

## РОЛЬ, ОСОБЛИВОСТІ ТА НАПРЯМКИ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

©2019 МЕЛЬНИК В. М., ЖИТАР М. О.

УДК 338.763  
JEL: D04; A11

### Мельник В. М., Житар М. О. Роль, особливості та напрямки фінансової архітектури національної економіки

Метою статті є визначення ролі, особливостей та напрямків фінансової архітектури національної економіки. Визначено, що формування фінансової архітектури в цілому є системою супідрядних рухів її окремих структурних компонентів на відповідних рівнях ієрархії. Системний характер фінансового розвитку поєднується зі структурованістю самого процесу розвитку фінансової архітектури. Доведено, що розвиток конкретної фінансової архітектури може відбуватися на самостійній основі або шляхом запозичення відповідних інститутів, які знаходяться на більш високих стадіях розвитку. В силу цього специфічними особливостями визначено багаторівневність, різноспрямованість, фрактальність, етапність, мікро- і макродинаміку. Запропоновано сутнісні характеристики, які відображають процеси змін і виступають як логічні «оператори» дослідження фінансового розвитку, а саме: функціональний аспект розвитку фінансової архітектури (розвиток функцій як фінансової системи, так і фінансових інститутів); структурно-організаційний аспект (особливості складу та побудови фінансової архітектури, взаємодії її елементів, фінансової структури); інституційний аспект (формування та розвиток інституційного середовища, в якій формується та функціонує фінансова архітектура); спрямованість фінансового розвитку; історизм фінансового розвитку (еволюція, його зміна у динаміці).

**Ключові слова:** фінансова архітектура, національна економіка, фінансова система, фінансові інститути, ієрархія.

**DOI:** <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-8-175-181>

**Бібл.:** 20.

**Мельник Віктор Миколайович** – доктор економічних наук, професор, професор кафедри фінансів, Київський національний економічний університет ім. В. Гетьмана (просп. Перемоги, 54/1, Київ, 03057, Україна)

**E-mail:** [melnik\\_viktor@ukr.net](mailto:melnik_viktor@ukr.net)

**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0002-7439-1564>

**Житар Максим Олегович** – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів імені Л. Л. Тарангул, заступник директора Навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи Університету державної фіскальної служби України (вул. Університетська, 31, корп. В, Ірпінь, 08201, Україна)

**E-mail:** [zhytarmaksym@gmail.com](mailto:zhytarmaksym@gmail.com)

**ORCID:** <http://orcid.org/0000-0003-3614-0788>

УДК 338.763  
JEL: D04; A11

### Мельник В. М., Житар М. О. Роль, особенности и направления финансовой архитектуры национальной экономики

Целью статьи является определение роли, особенностей и направлений финансовой архитектуры национальной экономики. Определено, что формирование финансовой архитектуры является системой соподчиненных движений её отдельных структурных компонентов на соответствующих уровнях иерархии. Системный характер финансового развития сочетается со структурированностью самого процесса развития финансовой архитектуры. Доказано, что развитие конкретной финансовой архитектуры может происходить на самостоятельной основе или путем заимствования соответствующих институтов, которые находятся на более высоких стадиях развития. В силу этого специфическими особенностями определены многоуровневость, разнонаправленность, фрактальность, этапность, микро- и макродинамика. Предложены существенные характеристики, которые отражают процессы изменений и выступают как логические «операторы» исследования финансового развития, а именно: функциональный аспект развития финансовой архитектуры (развитие функций как финансовой системы, так и финансовых институтов); структурно-организационный аспект (особенности состава и построения финансовой архитектуры, взаимодействия её элементов, финансовой структуры); институциональный аспект (формирование и развитие институциональной среды, в которой формируется и функционирует финансовая архитектура); направленность финансового развития; историзм финансового развития (эволюция, его изменение в динамике).

**Ключевые слова:** финансовая архитектура, национальная экономика, финансовая система, финансовые институты, иерархия.

**Библ.:** 20.

**Мельник Виктор Николаевич** – доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры финансов, Киевский национальный экономический университет им. В. Гетьмана (просп. Победы, 54/1, Киев, 03057, Украина)

UDC 338.763  
JEL: D04; A11

### Melnyk V. M., Zhytar M. O. The Role, Features and Directions of the Financial Architecture of the National Economy

The article is aimed at defining the role, features and directions of the financial architecture of the national economy. It is defined that formation of a financial architecture is a system of subordinate movements of its individual structural components at the appropriate levels of the hierarchy. The systemic nature of financial development is combined with the structuredness of the very process of financial architecture development. It is proved that the development of a particular financial architecture can take place on an independent basis or by borrowing the relevant institutions, which belong in higher stages of development. As a result, the specific features are defined as multi-tieredness, divergimivity, fractality, phasing, micro- and macro-dynamics. The essential characteristics that reflect the processes of change and act as logical «operators» in the research of financial development are suggested, i.e.: functional aspect of the development of financial architecture (development of functions as financial systems and financial institutions alike); structural and organizational aspect (features of composition and construction of financial architecture, interaction of its elements, financial structure); institutional aspect (formation and development of the institutional environment in which financial architecture is formed and operated); directedness of financial development; historicalism of financial development (evolution, its change in dynamics).

**Keywords:** financial architecture, national economy, financial system, financial institutions, hierarchy.

**Bibl.:** 20.

**Melnyk Victor M.** – D. Sc. (Economics), Professor, Professor of the Department of Finance, Kyiv National Economic University named after V. Hetman (54/1 Peremohy Ave., Kyiv, 03057, Ukraine)

*E-mail:* melnik\_viktor@ukr.net

*ORCID:* <http://orcid.org/0000-0002-7439-1564>

**Житарь Максим Олегович** – кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансов имену Л. Л. Тарангул, заместитель директора Учебно-научного института финансов, банковского дела Университета государственной фискальной службы Украины (ул. Университетская, 31, корп. В, Ирпень, 08201, Украина)

*E-mail:* zhytarmaksym@gmail.com

*ORCID:* <http://orcid.org/0000-0003-3614-0788>

*E-mail:* melnik\_viktor@ukr.net

*ORCID:* <http://orcid.org/0000-0002-7439-1564>

**Zhytar Maksym O.** – PhD (Economics), Associate Professor of the Department of Finance named after L. L. Tarangul, Deputy Director of the Educational and Research Institute of Finance, Banking of the University of State Fiscal Service of Ukraine (Bldg B, 31 Universytetska Str., Irpin, 08201, Ukraine)

*E-mail:* zhytarmaksym@gmail.com

*ORCID:* <http://orcid.org/0000-0003-3614-0788>

Об'єктивні основи формування фінансової архітектури в цілому та України зокрема визначаються специфікою історичного розвитку її економіки й особливо фінансової сфери. Своєю чергою, специфіка історичного розвитку національної економіки залежить від наявності природних ресурсів та їх експорту, рівня розвитку національної промисловості та ємності внутрішнього ринку й інших чинників. Розуміння процесів, що відбуваються в економіці, у міру її ускладнення вимагало більш глибокого проникнення в сутність механізмів, що визначають відмінності при формуванні економічної динаміки в рамках процесів світової торгівлі та поділу праці. Тому в економічній науці стали розвиватися напрямки, пов'язані з аналізом взаємодії факторів виробництва, механізмів їх заміщення та перерозподілу. Неоднорідність цих механізмів і складність процесів, під впливом яких формується сукупність факторів виробництва, потребували глибокого аналізу структурних характеристик розвитку економіки.

Сутність фінансової архітектури в сучасній економічній теорії, її роль, особливості та напрямки досліджували багато зарубіжних учених, серед яких можна виділити: М. Барклі, Р. Брейлі, С. Бріггема, Р. Голдмена, Ф. Клевеленда, Р. Левайна, Н. Менкью, М. Тейлора, Р. Патерсона, Дж. Ван Хорна, А. Шляйфера та інших. Серед вітчизняних науковців, які досліджували дану проблематику, слід згадати праці: Н. Бичкової, І. Бланка, З. Ватаманюк, А. Гриценка, І. Зятковського, О. Лактіонової, С. Онишко, О. Сошовської, О. Терещенка, В. Федосова, Л. Федулової, С. Юрія та інших.

Метою статті є визначення ролі, особливостей та напрямків фінансової архітектури національної економіки.

На сучасному етапі глобальною метою регулятивних органів є вдосконалення моделі економіки, яка б володіла довгостроковим потенціалом динамічного зростання, сприяла забезпеченню послідовного підвищення добробуту населення, ефективному відтворенню та модернізації народного господарства, зміцненню конкурентоспроможності та безпеки країни. Досягненню зазначеної мети повинна сприяти національна фінансова архітектура з відповідним набором структурних компонентів.

Роль національної економіки полягає в тому, що вона являє собою сформовану систему національно-

го та суспільного відтворення самої держави, в якій між собою взаємопов'язані галузі, види та форми суспільної праці, що склалися в результаті тривалого історичного еволюційного розвитку конкретної країни. Вплив на особливості національної економіки та її архітектури надають історичні, культурні традиції, географічне положення держави, її роль в міжнародному поділі праці та ін.

Системоутворюючим і системозберігаючим чинником у системі національної економіки виступає її фінансова архітектура, яка визначається як спосіб зв'язку елементів між собою або як відносно стійкий спосіб організації елементів усієї системи. Саме зв'язок і взаємодія елементів об'єднують їх у цілісну систему, а сама архітектура є агрегуючим чинником цілісності системи національної економіки: доки зберігається архітектура, зберігається й система в цілому. Аналіз теоретико-методологічних підходів щодо дослідження фінансової архітектури національної економіки в рамках меркантилістської, фізіократичної, класичної, неокласичної, марксистської, кейнсіанської та інституційних теорій дозволив встановити, що фінансова архітектура національної економіки та її розвиток знаходяться під впливом, по-перше, механізму ринкового саморегулювання; по-друге, інструментів державного регулювання; по-третє, сукупності інститутів, що виражають інтереси тих чи інших верств суспільства.

Отже, важливу роль відіграють особливості дослідницьких цілей і завдань у кожному окремому випадку, а також те, що сам об'єкт дослідження – фінансова архітектура – еволюціонує в ході суспільного розвитку від простих форм до більш складних, а також володіє конкретно історичною та національною специфікою, що, відповідно, відбивається на логіці наукового пізнання.

Становлення науки про фінанси в цілому, про фінансову систему, фінансову архітектуру зокрема, від початкового етапу до виділення із загальної економічної теорії в самостійну область знання, пов'язано з класичною теорією фінансів, яка, пройшовши стадії ненаукового стану, переходу до наукової обробки та наукового раціонального періоду, придбала систематизований вигляд у середині XVIII ст. і остаточно сформувалася у другій половині XIX ст. Відповідно до основоположного постулату класичної

теорії про домінуючу роль держави стосовно фінансової сфери відповідна наука розглядалася як наука про державні фінанси (пізніше – як і фінанси інших публічно-правових утворень). Фінанси досліджувалися в органічному зв'язку з діяльністю держави, а їх предметна область обмежувалася державною сферою. Саме цей змістовний контекст несли в собі визначення науки про фінанси, їх сутності, принципів організації та фінансового устрою господарства країни в роботах представників німецької школи І. Юсті (1717/20–1771), Й. Зонненфельса (1732–1817), К. Рау (1792–1870), А. Вагнера (1835–1917), К. Еєберга (1855–1941), які зробили істотний внесок у класичну теорію фінансів та фінансового устрою країни, створивши, тим самим, перші започаткування досліджень про фінансову архітектуру національної економіки. У роботі «Основні початки фінансової науки» К. Рау зазначав, що фінанси – «галузь урядової діяльності, що має за мету придбання, заощадження і належне споживання необхідних для державної влади матеріальних цінностей і складається з ведення власного господарства або в управління державними доходами та витратами. Таке управління уряду й складає предмет так званих фінансів, фінансового управління, урядового господарства або господарства державного» [1].

Такий самий підхід був характерний для робіт відомих вітчизняних дослідників ХІХ – початку ХХ ст.: В. Лебедева, І. Янжула, І. Озерова, які розглядали розвиток фінансів та їх побудови (тобто фінансову архітектуру в сучасному тлумаченні) в тісному взаємозв'язку з діяльністю держави, а фінансову систему (інституційною матрицю якої є фінансова архітектура) – як один із основних чинників зміцнення державності. Незважаючи на явну перевагу класичній теорії фінансів, в економічній літературі того періоду була представлена й інша позиція. Так, ряд західних вчених трактував фінанси більш широко, виводячи їх за рамки держави у сферу приватного сектора економіки, пов'язану з функціонуванням різних форм капіталу – позичкового, фондового [1], а також підприємницького [2].

По мірі подальшого розвитку ринкових відносин, модифікації ролі держави в економіці, зростання значущості корпорацій і фінансових ринків у системі ресурсного забезпечення суспільства формувалася потреба в теоретичному перегляді вихідних постулатів класичної теорії фінансів. До середини ХХ ст. ці процеси призвели до виникнення неокласичної теорії фінансів, що отримала найбільш системну розробку в працях представників англоамериканської школи – Г. Марковіца, Ф. Модільяні, М. Міллера, Ф. Блека, Д. Дюрана, Дж. Лінтнера, Дж. Вільямса, У. Шарпа та ін. Домінуючою неокласичної теорії стали фінанси приватного сектора, а основною дослідницькою концепцією – обґрунтування ролі фінансових ресурсів корпорацій як ключового чинника фінансового

потенціалу держави, пошук ефективних механізмів взаємодії корпорацій і фінансових ринків, теоретичне осмислення та розробка практичного інструментарію фінансових ринків на макроекономічному та глобальному рівнях.

У цілому такі теоретичні уявлення були детерміновані історичним ходом еволюції фінансів, їх обумовленістю розвитком товарно-грошових відносин, посиленням і розширенням функцій держави, подальшим зростанням і зміцненням ринкових основ економіки.

У вітчизняній економічній літературі до 1930-х рр. підтримувалися ідеї засновників вітчизняної фінансової школи про організацію фінансів державою. З розвитком державної форми власності на засоби виробництва і планових основ економіки вихідна концепція була адаптована до реалій соціалістичної моделі економіки, в якій держава від імені суспільства концентрувала суспільні кошти та розподіляла їх, а також в силу усупільнення виробничого сектора забезпечувала формування та використання фінансових ресурсів підприємств. У зв'язку з цим не було необхідності відмови від історично сформованої парадигми державних фінансів у застосуванні до соціалістичного суспільства. Фінанси, незважаючи на певні різниці в рамках розподільчої та відтворювальної концепцій, розглядалися як грошові відносини, пов'язані з існуванням і функціонуванням держави. Таке уявлення про фінанси справило значний вплив на подальший перебіг розвитку вітчизняної фінансової науки та формування теоретичних підходів до дослідження фінансової системи та фінансової архітектури.

Загалом, фінансова теорія складається з ряду концепцій, які надають систематизований підхід до вивчення питань розподілу грошових ресурсів з урахуванням фактора часу, а також набору кількісних моделей, за допомогою яких оцінюються всі альтернативні варіанти, приймаються і втілюються в життя фінансові рішення. Однак у сучасній західній науковій думці не знайдеться численних досліджень щодо безпосереднього системно-історіографічного та компаративного аналізу еволюції саме фінансової архітектури за різними економічними спрямуваннями та школами, оскільки ця категорія є достатньо новітньою у фінансовій науці, та, на нашу думку, може бути досліджена в контексті еволюції національних фінансових систем, які, своєю чергою, агреговано зводяться до сукупності інститутів, що акумулюють і надають грошові кошти з урахуванням оцінки активів і управління ризиком і тим самим забезпечують реалізацію фінансових рішень. Так, Р. Голдсміт розглядає фінансову систему як сукупність фінансових інструментів, ринків і інститутів [3], Дж. Ван Хорн – як ряд установ і ринків, які надають свої послуги урядам, фірмам і громадянам [4], Н. Менкью – як сукупність економічних інститутів, котрі допомагають спрямувати ресурси



осіб, які бажають зробити заощадження, до тих, хто потребує в позикових коштах у формі інвестицій [5], Дж. Тобін – як певні інституціональні угоди, що забезпечують трансформацію заощаджень в інвестиції та розподіляють ресурси серед альтернативних користувачів у рамках індустріального сектора [6; 7].

При цьому вважаємо, що парадигма формування сучасної фінансової архітектури є характерною особливістю сучасності, оскільки зростання фінансово-економічного характеру економічного розвитку проявляється як у збільшенні складності та загальних масштабів сучасної фінансової архітектури національної економіки, диференціації фінансових послуг, так і в посиленні залежності реального сектора економіки від стану фінансової системи загалом. Це передбачає чітке розуміння того, які фактори визначають розвиток фінансової архітектури, які її характеристики та властивості відповідають потребам економічного розвитку. Однак інтегрованої теорії фінансового розвитку в сучасній науці не існує, а методологічні принципи дослідження фінансової архітектури залишаються несформованими. Логічним результатом цього є суперечливість теоретичних узагальнень розвитку фінансової архітектури, фрагментованість і непослідовність у трактуванні процесів і механізмів її розвитку і, як наслідок, невідповідність існуючих теоретичних моделей реаліям розвитку фінансової архітектури національних економік. Це вказує на необхідність розширення рамок традиційного аналізу фінансової архітектури як інституційної матриці фінансової системи за рахунок нових концептуальних підходів.

Розуміння парадигми формування сучасної фінансової архітектури можна співвіднести з розумінням фінансового розвитку, який у науковій літературі є дискусійним питанням. У найпростішому розумінні такий розвиток трактується як процес удосконалення функцій фінансових посередників та фінансових ринків [8]. У більш широкому сенсі воно розглядається як процес розвитку ефективної та стійкої фінансової системи, збільшення обсягу та частки фінансових активів порівняно з матеріально-виробничою сферою, все більш глибокої інтеграції фінансових відносин у суспільство. Найближчий понятійний аналог фінансового розвитку – концепція фінансового поглиблення, і багато дослідників вживають обидва терміни як синоніми. Фінансове поглиблення трактується як процес розвитку й ускладнення фінансової системи, який проявляється в зростанні кількості та видів фінансових інститутів, фондових інструментів, послуг на ринку капіталів, а також ускладнення інфраструктури, глобалізації фінансових ринків, що комплексно відбивається на конструкції побудови фінансової архітектури. Іноді під фінансовим поглибленням розуміють зростання частки фінансових активів у національному багатстві, пов'язаного зі збільшенням ролі фінансового

посередництва в акумуляції та розміщенні фінансових ресурсів.

У літературі представлено також підхід, відповідно до якого зміст цих термінів різний. Так, А. Ебіад, Н. Умс і К. Уеда (*A. Abiad, N. Oomes, K. Ueda*) та інші автори підкреслюють, що фінансове поглиблення стосується доступу до фінансових ресурсів, а фінансовий розвиток – вдосконалення функціонування фінансової системи і включає збільшення доступу до фінансового посередництва, великі можливості диверсифікації, кращу якість інформації, кращі стимули для розважливого кредитування і моніторингу [9; 10].

Однак і перший, і другий підходи потребують корекції й переосмислення. Фінансовий розвиток не є простим поступальним розвитком, природний результат якого – якісне перетворення й вдосконалення фінансової системи та фінансової архітектури. Це складна взаємодія різноспрямованих процесів, коли загальна висхідна лінія розвитку переплітається зі змінами екстенсивного характеру. Як показують дослідження розвитку національних фінансових систем протягом ХХ ст., а в цьому контексті й фінансової архітектури, в 1913 р. багато країн були фінансово більш розвинені, ніж у 1980 р. Рівень їх фінансового розвитку різко знизився після 1929 р. Поступове відродження фінансових ринків почалося у 80-ті роки ХХ ст., але лише в 1990-ті рр. їх розвиток перевищив рівень 1913 р. [11].

Співіснування різних тенденцій у фінансовому розвитку відображає його суперечливість як об'єктивного процесу: воно поєднує всі форми якісних змін фінансової архітектури та реалізується через її функціонування. У методологічному плані це вказує на те, що аналіз розвитку фінансової архітектури має охоплювати різноспрямовані види змін, що виникають у процесі історичного розвитку всієї фінансової сфери.

При цьому необхідно враховувати, що з в рамках фінансового розвитку сформувалося відповідні основні типи фінансових систем, що, своєю чергою, обумовлює формування та розвиток фінансової архітектури як інституційної матриці фінансової системи. Так, у рамках класифікації фінансових систем розвинутих країн, запропонованої американським економістом А. Гершенкроном, і відповідно до двох шляхів руху коштів – через фінансові ринки (ринки акцій і облігацій) і через фінансових посередників – було виділено дві основні моделі фінансових систем (моделі фінансування економіки) – банківську (*bank-based financial system*, німецьку – систему універсального банківництва) і фондову (*market-based financial system* – американську, британську) [12].

Від типу фінансової системи залежить доступність та привабливість фінансових інструментів на ринку, розширення чи звуження можливостей функціонування фінансових інститутів [13]. Банківська

модель фінансової системи (європейська, банкоцентрична, банкоорієнтована, континентальна) – передбачає, що основними фінансовими посередниками є депозитні інститути (комерційні та ощадні банки, кредитні спілки), що концентрують потоки заощаджень і на цій основі здійснюють фінансування інвестицій в економіці.

**В**важається, що головним джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є банківські кредити [14]. Основним фінансовим посередником даної моделі є фінансові установи, що акумулюють ресурси через механізм ринку цінних паперів, а джерелом запозичених коштів для економічних суб'єктів є фінансові ресурси, залучені на фондовому ринку в результаті розміщення корпоративних цінних паперів [14; 15]. Ринковоорієнтована фінансова система може функціонувати за умови добре розвиненого «законного примусу» та захищених прав власності. Тому країни з перехідною економікою, де законодавча та інституційна інфраструктури знаходяться на нижчому рівні, створюють банківськоорієнтовану фінансову систему [16]. Четверта модель фінансової системи – ісламська, особливістю якої є відповідність шаріату – сукупності правил і законів, що стосуються управління економікою, соціальних, політичних і культурних аспектів ісламського суспільства. Ісламська фінансова система ґрунтується на п'яти принципах: заборона процентної ставки; розподіл ризиків; гроші як «потенційний» капітал; відмова від спекуляцій; непорушність угод [17].

При дослідженні фінансового розвитку як парадигми формування пізнання предмета нашого дослідження, методологічно важливо враховувати його системний характер. З одного боку, проблема фінансового розвитку – це, перш за все, проблема розвитку фінансової архітектури як цілісності (як однієї з властивостей, про що мова йшла у вищевикладеному матеріалі). Фінансова архітектура є складною системною організацією різних своїх структурних компонентів, отже, парадигма формування її розвитку є системно-цілісним процесом і має розглядатися у взаємозв'язку з відповідними перетвореннями організації та функціонування всієї архітектури, де процес змін окремих її складових є окремим випадком загальносистемних перетворень. З іншого боку, розвиток будь-якої щодо самостійної підсистеми фінансової архітектури (наприклад, банківського сектора або фондового ринку) відбувається на самостійній основі, під впливом внутрішніх чинників, суперечностей і умов функціонування, специфічних закономірностей відтворення та перебудови її організації.

Тому формування фінансової архітектури в цілому є системою супідрядних рухів її окремих структурних компонентів на відповідних рівнях ієрархії. Системний характер фінансового розвитку поєднується зі структурованістю самого процесу розвитку

фінансової архітектури. Подібно іншим соціально-економічним системам, фінансова архітектура має свій життєвий цикл – від стадії зародження до стадії зрілого зростання і далі – до накопичення диспропорцій, які обмежують її здатність виконувати властиві функції.

Розвиток конкретної фінансової архітектури може відбуватися на самостійній основі або шляхом запозичення відповідних інститутів, які знаходяться на більш високих стадіях розвитку. В силу цього специфічними особливостями тут виступають є багаторівневість, різноспрямованість, фрактальність, етапність, мікро- (на рівні окремих підсистем) і макродинаміка (на рівні фінансової архітектури в цілому).

**З**урахуванням вищезазначеного парадигма формування сучасної фінансової архітектури може бути конкретизована за допомогою сутнісних характеристик, які відображають процеси змін і тому виступають як логічні «оператори» дослідження фінансового розвитку. До них пропонуємо відносити:

- ✦ функціональний аспект розвитку фінансової архітектури (розвиток функцій як фінансової системи, так і фінансових інститутів);
- ✦ структурно-організаційний аспект (особливості складу та побудови фінансової архітектури, взаємодії її елементів, фінансової структури);
- ✦ інституційний аспект (формування та розвиток інституційного середовища, в якій формується і функціонує фінансова архітектура);
- ✦ спрямованість фінансового розвитку;
- ✦ історизм фінансового розвитку (еволюція, його зміна у динаміці).

Виділення функціонального аспекту базується на двох вихідних передумовах:

- ✦ *по-перше*, функції структурних компонентів фінансової архітектури мають більш стабільний характер, ніж її інститути: з часом вони змінюються меншою мірою і не дуже різняться по країнах;
- ✦ *по-друге*, форма й організація фінансових інститутів і підсистем фінансової архітектури логічно впливають з їх функцій. Наявність тих чи інших конкретних функцій визначає роль, яку вони виконують для задоволення потреб економіки. Розширення або звуження функцій фінансових інститутів змінюють їх призначення у фінансовій архітектурі та обумовлюють модель фінансової системи країни.

Специфіка функціонального аспекту полягає в його подвійності. З одного боку, функції структурних компонентів фінансової архітектури визначаються неподільністю функціонування її складових та її ролі як цілісної системи. Це дає можливість для цілісного трактування функціонального призначення всієї фінансової архітектури національної економіки.

У завершеному вигляді такий функціональний аналіз представлений в роботах Р. Мертона і З. Боді [18; 19]. З іншого боку, функціональний аспект фінансового розвитку не може абстрагуватися від інституційних характеристик фінансової архітектури, оскільки функції невіддільні від фінансових установ і реалізуються через функціонування останніх. Проблема полягає в тому, що емпіричні заходи фінансового розвитку у вигляді кількісних показників часто не здатні безпосередньо виміряти ні ці фінансові функції, ні їх змінність.

Значущість структурно-організаційного аспекту обумовлена тим, що структура й організація фінансової архітектури визначають характер її функціонування та є визначальними чинниками її функціонування та розвитку. Структура характеризує будову фінансової архітектури, характер зв'язків її рівнів ієрархії та структурних компонентів, що забезпечують її цілісність, збереження властивостей при ендогенних і екзогенних впливах. Організація фінансової архітектури відображає диференційованість її складових, їх функціонування й поведінку та є внутрішньою будовою фінансової архітектури, формою організації фінансових відносин через фінансові інститути [20]. З точки зору перетворень структури та організації фінансової архітектури сутність фінансового розвитку може бути розкрита на основі різних критеріїв: зміни ступеня складності фінансової архітектури (критерій ускладнення), перехід від нижчого до нового, більш високого рівня її якості (критерій прогресу), зміна рівня інтегрованості (критерій цілісності).

## ВИСНОВКИ

Таким чином, з одного боку, визначальним чинником є спосіб організації фінансової системи, про що йшла мова в статті. З іншого боку, для будь-якого структурного компонента сучасної економіки не є ендогенними ні ресурси, ні кінцеві цілі розвитку. Тому спрямованість фінансового розвитку не може визначатися на основі локальної оптимізаційної моделі фінансової архітектури, а є складовою теорії та практики розвитку економічної системи в цілому. Це означає, що лише в масштабах конкретної економіки можна досить повно дослідити фінансовий розвиток як ендогенне явище. Хоча частково будова і розвиток фінансової архітектури має локальне походження, її основні напрямки, принципи характеристики функціонування визначаються загальноекономічними та соціальними процесами, що відбуваються в суспільстві. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. **Patterson R. H.** The Science of Finance: A Practical Treatise. London : Forgotten Books, 2015. 752 p.
2. **Cleveland F. A.** Funds and Their Uses. New York : Appleton & Co, 1902, 534 p.
3. **Goldsmith R.** Financial Structure and Development. Yale University Press, 1969. 592 p.

4. **Ван Хорн Дж.** Основы управления финансами / пер. с англ. ; под ред. И. И. Елисеевой. М. : Финансы и статистика, 1996. 527 с.

5. **Мэнкью Н., Тэйлор М.** Экономикс. 2-е изд. СПб. : Питер, 2006. 656 с.

6. **Tobin J., Golub S.** Money, Credit, and Capital. Boston : McGraw-Hill, 1998, 384 p.

7. **Мельник В. М., Бичкова Н. В.** Фінансова архітектура національних корпорацій та її вплив на ефективність фінансової діяльності : монографія. Тернопіль : Астон, 2012. 244 с.

8. **Levine R.** Finance and Growth: Theory and Evidence // *Handbook of Economic Growth*, ed. by P. Aghion, S. N. Durlauf. Elsevier B. V., 2005. Vol. 1A. P. 866–934.

9. **Abiad A., Oomes N., Ueda K.** The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital? *Journal of Development Economics*. 2008. Vol. 87. Issue 2. P. 270–282.

10. **Sosnovska O., Zhytar M.** Financial architecture as the base of the financial safety of the enterprise. *Baltic Journal of Economic Studies*, 2018. Vol. 4. No. 4. P. 334–340.

11. **Rajan R. G., Zingales L.** Great Reversals: Politics of Financial Development in the 20th Century. *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 68. Issue 1. P. 5–50.

12. **Gercshenkron A.** Economic Backwardness in Historical Perspective : A Book of Essays. Cambridge Mass. : Harvard University Press, 1962. 456 p.

13. **Зимовець В. В.** Фінансове посередництво. Київ : КНЕУ, 2004. 288 с.

14. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України / за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової, Н. І. Гребеник. Київ : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. 132 с.

15. **Житар М. О.** Теоретичні засади фінансової архітектури економіки України. *Науковий Вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2018. № 1. С. 331–334.

16. Інституційні засади формування економічного системи України: теорія і практика / за ред. З. Ватаманюка. Львів : Новий Світ – 2005. 648 с.

17. **Трунин П. В., Каменских М., Муфтяхетдинова М.** Исламская финансовая система: современное состояние и перспективы развития : монография. М. : ИЭПП, 2009. 88 с.

18. **Боді З., Мертона Р.** Финансы. Киев : Вильямс, 2000. 592 с.

19. **Merton R., Bodie Z.** Conceptual Framework for Analyzing Financial Environment. In: *Global Financial System: A Functional Perspective* / D. B. Crane et al. (eds.). Boston, 1995. P. 3–31.

20. **Мельник В. М., Бичкова Н. В., Калінська І. М.** Оптимізація фінансової архітектури збиткових підприємств України : монографія. Тернопіль : Астон, 2013. 204 с.

## REFERENCES

Abiad, A., Oomes, N., and Ueda, K. "The Quality Effect: Does Financial Liberalization Improve the Allocation of Capital?" *Journal of Development Economics*, vol. 87, no. 2 (2008): 270–282.

Bodi, Z., and Merton, R. *Finansy* [Finance]. Kyiv: Vilyams, 2000.

Cleveland, F. A. *Funds and Their Uses*. New York: Appleton & Co, 1902.

Gercshenkron, A. *Economic Backwardness in Historical Perspective : A Book of Essays*. Cambridge Mass. : Harvard University Press, 1962.



Goldsmith, R. *Financial Structure and Development*. Yale University Press, 1969.

Institutsiini zasady formuvannia ekonomichnoho systemy Ukrainy: teoriia i praktyka [Institutional ambush the form of economic system of Ukraine: theory and practice]. Lviv: Novyi Svit, 2005.

Levine, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence". In *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A, 866-934. Elsevier B. V., 2005.

Melnyk, V. M., Bychkova, N. V., and Kalinska, I. M. *Optimizatsiia finansovoi arkhitektury zbytkovykh pidpriemstv Ukrainy* [Optimization of the financial architecture of the Ukrainian public enterprises]. Ternopil: Aston, 2013.

Melnyk, V. M., and Bychkova, N. V. *Finansova arkhitektura natsionalnykh korporatsii ta yii vplyv na efektyvnist finansovoi diialnosti* [The financial architecture of national corporations and rivals to the effectiveness of financial activities]. Ternopil: Aston, 2012.

Menkiu, N., and Taylor, M. *Ekonomiks* [Economics]. St. Petersburg: Piter, 2006.

Merton, R., and Bodie, Z. "Conceptual Framework for Analyzing Financial Environment". In *Global Financial System: A Functional Perspective*, 3-31. Boston, 1995.

Patterson, R. H. *The Science of Finance: A Practical Treatise*. London: Forgotten Books, 2015.

Pytannia funktsionuvannia ta vdoskonalennia infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy [Nutritional functions and the comprehensive infrastructure of the Ukrainian stock market]. Kyiv: Tsentr naukovykh doslidzhen NBU, 2005.

Rajan, R. G., and Zingales, L. "Great Reversals: Politics of Financial Development in the 20th Century". *Journal of Financial Economics*, vol. 68, no. 1 (2003): 5-50.

Sosnovska, O., and Zhytar, M. "Financial architecture as the base of the financial safety of the enterprise". *Baltic Journal of Economic Studies*, vol. 4, no. 4. (2018): 334-340.

Tobin, J., and Golub, S. *Money, Credit, and Capital*. Boston: McGraw-Hill, 1998.

Trunin, P. V., Kamenskikh, M., and Muftiakhetdinova, M. *Islamskaya finansovaya sistema: sovremennoye sostoyaniye i perspektivy razvitiya* [Islamic financial system: current status and development prospects]. Moscow: IEPP, 2009.

Van Khorn, Dzh. *Osnovy upravleniya finansami* [Fundamentals of financial management]. Moscow: Finansy i statistika, 1996.

Zhytar, M. O. "Teoretychni zasady finansovoi arkhitektury ekonomiky Ukrainy" [Theoretical ambush of financial architecture of the Ukrainian economy]. *Naukovyi Visnyk Uzhhorodskoho universytetu. Seriya «Ekonomika»*, no. 1 (2018): 331-334.

Zymovets, V. V. *Finansove poserednytstvo* [Financial intermediation]. Kyiv: KNEU, 2004.

УДК 336.64  
JEL: G24; G32

## ВИКОРИСТАННЯ ФІНАНСОВИХ МЕТРИК У РАМКАХ ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ІНВЕТОРАМИ ЩОДО ВЕНЧУРНОГО ФІНАНСУВАННЯ

©2019 МОСІЄВИЧ О. О.

УДК 336.64  
JEL: G24; G32

### Мосієвич О. О. Використання фінансових метрик у рамках прийняття рішень інвесторами щодо венчурного фінансування

Метою статті є дослідження особливостей використання фінансових метрик і припущень при оцінюванні інвесторами потенційних портфельних венчурних інвестицій. Проведене комплексне дослідження щодо прийняття інвестиційних рішень при венчурному фінансуванні (у т. ч. щодо методів оцінювання венчурних інвестицій), для чого було опитано 31 інвестора у венчурні проекти. Респонденти в рамках опитування визначали метрики та припущення, які вони найчастіше використовують при оцінці венчурних проектів. Згідно з результатами дослідження менше половини респондентів при інвестуванні у венчурні проекти використовують дисконтовані грошові потоки або чисту приведену вартість як методи для оцінки своїх інвестицій. Найбільш часто використовуваними метриками при венчурному фінансуванні є внутрішня норма дохідності (IRR) і грошовий мультиплікатор інвестованого капіталу (Cash-on-Cash Multiple). Загалом, здається, що інвестори при венчурному фінансуванні приймають рішення, які не узгоджуються з рекомендаціями фінансової теорії. Так, шоста частина опитаних інвесторів стверджують, що не використовують в оцінці угод жодних кількісних метрик. П'ята частина інвесторів у даному опитуванні відверто відповіли, що не використовують ніяких поправок на ризик, а четверта частина опитаних використовують одні й ті ж поправки для всіх своїх інвестицій, незважаючи на те, що різні інвестиції стикаються з різними ризиками.

**Ключові слова:** фінансові метрики, оцінювання, інвестори, потенційні портфельні венчурні інвестиції, ризики.

**DOI:** <https://doi.org/10.32983/2222-4459-2019-8-181-189>

**Рис.:** 14. **Бібл.:** 10.

**Мосієвич Олена Олегівна** – здобувач, кафедра фінансів Національного університету «Кієво-Могилянська академія» (вул. Г. Сковороди, 2, Київ, 04655, Україна)

**E-mail:** [olena.info@gmail.com](mailto:olena.info@gmail.com)

**ORCID:** <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>

УДК 336.64  
JEL: G24; G32

UDC 336.64  
JEL: G24; G32

**Мосієвич Е. О. Использование финансовых метрик в рамках принятия решений инвесторами при венчурном финансировании**  
Целью статьи является исследование особенностей использования финансовых метрик при оценке инвесторами потенциальных портфельных венчурных инвестиций. Проведено комплексное исследование

**Mosiyevych O. O. Using the Financial Metrics in Terms of the Investor Decision-Making for Venture Capital Financing**  
The article is aimed at studying the peculiarities of the use of financial metrics in terms of the investors' assessment of the potential portfolio venture investments. A comprehensive study of the investment decision-making