює застосування заходів цивільно-правової відповідальності.

Поява кожного нового для економіки інституту фінансового ринку супроводжується зазвичай великим масивом дозвольно-регуляторних норм. Це істотно утруднює подальший розвиток цих фінансових інститутів. Прикладом може слугувати Українське законодавство щодо недержавних пенсійних фондів, медичних страхових компаній та ін.

Розвиток фінансового ринку в Україні гальмує також низький рівень правових знань, поінформованості населення щодо особливостей його функціонування. Сьогодні населення (навіть та його частина, яка має заощадження) не має базових знань щодо можливої корисності вкладення коштів у фінансові активи, щодо процесів, які відбуваються на фінансовому ринку, а тому не може оцінити можливі переваги та втрати. Воно мало обізнане із законодавством, яке регламентує поведінку учасників фінансового ринку, із власними правами, що реалізуються у процесі купівлі – продажу фінансових активів. Це призводить до низької активності на фінансовому ринку фізичних осіб, які в розвинутих країнах є одним із головних інвесторів. До того ж в Україні відсутня торговельна інфраструктура для дрібних інвесторів.

Сучасний інституціоналізм активно використовує теорію ринку при розгляді природи ризику та його впливу на формування інститутів. Теоретично важливим є положення про можливість вираження ризику через трансакційні витрати, що передбачає врахування тенденції трансформації невизначеності у ризик [9, с. 17]. Під невизначеністю у цьому випадку розуміються такі умови, коли людина не здатна передбачати майбутнє і тому не в змозі виробити таку лінію поведінки, яка могла б запобігти настанню небажаної події. Ризик, навпроти, припускає, що людина бачить можливість небажаної події і здатна діяти щодо зниження її ймовірності. Сучасні методи диверсифікації та страхування портфеля фінансових активів виступають саме як спосіб трансформації невизначеності у ризик і тим самим зменшення трансакційних витрат шляхом зниження набору ймовірностей.

Очевидним є висновок, що у зменшенні ризиків інвестицій у фінансові активи емітентів у країнах з перехідною економікою вагому роль відіграє стабільність (сила) інститутів, що регулюють фінансовий ринок. Високий рівень ризику інвестицій в економіку і, зокрема, у фінансові активи країн з перехідною економікою – прямий наслідок слабкості і нестабільності їхніх інститутів.

Операції з фінансовими активами здійснюються конкретними ринковими суб'єктами, які зазвичай організаційно оформлені. У Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» визначено поняття фінансової установи. «Фінансова установа» – юридична особа, яка відповідно до закону надає одну чи декілька фінансових послуг та яка внесена до відповідного реєстру у порядку, встановленому законом. До фінансових установ належать банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг [10].

Перевіреніми і надійними організаціями фінансового ринку, що впродовж багатьох десятиліть витримали серйозний іспит часом, є фондові біржі. Фондова біржа – це організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами. До основних функцій фондової біржі відносяться: мобілізація та концентрація вільних капіталів та заощаджень шляхом організації продажу цінних паперів; інвестування суб'єктів господарювання шляхом організації купівлі їх цінних паперів; забезпечення високого рівня ліквідності вкладень у цінні папери.

З перетворенням фондових бірж у розвинених країнах у відкриті акціонерні товариства змінилася їх бізнес-стратегія, організаційна структура і модель управління. Біржі перетворилися в бізнес-корпорації, орієнтовані на максимізацію прибутку, зросла їхня відповідальність перед акціонерами, управління перейшло в руки професійного менеджменту.

Важливою на сучасному фінансовому ринку є роль інституціональних інвесторів. У їхніх руках за останні десятиліття в розвинених країнах світу зосередився значний фінансовий капітал. Інституціональні інвестори нині займають лідируюче положення в торгівлі цінними паперами на всіх найбільших фондових біржах світу.

Інституціональні інвестори виконують не тільки економічні, але і соціальні функції – залучення масового інвестора в механізм ринкових процесів. Тому слід відзначити особливу значущість інституціональної організації заощаджень дрібних інвесторів у сучасній українській економіці. Банкрутство інституціональних інвесторів (справжні або штучні) – це серйозна соціальна проблема всього суспільства, наочний приклад – афера з інвестиційною групою «Еліта-центр».

Інституціональні інвестори в США володіють контрольними пакетами акцій багатьох великих американських корпорацій. Істотне зростання ролі інституціональних інвесторів у розвинених країнах світу почалося в 50-60-х рр. XX ст. і сьогодні саме вони забезпечують вирішальний вплив на корпоративний сектор світової економіки. Завдяки такому впливу інституціональних інвесторів в системі економічних відносин відбулися істотні зміни, насамперед, змінилася спрямованість відносин власності.

Ще одне положення інституціональної теорії фінансового ринку стосується ролі регулятора в досягненні належного рівня ефективності ринку. Депресія 1929-1933 рр. в США зробила необхідним регулювання фондового ринку як інституту, який забезпечує захист прав інвесторів і тим самим підтримує нормальне функціонування усього національного ринку. Усвідомлення необхідності такого регулювання втілювалося в прийнятому у 1934 р. Законі про цінні папери і біржі (The Securities Exchange Act of 1934), відповідно до якого був заснований регулятор фінансового ринку – Комісія з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission – SEC).

Тим самим фінансовий ринок у США став надійним джерелом перерозподілу фінансового капіталу в різні сфери економіки. Роль фінансового ринку у мобілізації капіталу залежить від стану розвитку усього національного ринку, розгалуженості кредитно-фінансової системи, масштабів грошових нагромаджень, їхнього впливу на відтворювальний процес, а також від ступеня інтеграції фінансового ринку в механізм загального економічного розвитку.

Фінансовий ринок – це структура, у рамках якої продавець і покупець одержують взаємну вигоду від торгівлі із мінімальними (або навіть нульовими) трансакційними витратами. Такий ринок створює необхідні конкурентні сили і стимулює появу ефективних інвесторів. Основна проблема інституціоналізації фінансового ринку за Д. Нормом, полягає у ефективності довірчих угод. Ефективний ринок має на увазі неперсоніфікований обмін у часі і просторі. Але як домогтися довіри в угодах неперсоніфікованих (“анонімних”) сторін? У інституціональній теорії загальновизнано, що стан виконання контрактів забезпечується третьою примусовою стороною – державою. Головна інституційна небезпека трансформаційних економік – виникнення інституціональних пасток. Вперше питання про те, чому в процесі ринкових реформ виникають інституціональні пастки, було поставлено і досліджено Д. Нормом [9, с. 154-156]. Російський економіст В.М. Полтерович розвинув інституціональну теорію перехідних економік, одним із перших в пострадянських країнах описавши ряд конкретних інституціональних пасток, характерних для економіки Росії 90-х років XX ст. В. М. Полтерович визначив інституціональну пастку як неефективну стійку норму (неефективний інститут) [11].

Неефективність того чи іншого інституту визначається невідповідністю певної норми критеріям суспільної корисності. Щодо фінансового ринку це означає, що інституціональні пастки виникають там і тоді, коли трансформація фінансових відносин відбувається з порушенням прав та інтересів інвесторів (або з недостатнім врахуванням цих прав та інтересів). Це впливає з того, що саме інтерес інвесторів (покупців) найбільшою мірою відображає на фінансовому ринку інтереси суспільства в цілому.

Стійкість неефективної інституційної норми обумовлена тим, що ринковим суб'єктам не вигідно відхилятися від неї, адже їх трансакційні витрати виявляються нижчими за умови, якщо вони дотримуються цієї норми. Неефективна норма, що утвердилася, з часом стає все більш стійкою, закріплюється внаслідок того, що суб'єкти ринку навчаються виконувати її, удосконалюючи технологію її реалізації [11]. Перебороти неефективний інститут стає все складніше, тим самим фінансовий ринок попадає в інституціональну пастку.

Важливою і багато в чому вирішальною складовою інституціональної структури фінансового ринку є акціонерний капітал. У міру розширення пропозиції фінансових активів на ринку відбувається розвиток акціонерних товариств у різних секторах економіки. Прискорення розвитку акціонерного капіталу зазвичай проявляється у фазах пожвавлення і піднесення національної економіки. І, навпаки, кількість акціонерних підприємств зменшується в періоди економічного спаду і кризи. Це свідчить про високу еластичність даної форми організації щодо попиту на фінансові активи. Отже, акціонерний капітал характеризується високою мобільністю порівняно з іншими формами капіталу.

Інституціональні реформи не можуть вважатися завершеними без створення конкурентоспроможного фінансового ринку, здатного мобілізувати і надавати економіці належні інвестиційні ресурси для її розвитку. Інституціоналізація – це, насамперед, процес зростання ролі на фінансовому ринку ефективних інститутів з метою здійснення дієвих фінансових інвестицій.

З точки зору інституціонального підходу обмін на фінансовому ринку є безособовим, тобто неперсоніфікованим. Внаслідок того, що фінансова угода не є персоніфікованою, необхідним стає інститут довіри, який обумовлений прагненням інвесторів до передбачуваності очікуваних інвестиційних результатів. Отже, довіра повинна стати інституційною нормою, що регулює відносини між суб'єктами на фінансовому ринку [12]. Чим більше можлива величина втрат, тим вище повинен бути рівень довіри між учасниками угоди. Нормою функціонування фінансового ринку є здатність інвестора достовірно оцінити свою ринкову позицію. Для цього інвестор повинен мати необхідну інформацію і можливість належним чином трактувати її. Це визначає необхідність свідомої діяльності інвестора: чим цілеспрямованіше його діяльність, тим успішніше він діє. Таке позитивне розуміння цілеспрямованості діяльності інвесторів є елементом інституціональної конструкції фінансового ринку. Ще однією нормою фінансового ринку є економічна відповідальність, яка теж має об'єктивний характер.

Таким чином, серед неформальних інститутів значну роль у функціонуванні фінансового ринку відіграє інститут довіри. З метою підвищення рівня довіри необхідно використовувати спеціальні процедури прийняття рішень при укладенні фінансових контрактів, а також розвивати систему гарантій, зокрема страхування. Фінансовий ринок – це ринок довіри. Чесність і відкритість посередників і емітентів, на яких базується довіра інвесторів, є самими значними цінностями на цьому ринку. Він швидко зростає й успішно розвивається тільки тоді, коли між його суб'єктами панує атмосфера довіри.

Так, в Америці рівень довіри до фінансового ринку сягає 50%, у Китаї – 60%, у Європі – близько 30%. В Україні відсоток довіри до ринку – 5%. За останні роки довіра в європейських країнах до ринку дещо зросла, бо етика фахівців з фінансів покращилась. Це сталося завдяки більш жорсткому регулюванню ринку, а також через загальне підвищення культури корпоративного управління [13].

Як збудувати фінансовий ринок в Україні, якщо відсутня довіра? Нині необхідно повернути довіру до вітчизняного фінансового ринку. При відповідній інституціональній організації фінансового ринку, при запровадженні в законодавство вимог дотримання етичних стандартів, при необхідному державному регулюванні і контролі роботи професійних учасників ринку й емітентів цей ринок буде переконливо демонструвати свою зручність (високу ліквідність, простоту оформлення угод), вигідність (доходи тут вище, ніж за будь-якими іншими операціями) і надійність вкладення коштів у формі інвестицій у реальний сектор економіки.

Слід відзначити, що за останні два роки відбулося кілька важливих революційних змін в організації фінансового сектору України. По-перше, з 01.07.2020 р. ліквідовано Національну комісію, що здійснювала державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, і її повноваження були перерозподілені між Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) і Національним банком України. Тобто, якщо раніше було три регулятора фінансового сектору, то зараз залишилося два [14].

По-друге, згідно Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», який набрав чинності з 01.07.2021 р., поступово відбудеться фундаментальна перебудова ринку капіталу в країні. Замість фондової біржі тепер буде три нові форми ринку: регульований ринок, багатосторонній торговельний майданчик і організований торговельний майданчик, а замість торговців цінними паперами будуть функціонувати інвестиційні фірми [15]. Реалізація даних змін сприятиме функціонуванню ринку капіталу України за правилами, максимально наближеними до європейських стандартів.

По-третє, у 2020 р. НКЦПФР надала дозвіл на обіг акцій іноземних ІТ-компаній в Україні, зокрема Facebook, Tesla, Netflix, Microsoft Corporation, Visa та AMD. Нині вона працює над спрощенням законодавчо визначеної процедури допуску іноземних цінних паперів до обігу на території України. Це дасть можливість найбільш ліквідним акціям, що входять в індекси найбільших бірж у світі (Нью-Йоркська, Лондонська, Франкфуртська біржі), за спрощеною процедурою потрапляти на український фондовий ринок [14].

Сучасні кроки інститутів держави створюють умови для покращення стабільності фінансового ринку, а розвиток системи фінансових інститутів – це підґрунтя для забезпечення сталого розвитку фінансового ринку. Стабільність фінансового ринку залежить від рівня розвитку фінансових інститутів у силу особливостей інвестиційної стратегії фінансових організацій. Інституціональні інвестори, як правило, орієнтовані на довгострокові вкладення. Інвестиційна стратегія інституціональних інвесторів меншою мірою змінюється під впливом зовнішніх причин. Тому

фінансовий ринок з високою часткою участі інституціональних інвесторів стає більш стійким стосовно зовнішніх впливів.

Напрями діяльності інституціональних інвесторів на фінансовому ринку зображено на рис. 2.

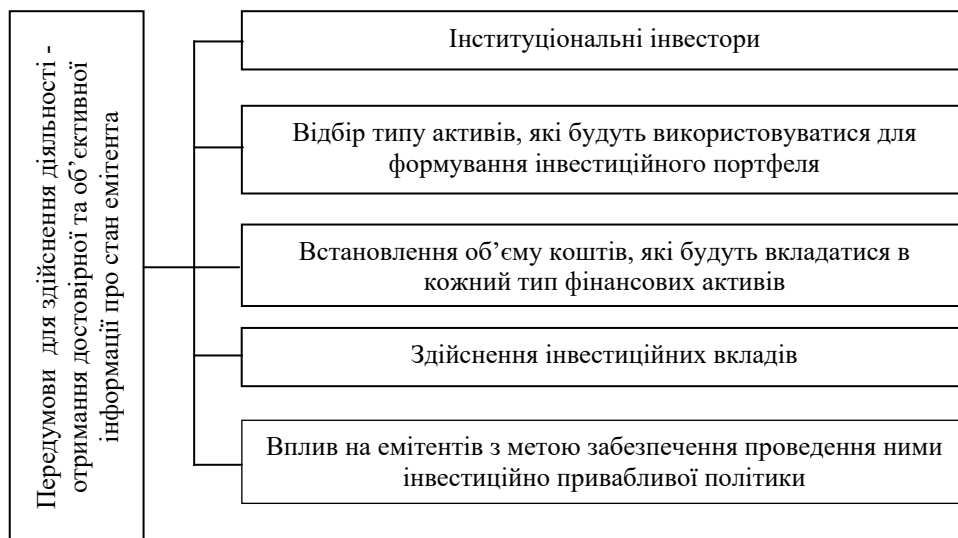


Рисунок 2 – Напрями діяльності інституціональних інвесторів
Figure 2 – Areas of institutional investors' activity

Фінансові організації отримують реальні можливості для структурування ризиків, розподіляючи ризики серед більшої кількості інвесторів. Таким чином, перспективи розвитку вітчизняного фінансового ринку невіддільні від розвитку сфери інституціональних інвестицій, інструментів інституціонального інвестування.

Фінансовий ринок функціонує в умовах постійної зміни зовнішнього середовища, що вимагає створення дієвого механізму інституційної координації, який забезпечує адекватне пристосування системи до макроекономічних збурень.

Непрозорий фінансовий ринок є імманентно недокапіталізованим тому, що механізм ціноутворення на ньому є істотно перекрученим. За малої кількості покупців у емітентів виявляється відсутнім стимул вказувати в заявках справжню оцінку активу (його продажну ціну). Таким чином, в умовах непрозорості і недостатньої місткості ринку ціна фінансових активів буде знижуватися.

Узагальнюючим критерієм зрілості та ефективності інституціоналізації фінансового ринку є такий його стан, коли наявні організації спроможні ефективно забезпечити самовідтворення усього фінансового середовища національної економіки.

Таким чином, формування фінансового ринку є досить тривалим в часі інституціональним процесом, який неможливо прискорити політичним шляхом, прийнявши законодавчо необхідний правовий документ.

Висновки. Особливість інституціональної організації функціонування невірноважених економічних систем об'єктивно потребують динамічного переходу фінансового ринку на якісно вищий рівень свого розвитку. Нова стимулююча модель ринку з якісно новими інститутами повинна забезпечити високі темпи економічного зростання та посилення інвестиційної активності суб'єктів господарювання, що, в свою чергу, збільшить обсяги фінансових ресурсів в реальний сектор економіки України.

ПЕРЕЛІК ПОСИЛАНЬ

1. Ходжсон, Дж. Экономическая теория и институты. – М.: Дело, 2003. – 464 с.
2. Поліщук, Є.А. Інституціональні аспекти у методології дослідження інвестиційного ринку [Електронний ресурс] / Є.А. Поліщук // Ефективна економіка. – 2015. – № 11. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4561>. – Назва з екрану.
3. Стрижак, О.О. Поняття інституту: основні підходи до визначення суті та змісту / О.О. Стрижак // Економіка та держава. – 2016. – №8. – С. 38-43.
4. Норт, Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки. – К. : Основи, 2000. – 198 с.

5. Сіренко, Н.М., Боднар, О.А., Шишпанова, Н.О. Інституціональна інфраструктура фінансового ринку: теоретико-практичний аспект [Електронний ресурс] / Н.М. Сіренко, О.А. Боднар, Н.О. Шишпанова // Електронне наукове фахове видання з економічних наук «Modern Economics». – 2021. – №25. – С. 130-135. Режим доступу: <https://modecon.mnau.edu.ua/issue/25-2021/sirenko.pdf>. – Назва з екрану.
6. Архієреєв, С.І. Трансакційні витрати в умовах ринкової трансформації : автореф. дис. д-ра екон. наук : 08.01.01 / С.І. Архієреєв. – Харів, 2002. – 34 с.
7. Эффективный рынок капитала. Экономический либерализм и государственное регулирование / Под общ. ред. Костикова И.В.: В. 2-х т. – М. : Наука, 2004. Т. 2. – 296 с.
8. Институциональная экономика: Новая институциональная экономическая теория: Учебник / Под общей ред. А.А. Аузана. – М. : ИНФРА-М, 2005. – 415 с.
9. Норт, Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – 190 с.
10. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [закон України : офіц. текст: за станом на 01 серп. 2021 р.]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14#Text>. – Назва з екрану.
11. Полтерович, В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы [Електронний ресурс] / В.М. Полтерович // Экономика и математические методы. – 1999. – т. 35, №2. – Режим доступу: https://mpira.ub.uni-muenchen.de/27257/1/MPRA_paper_27257.pdf. – Назва з екрану.
12. Пшик, Б.І., Неклюдова, Т.М. Формування довіри громадян у контексті зміцнення безпеки фондового ринку [Електронний ресурс] / Б.І. Пшик, Т.М. Неклюдова // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. – 2016. – Випуск 2 (118). С. 28-31. – Режим доступу: [http://ird.gov.ua/sep/sep20162\(118\)/sep20162\(118\)_028_PshykB,NekliudovaT.pdf](http://ird.gov.ua/sep/sep20162(118)/sep20162(118)_028_PshykB,NekliudovaT.pdf) – Назва з екрану.
13. Експерти назвали шляхи відновлення довіри українців до фінансового ринку [Електронний ресурс] // Укрінформ. 22 листопада 2019. – Режим доступу: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2823326-eksperti-nazvali-slahi-vidnovlenna-doviri-ukrainciv-do-finansovogo-rinku.html>. – Назва з екрану.
14. Фондовому ринку найбільше заважає відсутність довіри [Електронний ресурс] // Юридична Газета. 20 січня 2021. – Режим доступу: <http://yur-gazeta.com/interview/fondovomu-rinku-naybilshe-zavazhae-vidsutnist-doviri.html>. – Назва з екрану.
15. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : [закон України : офіц. текст: за станом на 19 черв. 2020 р.]. – Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>. – Назва з екрану.

REFERENCES

1. Hodgson J. *Ekonomicheskaya teoriya i instituty* [Economic theory and institutions]. Moscow, Delo Publ., 2003. 464 p.
2. Polishchuk E.A. Instytutsional'ni aspekty u metodolohiyi doslidzhennya investytsiynoho rynku (Institutional aspects in the methodology of investment market research). *Efektivna ekonomika – Effective economy*, 2015, issue 11. Available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4561> (Accessed 25 January 2022).
3. Stryzhak O.O. *Ponyattya instytutu: osnovni pidkhody do vyznachennya suti ta zmistu* [The concept of the institute: the main approaches to determining the essence and content]. *Ekonomika ta derzhava* [Economy and state], 2016, issue 8, pp. 38-43.
4. North D. *Instytutsiyni, instytutsiyni zmina ta funktsionuvannya ekonomiky* [Institutions, institutional change and the functioning of the economy]. Kyiv, Osnovy Publ., 2000. 198 p.
5. Sirenko N.M., Bodnar O.A., Shishpanova N.O. Instytutsional'na infrastruktura finansovoho rynku: teoretyko-praktychnyy aspekt (Institutional infrastructure of the financial market: theoretical and practical aspect). *Elektronne naukowe fakhove vydannya z ekonomichnykh nauk «Modern Economics» – Electronic scientific professional publication on economic sciences «Modern Economics»*, 2021, issue 25. – pp. 130-135. Available at: <https://modecon.mnau.edu.ua/issue/25-2021/sirenko.pdf> (Accessed 25 January 2022).
6. Bishops S.I. *Transaktsiyni vytraty v umovakh rynkovoyi transformatsiyi*. Dokt, Diss. [Transaction costs in the conditions of market transformation. Doct. Diss.]. Khariv, 2002. 34 p.

7. Kostikov I.V. *Effektivnyy rynek kapitala. Ekonomicheskii liberalizm i gosudarstvennoye regulirovaniye* [Efficient capital market. Economic liberalism and state regulation]. 2 vols. Moscow, Nauka Publ., 2000. Vol. 2. 296 p.
8. Auzan A.A. *Institutsional'naya ekonomika: Novaya institutsional'naya ekonomicheskaya teoriya* [Institutional Economics: New Institutional Economics]. Moscow: INFRA-M Publ., 2005. 415 p.
9. North D. *Instituty, institutsional'nyye izmeneniya i funktsionirovaniye ekonomiki* [Institutions, institutional changes and the functioning of the economy]. Moscow: Foundation of the economic book «Beginnings» Publ., 1997. 190 p.
10. *Pro finansovi posluhy ta derzhavne rehulyuvannya rynkiv finansovykh posluh : zakon Ukrainy* [On financial services and state regulation of financial services markets: Ukrainian law]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2664-14#Text> (Accessed 25 January 2022).
11. Polterovich V.M. *Institutsional'nyye lovushki i ekonomicheskyye reformy* (Institutional traps and economic reforms). *Ekonomika i matematicheskiye metody – Economics and mathematical methods*, 1999, Volume 35, issue 2. Available at: https://mp.ra.ub.uni-muenchen.de/27257/1/MPRA_paper_27257.pdf (Accessed 25 January 2022).
12. Pshyk B.I., Neklyudova T.M. *Formuvannya doviry hromadyan u konteksti zmitsnennya bezpeky fondovoho rynku* (Building public confidence in the context of strengthening stock market security). *Sotsial'no-ekonomichni problemy suchasnoho periodu Ukrainy – Socio-economic problems of the modern period of Ukraine*, 2016, issue 2 (118). pp. 28-31. Available at: [http://ird.gov.ua/sep/sep20162\(118\)/sep20162\(118\)_028_PshykB,NekliudovaT.pdf](http://ird.gov.ua/sep/sep20162(118)/sep20162(118)_028_PshykB,NekliudovaT.pdf) (Accessed 25 January 2022).
13. Eksperty nazvaly shlyakhy vidnovlennya doviry ukraintsiv do finansovoho rynku (Experts named ways to restore the confidence of Ukrainians in the financial market). *Ukrinform – Ukrinform*, November 22, 2019. Available at: <https://www.ukrinform.ua/rubric-economy/2823326-eksperti-nazvali-slahi-vidnovlenna-doviri-ukrainciv-do-finansovogo-rinku.html> (Accessed 25 January 2022).
14. *Fondovomu rynku naybil'she zavazhaie vidsutnist' doviry* (The stock market is most hampered by a lack of trust). *Yurydychna Hazeta – Legal Gazette*. January 20, 2021. Available at: <http://yur-gazeta.com/interview/fondovomu-rinku-naybilshe-zavazhaie-vidsutnist-doviri.html> (Accessed 25 January 2022).
15. *Pro vnesennya zmin do deyakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo sproshchennya zaluchennya investytsiy ta zaprovadzhennya novykh finansovykh instrumentiv : zakon Ukrainy* [On Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine Concerning Simplification of Attracting Investments and Introduction of New Financial Instruments: Ukrainian law]. Available at: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> (Accessed 25 January 2022).

РЕФЕРАТ

Смагін В.Л. Дослідження інституціональних закономірностей розвитку фінансового ринку в нерівноважних економічних системах / В.Л. Смагін, В.Ю. Ільченко, Ю.А. Малахова, Т.В. Заплітна // Вісник Національного транспортного університету. Серія «Економічні науки». Науковий журнал. – К. : НТУ, 2022. – Вип. 2 (52).

Стаття присвячена комплексному дослідженню теоретичних та практичних підходів щодо аналізу базових інституціональних засад фінансового ринку як особливого соціально-економічного механізму в нерівноважних економічних системах. У дослідженні пріоритетом є сутнісні проблеми економічних відносин, пов'язаних з розвитком інститутів фінансового ринку, які являють собою сукупність певних норм і правил, що обмежують діяльність суб'єктів ринку встановленими рамками економічної культури і поведінки.

На сьогоднішній день в нерівноважній економічній системі України фінансовий ринок продовжує перебувати на початковому етапі становлення і розвитку. Його темпи стримуються низьким рівнем державного управління, недосконалим законодавством, низьким рівнем культури і менталітету. Наявні інституційні передумови формують великі масштаби тіньової економіки, детермінують орієнтацію вітчизняного фінансового ринку на переважання спекулятивного капіталу. Перевага віддається фінансовим активам з позицій їх прибутковості в короткостроковому, а не довгостроковому періоді, що підтверджує об'єктивну необхідність реалізації інституціональних змін.

Об'єкт дослідження – з'ясувати переваги і потенціал реалізації ринкових фінансових інститутів та інституціонального середовища в нерівноважній економічній системі України.

Методи дослідження. У статті використано історичний та логічний методи (для виявлення закономірностей еволюції вчення про фінансовий ринок, його ролі у суспільному відтворенні),

методи абстрактного і конкретного (для дослідження закономірностей розвитку економічної системи України). У роботі метод абстрагування поєднується з інституціональним аналізом фінансового ринку. Використано також статистичний метод – для оцінки рівня довіри до фінансових ринків зарубіжних країн та України.

Досліджено теорії, що безпосередньо стосуються проблем інституціоналізації фінансового ринку та інституціональних змін через вдосконалення діючих і новостворених ринкових інститутів.

Зазначено, що виникнення нових інститутів фінансового ринку в нерівноважній економічній системі паралельно супроводжується прийняттям великої маси нових дозвольно-регуляторних норм. Це ускладнює подальший розвиток фінансових інститутів, їх невідповідністю критеріям суспільної корисності і відповідно породжує інституціональні пастки.

З'ясована важлива роль сталого розвитку ринкової економіки, існування неформального інституту довіри під час укладання фінансових контрактів. Чесність і прозорість суб'єктів фінансового ринку є домінуючим позитивом довіри інвестора до вітчизняного ринкового середовища.

Надано пропозиції щодо створення відповідної інституціональної організації фінансового ринку з прозорим державним регулюванням та контролем за роботою професійних учасників ринку.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: СТАЛИЙ РОЗВИТОК, ФІНАНСОВИЙ РИНОК, СИСТЕМНИЙ ПІДХІД, ФІНАНСОВІ ІНСТИТУТИ, ЕКОНОМІЧНІ СИСТЕМИ, СИСТЕМНИЙ АНАЛІЗ, ІНСТИТУЦІОНАЛЬНЕ СЕРЕДОВИЩЕ, РИНКОВІ РИЗИКИ, ІНСТИТУТ ДОВІРИ.

ABSTRACT

Smagin V.L., Ilchenko V.Yu., Malakhova Yu.A., Zaplitna T.V. Research of institutional laws of financial market development in nonequilibrium economic systems. *Visnyk of the National Transport University. Series «Economic sciences». Scientific journal.* – K.: NTU, 2022. – Issue 2 (52).

The article is devoted to a comprehensive study of theoretical and practical approaches to the analysis of the financial market's basic institutional principles as a special socio-economic mechanism in non-equilibrium economic systems. In the study, the priority is the essential problems of economic relations associated with the development of financial market institutions, which are a set of certain norms and rules that limit the activities of market participants within the established framework of economic culture and behavior.

Today in the unbalanced economic system of Ukraine the financial market continues to be at the initial stage of formation and development. Its pace is constrained by low levels of government, imperfect legislation, low levels of culture and mentality. The existing institutional preconditions form a large-scale shadow economy, determine the orientation of the domestic financial market to the predominance of speculative capital. Preference is given to financial assets from the standpoint of their profitability in the short term, rather than the long term, which confirms the objective need for institutional change.

The object of the research is to find out the advantages and potential of realization of market financial institutions and institutional environment in the non-equilibrium economic system of Ukraine.

Research methods. The article uses historical and logical methods (to identify patterns of evolution of the financial market doctrine, its role in social reproduction), abstract and concrete methods (to study the patterns of Ukraine's economic system development). The method of abstraction is combined with institutional analysis of the financial market. The statistical method was also used to assess the level of confidence in the financial markets of foreign countries and Ukraine.

Theories directly related to the problems of financial market institutionalization and institutional changes through the improvement of existing and newly created market institutions have been studied.

It is noted that the emergence of new financial market institutions in the non-equilibrium economic system is accompanied by the adoption of many new licensing regulations. It complicates the further development of financial institutions, their non-compliance with the criteria of public utility, and, accordingly, creates institutional traps.

The important role of sustainable development of the market economy, the existence of an informal institution of trust in the conclusion of financial contracts is clarified. Honesty and transparency of financial market participants are the dominant positive of investor confidence in the domestic market environment.

Proposals for the establishment of an appropriate institutional organization of the financial market with transparent state regulation and control over the work of professional market participants are provided.

KEY WORDS: SUSTAINABLE DEVELOPMENT, FINANCIAL MARKET, SYSTEM APPROACH, FINANCIAL INSTITUTIONS, ECONOMIC SYSTEMS, SYSTEM ANALYSIS, MARKET RISKS, INSTITUTION OF TRUST

АВТОРИ:

Смагін Володимир Леонтійович, Національний транспортний університет, доктор економічних наук, професор кафедри менеджменту, e-mail: vlsmagin50@gmail.com, тел. +380672362722, Україна, 01010, м. Київ, вул. Омеляновича-Павленко 1, к. 241.

Ільченко Вікторія Юліанівна, Національний транспортний університет, кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту, e-mail: nika-ivg@ukr.net, тел. +380674795543, Україна, 01010, м. Київ, вул. Омеляновича-Павленко 1, к. 241.

Малахова Юлія Анатоліївна, Національний транспортний університет, кандидат економічних наук, доцент кафедри менеджменту, e-mail: yu.malakhova@ntu.edu.ua, тел. +380677779337, Україна, 01010, м. Київ, вул. Омеляновича-Павленко 1, к. 242.

Заплітна Тетяна Валентинівна, кандидат економічних наук, доцент, Національний транспортний університет, e-mail: ztv2000ztv@gmail.com, тел. +380673581825, Україна, 01010, м. Київ, вул. Омеляновича-Павленко 1, к. 314.

AUTHORS:

Smagin Volodymyr, National Transport University, Economics (Dr.), professor department of management, e-mail: vlsmagin50@gmail.com, tel. +380672362722, Ukraine, 01010, Kyiv, Mykhaila Omelianovycha-Pavlenka Str. 1, of. 241.

Ilchenko Victoria, National Transport University, Ph.D, associate professor of management department, e-mail: nika-ivg@ukr.net, tel. +380674795543, Ukraine, 01010, Kyiv, Mykhaila Omelianovycha-Pavlenka Str. 1, of. 241.

Malakhova Yulia A., National Transport University, Ph.D., associate professor department of management, e-mail: yu.malakhova@ntu.edu.ua, tel. +380677779337, Ukraine, 01010, Kyiv, M. Omelyanovycha-Pavlenko Str. 1, of. 242.

Tatyana Zaplitna, National Transport University, Ph.D, associate professor department of economics, e-mail: ztv2000ztv@gmail.com, tel. +380673581825, Ukraine, 01010, Kyiv, Omelyanovycha-Pavlenko Str. 1, of. 314.

РЕЦЕНЗЕНТИ:

Майорова Т.В., доктор економічних наук, професор, Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана, професор кафедри корпоративних фінансів і контролінгу, Київ, Україна.

Ложачевська О.М., доктор економічних наук, професор, Національний транспортний університет, завідувач кафедрою менеджменту, Київ, Україна.

REVIEWER:

Mayorova T.V., Ph.D., Economics (Dr.), professor, Kyiv National University of Economics named after Vadym Hetman, department of Corporate Finance and Controlling, Kyiv, Ukraine.

Lozhachevska O.M., Ph.D., Economics (Dr.), professor, National Transport University, head of department of management, Kyiv, Ukraine.