

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ»

СИСОЄВА ЛАРИСА ЮРІЇВНА

УДК 336.71(477):339.732](043.3)

## БАНКИ УКРАЇНИ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Автореферат  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук



Суми – 2011

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана у Державному вищому навчальному закладі «Українська академія банківської справи Національного банку України».

Науковий керівник – доктор економічних наук, професор,  
заслужений економіст України  
*Єпіфанов Анатолій Олександрович*,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи  
Національного банку України”, ректор

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, доцент,  
*Леонов Сергій Вячеславович*,  
ДВНЗ “Українська академія банківської справи  
Національного банку України”,  
завідувач кафедри фінансів;

кандидат економічних наук, доцент,  
*Губарева Ірина Олегівна*,  
Харківський національний  
економічний університет,  
доцент кафедри банківської справи

Захист дисертації відбудеться “25” березня 2011 р. о 15 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 55.081.01 у Державному вищому навчальному закладі «Українська академія банківської справи Національного банку України» за адресою: 40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57, зала засідань вченої ради.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України” за адресою: 40000, м. Суми, вул. Покровська, 9/1.

Автореферат розісланий “24” лютого 2011 р.

Вчений секретар  
спеціалізованої вченої ради

І.М. Бурденко



## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми дослідження.** Ефективність виконання інвестиційним ринком своєї основної функції по мобілізації розрізнених інвестиційних ресурсів, їх акумуляції та трансформації у продуктивний капітал значною мірою залежить від впорядкованості інфраструктури цього ринку, окресленості інституційного й правового поля, швидкості та надійності здійснення суб'єктами ринку інвестиційних операцій та функціонування комунікаційних систем, розвитку сучасних форм та методів консолідації ресурсів. При сформованій в Україні моделі фінансового ринку роль банківського інвестиційного посередництва в процесі кругообігу капіталу в економіці стає вирішальною. В той же час обмеженість можливостей більшості банків поодиночки фінансувати великомасштабні проекти, бажання диверсифікувати ризики та зменшити негативні наслідки асиметрії інформації, а також отримати синергетичні ефекти від концентрації активів та розширення спектра фінансових операцій спонукає банки до створення інтеграційних об'єднань з іншими учасниками інвестиційного ринку.

Класиками теорії фінансового посередництва Ф. Аленом, П. Баренбоймом, Т. Беком, Р. Бернардом, Л. Ван ден Берге, Б. Борном, А. Бутом, К. Вервейром, Р. Воутилайненом, Е. Деміргук-Кунтом, М. Квінтином, Е. Кістом, Р. Левіним, Л. Лейвенном, А. Маддалоні, А. Моррісоном, А. Ротом, С. Тадессе, М.У. Тейлором, Х. Халфом, П. Хартманом, Р.Дж. Херрінгом, Г.Дж. Шиназі та ін. переконливо доведені переваги інтеграції банків з іншими суб'єктами ринкових відносин. Сучасні тенденції та проблеми участі банків в інтеграційних процесах на фінансовому ринку знайшли відображення в наукових працях російських та українських дослідників, зокрема: О.І. Барановського, О.Д. Василика, Т.А. Васильєвої, З.М. Васильченко, В.М. Гейця, Є.М. Григоренка, І.О. Губаревої, А.О. Єпіфанова, М.М. Єрмошенка, Б.С. Івасіва, О.М. Іваницької, Ю.М. Клапківа, Л.Г. Кльоби, С.М. Козьменка, В.В. Корнеєва, Н.П. Кузнецової, С.В. Леонова, Д.Г. Лук'яненка, Б.Л. Луціва, З.О. Луцишин, Ю.В. Макогона, Я.М. Міркіна, М.І. Савлука, Н.В. Стукало, А.А. Пересади, С.К. Реверчука, І.В. Сала, В.В. Тринчука, В.П. Унінець-Ходаківської, В.М. Шелудько, І.О. Школьник та ін.

Високо оцінюючи накопичені наукові здобутки вітчизняних та зарубіжних дослідників, а також значний практичний досвід у сфері фінансової інтеграції, цілий ряд питань все ще залишається невирішеним остаточно ні в теоретичному, ні в організаційно-прикладному аспектах. Існує об'єктивна необхідність активізації системних досліджень теоретичних основ та практичних механізмів реалізації організаційно-правових та інформаційно-аналітичних засад створення інтеграційних об'єднань за участю банків на інвестиційному ринку. Логічна незавершеність вирішення даної задачі, її актуальність, теоретична і практична значимість зумовили вибір теми, мети та завдань дисертаційного дослідження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Наукові результати, отримані при підготовці дисертації, використано під час виконання науково-дослідних робіт, над якими працює колектив ДВНЗ «Українська ака-

демія банківської справи Національного банку України». Так, зокрема, в межах теми “Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер держ. реєстрації 0102U006965) використовуються висновки щодо обрання організаційної форми інтеграції банків та інших суб’єктами інвестиційного ринку; при роботі над темою “Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу” (номер держ. реєстрації 0107U012112) – пропозиції щодо формування інституційних умов стимулювання банківського інвестиційного посередництва в Україні; в межах теми “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер держ. реєстрації 0109U006782) – обґрунтування банкоцентричності вітчизняного інвестиційного ринку.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дослідження є обґрунтування ефективності та розвиток науково-методичних засад вибору організаційних форм та створення інституційного забезпечення участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних наукових задач:

- дослідити роль та місце інвестиційного ринку в системі економічних відносин; обґрунтувати його розвиток в Україні за банкоцентричною моделлю;
- узагальнити теоретичні засади розвитку інвестиційного посередництва, визначити загальні тенденції, проблеми та перспективи діяльності посередників на інвестиційному ринку України;
- обґрунтувати переваги, напрямки та організаційні форми створення інтеграційних об’єднань за участю банків на інвестиційному ринку України;
- розробити концептуальні основи формування та функціонування інвестиційних консорціумів;
- визначити напрямки реформування механізму державного регулювання інституційних умов на інвестиційному ринку України;
- розвинути методичний інструментарій врахування асиметрії інформації на інвестиційному ринку при оцінці доцільності участі банків в інтеграційних об’єднаннях інвестиційної спрямованості;
- обґрунтувати доцільність та умови передачі банку функцій моніторингу за об’єктами інвестування в межах інтеграційних структур;
- визначити необхідні та достатні умови зниження інвестиційними посередниками витрат на отримання достовірної інформації, її оцінку та інформування ринку стосовно якості інвестиційних інструментів та надійності позичальників;
- удосконалити критерії прийняття рішення про включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення.

*Об’єктом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку.*

*Предметом дослідження є науково-методичне забезпечення та практичний інструментарій формування та функціонування інтеграційних об’єднань за участю банків на інвестиційному ринку.*



*Методи дослідження.* Теоретико-методологічну основу дисертаційного дослідження склали фундаментальні положення економічної теорії, банківської справи, теорії фінансового посередництва, теорії інвестицій, сучасні концепції інвестиційного та банківського менеджменту, теоретичні напрацювання вітчизняної та світової економічної науки. Для вирішення поставлених наукових задач автором використовувалися такі методи наукового дослідження: синтез, логічне узагальнення і наукова абстракція (при уточненні базових економічних категорій); порівняльний та статистичний аналізи (при аналізі діяльності інвестиційних посередників в Україні); системно-структурний і багатофакторний аналізи (при обґрунтуванні моделі інвестиційного ринку України); експертних оцінок і групувань (при обґрунтуванні ефективності участі банків в інтеграційних структурах інвестиційного спрямування).

Інформаційно-фактологічну базу дисертаційної роботи склали: офіційні дані Національного банку України та Асоціації українських банків, Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України, Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, аналітичні огляди та звітні дані банків України; опрацьована звітно-аналітична інформація міжнародних організацій і фінансових структур, наукові публікації вітчизняних та закордонних дослідників.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у розвитку відомих та обґрунтуванні ряду нових теоретичних та практичних положень щодо оцінки ефективності, обґрунтування організаційних форм та розвитку інституційних умов участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку України.

Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

*вперше:*

- визначено концептуальні основи створення та функціонування інвестиційних консорціумів як спеціалізованих (за сегментом ринку та цільовою орієнтацією), інтегрованих (за архітектонікою внутрішніх взаємовідносин) професійних посередницьких утворень, які об'єднують під контролем банку інституціональних та інфраструктурних небанківських інвестиційних посередників, що здійснюється на засадах структурно-функціональної, технологічної, інформаційної та регулятивної конвергенції з метою консолідації довго- та середньострокових інвестиційних ресурсів, їх координації у просторі та у часі, врівноваження за рівнем ризику та розміщення на інвестиційному ринку;

*удосконалено:*

- науково-методичний підхід до визначення доцільності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку, що пропонується здійснювати на основі модифікованого показника надмірної вартості. Запровадження даного підходу дозволяє визначити зміни у оцінці вартості інвестиційних посередників при переході їх від незалежного відокремленого функціонування на інвестиційному ринку до складу

інтеграційного об'єднання, коректно врахувати долю присутності інтеграційного утворення на конкретному сегменті інвестиційного ринку;

- науково-методичний підхід до визначення оптимальних пропорцій пайового інвестування в межах інвестиційних консорціумів за критерієм мінімізації ризику недоотримання очікуваних доходів в умовах інформаційної асиметрії на інвестиційному ринку, що на відміну від існуючих підходів, враховує зменшення втрат доходів інвестиційних посередників від позичкових операцій при їх об'єднанні в інтеграційну структуру;
- науково-методичний підхід до формалізації умов ефективності делегування банку як учаснику інтеграційного об'єднання функції моніторингу за об'єктами інвестування при розміщенні ресурсів на інвестиційному ринку за умови несприятливого вибору, які, на відміну від існуючих, враховують витрати передачі банку повноважень моніторингу, обмеженість бюджету інвестиційних посередників, можливість диверсифікації вкладень, ймовірнісний характер отримання доходу від інвестування;
- методичні засади оцінки ефективності участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку в контексті отримання інформації про об'єкти інвестування, які, на відміну від існуючих підходів, визначають як обов'язкову умову наявність заснованої на компенсаційному механізмі системи внутрішнього взаємного моніторингу за діяльністю посередників в межах консорціуму з метою уникнення фрірайдерства, зменшення ризику недобросовісної поведінки та збільшення достовірності інформації;

*набули подальшого розвитку:*

- визначення сутності інвестиційного ринку як сукупності обмінно-перерозподільних економічних відносин між постачальниками інвестиційних ресурсів та їх споживачами прямо або опосередковано через спеціалізованих або інтегрованих інституціональних та інфраструктурних посередників, з приводу мобілізації розрізнених потоків інвестиційних ресурсів, організаційно-правового впорядкування їх кругообігу, консолідації їх в певних формах та трансформації в об'єкти середньо- чи довгострокового реального та фінансового інвестування, що дозволяє встановити справедливу вартість інвестиційних ресурсів та відповідність між попитом на них та їх пропозицією;
- інструменти функціонального та інституційного державного регулювання інтеграційних процесів на інвестиційному ринку України, що дозволило визначити зміст індикативних та директивних економічних інструментів консолідованого нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів з боку регуляторів на фінансовому ринку України;
- напрямки обґрунтування банкоцентричної моделі розвитку інвестиційного ринку України, що, на відміну від існуючих підходів, які підтверджують провідну роль банків на фінансовому ринку або ринку фінансових послуг, дозволяє змістити акценти у бік пошуку переваг від взаємодії банків з фінансовими установами в сфері акумуляції інвестиційних ресурсів, їх трансформації у продуктивний капітал, та формує підґрунтя для ефективної діяльності кон-



солідованих інтеграційних об'єднань за ініціативою банків на інвестиційному ринку;

- напрямки визначення відповідності окремих організаційних форм інтеграційних об'єднань (ФППГ, конгломерату, асоціації, союзу, стратегічного альянсу, картелю, синдикату, тресту, концерну, консорціуму) вимогам ефективного здійснення спільної інвестиційної діяльності, що дозволило обґрунтувати доцільність формування інтеграційних об'єднань за участю банків на інвестиційному ринку України у формі інвестиційних консорціумів.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що запропоновані в роботі теоретичні положення доведені до рівня методичних розробок, які можуть бути застосовані в поточній діяльності банків при формуванні організаційно-економічних форм та механізмів інвестиційного посередництва. Висновки дисертанта стосовно формалізації загальних тенденцій і системних проблем інвестиційної діяльності комерційних банків України враховуються Управлінням Національного банку України в Сумській області при підготовці аналітичних звітів та пропозицій (довідка від 24.09.2010 № 12–016/3788). Фахівцями Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку використовуються пропозиції автора щодо організаційних форм здійснення спільної інвестиційної діяльності фінансовими посередниками (довідка від 06.10.2010 № 1315). Рекомендації автора щодо визначення оптимальної структури об'єднання банків та інших інвестиційних посередників використовуються в діяльності Сумського управління АТ «УкрСиббанк» (довідка від 27.09.2010) № 21-51-1295; щодо делегування банку функцій розміщення коштів та контролю за інвестиційними проектами від інших фінансових посередників – в діяльності ПАТ «Банк Столичний» (довідка від 24.09.2010 № 01–07/1295); щодо визначення ефективності та оптимальних меж співпраці між банком, страховими компаніями, недержавними пенсійними фондами – в діяльності Сумського Регіонального Управління АТ «Дельта Банк» (довідка від 24.09.2010 № 13-22/345). В поточній діяльності Сумського обласного управління страхової компанії «Омега» використовуються пропозиції дисертанта щодо делегування банківським установам функції контролю за інвестиціями страхової компанії (довідка від 20.09.2010 № 45); в діяльності компанії з управління активами «АОЛА» – пропозиції щодо врахування асиметрії інформації при здійсненні операцій інвестиційного посередництва (довідка від 24.09.2010 № 77).

Результати наукового дослідження використовуються у навчальному процесі ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» при викладанні дисциплін «Гроші та кредит», «Банківська справа», «Інвестування», «Фінансовий ринок» (акт від 07.09.2010).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є самостійною завершеною науковою працею, в якій використано лише ті положення, які є результатом особистих досліджень здобувача. Наукові положення, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і відображені в опублікованих працях.

**Апробація результатів дисертації.** Основні наукові здобутки автора доповідалися, обговорювалися й одержали позитивну оцінку на наукових і науково-практичних конференціях, зокрема: I Міжнародній науково-практичній конференції студентів, аспірантів та молодих вчених «Розвиток банківської системи України як основа реалізації стратегії економічного зростання» (м. Тернопіль, 2008 р.), Міжнародній науково-практичній конференції «Конкурентоспроможність та інновації: проблеми науки та практики» (м. Харків, 2008 р.), всеукраїнських науково-практичних конференціях «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, 2008-2010 рр.), V Міжнародній науково-практичній конференції «Найновітні научні постиження – 2009» (м. Софія, Болгарія, 2009 р.), Всеукраїнській науково-практичній конференції молодих вчених та студентів «Стратегії економічного розвитку країн в умовах глобалізації» (м. Дніпропетровськ, 2009 р.), V Міжнародній науково-практичній конференції «Динаміката на сьвременната наука – 2009» (м. Софія, Болгарія, 2009 р.), V Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (м. Суми, 2010 р.).

**Публікації.** Основні наукові положення, висновки і результати дисертаційного дослідження опубліковано в 18 наукових працях загальним обсягом 4,12 друк. арк., з яких особисто автору належать 3,91 друк. арк., у тому числі 1 колективна монографія, 7 статей у наукових фахових виданнях з економіки, 10 публікацій в інших виданнях.

**Структура і зміст роботи.** Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків.

Повний обсяг дисертації – 288 сторінок, у т.ч. на 111 сторінках розміщено 35 таблиць, 31 рисунок, 9 додатків і список літератури з 250 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** визначено актуальність, мету, завдання, об'єкт, предмет та методи дослідження, розкрито наукову новизну та практичну значущість результатів.

У першому розділі «**Теоретичні основи та сучасний стан розвитку посередництва на інвестиційному ринку України**» визначено роль та місце інвестиційного ринку в системі економічних відносин, систематизовано теоретичні засади розвитку інвестиційного посередництва, узагальнено проблеми та перспективи діяльності посередників на інвестиційному ринку України, підтверджено гіпотезу про його розвиток за банкоцентричною моделлю.

У процесі аналізу та узагальнення теоретичних напрацювань щодо місця інвестиційного ринку в системі економічних відносин виявлено відсутність в економічній літературі усталеного розуміння його сутності (окремі дослідники оперують не поняттям “інвестиційний ринок”, а дефініціями “ринок капіталів”, “фінансовий ринок інвестицій” тощо), товару на ньому, функціонального навантаження, несистемність та наявність суттєвих протиріч щодо формалізації його просторових меж в структурі фінансового ринку.





Автором запропоновано розуміти інвестиційний ринок як сукупність обмінно-перерозподільних економічних відносин між постачальниками інвестиційних ресурсів та їх споживачами прямо або опосередковано через спеціалізованих або інтегрованих інституціональних та інфраструктурних посередників, з приводу мобілізації розрізнених потоків інвестиційних ресурсів, організаційно-правового впорядкування їх кругообігу, консолідації їх в певних формах та трансформації в об'єкти середньо- чи довгострокового реального та фінансового інвестування, що дозволяє встановити справедливу вартість інвестиційних ресурсів та відповідність між попитом на них та їх пропозицією. В роботі узагальнено існуючі підходи до сегментації цього ринку за об'єктами торгів, суб'єктами, сферою функціонування, умовами передачі інвестиційних ресурсів, типом фінансових відносин з приводу застосування інвестиційних інструментів тощо.

Необхідною передумовою дослідження специфіки інтеграційних процесів на інвестиційному ринку України автор вважає формалізацію моделі, за якою він розвивається. Більшість робіт вітчизняних науковців присвячені дослідженню місця банків на фінансовому ринку або ринку фінансових послуг України, тоді як питання про пріоритетність кредитного або фондового сегментів при формуванні стратегії розвитку інвестиційного ринку поки що залишається відкритим.

В 2010 р. в структурі основних джерел фінансування інвестиційних потреб суб'єктів господарювання 88,14 % склали кредити, 9,30 % – акції, 2,56 % – облигації. Табл. 1 демонструє, що ключову роль у трансформації тимчасово вільних інвестиційних ресурсів у капітал на вітчизняному інвестиційному ринку протягом останніх років стабільно відіграє банківська система. При цьому перетворення заощаджень економічних агентів у інвестиції здійснюється банками України переважно за допомогою кредитного механізму (частка кредитів в структурі інвестиційного портфеля банків в 2010 р. склала 88,55 %), хоча питома вага банків в структурі емітентів та торговців цінними паперами останнім часом зростає.

Таким чином, враховуючи нерозвиненість вітчизняного фондового ринку, низький рівень доходів на душу населення (що обумовлює схильність домогосподарств до вкладання коштів в значно менш ризикові банківські депозити, ніж в цінні папери), переважання крупних власників в структурі корпоративної власності, не зацікавлених в акціонуванні, більшу ефективність, структурованість і урегульованість банківської діяльності, а також цілий ряд інших аргументів, автором обґрунтовано, що інвестиційний ринок України розвивається за банкоцентричною моделлю. Це формує наукове підґрунтя для визначення найбільш ефективних напрямків трансформації заощаджень в інвестиції, диференціації інструментів державного регулювання в напрямку структурно-компонентного узгодження між окремими сегментами інвестиційного ринку, зміни пріоритетів у формуванні принципів та методів самоорганізації середовища інвестиційного посередництва.

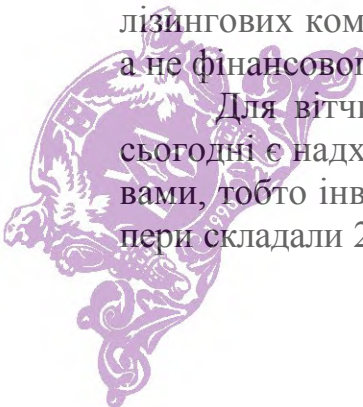
Дослідження еволюції теорії інвестиційного посередництва дозволило стверджувати, що наукова думка щодо типізації інвестиційних посередників за їх місцем в обмінно-перерозподільчих процесах не є однозначною.

**Окремі індикатори діяльності посередників  
інвестиційного ринку України в 2005-2009 рр.**

Показник	Роки				
	2005	2006	2007	2008	2009
Питома вага в структурі активів інвестиційних посередників, %:					
- банків	86,02	87,33	87,99	88,90	86,85
- страхових компаній	9,65	6,16	4,73	4,03	4,14
- недержавних пенсійних фондів	0,02	0,04	0,04	0,06	0,08
- кредитних спілок	0,78	0,83	0,77	0,58	0,42
- лізингових компаній	0,75	1,24	0,48	0,36	0,37
- інститутів спільного інвестування	2,78	4,40	5,99	6,07	8,14
Загальні активи інвестиційних посередників, млрд грн., всього	248,64	389,52	681,2	1041,73	1013,61
в тому числі:					
- банків	213,88	340,18	599,40	926,09	880,30
- страхових компаній	24,0	23,99	32,21	41,93	41,97
- недержавних пенсійних фондів	0,05	0,14	0,28	0,61	0,86
- кредитних спілок	1,94	3,24	5,26	6,06	4,22
- лізингових компаній	1,87	4,83	3,27	3,78	3,72
- інститутів спільного інвестування	6,90	17,14	40,78	63,26	82,54
Співвідношення активів банків та небанківських посередників	5,23	6,90	7,33	8,01	6,60
Питома вага банків в структурі емітентів цінних паперів, %	12,11	15,31	18,43	21,42	37,35
Питома вага банків в структурі торговців цінними паперами, %	32,20	30,60	36,60	34,10	27,00

Дослідження мобілізаційної, організаційно-супроводжуючої, інформаційної підсистем інвестиційного ринку, а також підсистеми формування попиту, дозволило автору узагальнити типи посередників цього ринку за функціями, формою опосередкування руху інвестиційних ресурсів, інституціональною структурою ринку, рівнем спеціалізації, участю у формуванні пропозиції ресурсів тощо. В роботі визначено специфіку діяльності, переваги, недоліки, виконувані функції та застосовувані інструменти банків, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів (НПФ), інститутів спільного інвестування (ІІ), лізингових компаній, кредитних спілок та інших з позиції саме інвестиційного, а не фінансового посередництва.

Для вітчизняних страхових компаній основним джерелом прибутків на сьогодні є надходження страхових платежів, а не управління страховими резервами, тобто інвестування. В структурі їх активів станом на 01.01.2010 цінні папери склали 26 %, банківські депозити – 35 %, а інвестиції в економіку України



за напрямками, визначеними Кабінетом Міністрів України – лише 1 %. Розвиток НПФ набуває вагомого значення для активізації інвестиційного клімату в Україні, але низький рівень доходності від інвестиційних інструментів та водночас високий ризик обмежують їх інвестиційну діяльність. Вітчизняні НПФ інвестують переважно в банківські депозити та вкрай мало – в державні боргові цінні папери. Роль ІСІ як дієвого інвестиційного посередника, який здатний нагромаджувати ресурси, забезпечувати їх обіг та спрямовувати на розвиток національної економіки, останнім часом суттєво зросла. Так, їх кількість збільшилася з 6 од. в 2003 р. до 985 од. в 2010 р., а вартість їх активів – з 3,15 % (від ВВП) у 2007 р. до 6,67 % у 2010 р. Кредитні спілки на сьогодні є досить поширеними в Україні: станом на 30.06.2010 серед 766 кредитних установ, зареєстрованих у Державному реєстрі фінансових установ, 700 од. – це кредитні спілки з капіталом 954,4 млн грн. та загальними активами 2983,5 млн грн. Світова фінансова криза суттєво вплинула на розвиток діяльності лізингових компаній на інвестиційному ринку України. Значне зниження обсягів їх операцій (з 9275 од. в 2007 р. до 3008 од. в 2009 р.) обумовлено зменшенням можливостей більшості інвесторів укладати довгострокові угоди.

У другому розділі «**Розвиток напрямків, організаційних форм та інституційних умов участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку України**» визначено переваги інтеграції банків з небанківськими посередниками в сфері інвестування, обґрунтовано вибір організаційної форми інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників, визначено концептуальні основи формування інвестиційних консорціумів, досліджено інституційні умови активізації їх діяльності на інвестиційному ринку України.

В науковій літературі мотиви інтеграції банків з небанківськими інститутами неправомірно обмежуються лише потребами розрахунково-касового обслуговування, дистриб'юторської співпраці, оптимізації поточної діяльності, комплексного обслуговування клієнтів, розширення спектра фінансових послуг, формування інтегрованого фінансового продукту, виходу на різні сегменти фінансового ринку тощо. В теорії переважає фрагментарний підхід до висвітлення особливостей та механізму участі банків в інтеграційних об'єднаннях саме з метою здійснення спільного інвестування. На практиці найбільш поширеним напрямком співпраці сьогодні є використання банків як інструментів збереження ресурсів (депозити, інвестиції в банківські метали, поточні рахунки (табл. 2)).

В роботі досліджено можливості отримання додаткових переваг від інвестиційної інтеграції як банками, так і небанківськими посередниками в Україні. Так, наприклад, перспективними напрямками та перевагами, на думку автора, можна вважати: 1) для банківсько-страхової інвестиційної інтеграції – інвестування в емітовані банками корпоративні цінні папери, отримання довгострокових фінансових ресурсів від страховиків, страхування специфічних інвестиційних ризиків, надання та отримання комплексних послуг з інвестиційного банкінгу тощо; 2) для інтеграції банків та НПФ – інвестування в корпоративні цінні папери банків, створення банками корпоративних пенсійних фондів;

надання послуг зберігача ресурсів, управління активами тощо; 3) для інтеграції банків та ІСІ – участь банків в інвестиційних фондах як партнерів з обмеженою відповідальністю, виконання банком функції дистриб'ютора інвестиційних послуг ІСІ тощо; 4) для інтеграції банків та лізингових компаній – управління ризиком ліквідності та об'єктом застави, створення афільованих лізингових компаній, випуск облігацій та євробондів тощо.

Таблиця 2

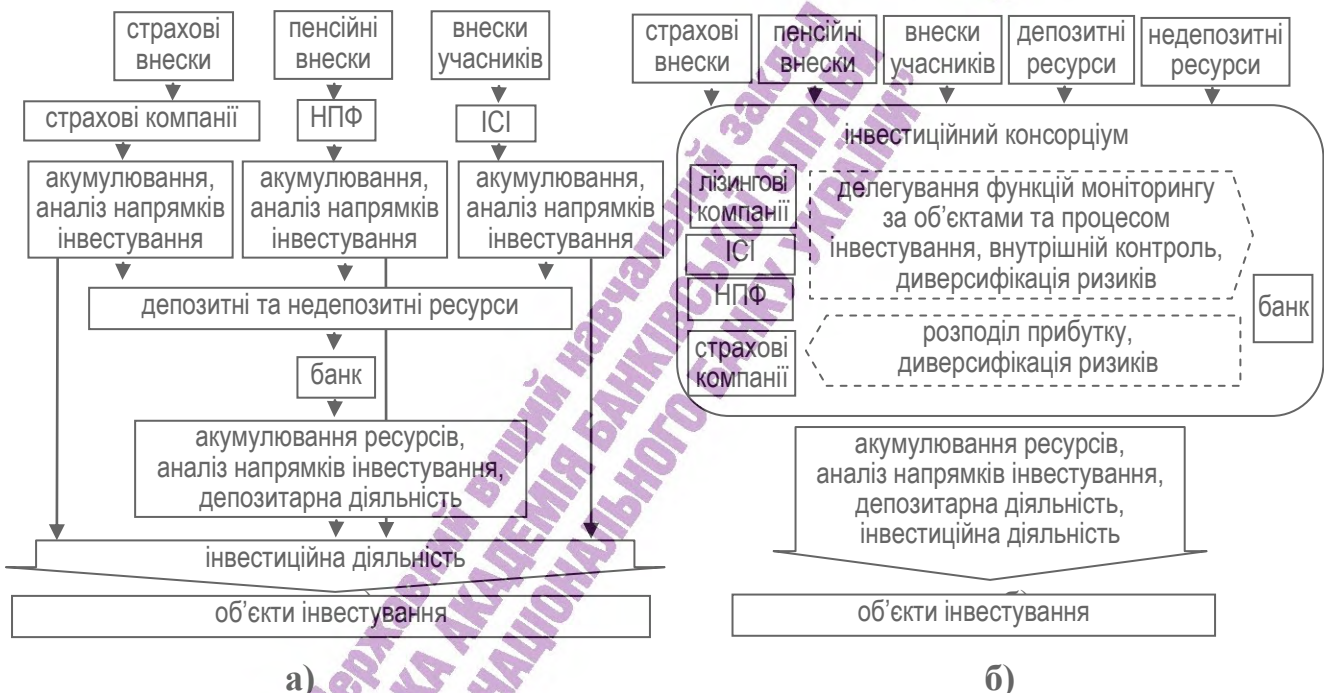
**Характеристика окремих напрямків інвестиційної взаємодії банків та небанківських посередників в Україні в 2005-2009 рр.**

Показник	Роки				
	2005	2006	2007	2008	2009
Частка інвестиційних ресурсів небанківських посередників, розміщених в банках, в загальній структурі їх активів, %:					
- страхових компаній	25,1	46,0	32,0	29,1	35,0
- недержавних пенсійних фондів	70,0	35,76	38,6	56,3	40,0
- інститутів спільного інвестування (ІСІ), зокрема:					
інтервальних	26,63	19,49	25,95	32,1	25,28
відкритих	25,21	24,47	29,42	12,6	23,36
венчурних	4,47	3,75	4,67	2,1	4,34
закритих	45,91	27,06	6,72	7,5	7,67
Частка банківських ресурсів у загальній структурі фінансування лізингових угод, %	67,20	71,90	70,00	76,20	64,50
Акції та інші форми участі банків в капіталі страхових компаній та недержавних пенсійних фондів, %	2,40	2,88	5,46	3,30	4,42

Систематизація конвергентно-інтеграційних механізмів взаємодії між інвестиційними посередниками дозволила стверджувати, що питання визначення організаційних форм спільного інвестування все ще залишається дискусійним. На основі критичного узагальнення переваг та недоліків (з погляду ефективності спільної інвестиційної діяльності) ФПГ, асоціації, союзу, стратегічного альянсу, картелю, синдикату, конгломерату та тресту автором визначено основні фактори невідповідності цих організаційних форм створення інтеграційних об'єднань умовам ефективної діяльності на інвестиційному ринку. Так, наприклад, найсуттєвішими недоліками створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі ФПГ автор вважає: значне зниження, а у деяких випадках і руйнування вартості інтеграційного об'єднання, недостатньо ефективний розподіл інвестованого капіталу між учасниками ФПГ, підвищення агентських проблем, негативний вплив на конкурентне середовище на ринках, особливо на тих, що розвиваються, тощо. Зіставлення переваг та недоліків консорціуму як організаційної форми інтеграційної взаємодії в інвестиційному просторі дозволило обґрунтувати, що саме вона в найбільшій мірі відповідає всім вимогам.

Автором обґрунтовано необхідність створення інвестиційних консорціумів, які мають виконувати специфічні функції та функціонувати лише на одно-

му сегменті фінансового ринку – інвестиційному. Це суттєво відрізняє їх від найбільш поширених на сьогодні висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників – фінансових конгломератів, які створюються з метою розширення спектра фінансових послуг та представленості на всіх сегментах фінансового ринку. Інвестиційні консорціуми розуміються автором як спеціалізовані (за сегментом ринку та цільовою орієнтацією), інтегровані (за архітектонікою внутрішніх взаємовідносин) професійні посередницькі утворення, які об'єднують під контролем банку інституціональних та інфраструктурних небанківських інвестиційних посередників, що здійснюється на засадах структурно-функціональної, технологічної, інформаційної та регулятивної конвергенції з метою консолідації довго- та середньострокових інвестиційних ресурсів, їх координації у просторі та часі, врівноваження за рівнем ризику та розміщення на інвестиційному ринку. На думку автора, механізми відокремленого інвестування за посередництва банку та спільного інвестування в межах інвестиційного консорціуму суттєво відрізняються (рис. 1).



**Рис. 1. Порівняння механізму участі банків у відокремленому (а) та спільному (б) інвестуванні**

На думку автора, виходячи з того, що провідне місце серед інвестиційних посередників в Україні займають банки, в процесі утворення консолідованих інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку саме їм належить роль найпотужнішої ланки у ланцюзі співпраці, ініціатора процесу акумуляції інвестиційних ресурсів та їх трансформації у продуктивний капітал.

Автором обґрунтовано, що інвестиційний консорціум забезпечує його учасникам цілий ряд додаткових переваг, зокрема, щодо згладжування протиріч у характері інвестування та споживання на коротко- та довгостроковому часо-

вому горизонті, делегування функцій моніторингу за об'єктами інвестування, забезпечення ліквідності, подолання асиметрії інформації про інвестиційні можливості тощо.

Поява інтеграційних утворень та посилення їх ролі на інвестиційному ринку вимагає впровадження спеціального підходу до регулювання їх діяльності. Ця теза обґрунтована в роботі на основі узагальнення наукової думки та практичного досвіду діяльності систем функціонального та інституційного регулювання фінансових ринків в окремих країнах, а також існування мегарегуляторів.

Проведене дослідження сформованої в Україні структури органів державного регулювання інвестиційного ринку з позиції ефективного нагляду за діяльністю інтегрованих інвестиційних посередників дозволило автору: обґрунтувати директивні та індикативні економічні інструменти нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів; визначити основні засади формування дозвільного порядку їх формування; розробити рекомендації щодо встановлення вимог до достатності їх основного капіталу, обмежень щодо концентрації ризиків інвестиційного консорціуму та його учасників, обмежень на операції між учасниками інвестиційного консорціуму та інсайдерами.

У третьому розділі «Удосконалення методичних засад оцінки ефективності участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку» розвинуто методичний інструментарій обґрунтування ефективності формування інтеграційних об'єднань в умовах асиметрії інформації на інвестиційному ринку з позиції залучення та розміщення ресурсів, делегування банкам функції моніторингу, сформульовано умови підвищення рівня диверсифікації об'єднань.

Автором висунуто та підтверджено гіпотезу, що консолідована структура є більш ефективним позичальником, ніж сукупність окремих посередників на інвестиційному ринку за умови асиметрії інформації. Обґрунтовано, що існує певна різниця в доходах інвестиційних посередників в залежності від двох факторів: 1) рівнів доходності об'єктів інвестування, які пропонуються ними; 2) існування інформаційної асиметрії на інвестиційному ринку. Дохід, який може бути отриманий інвестиційними посередниками від низькодохідних об'єктів інвестування ( $NPV_1$ ), не залежить від наявності асиметрії інформації на інвестиційному ринку; в той час як для високодохідних проектів ця різниця існує.

Доведено, що інтегральний дохід інвестиційного посередника від інвестування у високодохідний об'єкт ( $NPV_2$ ) може мати різну корисність:

- при наявності асиметрії інформації –  $u(D^a)$

$$u(D^a) = u(C_0 + M(NPV_2) - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2); \quad (1)$$

- при відсутності асиметрії інформації –  $u(D)$

$$u(D) = u(C_0 + M(NPV_2)), \quad (2)$$

де  $u$  – корисність інтегрального доходу інвестиційного посередника (оцінюється на основі функції корисності Неймана-Моргенштерна);  $D$ ,  $D^a$  – інтегральний дохід інвестиційного посередника відповідно при відсутності та при наявності асиметрії інформації,  $C_0$  – загальний капітал інвестиційного посеред-

ника;  $M(NPV_2)$  – математичне очікування чистої теперішньої вартості високодохідного об'єкта інвестування;  $\sigma^2$  – дисперсія значень чистої теперішньої вартості за сукупністю об'єктів інвестування, що пропонується на інвестиційному ринку;  $\rho$  – абсолютний індекс неприйняття ризику інвестиційним посередником;  $\alpha$  – частка власних вкладень посередника в об'єкт інвестування.

Економічний зміст показника  $\alpha$  полягає у наступному: інвестиційний посередник як член інтеграційного об'єднання на ринку може інвестувати спільно з іншими посередниками у певних пропорціях. При цьому автором обґрунтовано, що втрата їх доходів внаслідок існування асиметрії інформації буде мінімальною за умови, коли вони будуть виконувати на інвестиційному ринку не просто функцію поєднання продавців та покупців, але й самі фінансуватимуть пропонувані ними об'єкти інвестування, причому у частині, яка дорівнює  $\alpha_{opt}$ , яку можна розрахувати за формулою:

$$\frac{\alpha_{opt}^2}{1 - \alpha_{opt}} = \frac{2 M(NPV_2) - M(NPV_1)}{\rho\sigma^2}, \quad (3)$$

де  $\alpha_{opt}$  – оптимальна частка власних вкладень інвестиційного посередника в об'єкт інвестування.

Втрату доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації на інвестиційному ринку ( $ICC$ ) запропоновано розрахувати так:

$$ICC = D - D^a = \frac{1}{2} \rho\sigma^2\alpha^2. \quad (4)$$

В роботі доведено, що  $ICC$  інвестиційних посередників зменшується при їх об'єднанні в інтеграційну структуру внаслідок зменшення ризику недоотримання очікуваних доходів (цей ризик вимірювався середньоквадратичним відхиленням  $NPV$  об'єктів інвестування від їх математичного очікування). Для цього показник  $ICC$  розглядався як функція від  $\sigma$ , було також доведено, що ця функція є зростаючою.

Крім того, в роботі підтверджено тезу, що інтеграційне об'єднання є більш ефективною структурою не тільки для залучення, а й для розміщення інвестиційних ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі інвестиційні посередники, з урахуванням необхідності контролю за об'єктами інвестування. В ситуації несприятливого вибору та асиметрії інформації на ринку умову ефективності передачі посередниками банку функції моніторингу запропоновано сформулювати наступним чином: сумарні загальні витрати контролю кожного учасника консолідованої структури та витрати передачі банку повноважень контролю повинні бути меншими, ніж витрати моніторингу об'єктів інвестування кожним інвестиційним посередником окремо:

$$nC + F^* < nmC; \quad (5)$$



$$F^* = M \left\{ \max \left( nD^p + nC - \sum_{i=1}^n NPV_i, 0 \right) \right\}, \quad (6)$$

де  $n$  – кількість пропонованих на ринку об'єктів інвестування;  $NPV_i$  – інтегральний дохід, що може бути отриманий від інвестування в  $i$ -й об'єкт;  $M$  – математичне очікування;  $C$  – додаткові витрати інвестиційного посередника, пов'язані з контролем за об'єктом розміщення коштів;  $m$  – кількість інвестиційних посередників, необхідних для забезпечення фінансування одного об'єкта (кожен інвестиційний посередник володіє ресурсами у розмірі  $1/m$ );  $D^p$  – рівноважний рівень дивідендів, що пропонується банком іншим учасникам інтеграційного об'єднання в обмін на інвестиційні ресурси у розмірі  $1/m$  в залежності від кількості об'єктів інвестування (наближаються за значенням до рівноважної доходності вкладень на інвестиційному ринку  $PI$ );  $F^*$  – витрати передачі банку повноважень моніторингу (дорівнюють очікуванім штрафним санкціям, які понесе банк за умови, якщо грошовий потік, що отримується інтеграційним об'єднанням внаслідок інвестування в  $n$  об'єктів, виявиться менше загальної суми зобов'язань банку перед членами об'єднання).

Таким чином, якщо контроль ефективний ( $C < F^*$ ), можливості інвесторів обмежені ( $m > 1$ ), процес інвестування приносить дохід ( $M(NPV) > PI + C$ ) і значення  $n$  достатнє для забезпечення диверсифікації вкладень, то використання банку як органу, якому інтеграційне об'єднання делегує функції моніторингу за об'єктами інвестування, буде більш ефективним, ніж здійснення контролю за позичальниками кожним інвестиційним посередником окремо.

Однією з функцій посередників на інвестиційному ринку є інформування власників ресурсів про якість, прибутковість та перспективи різних напрямків інвестування коштів. Виходячи з цього, інвестиційних посередників можна розглядати як суб'єктів, що продукують та розповсюджують (продають) інформацію стосовно економічних змінних, очікувані величини яких є невідомими для власників капіталу.

Автором обґрунтовано, що рішення інвестиційного посередника щодо вступу до інтеграційної структури, яка діє як диверсифікований інформаційний брокер, можна визнати доцільним лише за умови, якщо об'єднання зможе у подальшому зменшити витрати на отримання достовірної інформації, її оцінку та інформування ринку стосовно якості інвестиційних інструментів та надійності позичальників. Така можливість обумовлена тим, що втрати, пов'язані з репутацією окремого інвестиційного посередника, а також схильність його до генерування ненадійної інформації, знижуються в межах інтеграційної структури. В той же час слід взяти до уваги, що інтеграція посередників диверсифікує ризики, але деформує структуру отримання винагороди за інформаційну прозорість. Умовою, за якою інвестиційні посередники вважатимуть колективну діяльність в рамках інтеграційного об'єднання в розрізі отримання інформації про об'єкти інвестування прибутковою, запропоновано вважати наявність заснованої на компенсаційному механізмі системи внутрішнього взаємного моніторин-



гу за діяльністю посередників в межах консолідованої структури. Це дозволить уникнути фрірайдерства, зменшить ризик недобросовісної поведінки та збільшить достовірність інформації.

Проведене автором узагальнення та систематизація існуючих підходів до визначення ефективності інтегрованих структур через оцінку впливу диверсифікаційних процесів на вартість бізнесу та через аналіз ефективності внутрішнього ринку капіталу, дозволило визначити можливості застосування існуючих методів та моделей для оцінки потреби у диверсифікації об'єднань посередників на інвестиційному ринку. Так, зокрема, таке дослідження було здійснено по відношенню до методу накопиченої надмірної прибутковості, моделі середньої скоригованої прибутковості, ринкової моделі, моделі «Q-Тобіна», методики дисконтованого майбутнього грошового потоку, методики пересічного тестування, методики регресійного аналізу ефективності внутрішнього ринку капіталу, моделей оцінки показника відносного інвестування та відносної доданої вартості тощо.

На основі проведеного аналізу обґрунтовано, що рішення про включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку слід приймати на основі модифікованого показника надмірної вартості ( $EV^*$ ), який дозволяє визначити зміни у оцінці вартості інвестиційних посередників при переході їх від незалежного відокремленого функціонування на інвестиційному ринку до складу інтеграційного об'єднання. При цьому вартісні характеристики об'єктів дослідження запропоновано зважувати за балансовою вартістю активів, що дозволить: 1) коректно врахувати частку ринкової вартості учасника ринку, що припадає на одиницю балансової вартості його активів; 2) коректно врахувати частку присутності інтеграційного утворення на конкретному сегменті інвестиційного ринку.

$$EV^* = \frac{MV^{ik}}{AVA^{ik}} - \sum_{j=1}^n \frac{AVA_j}{AVA^{ik}} \cdot \frac{MV_j^{mm}}{AVA_j^{mm}}, \quad (7)$$

де  $MV^{ik}$  – ринкова вартість інвестиційного об'єднання;  $AVA^{ik}$  – балансова вартість всіх активів інтеграційного об'єднання;  $n$  – кількість сегментів інвестиційного ринку, в яких здійснює свою діяльність інтеграційне об'єднання;  $AVA_j$  – балансова вартість активів інвестиційних посередників – членів інтеграційного утворення, що працюють в  $j$ -му сегменті інвестиційного ринку;  $AVA_j^{mm}$  – середнє або медіанне значення показника балансової вартості активів для групи інвестиційних посередників, сфокусованих в сегменті  $j$  інвестиційного ринку;  $MV_j^{mm}$  – середнє або медіанне значення ринкової вартості для групи інвестиційних посередників, сфокусованих в сегменті  $j$  інвестиційного ринку.

При позитивному значенні цього показника рішення про збільшення рівня диверсифікованості об'єднання слід визнати доцільним. Розроблений автором підхід формує методичне підґрунтя для подальших досліджень в напрямку оптимізації структури інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку.

## ВИСНОВКИ

У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладної задачі, що виявляється в обґрунтуванні ефективності, розвитку науково-методичних засад вибору організаційних форм та розвитку інституційного забезпечення участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку.

За результатами дисертаційного дослідження зроблено наступні висновки:

1. В економічній літературі відсутнє усталене розуміння сутності інвестиційного ринку, товару на ньому, функціонального навантаження, просторових меж в структурі фінансового ринку. В авторському визначенні інвестиційного ринку акцент зроблено на його функціях у фінансовій системі щодо виконання обмінно-перерозподільного навантаження, встановлення справедливої вартості інвестиційних ресурсів як товару на ринку, забезпечення відповідності між попитом на них та їх пропозицією, строковості їх вкладень.

2. На основі аналізу статистичних даних щодо джерел інвестиційного забезпечення відтворювальних процесів в економіці України, індикаторів розвитку вітчизняного фондового ринку, динаміки зміни доходів на душу населення, структури корпоративної власності тощо, автором зроблено висновок, що інвестиційний ринок України розвивається за банкоцентричною моделлю. Це дозволяє стверджувати, що саме банкам має належати ініціатива у формуванні консолідованих інтеграційних об'єднань інвестиційних посередників.

3. В Україні сьогодні співпраця банків та інших посередників пояснюється лише потребами розрахунково-касового обслуговування, дистриб'юторської співпраці, оптимізації поточної діяльності, комплексного обслуговування клієнтів, розширення спектра послуг, формування інтегрованого продукту, виходу на різні сегменти фінансового ринку тощо. Додатковими перевагами для інвестиційних посередників від участі в інтегрованих структурах є можливість згладжування протиріч у характері інвестування та споживання на коротко- та довгостроковому часовому горизонті, делегування функцій моніторингу, забезпечення ліквідності, подолання асиметрії інформації про інвестиційні можливості тощо.

4. Питання визначення організаційних форм спільного інвестування банків та небанківських інвестиційних посередників все ще залишається дискусійним, оскільки поширені форми утворення консолідованих структур не завжди відповідають вимогам ефективного інвестування. Найбільш перспективною формою такого співробітництва є створення інвестиційних консорціумів як спеціалізованих та інтегрованих професійних посередницьких утворень, що функціонують на засадах структурно-функціональної, технологічної, інформаційної та регулятивної конвергенції, з метою консолідації довго- та середньострокових інвестиційних ресурсів, їх координації у просторі та у часі, врівноваження за рівнем ризику та розміщення їх на інвестиційному ринку.

5. Розвиток інвестиційних консорціумів вимагає впровадження спеціального підходу до функціонального та інституційного регулювання та нагляду за їх діяльністю, виходячи з чого автором сформовано перелік директивних та ін-



дикативних економічних інструментів консолідованого нагляду за ними з боку регуляторів фінансового ринку України.

6. Інтеграційне об'єднання є більш ефективним позичальником, ніж сукупність окремих посередників на інвестиційному ринку за умови асиметрії інформації. Втрата доходів посередників внаслідок існування асиметрії інформації буде мінімальною за умови, коли вони будуть виконувати не просто функцію поєднання продавців та покупців, але й самі фінансуватимуть пропоновані ними об'єкти інвестування, причому у чітко визначеній автором пропорції.

7. Інтеграційне об'єднання є значно більш ефективною структурою не тільки для залучення, а й для розміщення інвестиційних ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі інвестиційні посередники, з урахуванням необхідності контролю за об'єктами інвестування. Функції моніторингу доцільно передавати банку лише за умови, що сумарні загальні витрати контролю кожного учасника консолідованої структури та витрати передачі повноважень контролю банку повинні бути меншими, ніж витрати моніторингу об'єктів інвестування кожним інвестиційним посередником окремо.

8. Інвестиційні посередники нададуть перевагу вступу до інтеграційного об'єднання в контексті оптимізації витрат на отримання достовірної інформації, її оцінку та інформування ринку стосовно якості інвестиційних інструментів та надійності позичальників лише при наявності заснованої на компенсаційному механізмі системи внутрішнього взаємного моніторингу за діяльністю посередників в межах консорціуму, що дозволить уникнути фрірайдерства, зменшити ризик недобросовісної поведінки та збільшити достовірність інформації.

9. Рішення про включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку слід приймати на основі модифікованого показника надмірної вартості, який дозволяє визначити зміни в оцінці вартості бізнесу інвестиційних посередників, зваженій за балансовою вартістю їх активів.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ

### *Монографії*

1. Сисоєва Л. Ю. Специфіка функціонування інвестиційного ринку міста / Л. Ю. Сисоєва // Інвестиційне забезпечення соціально-економічного розвитку міста [Текст] : монографія : у 2 т. – Том 2. Інструменти інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку міста / [за заг. ред. д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук Т. А. Васильєвої]. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – С. 174–180. – 0,32 друк. арк.

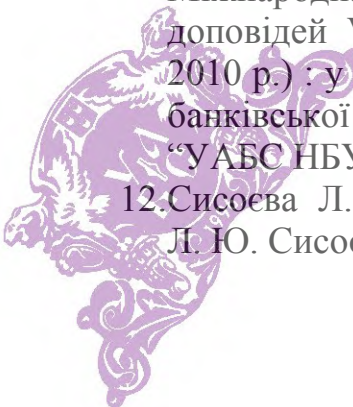
### *Публікації у наукових фахових виданнях*

2. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія лізингових компаній з банківськими установами щодо інвестиційного забезпечення відтворення економіки / Л. Ю. Сисоєва // Формування ринкових відносин в Україні : збірник наукових праць. – 2010. – № 4 (107). – С. 96–100. – 0,50 друк. арк.

3. Сисоєва Л. Ю. Напрямки інтеграції банків і страхових компаній на інвестиційному ринку України / Л. Ю. Сисоєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Випуск 28. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – С. 117–124. – 0,36 друк. арк.
4. Сисоєва Л. Ю. Механізми державного регулювання інвестиційного ринку України / Л. Ю. Сисоєва // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 2. – Т. 2 (149). – С. 151–154. – 0,30 друк. арк.
5. Сисоєва Л. Ю. Інвестиційні групи як сучасний тип інтеграційних об’єднань на інвестиційному ринку України // Науковий вісник Полтавського університету споживчої кооперації України. – (Серія «Економічні науки»). – 2010. – № 4(43), частина I. – С. 190–194. – 0,36 друк. арк.
6. Сисоєва Л. Ю. Теоретичні засади дослідження інвестиційного ринку / Л. Ю. Сисоєва // Економічний простір : збірник наукових праць. – № 28/1. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2009. – С. 18–24. – 0,43 друк. арк.
7. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія банків з недержавними пенсійними фондами / Л. Ю. Сисоєва // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Випуск 244 : В 5 т. – Т. III. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2008. – С. 769–773. – 0,31 друк. арк.
8. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія банків та інститутів спільного інвестування в Україні: проблеми та перспективи / Л. Ю. Сисоєва // Механізм регулювання економіки. – 2008. – № 3. – Т. 2 – С. 267–271. – 0,40 друк. арк.

#### *Публікації в інших виданнях*

9. Сисоєва Л. Ю. Державне регулювання діяльності фінансових конгломератів // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України [Текст] : збірник тез доповідей XIII Всеукраїнської науково-практичної конференції (28–29 жовтня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Т. 1. – С. 104–105. – 0,09 друк. арк.
10. Сисоєва Л. Ю. Теоретичні основи функціонування фінансово-промислових груп / Сисоєва Л. Ю., Васильєва Т. А. // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції студентів та молодих вчених «Проблеми розвитку соціально-економічних систем в контексті глобалізаційних викликів» (22–25 вересня 2010 р.) – Том 1. – Хмельницький : ХНУ, 2010. – С. 110–113. – 0,42 друк. арк. *Особистий внесок: аналіз науково-методичних підходів до визначення сутності ФПГ (0,21 друк. арк.).*
11. Сисоєва Л. Ю. Регулятивні механізми інвестиційного ринку / Л. Ю. Сисоєва // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика [Текст] : збірник тез доповідей V Міжнародної науково-практичної конференції (27–28 травня 2010 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Т. 2. – С. 160–161. – 0,07 друк. арк.
12. Сисоєва Л. Ю. Роль та місце банків в промислово-фінансових групах / Л. Ю. Сисоєва // Матеріали за 5-а Міжнародна научна практична конфе-



- ренция «Найновите научни постижения – 2009» (17–25 март, 2009). Том 1. Икономики. София. “Бял ГРАД-БГ” ООД. – С. 5–7. – 0,08 друк. арк.
13. Сисоєва Л. Ю. Сутність та особливості формування інтегрованих фінансових посередників / Л. Ю. Сисоєва // Стратегія економічного розвитку країн в умовах глобалізації : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф. молодих учених та студентів, 26–27 листоп. 2009 р. : В 4 т. – Т. 2. – Дніпропетровськ : Біла К.О., 2009. – С. 105–106. – 0,09 друк. арк.
14. Сисоєва Л. Ю. Роль та місце лізингового посередництва на інвестиційному ринку України / Л. Ю. Сисоєва // Матеріали за 5-а Міжнародна научна практична конференція «Динамиката на съвременната наука – 2009» (17–25 юли 2009). Том 1. Икономики. София. "Бял ГРАД-БГ" ООД. – С. 72–74. – 0,08 друк. арк.
15. Сисоєва Л. Ю. Дослідження моделі функціонування інвестиційного ринку України / Л. Ю. Сисоєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України [Текст] : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12–13 листопада 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – Т. 2. – С. 110–112. – 0,08 друк. арк.
16. Сисоєва Л. Ю. Напрямки активізації банківського інвестування / Л. Ю. Сисоєва // Розвиток банківської системи України як основа реалізації стратегії економічного зростання : Матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених (Тернопіль, 31 жовтня 2008 р.). – Тернопіль, 2008. – С. 168–169. – 0,06 друк. арк.
17. Сисоєва Л. Ю. Напрямки взаємодії банків та інститутів спільного інвестування / Л. Ю. Сисоєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України [Текст] : збірник тез доповідей XI Всеукраїнської науково-практичної конференції (30–31 жовтня 2008 р.) : у 2-х т. / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – Т. 1. – С. 61–62. – 0,085 друк. арк.
18. Сисоєва Л. Ю. Напрямки взаємодії страхових компаній з банківськими установами на інноваційному ринку / Л. Ю. Сисоєва // Конкуренентоспроможність та інновації: проблеми науки та практики : тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції 27–28 листопада 2008 р. – Х. : ФОП Александрова К. М.; ВД «ІНЖЕК», 2008. – С. 78–80. – 0,08 друк. арк.

## АНОТАЦІЯ

Сисоєва Л.Ю. Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит. – Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”, Суми, 2011.

Дисертаційне дослідження присвячене розвитку науково-методичних засад обґрунтування ефективності, вибору організаційних форм та інституційних умов участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку. В роботі досліджено роль та місце інвестиційного ринку в системі економічних відносин, обґрунтовано його розвиток в Україні за банкоцентричною моделлю; визначено загальні тенденції, проблеми та перспективи діяльності посередників на інвестиційному ринку України; обґрунтовано організаційні форми створення інтеграційних об'єднань за участю банків; розроблено концептуальні основи формування та функціонування інвестиційних консорціумів; визначено напрямки реформування механізму державного регулювання інституційних умов на інвестиційному ринку України; розвинуто методичний інструментарій врахування асиметрії інформації на інвестиційному ринку при оцінці доцільності участі банків в інтеграційних об'єднаннях; обґрунтовано доцільність та умови передачі банку функцій моніторингу за об'єктами інвестування в межах інтеграційних структур; визначено необхідні та достатні умови зниження інвестиційними посередниками витрат на інформування ринку стосовно якості інвестиційних інструментів; удосконалено критерії прийняття рішення про включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення.

Ключові слова: банки, інвестиційні посередники, інвестиційний ринок, інтеграція, інвестиційні консорціуми, банкоцентрична модель.

## АННОТАЦИЯ

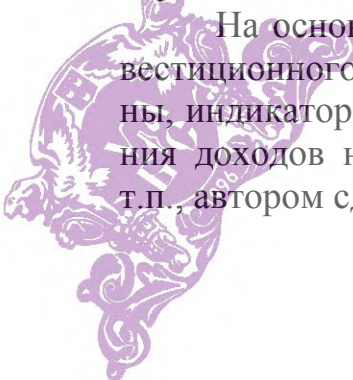
Сысоева Л.Ю. Банки Украины в интеграционных процессах на инвестиционном рынке. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – Деньги, финансы и кредит. – Государственное высшее учебное заведение “Украинская академия банковского дела Национального банка Украины”, Сумы, 2011.

Диссертационное исследование посвящено развитию научно-методических подходов к обоснованию эффективности, выбора организационных форм и институциональных условий участия банков в интеграционных процессах на инвестиционном рынке.

В авторском определении инвестиционного рынка акцент сделан на его функциях в финансовой системе относительно выполнения обменно-перераспределительной нагрузки, формирования справедливой стоимости инвестиционных ресурсов как товара на рынке, обеспечения соответствия между спросом на них и их предложением, срочности вложений.

На основе анализа статистических данных относительно источников инвестиционного обеспечения воспроизведенных процессов в экономике Украины, индикаторов развития отечественного фондового рынка, динамики изменения доходов на душу населения, структуры корпоративной собственности и т.п., автором сделан вывод, что инвестиционный рынок Украины развивается за



банкоцентричной моделью. Поэтому именно банкам должна принадлежать инициатива в формировании объединений инвестиционных посредников.

Дополнительными преимуществами для инвестиционных посредников от участия в консолидированных структурах автор считает: возможность сглаживания противоречий в характере инвестирования и потребления на кратко- и долгосрочном временном горизонте, делегирование функций мониторинга, обеспечение ликвидности, преодоление асимметрии рыночной информации и т.п.

Вопрос определения организационных форм совместного инвестирования банков и небанковских инвестиционных посредников все еще остается дискуссионным, поскольку большинство из них не соответствует требованиям эффективного инвестирования. Наиболее перспективной формой такого сотрудничества автор считает создание инвестиционных консорциумов как специализированных и интегрированных профессиональных посреднических структур, которые функционируют на принципах структурно-функциональной, технологической, информационной и регулятивной конвергенции, с целью консолидации долго- и среднесрочных инвестиционных ресурсов, их координации в пространстве и во времени, согласования по уровню риска и размещения на инвестиционном рынке.

С целью формирования методических основ эффективного надзора за деятельностью интегрированных инвестиционных посредников автором обоснованы директивные и индикативные экономические инструменты консолидированного надзора со стороны регуляторов.

Интеграционное объединение является более эффективным заемщиком, чем совокупность отдельных посредников на инвестиционном рынке в условиях асимметрии информации. Потеря доходов инвестиционных посредников в таких условиях будет минимальной при условии, когда они будут выполнять на инвестиционном рынке не просто функцию поиска продавцов и покупателей, но и сами будут финансировать предлагаемые ими объекты инвестирования, причем в четко определенной автором пропорции.

Функции мониторинга с точки зрения интересов интеграционного объединения целесообразно передавать банку лишь при условии, что суммарные общие затраты контроля каждого участника консорциума и затраты передачи полномочий контроля банка должны быть меньшими, чем затраты на мониторинг объектов инвестирования каждым инвестиционным посредником отдельно.

Инвестиционные посредники предпочтут вступление в интеграционное объединение в контексте оптимизации затрат на получение достоверной информации, ее оценку и информирование рынка относительно качества инвестиционных инструментов и надежности заемщиков лишь при наличии основанной на компенсационном механизме системы внутреннего взаимного мониторинга за деятельностью посредников в пределах консорциума. Это позволит избежать фрирайдерства, уменьшить риск недобросовестного поведения и увеличить достоверность информации.

Решение о включении нового инвестиционного посредника в состав интеграционного объединения на инвестиционном рынке нужно принимать на основе модифицированного показателя избыточной стоимости, который позволяет определить изменения в стоимостной оценке бизнеса инвестиционных посредников, взвешенной по балансовой стоимости их активов.

Ключевые слова: банки, инвестиционные посредники, инвестиционный рынок, интеграция, инвестиционные консорциумы, банкцентричная модель.

## SUMMARY

Susoyeva L.U. Banks of Ukraine in the integration processes and investment market. – Manuscript.

Thesis for a Candidate Degree in Economics by specialty 08.00.08. – Money, Finance, Credit. – The Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine, Sumy, 2011.

The dissertation research is devoted to the development of scientific and methodological foundation of study of efficiency, choice of organizational forms and institutional conditions of the banks' participation in the integration processes in the investment market. The role and place of the investment market in the system of economic relations has been investigated; its development in Ukraine by bank-centric model and organizational forms of the foundation of integration associations with banks have been proved; general trends, problems and prospects of mediators in the investment market of Ukraine have been defined; conceptual basis of formation and functioning of investment consortiums have been developed; directions of the reform of the state regulation of institutional conditions in the investment market of Ukraine have been determined; practical tool of calculation of information asymmetry in the investment market in assessing the feasibility of banks' participation in integration associations has been developed; expediency and submission of bank monitoring functions of the investment objects within the integration structures has been proved; necessary and sufficient conditions for reducing investment costs by intermediaries to inform the market about the quality investment instruments have been defined; decision criterion for the inclusion of the new investment intermediary to the formation of the integration has been improved.

Key words: banks, investment, mediators, investment market, integration, investment consortiums, bank-centric model.



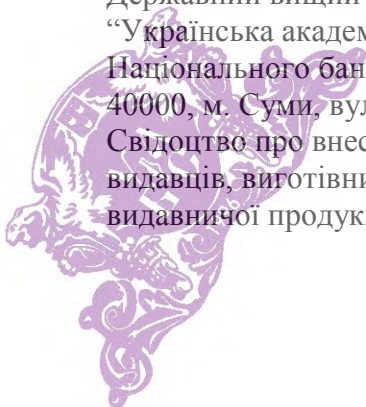


State Higher Educational Institution  
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

Відповідальний за випуск  
доктор економічних наук, професор  
*С.М. Козьменко*

Підписано до друку 23.02.2011.  
Формат 60x90/16. Обл.-вид. арк. 0,9.  
Гарнітура Times. Тираж 100 пр.

Державний вищий навчальний заклад  
"Українська академія банківської справи  
Національного банку України"  
40000, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57.  
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
видавців, виготівників і розповсюджувачів  
видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008





**Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"**

**State Higher Educational Institution  
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"**



**Державний вищий навчальний заклад  
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"**

**State Higher Educational Institution  
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"**



**Державний вищий навчальний заклад  
“УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ  
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”**

**State Higher Educational Institution  
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING  
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”**