DOI: [10.32702/2307-2105-2020.7.3](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.7.3)

УДК 336.71:336.76

*I. I. Чуницька,
д. е. н., доцент, професор кафедри фінансових ринків,
Університет державної фіскальної служби України
ORCID ID: 0000-0002-9718-1332*

НАУКОВІ ОРІЄНТИРИ СТРУКТУРУВАННЯ ІНФРАСТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

I. Chunya
*Doctor of Economic Sciences, Assistant Professor, Professor, Department of Financial Markets,
University of the State Fiscal Service of Ukraine*

SCIENTIFIC GUIDELINES FOR STRUCTURING THE FINANCIAL MARKET INFRASTRUCTURE

Структурно-елементна будова інфраструктури становить окремий напрямок наукового аналізу, особливо зважаючи на її безпосередню залежність від предмета дослідження. Поняття «інфраструктура фінансового ринку» можна визначити як органічно-упорядковану єдність взаємопов'язаних структурних складників, здатну забезпечити в реальній дійсності та в перспективі безперебійне функціонування ринкового механізму взаємозв'язків суб'єктів і об'єктів фінансового ринку та через виконання певних функцій – реалізацію його власних закономірностей і позитивний вплив на соціально-економічну динаміку. У даному визначенні інфраструктура фінансового ринку, як складова ринкової інфраструктури, підпорядкована загальним закономірностям, виступає порівняно самостійною і особливою сферою, що має свою специфіку, цілі, а тому відрізняється власними структурно-елементною побудовою, формами і методами впливу, спрямованими на ефективне функціонування ринкового механізму у фінансовій сфері.

Первинними ознаками структуризації фінансового ринку та його інфраструктури мають слугувати функціональні особливості кожного із його сегментів з урахуванням того, що на фінансовому ринку стикаються інтереси багатьох його учасників, які мають свої властивості та власну інфраструктуру. Водночас не менш важливо враховувати й те, що кожен із сегментів користується також послугами інфраструктурних інститутів, які не є суб'єктами власне даного ринку-сегмента (наприклад, юридичні особи, що не здійснюють емісії і не вкладають кошти у цінні папери, але виконують розрахунки і реєструють рух цінних паперів). До цього слід додати й те, що розвиток та процеси інтеграції окремих сегментів фінансового ринку ускладнюють проведення чіткої межі між ними, одні й ті ж суб'єкти можуть і діють на різних сегментах. З'являються також фінансові конгломерати, які об'єднують різні ринки фінансових послуг. Тобто, крім власне інфраструктурного забезпечення функціонування окремих сегментів фінансового ринку мова повинна йти також про єдину систему інфраструктурного забезпечення фінансового ринку, яка б охоплювала всіх його учасників та на цій основі зменшувала їх трансакційні витрати.

The structural and elemental structure of the infrastructure is a separate area of scientific analysis, especially given its direct dependence on the subject of study. The concept of "financial market infrastructure" can be defined as an organically ordered unity of interconnected structural components, able to ensure in reality and in the long run the smooth functioning of the market mechanism of relationships of financial market entities and objects and through certain functions - implementation its own patterns and a positive impact on socio-economic dynamics. In this definition, the infrastructure of the financial market, as part of the market infrastructure, subject to general laws, is a relatively independent and special area that has its own specifics, goals, and therefore differs in its own structural structure, forms and methods of influence aimed at effective market mechanism. in the financial sphere.

The primary features of the structuring of the financial market and its infrastructure should be the functional features of each of its segments, taking into account the fact that the financial market meets the interests of many of its participants, which have their own properties and infrastructure. At the same time, it is equally important to take into account that each of the segments also uses the services of infrastructure institutions that are not subjects of the actual market segment (for example, legal entities that do not issue and do not invest in securities, but perform calculations and register the movement of securities). It should be added that the development and integration processes of individual segments of the financial market make it difficult to draw a clear line between them, the same entities can and do operate in different segments. Financial conglomerates are also emerging, bringing together different financial services markets. That is, in addition to the actual infrastructure of certain segments of the financial market, it should also be a single system of infrastructure of the financial market, which would cover all its participants and on this basis reduce their transaction costs.

Ключові слова: фінансовий ринок; інфраструктурний потенціал; сегменти фінансового ринку; розвиток; структурування; інфраструктура фінансового ринку.

Key words: financial market; infrastructural potential; financial market segments; development; structuring; financial market infrastructure.

Постановка проблеми.

Інфраструктура фінансового ринку є цілісним утворенням, разом з тим не можливо ігнорувати, що вона є відображенням певної сукупності елементів, які кожен окремо та в своїй єдності забезпечують функціонування фінансового ринку і виконання ним притаманних йому функцій. Якщо до цього додати те, що інфраструктура у своєму призначенні постійно еволюціонує, відповідаючи на потреби фінансового ринку та виклики зовнішнього середовища, а також зважаючи на об'єктивно закладене в ній суб'єктивне начало, очевидно, що можна говорити про надзвичайну складність такого утворення як інфраструктура фінансового ринку та інфраструктура взагалі. Це, в свою чергу, викликає потребу, крім загальних закономірностей формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку, реалізувати і специфіку її окремих елементів, першим кроком на шляху чого є з'ясування співвідношень, які складаються між окремими елементами інфраструктури, враховуючи, що хоча вони і тісно пов'язані, проте і не менш субординовані. Відтак, проблема структуризації інфраструктури фінансового ринку набуває особливої ваги.

Аналіз останніх досліджень і публікацій.

В економічній літературі звертається увага на важливість «...підвищення ефективності функціонування фінансових інститутів, які перерозподіляють ресурси між постачальниками та споживачами фінансового капіталу, а також опікуються капіталом своїх вкладників, шукаючи при цьому оптимальні з точки зору дохідності й ризику схеми розміщення накопиченого капіталу, виконуючи роль інституційних інвесторів» [6, с. 42], що є не менш важливим і при розбудові інфраструктури фінансового ринку. Ця тематика привертає увагу багатьох зарубіжних і вітчизняних вчених. Зокрема у сфері фінансового ринку та його інфраструктурного забезпечення слід відмітити роботи О. Вільямсона, А. Гриценка, Д. Норта, Л. Девіса, Д. Даймонда, Дж. Герлі, Р. Квасницької, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, С. Науменкової, В. Соболева, Р. Таунсенда, В. Шелудько, І. Школьник, Е. Шоу та багатьох інших. Однак, не зважаючи на численні публікації, й на сьогодні залишаються недостатніми не лише практична розробленість, а й теоретична цілісність даної проблематики.

Мета і завдання дослідження. Метою статті є дослідження наукових орієнтирів структурування інфраструктури фінансового ринку, утворення, особливо тих, що відносяться до складно структурованих. Природно, що в даному випадку обґрунтованим буде звернутися, насамперед, до тих критеріїв, які

використовуються при дослідженні фінансового ринку, а відтак, становлять базис і для його інфраструктурного забезпечення. Це пояснюється спільними завданнями, які стоять перед фінансовим ринком та його інфраструктурною складовою – забезпечити переміщення фінансових ресурсів та/або сприяти цим процесам за найоптимальніших умов.

Виклад основного матеріалу.

Група суб'єктів фінансового ринку, пов'язана із забезпеченням діяльності його професійних учасників, об'єднаних у межах двох підгруп: фінансові інститути та інститути інфраструктури. Узгодження їх інтересів та розбудова на цій основі їх взаємозв'язків постають базовими для усунення багатьох існуючих проблем як у функціонуванні фінансового ринку, так і його розвитку. Цим відразу окреслюється й об'єктний склад забезпечення діяльності професійних учасників фінансового ринку, включаючи практично усі його об'єктні групи: фінансові активи, фінансові інструменти, фінансові технології. Це відповідає й сутнісному баченню фінансового ринку і як сукупності відносин, реалізація яких вимагає конкретних інфраструктурних форм, і як механізму торгівлі фінансовими активами. Відтак, саме за суб'єктно-об'єктними критеріями здійснено розгляд сутності та засад структуризації інфраструктури фінансового ринку.

Поняття фінансовий інститут широко вживається в науковій та фінансовій практиці, але це не виключає суттєвих відмінностей у їх змістовному наповненні. Відразу зазначимо, що згідно нашої позиції мова буде йти про фінансові інститути, а не фінансові інституції. Саме фінансові інститути – інститути-організації припустимо розглядати як реальні юридичні особи, пов'язані з мобілізацією, переміщенням та інвестуванням фінансових ресурсів. Окремо виділяються фінансові інститути, які виконують роль організаторів торгівлі фінансовими ресурсами, створюючи необхідні умови для діяльності учасників фінансового ринку. Така позиція узгоджується з трактуванням фінансової системи, яка у західній фінансовій науці фактично представляється як фінансовий ринок, зокрема у поглядах лауреатів Нобелівської премії з економіки (1997 р.), а саме як «...сукупність ринків та інших інститутів, що використовуються для укладання фінансових угод, обміну активами і ризиками. Ця система включає ринки акцій, облігацій та інших фінансових інструментів, фінансових посередників (таких як банки і страхові компанії), фірми, що пропонують фінансові послуги (наприклад фінансово-консультаційні компанії), і органи, які регулюють діяльність усіх цих установ» [1, с. 38].

З подібних позицій, хоча й дещо по-іншому, характеризує фінансову систему і Г. Габбарт: це мережа «...ринків та інститутів, які є посередниками між заощадниками і позичальниками» [3, с. 34]. Наведене, крім підтвердження правомірності нашої позиції щодо розуміння понять інститут та інституція, практично в загальних рисах окреслює склад інфраструктури фінансового ринку.

Взагалі оптимізація структури фінансового ринку важлива з огляду на те, що кожна його ланка має неоднакові можливості щодо залучення ресурсів, різні організаційні та методологічні засади функціонування, що відображає широку гаму різноманітних інтересів суб'єктів фінансового ринку [15, с. 146], а значить ставить відповідні завдання і перед його інфраструктурним забезпеченням, що повинне узгоджувати такі інтереси.

Оптимізація інституціональної інфраструктури фінансового ринку важлива і з точки зору ефективності функціонування інститутів. Так низька ефективність інститутів призводить до того, що їх витісняють неформальні правила, які спричиняють формування інституціональних деформацій [4, с. 155–172]. Вони важко піддаються регулюванню, можуть виявлятися досить стійкими і перешкоджати цивілізованому розвитку фінансового ринку.

Повертаючись до структуризації фінансового ринку, основна увага нами зосереджувалася на його поділі за формою фінансових ресурсів та організацією торгівлі ними. Логічно, що саме остання ознака представляє інтерес з позиції інфраструктурного забезпечення фінансового ринку, передбачаючи виокремлення таких структур як кредитний ринок і ринок цінних паперів. Вже виходячи із того, що в основі функціонування кредитного ринку лежить укладання прямої угоди між кредитором і позичальником, а ринок цінних паперів опосередковується випуском та обігом цінних паперів, проглядають й відмінності в інфраструктурному забезпеченні відносин на цих ринках. Але в будь-якому випадку вони об'єднані статусом посередників і виконують посередницькі функції, що дає можливість отримати належний ефект усіма учасниками фінансового ринку і при цьому також забезпечити свої власні інтереси. З цього приводу Г. Габбарт зазначав, що «...як індивідуальний заощадник ви можете знайти потенційних позичальників, проте це буде обтяжливо і витратно» [3, с. 34]. Водночас практична реалізація такої можливості індивідуальним заощадником ставить ряд вимог до посередників, тобто до інфраструктурного забезпечення мобілізації і використання фінансових ресурсів на фінансовому ринку, а заважаючи на комерційні засади діяльності посередників, це також викликає до життя необхідність проведення певної регуляторної діяльності з боку держави стосовно суб'єктів фінансового ринку. Дане питання хоча й включає різні аспекти, які ускладнюють його вирішення, але методологічно принциповим є те, що інфраструктура фінансового ринку являє собою цілісне явище і зазначені питання повинні розв'язуватися саме у цілісності, що забезпечується не просто врахуванням, а головне – взаємозв'язком окремих інфраструктурних елементів.

Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг», як відомо, надає визначення фінансовому ринку як сфері діяльності учасників ринків фінансових послуг з метою надання та споживання певних фінансових послуг. При цьому фінансовою послугою вважається «операція з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, – і за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів, з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів». Ринок фінансових послуг

визначено у даному Законі як сферу діяльності їх учасників для надання і споживання певних видів фінансових послуг (банківських, страхових, інвестиційних, операцій з цінними паперами та інших, що забезпечують обіг фінансових активів) [19]. Тобто, на цьому ринку працюють банки, кредитні спілки, установи накопичувального пенсійного забезпечення, страхові, інвестиційні, лізингові компанії, ломбарди, довірчі товариства тощо. Водночас, як зазначається в літературі, тут слід враховувати, що на ринку цінних паперів у певному його сегменті існують й прямі взаємозв'язки між суб'єктами, зокрема, між емітентом та інвестором; можливі також брокерські послуги у сферах страхування та кредитування, що вказує на існування як прямих послуг, так і послуг на послуги [21, с. 72]. Викладене лише підтверджує обґрунтованість розгляду інфраструктурного забезпечення фінансового ринку з «широкому» розумінні, по-перше, як інститутів, що стосується усіх учасників даного ринку, та по-друге, не виключаючи й послуг та їх надавачів, які не мають прямого відношення до забезпечення фінансових операцій, але за відсутності яких дані операції будуть ускладнені або будуть здійснені із втратою їх ефективності для того чи іншого їх учасника. Узгодження всіх інтересів та розбудова на цій основі їх взаємозв'язків постають базовими для побудови інфраструктурного забезпечення фінансового ринку та одночасно пояснюють множинність як інститутів інфраструктури фінансового ринку, так і інструментарію, за допомогою якого реалізуються зазначені взаємозв'язки.

Інфраструктура фінансового ринку як складне системне явище включає певні елементи, серед яких виділяють інституційний (інститути загального та спеціального призначення), інформаційний (інформаційні мережі й потоки, асоціації чи добровільні об'єднання), законодавчий частина законодавства, що регламентує діяльність інститутів та поведінку суб'єктів ринкових відносин) та соціальний (менталітет населення, рівень підготовки кадрів, наукове обслуговування, професійна етика), які, на думку авторів даного бачення, визначають цілісність і завершеність ринкової інфраструктури [20, с. 209].

Подібним чином розглядає фінансову інфраструктуру і О. Дорош, лише змінюючи назву соціального елемента на соціокультурний. Водночас, інституційний елемент цей автор розглядає у контексті інфраструктури непрямого інвестування (фінансові посередники, банки та небанківські фінансові установи), а також інфраструктури прямого фінансування, виділяючи в інституційному елементі біржі та позабіржові системи, брокерські компанії, компанії інвестиційних дилерів та андерайтерів, розрахунково-клірингові центри, депозитарії, реєстраторів цінних паперів [5, с. 192].

Існує й інша точка зору щодо фінансової інфраструктури, підкреслюючи її складність та розгалуженість, зазначається, що її надійне функціонування забезпечується законодавчою базою, організаційною фінансовою інфраструктурою і використанням відповідного інструментарію та підкреслюється, що цим забезпечується системний підхід. Одночасно, надаючи більш розширене трактування виділених позицій, зазначається, що організаційна фінансова інфраструктура, в свою чергу, включає управлінську, інституційну та обслуговуючу складові [21, с. 72]. Тобто, за контекстним розглядом можна говорити про те, що інфраструктура включає у себе три елементи – законодавчий, організаційний та інструментальний. Таке бачення пояснюється переконанням, що при розгляді фінансової інфраструктури за її основу слід брати концепцію руху грошових коштів. Разом з тим, за такого підходу виглядає незрозумілим виділення інструментального елемента, оскільки рух фінансових ресурсів, за власним твердженням цих авторів, забезпечують саме певні інструменти через відповідних суб'єктів [21, с. 45].

На нашу думку, слід погодитися з першими із зазначених позицій. По-перше, внаслідок чіткості структуризації, коли цілісне явище розкладається на окремі елементи, а не загальна інфраструктура включає й інші інфраструктури, як це виглядає у другій позиції. По-друге, зважаючи на уточнення, зроблене В. Корнєєвим, який зазначає, «...що метою руху фінансових активів (не тільки грошей) в короткостроковому періоді є забезпечення ліквідності ринку, а в довгостроковому – забезпечення потреб у розміщенні (інвестуванні) коштів» [8, с. 38], що підтверджує правомірність розмежування сутності грошових і фінансових ресурсів, а відтак і особливостей їх руху. Адже крім грошей та їх еквівалентів існують й інші види фінансових інструментів (зокрема, платіжні засоби у вигляді цінних паперів, а також правила вимоги боргу, що не відносяться до останніх), тому більш обґрунтованим є пов'язування функціонування фінансового ринку та його інфраструктурного забезпечення з рухом фінансових ресурсів. По-третє, що є більш принциповим, тому, що такий підхід є ширшим і відповідає баченню інфраструктури фінансового ринку як відображення сукупності всіх елементів як внутрішнього, так і зовнішнього середовища, які кожен окремо та в своїй єдності забезпечують функціонування фінансового ринку і виконання ним притаманних йому функцій. До цього слід додати й вагомість конкретизації інфраструктури щодо методів фінансування, що важливо у загальному контексті призначення фінансового ринку.

Перш ніж перейти до структуризації інфраструктури фінансового ринку за ознакою «фінансові посередники», зважаючи, що саме за їх кількістю й різноманітністю оцінюється ступінь розвитку фінансового ринку загалом, ще раз підкреслимо, що вони «...являють собою фінансові інститути, які акумулюють фонди від однієї групи інвесторів і роблять їх доступними для інших економічних одиниць» [7, с. 314] та зазначимо їх особливості, що визначають значний розвиток фінансового посередництва в останні десятиліття. При цьому, якщо надання банківських або інвестиційних послуг без таких посередників взагалі не можливе, то стосовно інших способів перерозподілу фінансових ресурсів, їх переваги вбачають у наступному [10, с. 37], вони:

- а) дозволяють знизити трансакційні витрати фінансових операцій завдяки економії на масштабах;
- б) значною мірою знижують асиметрію інформації між учасниками фінансової діяльності;
- в) мають значні можливості для зниження і менеджменту фінансових ризиків.

Слід відразу зазначити, що класифікація фінансових посередників є надзвичайно різноманітною, у тому числі й через відсутність загально визначених критеріїв.

Так, важливою, на наш погляд, є поділ фінансових посередників на дві групи:

- 1) банки;
- 2) небанківські фінансово-кредитні установи, які визначаються також як спеціалізовані фінансово-кредитні установи або парабанки.

Лише на основі глибокого пізнання причинно-наслідкових зв'язків у системі відносин на фінансовому ринку, зокрема таких явищ як «взаємний вплив фінансових активів», «взаємозв'язок учасників фінансового ринку», «взаємодія інститутів інфраструктури» тощо з'являється можливість створення наукового підґрунтя для подальшого системно-концептуального обґрунтування процесів формування інфраструктурного потенціалу стратегічного розвитку фінансового ринку. У зв'язку з цим слід відзначити, що структуризація інфраструктурного забезпечення, зокрема за ознакою фінансових посередників, у розрізі окремих сегментів фінансового ринку слугує основою практичної реалізації подібних зв'язків. Згідно із Законом України «Про банки і банківську діяльність» [18], який дає визначення банку, а також визначає його виключне право на основі банківської ліцензії надавати банківські та інші фінансові послуги (крім послуг у сфері страхування) з акумуляції вільних коштів юридичних і фізичних осіб і надання цих коштів суб'єктам, які їх потребують. Разом з тим, крім зазначених послуг банк має право здійснювати діяльність, пов'язану з інвестиціями, випуском власних цінних паперів, випуском і розповсюдженням та проведенням лотерей, зберігання цінностей або надання в оренду індивідуального банківського сейфа, інкасації коштів і перевезення валютних цінностей, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів (крім власних акцій), а також надання консультаційних та інформаційних послуг щодо банківських та інших фінансових послуг. Тобто, виконання перерахованих послуг вимагає розгалуженого інфраструктурного забезпечення. До цього слід додати й постійні зміни, що відбуваються у сфері банківської діяльності, зумовлених власним розвитком та глобалізацією світової фінансової системи та банківської індустрії. Особливе місце серед таких змін займають ті, що пов'язані з розвитком технологій управління ризиками, реалізації бізнес-процесів, використання електронних грошей, мобільного і он-лайн-банкінгу тощо. У світі активно створюються фінансово-кредитні установи, які функціонують виключно як он-лайн-структури, відмовившись від традиційного банкінгу, клієнти обслуговуються через цілодобові кол-центри, розширюється надання платіжних послуг небанківськими фінансовими установами, що вказує на розвиток технологічної складової інфраструктурного забезпечення. У цьому контексті природним є посилення уваги зарубіжних науковців до дослідження технологічного аспекту інфраструктурного потенціалу фінансового ринку. Прикладом цього може слугувати стаття Б. Мортена та Б. Хобійна, які наголошують на ролі технологічної складової інфраструктурного потенціалу у банківському секторі, який є вважається одним із найбільш ризикових [23, с. 147–181].

Не менш значимими є зміни, що стосуються й інформаційної складової. Мова йде про перехід на Міжнародні стандарти фінансової звітності, вдосконалення аудиту банків відповідно до вимог стандартів аудиту та етики Міжнародної федерації бухгалтерів (IFAC), перетворення банків на публічні акціонерні товариства, що сприяло формуванню більш прозорої структури власності у банківській системі, реформування банківського нагляду тощо.

Тут можна навести приклад праці Дж. Хула, який досліджуючи роль інформаційної та функціональної складових інфраструктури фінансового ринку, обґрунтовує значимість транспарентності інформації у зменшенні ризиків фінансового ринку [24, с. 26–29].

Як зазначається фахівцями, банки не завжди можуть або хочуть брати на себе функції учасників фінансової системи, а через обмежені функції банків як постачальників інвестиційних ресурсів фінансові прогалини заповнюють небанківські фінансові установи [17, с. 94–99]. У табл. 1 небанківські фінансові установи представлені двома підгрупами: небанківські фінансові та кредитні інститути і контрактні фінансові інститути. Хоча основні напрями їх діяльності пов'язані з акумуляцією грошового капіталу і переміщенням фінансових ресурсів від їх власників до позичальників, втім надання фінансових послуг юридичним і фізичним особам має відмінності, що простежується вже із їх назви, а також у функціональних відмінностях, що й пояснює можливість подібної структуризації небанківських фінансових посередників. Досліджуючи діяльність ряду небанківських фінансових установ, зокрема, кредитних спілок, ломбардів, зазначається про залучення ними споживачів, які не завжди могли оцінити рівень ризиків і можливі наслідки набуття додаткових фінансових зобов'язань через відсутність достатньої інформації та необхідних знань. Тому зроблено висновок про більшу схильність ринку небанківських фінансово-кредитних установ до негативних тенденцій невиконання клієнтами своїх зобов'язань чи махінацій з боку цих установ [11, с. 376–390]. Подібні ситуації повертають нас до проблем недостатності та/або неефективності інфраструктурного забезпечення діяльності небанківських фінансових установ, зокрема важливості такої його риси як цілісність, відсутність якої не сприяє усуненню диспропорцій у функціонуванні банківського і небанківського сегментів фінансового ринку та рівні їх прозорості. Для виявлення сукупного потенціалу інфраструктурного забезпечення інтерес викликають проблеми, які виникають у процесі функціонування також інших фінансових установ з тим, щоб виявити прогалини, які тією чи іншою мірою продукуються саме з боку прорахунків у сфері інфраструктурного забезпечення, перетворюючись у системний фактор розвитку фінансового ринку (табл. 1).

Загалом основними шляхами удосконалення діяльності небанківських фінансових інститутів вважають: необхідність формування нормативно-правової бази; забезпечення прозорості; запровадження системи

нормативів, а також створення інституцій для захисту фінансових установ від шахрайства та інтересів їх клієнтів. У підсумку все це характеризує те середовище, в якому і здійснюються взаємозв'язки учасників фінансового ринку та взаємодія інститутів інфраструктури, що становлять чинники формування інфраструктурного потенціалу стратегічного розвитку фінансового ринку.

Таблиця 1.

Деякі проблеми, що перешкоджають ефективності діяльності фінансових установ

Фінансова установа	Основні проблеми
Недержавні пенсійні фонди	Дефіцит фінансових інструментів для інвестування; Недостатня інформаційна прозорість діяльності та компаній, що їх обслуговують; Низький рівень довіри з боку потенційних учасників
Страхові компанії	Нерозвиненість фінансового ринку; Відсутність ефективної державної політики; Недостатній рівень капіталізації страховиків; Жорсткий ринок перестрахування
Інститути спільного інвестування	Законодавчі обмеження, неефективність регуляторної політики; Низька зацікавленість у залученні ресурсів громадян з невисокими доходами; Недосконала структура із слабкістю фондів відкритого типу;
Спеціалізовані фінансові компанії	Недостатність додаткових фінансових послуг; Високий рівень спекулятивного характеру послуг Покращання інвестиційного середовища

Джерело: складено автором на основі [21]

Подібні зв'язки, а також взаємний вплив фінансових активів чітко простежуються й в інфраструктурному забезпеченні ринку цінних паперів. Так, юридична особа, яка здійснює виключно депозитарну діяльність (Депозитарій цінних паперів) може здійснювати кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів. Банки, які мають дозвіл на діяльність з випуску і обігу цінних паперів і торгівці цінними паперами за наявності відповідного дозволу мають право бути зберігачами, здійснювати за дорученням власника операції з депонованими цінними паперами та іншу депозитарну діяльність, пов'язану з обігом цінних паперів, крім клірингу та розрахунків за угодами щодо цінних паперів. Поряд з цим, зазначається відсутність на національному ринку трансферт-агентів як осіб, уповноважених реєстратором приймати документи для перереєстрації та видавати документи про її здійснення, що призводить до необхідності безпосереднього спілкування з реєстратором та, відповідно, до зростання їхніх витрат. Тут слід зазначити й те, що споживче та іпотечне кредитування тісно пов'язане з послугами страхових компаній, які беруть на себе ризики зі збереження майна позичальника. Деякі банки навіть заснували власні страхові компанії. Не можна обійти увагою і інтеграцію окремих посередників (зокрема, фондових ринків) в єдиний електронно-комп'ютерний ринок, створення фінансових супермаркетів, які виконують банківські, страхові, інвестиційні операції, створення й поширення нових фінансових продуктів, що накладає відповідні зміни на зв'язки між їх учасниками фінансових ринків і, відповідно, на їх інфраструктурне забезпечення та фінансового ринку загалом з позиції як інтеграції існуючих так і розвитку нових інститутів.

Проте більшою мірою на невикористаний потенціал інфраструктурного забезпечення вказують ті проблеми, які нагромаджені або виникають в процесі функціонування фінансового ринку та його окремих сегментів і для розв'язання яких інфраструктура повинна розвиватися більш злагоджено. Щодо банківського сегмента, стоїть питання приватизації державних банків, оскільки велика частка державного капіталу в банківській системі деформує ринкові засади фінансового посередництва. Завдання концентрації капіталу, консолідації банківської системи, вирішення проблем непрацюючих кредитів і санації проблемних банків, низька якість банківських послуг, недостатній рівень захисту прав кредиторів і вкладників, характерні вітчизняній банківській системі, вказують на необхідність активізації інституційних механізмів та більш динамічного розвитку інфраструктурного забезпечення банківського сегмента економіки.

Це особливо чітко простежується на прикладі заходів, які пропонуються для розширення переліку банківських послуг з адекватним підвищенням їх якості. Серед них:

- удосконалення структури банківського сектора та оптимальне поєднання великих банків із розгалуженою мережею їх філій і регіональних, кооперативних та спеціалізованих банків з метою наближення до населення повноцінних банківських офісів і послуг;
- підвищення рівня надійності банківських автоматизованих систем, а також розроблення ефективних планів з відновлення безперебійного їх функціонування у разі негативної дії зовнішніх факторів;
- розширення спектра електронних банківських послуг і технологій та безготівкових розрахунків;
- підвищення кваліфікації персоналу банків і якості обслуговування клієнтів;
- стимулювання банківського обслуговування малого і середнього бізнесу, населення, розвиток нових сегментів ринку банківських послуг, які орієнтовані на широкий спектр споживачів [13].

Природно, що кожен із фінансових посередників має свої функціональні особливості (наприклад, вважається, що фондова біржа виконує посередницьку, індикативну, регулятивну та контрольну функції). Проте можна виділити й спільні функції, притаманні кожному із фінансових посередників, які загалом і

визначають їх роль в акумуляції вільних фінансових ресурсів та трансформації останніх в економіку. По-перше, це консолідація ризиків, частина з яких приймається посередниками на себе та, по-друге, забезпечення деномінації заощаджень та укладання на цій основі угод з цінними паперами.

Тут варто відзначити позицію Н. Версаль, в основі якої лежить поділ фінансових посередників на два види: посередництво в розрахунках та посередництво в кредитуванні, що базується на виокремленні їх особливих функцій з подальшим визначенням відповідних посередників та фінансових інструментів [2, с. 6–11]. При цьому виділяється позиція даного автора щодо віднесення до фінансових посередників рейтингових агентств – інститутів, що виконують інформаційну та консультативну функції.

Автори колективної монографії «Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку» аудиторсько-консалтингові фірми та інформаційно-рейтингові агенції відносять до сервісної інфраструктури фінансової системи [21], що слід визнати обґрунтованим. З огляду на основну функцію фінансових посередників, яка лежить в іншій площині, а також враховуючи особливу роль інформаційної компоненти в організації діяльності як фінансових посередників, так і фінансового ринку в цілому, дані інститути слід розглядати як невід’ємну складову загальної інфраструктури фінансового ринку, що забезпечує діяльність усіх його учасників у тому числі й фінансових посередників. До таких загальних складових відносяться й аудиторські фірми, інформаційні агенції, бюро кредитних історій, консалтингові фірми, ріелтерські компанії тощо.

Склад сервісної інфраструктури автори зазначеної монографії одночасно розглядають і стосовно окремих сегментів фінансового ринку. Так, щодо банківської системи виділяють дві групи установ. Перша, яка включає установи, які функціонують у сфері торгівлі грошима, формує умови довіри між банками та їх клієнтами. До неї відносять фонд гарантування вкладів фізичних осіб в установах банків, міжбанківську валютну біржу та бюро кредитних історій. Друга група це установи, що надають підтримку банкам у їх діяльності, а саме: кредитні брокерські компанії, оцінювачі вартості заставного майна, страхові компанії, колекторські фірми, компанії, що спеціалізуються на міжнародних переказах коштів і торгівлі валютою.

На нашу думку, погоджуючись в основному з такою структуризацією, разом з тим це не спростовує думку про значимість також цілісної моделі інфраструктурного забезпечення функціонування фінансового ринку в єдності його окремих сегментів. Досить згадати ситуацію, яка склалася із бумом споживчого кредитування фізичних осіб у 2005–2008 рр. і не була підкріплена адекватним розвитком інформаційних інститутів. Діючи на ринку бюро кредитних історій не могли зупинити масового шахрайства. Відтак, виникла потреба створення «Єдиного реєстру кредитних історій фізичних та юридичних осіб», що має захистити кредиторів, надати можливість об’єктивної оцінки банками ризиків. Але її значимість виходить за межі банківського сегмента. Адже через зростання кількості збанкрутілих банків, погіршення фінансового стану банківських установ це виходить на макроекономічне середовище, на погіршення стану економіки загалом. Подібним чином слід оцінювати й діяльність аудиторських фірм, оціночних агенцій, висновки яких важливі для усіх суб’єктів ринкових відносин.

Виходячи з вище означеної ролі фінансового посередництва, викликає інтерес їх структуризація на установи:

- 1) депозитного типу, що залучають кошти на основі депозитів і надають кредити позичальникам (банки, ощадні інститути, кредитні спілки);
- 2) контрактно-ощадного типу, які здійснюють довгострокове накопичення капіталів фізичних та юридичних осіб для здійснення виплат цільового призначення та за рахунок яких здійснюють також інвестиційну діяльність (страхові компанії, пенсійні фонди);
- 3) інвестиційного типу, що залучають кошти безпосередньо для інвестицій в обмін на емітовані ним власні цінні папери (ІСІ, інвестиційні фонди і компанії). Дана класифікація фінансових посередників найбільше пов’язана із сутнісним визначенням фінансового посередництва.

В організації торгівлі фінансовими ресурсами, забезпеченні ефективної взаємодії її учасників в частині інфраструктурного забезпечення фінансового ринку особливого значення набуває виокремлення такого його сегмента як інфраструктура ринку цінних паперів. У табл. 2 представлено досить умовний поділ інфраструктури ринку цінних паперів з позиції як фінансового посередництва, так і власне інфраструктурного забезпечення.

Так, спостерігається поєднання більшістю торговців цінними паперами брокерської та дилерської діяльності, вони також можуть отримати ліцензії й на управління цінними паперами та андерайтинг; брокери можуть працювати не лише на ринку цінних паперів, але й на інших ринках.

Світовий досвід свідчить про вагомий роль в розвитку фондового ринку банків та інвестиційних компаній. Про значення перерозподілу на фондовому ринку акумульованих інвестиційними банками фінансових ресурсів свідчать наступні дані. Основну частку прибутку найбільших зарубіжних інвестиційних банків забезпечують такі види діяльності: розміщення корпоративних і боргових цінних паперів (приблизно 23 %), торгівля на ринку цінних паперів (приблизно 25 %), управління активами (приблизно 38 %) [9, с. 269–272].

Таблиця 2.

Характеристика інфраструктурного забезпечення функціонування ринку цінних паперів

Ознака	Підгрупи	Суб'єкти
Група фінансових посередників	Користувачі	Емітенти та інвестори
	Професійні торговці	Брокери, дилери
	Організації, що надають послуги усім учасникам	Фондові біржі та інші організатори торгівлі, клірингові та розрахункові організації, депозитарії та реєстратори тощо
Інфраструктурна група	Організатори торгівлі	Біржі, позабіржові торговельні системи
	Депозитарне обслуговування	Депозитарії, депозитарна система
	Розрахунково-клірингове обслуговування	Клірингові установи, розрахунковий центр з обслуговування договорів

Джерело: складено автором

Таким чином, основа зазначеного у табл. 2 поділу, лежить у площині віднесення до інститутів фінансового ринку усіх його учасників: безпосередніх продавців, покупців і інфраструктурних учасників, а його мета пов'язана із стремлінням вкотре проілюструвати взаємозв'язки між усіма учасниками фінансового ринку, що вимагає як повноти інфраструктурного забезпечення, так і його гнучкості для виконання фінансовим ринком його основної функції та зважаючи, що фінансовий ринок є цілісною системою, яка складається із взаємопов'язаних та взаємодоповнюючих елементів, кожний з яких спрямований окремо впливати на розвиток цієї системи [12, с. 39–40].

Висновки.

Щодо нашої позиції структуризації фінансового ринку, то первинними її ознаками мають слугувати функціональні особливості кожного із його сегментів з урахуванням того, що на фінансовому ринку стикаються інтереси багатьох його учасників, які мають свої властивості та власну інфраструктуру, наприклад, «кишенькові реєстратори», засновані на фондовому ринку емітентами з метою зменшити свої витрати [22, с. 169–174]. Водночас не менш важливо враховувати й те, що кожен із сегментів користується також послугами інфраструктурних інститутів, які не є суб'єктами власне даного ринку-сегмента (наприклад, юридичні особи, що не здійснюють емісії і не вкладають кошти у цінні папери, але виконують розрахунки і реєструють рух цінних паперів). До цього слід додати й те, що розвиток та процеси інтеграції окремих сегментів фінансового ринку ускладнюють проведення чіткої межі між ними, одні й ті ж суб'єкти можуть і діють на різних сегментах. З'являються також фінансові конгломерати, які об'єднують різні ринки фінансових послуг. Тобто, крім власне інфраструктурного забезпечення функціонування окремих сегментів фінансового ринку мова повинна йти також про єдину систему інфраструктурного забезпечення фінансового ринку, яка б охоплювала всіх його учасників та на цій основі зменшувала їх транзакційні витрати.

Рівною мірою такий підхід має розповсюджуватися й на інститути регулювання та нагляду діяльності на фінансовому ринку, що знаходить своє підтвердження у пропозиціях щодо створення єдиного мегарегулятора на фінансовому ринку. До його переваг відносять [14]:

- 1) можливість здійснювати моніторинг за фінансовим сектором загалом і швидше забезпечувати адекватну реакцію на потенційні загрози;
 - 2) здатність застосовувати уніфіковані підходи до різних типів фінансових установ, що знижує можливості регуляторного арбітражу, заощаджує на масштабі, що дістає свій вияв у зниженні витрат;
 - 3) можливість врегулювання конфліктів інтересів у сфері державного управління фінансовим сектором;
 - 4) забезпечення надійного нагляду за фінансовими конгломератами з урахуванням оцінки ризику їхньої діяльності на консолідованій основі;
 - 5) необхідність підвищення якості фінансового посередництва та посилення відповідальності регулятора за прийняті рішення;
 - 6) посилення впливу фінансового сектора на економічну систему та економічний розвиток країни.
- Одночасно зазначаються й ризики інтегрованого регулювання, головні серед яких: можливі проблеми з балансуванням між різними цілями регулювання, здатних викликати конфлікти інтересів; неоднорідність підконтрольних фінансових установ і особливостей їх функціонування обмежуватиме отримання синергетичного ефекту; загроза створення регуляторної монополії [16, с. 141].

Таким чином, з огляду на потребу реалізації основної функції фінансового ринку – перерозподіл фінансових ресурсів в економіці – його інфраструктурі має бути відведена роль залежної змінної стосовно даної функції. Завдяки змінам кількісних та, головне, якісних елементів в інфраструктурному забезпеченні фінансового ринку, сприяти чому має і науково виважена його структуризація, важливо досягнення на цій основі гнучкості його структури та методів і інструментів, що застосовуються для таких цілей. Це означатиме нарощування інфраструктурного потенціалу розвитку фінансового ринку.

Література.

1. Боди З. Финансы / Боди З., Мертон Р. ; [пер. с англ.]; М.: Вильямс, 2000. – С. 38.

2. Версаль Н. І. Вплив фінансової кризи 2008–2009 рр. на структуру банківського сектора України [Електронний ресурс] / Н. І. Версаль // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2015. – № 12 (177). – С. 6 – 11. – Режим доступу : http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2016/04/177_1-1.pdf.
3. Габбарт Г. Гроші, фінансова система та економіка: підручник, Габбарт Г.; [пер. з англ.; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич], К.: КНЕУ, 2004 – С. 34.
4. Гриценко А. А. Особливості інституційної архітектури українського суспільства XXI століття / А. А. Гриценко // Книга «Економіка України: стратегія і політики довгострокового розвитку»; за ред. акад. НАН України В. М. Гейця. – К.: Ін-т економ. прогноз., Фенікс, 2003. – С. 155–172.
5. Дорош О. Л. Небанківські фінансові інститути в економічній системі України : дис.. ..канд. екон. наук / О. Л. Дорош. – Л., 2003. – С. 192.
6. Коваленко Ю. М. Інституційні інвестори та їх цільові пріоритети // Науковий вісник Національного університету ДПС України (економіка, право). / 2015. – № 2 (69), – С. 42.
7. Колб Роберт В. Финансовые институты и рынки: учебник/ Колб Роберт В., Родригес Рикардо Дж.; [пер. 2-го амер. изд.]. М.: Дело и Сервис, 2003. – С. 314.
8. Корнеєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В. В. Корнеєв. – К.: НДФІ, 2003. – С. 23–24.
9. Ладюк О. Фінансово-економічна криза в Україні: наслідки та пропозиції щодо стабілізації / Ладюк О., Собкевич О. // Економічний аналіз. – 2011. – Вип. 8. Ч. 1, С. 269–272.
10. Лактіонова О. А. Гнучкість фінансової системи: методологія, оцінка та вектори забезпечення: монографія / О. Лактіонова. – Вінниця: ТОВ «Нілан-ЛТД», 2016. – 400 с.
11. Левченко В. П. Ринок небанківських фінансових послуг України: поточний стан та перспективи розвитку: зб. наук. пр.. ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ» / Левченко В. П. – 2010. – Вип. 29. – С. 376–390.
12. Лук'янов В. С. Сучасні фінансові ринки : монографія / В. С. Лук'янов. – К.: Знання, 2013. – 479 с.
13. Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури: монографія / Науменкова С. В., Міщенко С. В. – К.: Університет банківської справи НБУ, Центр наукових досліджень НБУ, 2009. – 384 с.
14. Науменкова С. В. Системи регулювання ринків фінансових послуг зарубіжних країн: навч. посіб. / С. В. Науменкова, В. І. Міщенко. – К.: Центр наукових досліджень НБУ : Ун-т банк. справи НБУ. 2010. – 170 с.
15. Опарін В. М. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): монографія / В. М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2005. – 240 с.
16. Поліщук Є. А. Діяльність небанківських фінансових установ в інституційній структурі ринку : монографія / Є. А. Поліщук. – К.: КНЕУ, 2014. – С. 141.
17. Поліщук Є. А. Об'єктивна необхідність участі небанківських фінансових установ в інвестиційному процесі / Є. А. Поліщук // Фінанси, облік і аудит. – Вип. 2 (22). – 2013. – С. 94–99.
18. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 07.12.2000 № 2121-III [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>.
19. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг : Закон України // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1, пп. 5, 6.
20. Фінанси (теоретичні основи) : підручник / М. В. Грідчина, В. Б. Захожай, Л. Л. Осіпчук та ін. ; під кер-вом і за заг. ред. М. В. Грідчиної, В. Б. Захожая. – К.: МАУП. – 2002. – С. 77.
21. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку : монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Львович та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – С. 52–53.
22. Чуницька І. І. Інфраструктурний потенціал фінансового ринку: наукові підходи до визначення та напрямів практичної реалізації / І. Чуницька // Малий і середній бізнес. – 2014. – № 3-4 (58-59). – С. 169–174.
23. Bech, Morten L., and Bart Hobijn, 2007, “Technology diffusion within central banking: The case of real-time gross settlement,” *International Journal of Central Banking*, Vol. 3, No. 3, September, pp. 147–181.
24. Hull, John, 2012, “CCPs: Their risks, and how they can be reduced,” *Journal of Derivatives*, Vol. 20, No. 1, Fall, pp. 26–29.

References.

1. Body, Z. and Merton, R. (2000), *Fynansy [Finance]*, Vyl'yams, Moscow, Russia.
2. Versal', N. I. (2015), “The impact of the financial crisis of 2008–2009 on the structure of the banking sector of Ukraine”, *Visnyk Kyivskoho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka*, vol. 12 (177), pp. 6 – 11, available at: http://bulletin-econom.univ.kiev.ua/wp-content/uploads/2016/04/177_1-1.pdf (Accessed 20 June 2020).
3. Habbart, H. (2004), *Hroshi, finansova systema ta ekonomika [Money, financial system and economy]*, KNEU, Kyiv, Ukraine.
4. Hrytsenko, A. A. (2003), “Features of the institutional architecture of Ukrainian society of the XXI century”, *Ekonomika Ukrayiny: stratehiya i polityky dovhostrokovoho rozvytku [Economy of Ukraine: strategy and policies of long-term development]*, *In-t ekonom. prohnozuv., Feniks*, Kyiv, Ukraine, pp. 155–172.
5. Dorosh, O. L. (2003), “Non-bank financial institutions in the economic system of Ukraine”, *Abstract of Ph.D. dissertation, Economy*, L'viv, Ukraine.

6. Kovalenko, YU. M. (2015), "Institutional investors and their target priorities", *Naukovyy visnyk Natsional'noho universytetu DPS Ukrayiny (ekonomika, pravo)*, vol. 2 (69), PP. 42.
7. Kolb, R. V. and Rodryhes, R. Dzh. (2003), *Fynansovye ynstytuty y rynky* [Financial Institutions and Markets], Delo y Servys, Moscow, Russia.
8. Korneyev, V. V. (2003), *Kredytni ta investytsiyni potoky kapitalu na finansovykh rynkakh* [Credit and investment capital flows in financial markets], NDFI, Kyiv, Ukraine, pp. 23–24.
9. Ladyuk, O. and Sobkevych, O. (2011), "Financial and economic crisis in Ukraine: consequences and proposals for stabilization", *Ekonomichnyy analiz*, vol. 8, no. 1, pp. 269–272.
10. Lakhtionova O.A. (2016) *Flexibility of the financial system: methodology, assessment and support vectors* [Hnuchkist finansovoi systemy: metodolohia, otsinka ta vektory zabezpechenia], TOV "Nilan-LTD", Vynysia, Ukraine.
11. Levchenko, V. P. (2010), "Non-banking financial services market of Ukraine: current state and prospects of development", *Zb. nauk. pr.. DVNZ «Ukrayins'ka akademiya bankivs'koyi spravy NBU»*, vol. 29, pp. 376–390.
12. Luk'yanov V. S. (2013), *Suchasni finansovi rynky* [Modern financial markets], Znannya, Kyiv, Ukraine.
13. Naumenkova. S. V. and Mishchenko S. V. (2009), *Rozvytok finansovoho sektoru Ukrayiny v umovakh formuvannya novoyi finansovoyi arkhitektury* [Development of the financial sector of Ukraine in the conditions of formation of a new financial architecture, Universytet bankivs'koyi spravy NBU, Tsentr naukovykh doslidzhen' NBU, Kyiv, Ukraine.
14. Naumenkova, S. V. and Mishchenko, V. I. (2010), *Systemy rehulyuvannya rynkiv finansovykh posluh zarubiznykh krayin* [Systems of regulation of markets of financial services of foreign countries], Tsentr naukovykh doslidzhen' NBU: Un-t bank. cpravy NBU, Kyiv, Ukraine.
15. Oparin, V. M. (2005), *Finansova systema Ukrayiny (teoretyko-metodolohichni aspekty)* [Financial system of Ukraine (theoretical and methodological aspects)], KNEU, Kyiv, Ukraine.
16. Polishchuk, YE. A. (2014), *Diyal'nist' nebankivs'kykh finansovykh ustanov v instytutsiyniy strukturi rynku* [Activities of non-bank financial institutions in the institutional structure of the market], KNEU, Kyiv, Ukraine.
17. Polishchuk, YE. A. (2013), "The objective need for the participation of non-bank financial institutions in the investment process", *Finansy, oblik i audyt*, vol. 2 (22), pp. 94–99.
18. Verkhovna Rada of Ukraine (2000), The Law of Ukraine "On Banks and Banking", available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2121-14> (Accessed 20 June 2020).
19. Verkhovna Rada of Ukraine (2002), The Law of Ukraine "On financial services and state regulation of financial services markets", *Vidomosti Verkhovnoyi Rady Ukrayiny*, vol. 1, pp.5-6.
20. Hridchina, M. V. Zakhozhay, V. B. and Osipchuk. L. L. (2002), *Finansy (teoretychni osnovy)* [Finance (theoretical foundations)], MAUP, Kyiv, Ukraine.
21. Oparin, V. Fedosov, V. and L'ovochkin, S. (2016), *Finansova infrastruktura Ukrayiny: stan, problemy ta perspektyvy rozvytku* [Financial infrastructure of Ukraine: state, problems and prospects of development], KNEU, Kyiv, Ukraine, pp. 52–53.
22. Chynyts'ka, I. I. (2014), "Infrastructural potential of the financial market: scientific approaches to the definition and directions of practical implementation", *Malyi i seredniy biznes*, vol. 3-4 (58-59), pp. 169–174.
23. Bech, M. L. and Bart, H. (2007), "Technology diffusion within central banking: The case of real-time gross settlement", *International Journal of Central Banking*, Vol. 3, No. 3, September, pp. 147–181.
24. Hull, J. (2012), "CCPs: Their risks, and how they can be reduced", *Journal of Derivatives*, Vol. 20, No. 1, pp. 26–29.

Стаття надійшла до редакції 04.07.2020 р.