

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

СИСОЄВА ЛАРИСА ЮРІЇВНА

На правах рукопису

УДК 336.71(477):339.732](043.5)

БАНКИ УКРАЇНИ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник

Єпіфанов Анатолій Олександрович

доктор економічних наук, професор,

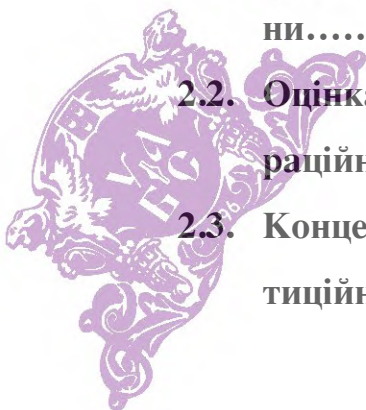
заслужений економіст України

Суми – 2011

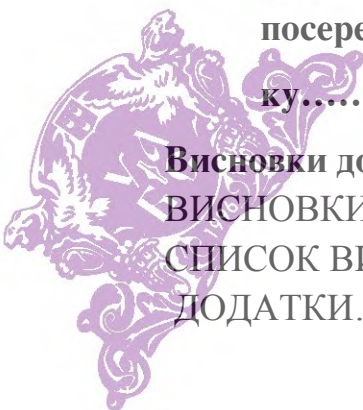
ЗМІСТ



ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА СУЧАСНИЙ СТАН РОЗВИТКУ ПОСЕРЕДНИЦТВА НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	
1.1. Обґрунтування ролі та місця інвестиційного ринку в системі економічних відносин.....	13
1.2. Теоретичні засади розвитку інвестиційного посередництва.....	31
1.3. Загальні тенденції, проблеми та перспективи діяльності посередників на інвестиційному ринку України.....	51
1.4. Обґрунтування банкоцентричної моделі інвестиційного ринку України.....	69
Висновки до першого розділу.....	85
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК НАПРЯМКІВ, ОРГАНІЗАЦІЙНИХ ФОРМ ТА ІНСТИТУЦІЙНИХ УМОВ УЧАСТІ БАНКІВ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	
2.1. Обґрунтування переваг та формалізація напрямків створення інтеграційних об'єднань за участю банків на інвестиційному ринку України.....	88
2.2. Оцінка відповідності традиційних організаційних форм інтеграційних об'єднань вимогам ефективного інвестування.....	107
2.3. Концептуальні основи формування та функціонування інвестиційних консорціумів як сучасного типу інтеграційних	



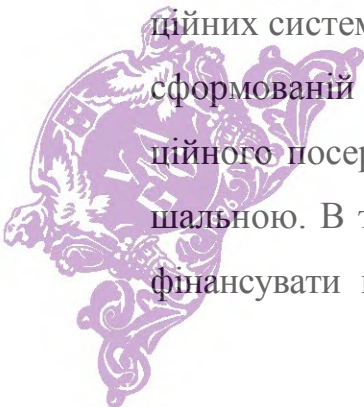
об'єднань на інвестиційному ринку	124
2.4. Напрямки вдосконалення державного регулювання інтеграційних процесів на інвестиційному ринку України	137
Висновки до другого розділу.....	156
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ОБГРУНТУВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ УЧАСТІ БАНКІВ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ	
.....	
3.1. Розвиток методичного інструментарію обґрунтування ефективності функціонування інтеграційних об'єднань як позичальників на інвестиційному ринку з асиметрією інформації.....	159
3.2. Формалізація умов ефективності делегування банку як учаснику інтеграційного об'єднання функції моніторингу за об'єктами інвестування при розміщенні ресурсів на інвестиційному ринку.....	172
3.3. Методичні засади оцінки доцільності участі банків в інтеграційних об'єднаннях на інвестиційному ринку в контексті зменшення витрат на отримання достовірної інформації.....	180
3.4. Розвиток методичних підходів до оцінки оптимальної структури та рівня диверсифікованості інтеграційного об'єднання посередників на інвестиційному ринку.....	194
Висновки до третього розділу.....	214
ВИСНОВКИ.....	219
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	222
ДОДАТКИ.....	249



Додаток А – Окремі характеристики діяльності банків України на інвестиційному ринку	249
Додаток Б – Окремі характеристики діяльності страхових компаній на інвестиційному ринку України	259
Додаток В – Окремі характеристики діяльності НПФ на інвестиційному ринку України	262
Додаток Д – Окремі характеристики діяльності лізингових компаній на інвестиційному ринку України	264
Додаток Ж – Окремі характеристики діяльності кредитних спілок на інвестиційному ринку України	266
Додаток З – Окремі характеристики діяльності інститутів спільного інвестування на інвестиційному ринку України	268
Додаток К – Систематизація науково-методичних підходів до розуміння сутності інтеграційних об'єднань	271
Додаток Л – Індикатори розвитку вітчизняних та міжнародних фінансових конгломератів	275
Додаток М – Довідки про впровадження результатів дисертаційного дослідження	278

ВСТУП

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 поодиноці 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. Верверіром, Р. Воутилайненом, Е. Деміргук-Кунтом, М. Квінтином, Е. Кістом, Р. Левіним, Л. Лейвенном, А. Мадалоні, 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. Унинець-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



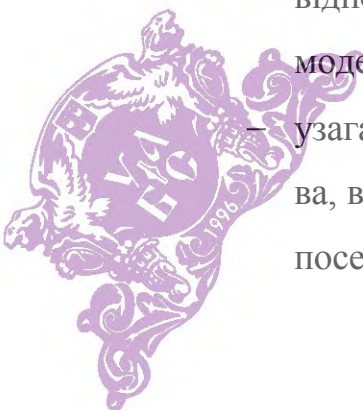
практична значимість зумовили вибір теми, мети та завдань дисертаційного дослідження.

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 академія 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;

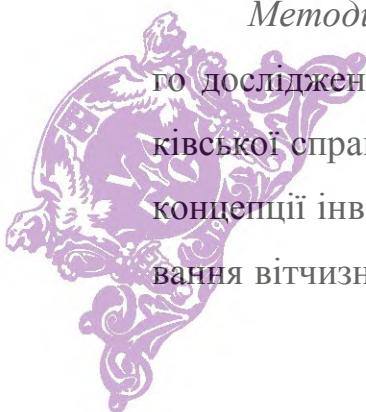


- обґрунтувати переваги, напрямки та організаційні форми створення інтеграційних об'єднань за участю банків на інвестиційному ринку України;
- розробити концептуальні основи формування та функціонування інвестиційних консорціумів;
- визначити напрямки реформування механізму державного регулювання інституційних 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 посере-



дників, 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;

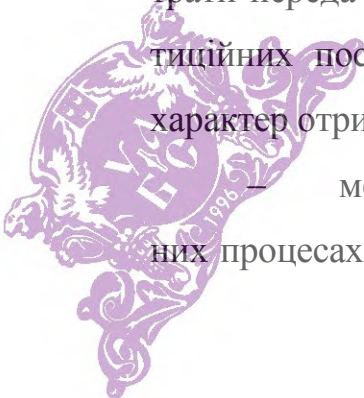
удосконалено:

– 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 розрізаних 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 справедливую 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 консолідованих інтеграційних об'єднань за ініціативою банків на інвестиційному ринку;



– напрямки визначення відповідності окремих організаційних форм інтеграційних об'єднань (ФПГ, 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»

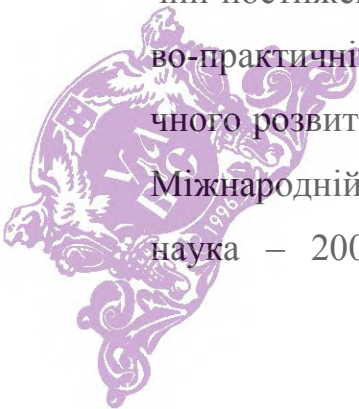


використовуються пропозиції дисертанта щодо делегування банківським установам функції контролю за інвестиціями страхової компанії (довідка від 20.09.2010 № 45); в діяльності компанії з управління активами «АОЛА» – пропозиції щодо врахування асиметрії інформації при здійсненні операцій інвестиційного 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 «Економіка грошей 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 наукові 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.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ТА СУЧАСНИЙ СТАН РОЗВИТКУ ПОСЕРЕДНИЦТВА НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

1.1. Обґрунтування ролі та місця інвестиційного ринку в системі економічних відносин

Роль інвестиційного ринку в економічному розвитку країни є надзвичайно важливою, адже саме за допомогою інвестиційного ринку можливе вирішення ряду складних і важливих економічних проблем щодо залучення та раціонального розміщення інвестицій. Як і будь-який інший ринок, інвестиційний ринок створює певні умови для найбільш раціонального забезпечення суспільних потреб обмеженими економічними ресурсами.

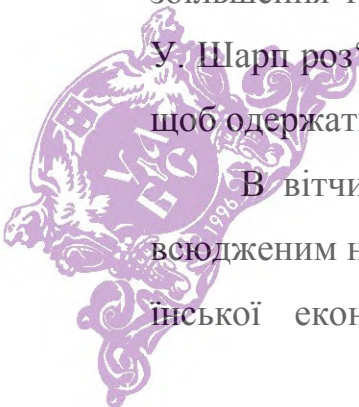
В загальному розумінні **ринок** – досить широке наукове поняття, що потребує всебічної характеристики. Французький економіст А.Курно [105] стверджував, що ринок – це район, на якому взаємини покупців і продавців

вільні, тому ціни на ті самі товари мають тенденцію легко й швидко вирівнюватися. На думку англійського економіста А.Маршала [117], від досконалості розвитку ринку залежить, щоб у всіх його пунктах в один й той же час платили за одну й ту ж річ однакову ціну. Загальне визначення ринку дає П. Самуельсон [158], який визначає його як упорядковану структуру, де взаємодіють продавці та покупці товару для визначення його ціни та кількості. Саме ринок сприяє грошообігу, підтримує національну валюту, стимулює сферу бізнес-інтересів, допомагає функціонуванню сфери споживання. Функціонування ринкової економіки в вигляді єдиної системи, яка складається з багатьох структур, а саме: виробничої, фінансової, інституціональної, інформаційної, що взаємодіють на економічній площині та на правових засадах, можна об'єднати в поняття ринку. Ринок трактують як місце, де продаються і купуються товари чи обмінюються послугами. У більш широкому розумінні ринком слід вважати сукупність процесів торгівлі, актів купівлі-продажу, обміну товарами чи послугами незалежно від того, де вони відбуваються, який обсяг продажу і закупівель має, який рівень ціни тощо.

З погляду на те, що термін „інвестиції” є ключовою економічною категорією, що визначає закономірності функціонування інвестиційного ринку, розглянемо основні визначення інвестицій.

Термін “інвестиції” ототожнюється з латинським словом *investire*”, що означає „вкладати” [131]. Згідно з німецьким перекладом термін „investitionen” [128] трактується як „розміщення капіталу”. Українською мовою слово *investire*” перекладається як вкладення в капітал з метою його збільшення та отримання прибутків [127]. Нобелівський лауреат з економіки У. Шарп роз’яснює слово „інвестувати” як „розлучатися з грошима сьогодні, щоб одержати більшу їх суму в майбутньому” [196].

В вітчизняній економічній літературі термін „інвестиції” став розповсюдженим на початку 1990-х років, коли склалися умови для переходу української економіки від адміністративно-командної моделі до ринково-



State Higher Educational Institution
UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
"НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ"

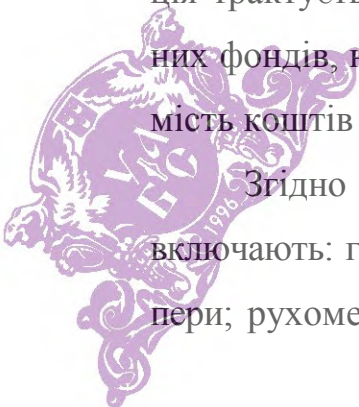
орієнтованої. В радянській економічній літературі було розповсюджене поняття „капітальні вкладення”, під якими розумілися витрати на технічне переоснащення та вдосконалення основних фондів або на придбання нових виробничих потужностей [142].

В загальному розумінні під інвестиціями розуміють економічні ресурси, що вкладаються з метою подальшого збільшення реального капіталу суспільства. Це, в першу чергу, пов'язано з розширенням та модернізацією виробництва. За ustalеним визначенням, інвестиції – свого роду видатки на створення, розширення, реконструкцію і технічне переоснащення основного капіталу, а також не пов'язані з цим зміни оборотного капіталу. В межах теорії фінансів інвестиції розуміються як всі види активів (коштів), що вкладаються у господарчу діяльність із метою отримання доходу. Згідно з цим підходом, інвестиції – це вартість, що приносить додаткову вартість та спосіб отримання доходу з певної суми інвестицій.

Зарубіжні вчені інтерпретують інвестиції як набір благ, цінностей, які вкладаються у підприємницьку діяльність з метою отримання доходу або соціального ефекту у майбутньому. Так, представник австрійської школи – „граничної корисності” П. Массе порівнює інвестиції з актом обміну задоволення сьогоднішньої потреби на очікуване задоволення їх у майбутньому за допомогою інвестиційних благ [120]. Дж. Кейнс розуміє під інвестиціями – „точний приріст цінності капітального майна в результаті виробничої діяльності даного періоду” [99].

У Законі України „Про оподаткування прибутку підприємств” інвестиція трактується як господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав і цінних паперів замість коштів або майна [75].

Згідно Закону України – „Про інвестиційну діяльність” [68], інвестиції включають: грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції, інші цінні папери; рухоме та нерухоме майно; інтелектуальні права, пов'язані з авторсь-



ким правом та досвідом; технічні, технологічні та інші знання («ноу-хау»); права користувачів природними ресурсами - землею, водою тощо.

Узагальнення вищенаведених визначень дозволяє зробити висновок, що інвестиції об'єднують інвестиційні ресурси як результат процесу нагромадження, вкладення або витрати (використання цих ресурсів) і отримання доходу (ефекту) від їх вкладення.

Рис. 1.1 демонструє основні етапи інвестиційної діяльності. Перший етап передбачає акумуляцію тимчасово вільних фінансових ресурсів для подальшого їх вкладення (витрати); другий етап пов'язаний з вкладеннями, тобто за своєю сутністю є витратним; третій етап охоплює процес трансформації інвестицій в інвестиційні об'єкти; четвертий характеризується появою нової вартості інвестиційного об'єкту; на останньому етапі реалізується мета інвестицій – отримання доходу від інвестиційного процесу.

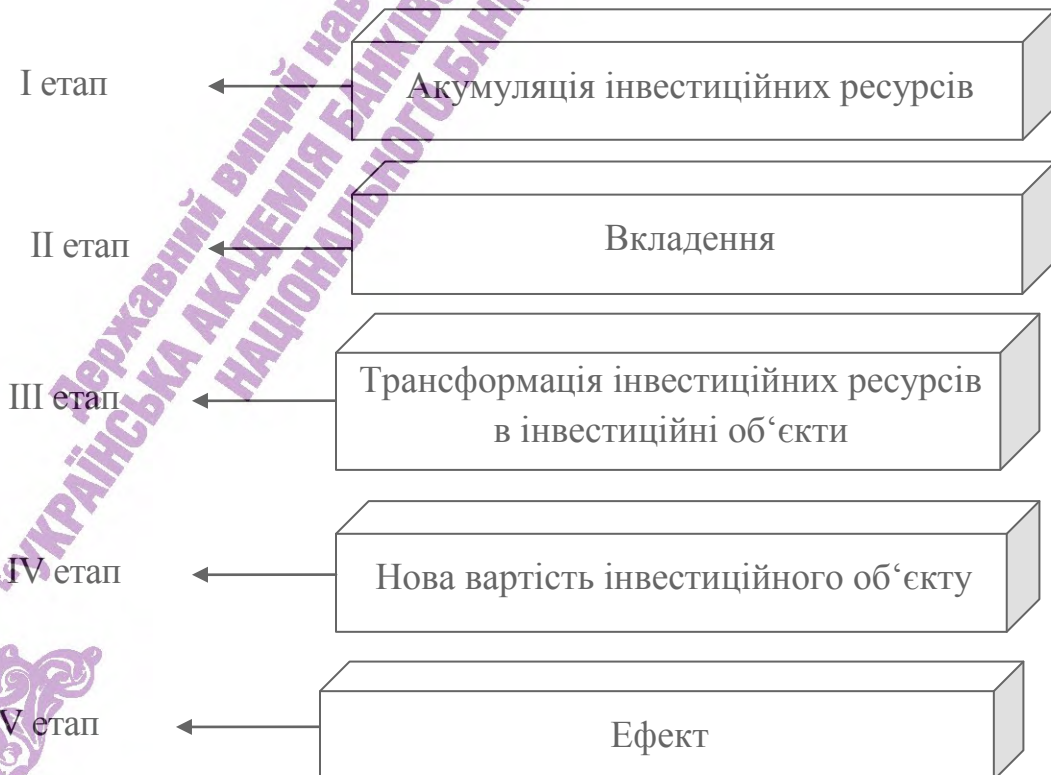


Рис. 1.1. Основні етапи інвестиційної діяльності



(складено автором на основі [114])

Залежно від типу активів розділяють капітальні та фінансові інвестиції. Під капітальними інвестиціями розуміють вкладання в матеріальні та нематеріальні активи. Згідно Закону України [75] фінансові інвестиції – це господарські операції, що передбачають придбання корпоративних прав, цінних паперів, деривативів та інших фінансових інструментів.

Переходячи від визначення економічного змісту категорії «інвестиції» безпосередньо до об'єкта здійснюваного дослідження – дефініції „**інвестиційний ринок**”, зауважимо, що і в попередньому випадку, наукова думка не є однозначною щодо його визначення.

В російській економічній літературі найбільш вдалими є визначення І. О. Бланка [10], який зауважує, що інвестиційний ринок являє собою ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу виступають різноманітні інвестиційні товари та послуги і інструменти, а також інвестиційні послуги, що забезпечують процес реального і фінансового інвестування.

Деякі автори [116] на підставі класичного визначення ринку Макконелла і Л. Брю вказують, що інвестиційний ринок – це система взаємовідносин між продавцями та споживачами інвестиційних товарів, послуг та об'єктів інвестування в різних формах.

Т. Н. Данилова [38] додає, що інвестиційний ринок – складна система економічних відносин купівлі-продажу інвестиційних ресурсів, в рамках якої формується попит та пропозиція, а також ціна на них.

Б. М. Щукін [203] пропонує визначати інвестиційний ринок як механізм узгодження інтересів учасників ринку щодо володіння об'єктами інвестування, місцем здійснення операцій їх купівлі та продажу.

А. А. Пересада [137] дає тлумачення інвестиційного ринку як такого, що формується суб'єктом господарювання, який має інвестиційні ресурси,



але в той же час у якого виникає попит на додаткові інвестиції та інвестиційні товари.

За визначенням Б. Л. Луціва [114], інвестиційний ринок – це специфічний сегмент ринкового середовища суспільства, на якому формується інвестиційна пропозиція та інвестиційний попит на об'єкти вкладень різних форм.

В роботі [187] інвестиційний ринок визначається як ринок, де капітал є основним вкладенням в виробництво та бізнес.

С. Москвін [124,125] робить визначення інвестиційного ринку, як ринку економічних відносин між інвесторами та учасниками інвестиційної діяльності щодо інвестиційних активів.

На думку Т. А. Васильєвої [12], інвестиційний ринок – це сукупність економічних відносин між постачальниками вільних інвестиційних ресурсів, споживачами інвестицій, організаційними та інформаційними посередниками з приводу акумуляції розрізнених інвестиційних ресурсів та трансформації їх в продуктивний капітал на основі взаємодії попиту та пропозиції в межах інституційного й правового поля з метою подальшого використання його для виробництва інновації та еквівалентного обміну платоспроможного попиту покупця права володіння, користування і розпорядження нею на споживчу цінність, укладену в ній. Їх в продуктивний капітал на основі взаємодії попиту та пропозиції”.

На нашу думку, наведені вище визначення мають цілий ряд недоліків. *Тому в межах даного дисертаційного дослідження інвестиційний ринок буде розумітися 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 впоряд-*



кування їх кругообігу, консолідації їх в певних формах та трансформації в об'єкти середньо - чи довгострокового реального та фінансового інвестування, що дозволяє встановити справедливую вартість інвестиційних ресурсів та відповідність між попитом на них та їх пропозицією.

Наявність багатьох підходів до сегментації та класифікації інвестиційного ринку вимагає систематизації.

Як вже зазначалося вище, якщо під базовим поняттям «інвестиції» розуміти капітальне і фінансове інвестування, то інвестиційний ринок може розглядатися як сукупність економічних відносин щодо торгів як капітальними, так і фінансовими інвестиціями. Об'єктами торгів на інвестиційному ринку для капітальних інвестицій є основні фонди, товарно-матеріальні запаси та нематеріальні активи, для фінансових інвестицій – фінансові інструменти. Згідно Директиви Європейського Союзу, до фінансових інструментів відносяться: цінні папери (акції, облігації, та інші обігові цінні папери); інструменти грошового ринку (державні боргові зобов'язання, депозитні сертифікати, векселя, короткострокові приватні боргові зобов'язання); цінні папери інститутів спільного інвестування; похідні фінансові інструменти (опціони, ф'ючерси, свопи, форвардні та деривативні контракти).

З цих позицій за **об'єктами торгів** інвестиційний ринок можна класифікувати так, як це представлено на рис. 1.2.

Інвестиційний ринок



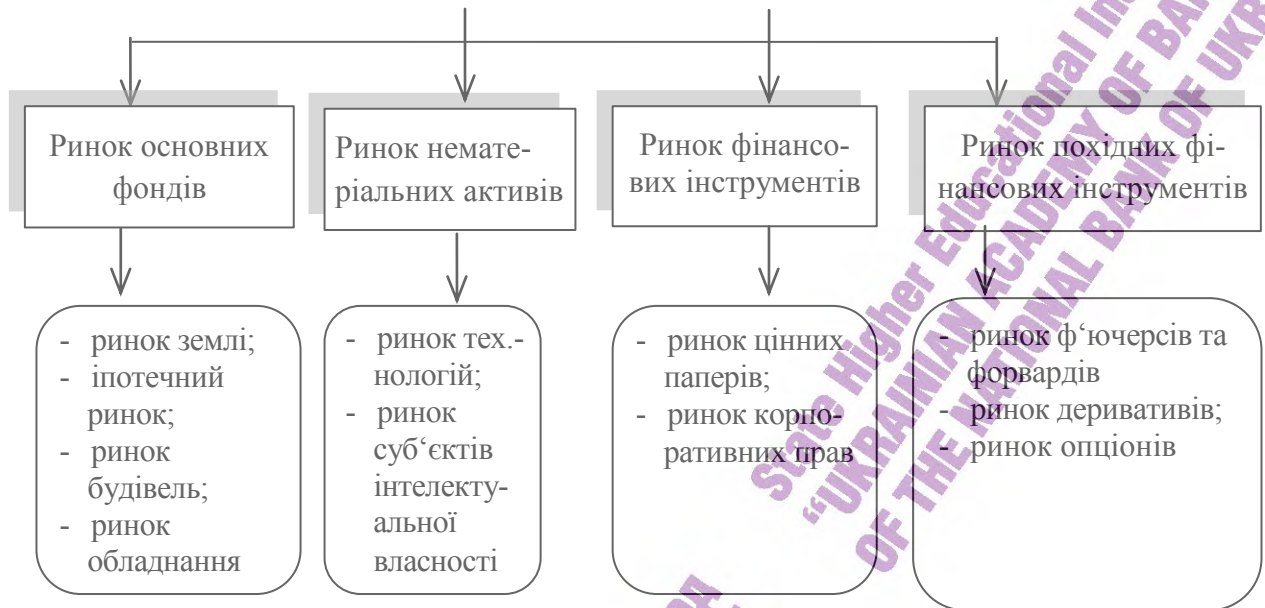


Рис. 1.2 . Класифікація інвестиційного ринку за об'єктами торгів
(складено автором на основі [124, 65])

За сферою функціонування інвестиційний ринок умовно можна поділити на національний та міжнародний. Міжнародний інвестиційний ринок можна визначити як сукупність економічних відносин, що виникають між продавцем інвестиційних ресурсів та покупцем, причому і продавець, і покупець є резидентами різних країн [22]. Національний інвестиційний ринок включає: 1) зовнішній, на якому резиденти пропонують різні фінансові інструменти як об'єкти інвестування для резидентів в межах однієї країни; 2) внутрішній – ринок фінансових інструментів, які перебувають в обігу в межах однієї країни; 3) місцевий або регіональний інвестиційний ринок, який охоплює інвестиційну діяльність суб'єктів господарювання та організацій певної території.

За умовами передачі інвестиційних ресурсів в межах інвестиційного ринку можна виділити: ринок позикового капіталу та ринок акціонерного капіталу. В першому випадку інвестиційні ресурси передаються на середньостроковий та довгостроковий термін за опосередкуванням кредитних

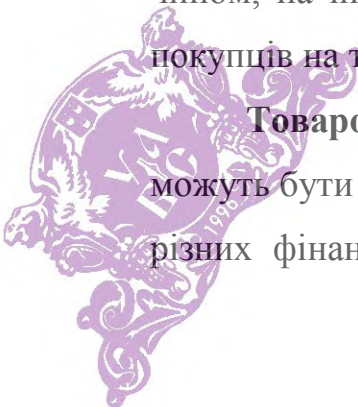
інструментів та боргових зобов'язань. В іншому випадку інвестор за допомогою фінансового інструменту купує цінні папери для одержання за ним доходу і водночас має право власності на активи підприємства.

За типом фінансових відносин з приводу обігу різних фінансових інструментів інвестиційний ринок можна сегментувати на:

- фондовий ринок, де відбувається залучення фінансових інвестицій в виробництво, обслуговування інвестиційних потреб реального сектору економіки. Інструментами на фондовому ринку виступають акції, опціони акцій, опціонні та ф'ючерсні контракти;
- кредитний ринок – сегмент ринку, що регулює відношення між позичальником та кредитором щодо руху коштів на умовах платності, поверненості, строковості та цільового використання. Важливими інструментами функціонування даного ринку є кредитний процент, позика, корпоративні довгострокові облігації та середньострокові векселя. Джерелом фінансування інвестицій є довгострокові кредити;
- валютний ринок – сфера економічних відносин, що регулює операції купівлі-продажу іноземної валюти і цінних паперів, а також операції по інвестуванню [38].

Розглянемо суб'єктів інвестиційного ринку. Суб'єктами інвестиційної діяльності є інвестори, які вкладають цінності і виступають як вкладники, які покупають інвестиції, а також інші учасники, що опосередковують інвестиційний процес [65]. Сторона інвестора формує пропозицію на інвестиційні ресурси, а сторона покупця – попит. Таким чином, на інвестиційному ринку формується пропозиція продавців і попит покупців на товар – інвестиційні ресурси.

Товаром на інвестиційному ринку є інвестиційні ресурси, які можуть бути в матеріальній формі і нематеріальній формах, а також в вигляді різних фінансових інструментів. Один потік – інвестиційні ресурси, яких



потребують покупці, інший – інвестиційні товари і інструменти, які є об'єктами вкладення для інвесторів.

Провести чітку межу між оборотом інвестицій і оборотом інвестиційних товарів неможливо, тому що за матеріально-речовинною формою інвестиційні ресурси та інвестиційні товари часто ототожнюються і є водночас різними елементами капітального майна, які є об'єктами здійснення операцій на інвестиційному ринку.

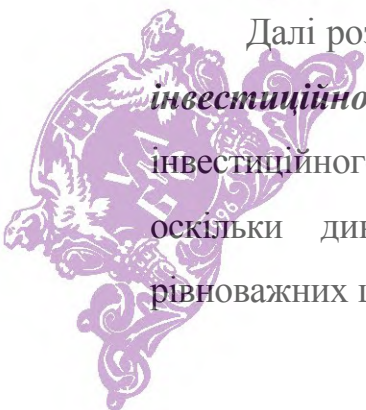
Підсумовуючи викладене вище, в табл. 1.1 відобразимо основні класифікаційні ознаки інвестиційного ринку.

Таблиця 1. 1

Структура інвестиційного ринку (складено автором на основі [124, 125, 38])

Критерій класифікації	Структура
1. Об'єкт інвестування	- ринок основних фондів; - ринок нематеріальних активів; - ринок фінансових інструментів; - ринок похідних фінансових інструментів
2. Місце знаходження	- національний: зовнішній; внутрішній; місцевий; - міжнародний
3. Джерела мобілізації ресурсів	- ринок власного капіталу; - ринок позичкового капіталу
4. Інструменти продажу інвестиційних ресурсів	- валютний ринок; - кредитний ринок; - фондовий ринок;
5. Суб'єкти інвестиційної діяльності	- ринок інвесторів; - ринок позичальників

Далі розглянемо проблему *співвідношення інвестиційного попиту та інвестиційної пропозиції на інвестиційному ринку*. Врівноваження інвестиційного попиту і пропозиції здійснюється через механізм ціноутворення, оскільки динамічне збалансування в економіці базується на системі рівноважних цін на товари і капітали. Згідно з трудовою теорією вартості по К.



Марксу, товар має споживчу вартість, вартість (цінність) та ціну [117]. Особливістю формування ціни на інвестиційні ресурси є те, що інвестор повинен не тільки вивчити ситуацію на інвестиційному ринку на даному етапі, а і спрогнозувати майбутні відхилення (інфляцію, неочікуваний ризик, зміну законодавства). Ціна, по якій будуть залучені інвестиційні ресурси, формується в умовах вільної конкуренції. Механізм встановлення ціни можна визначити як модель поведінки інвестора: з одного боку – інвестор, маючи достатній інвестиційний капітал, намагається отримати високий прибуток завдяки пошуку привабливих інвестиційних об'єктів, з іншого – висока вартість об'єкту вкладення дуже часто є сигналом його високої дохідності для потенційного інвестора. Коли ринок конкретного інвестиційного товару насичується інвестиційними ресурсами, привабливість даного інвестиційного товару знижується, а інвестор змушений шукати нові фінансові інструменти для максимізації свого прибутку.

Взагалі багато вчених в своїх роботах не відокремлюють інвестиційний ринок взагалі, а лише описують його як сегмент фінансового середовища, який в міру економічного розвитку та розширення матеріальної бази держави набуває нових рис. У зв'язку з вищевикладеним, доречним буде визначити місце інвестиційного ринку в системі економічних відносин, тобто в структурі існуючих ринків.

На нашу думку, можна виділити принаймні 7 підходів щодо визначення інвестиційного ринку як складового елемента або об'єднуючої системи інших ринків (табл. 1.2).

В межах **першого підходу** автори взагалі окремо не виділяють поняття інвестиційного ринку, ведучи мову про ринок капіталів. Так, зокрема, Світовий банк та Міжнародний валютний фонд розглядають ринок капіталів як одну із складових фінансового ринку (рис. 1.5).

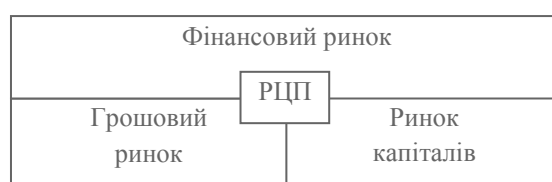


Рис. 1.5. Схема фінансового ринку за [123]

Таблиця 1.2

Підходи до визначення інвестиційного ринку як складового елементу або об'єднуючої системи інших ринків (складено автором)

Підходи	Автори	Сутність
I	В. В. Ковалев [93], Я. Міркін [123], зарубіжні вчені- економісти [46]	Оперують не поняттям „інвестиційний ринок”, а дефініцією «ринку капіталів», причому ринок капіталів розділяють на ринок позичкового капіталу і ринок власного капіталу
II	М. І. Книш, Б. А. Перекатов, Ю. П. Лютиков [93], І. О. Бланк [10]	Інвестиційний ринок розуміється як сукупність ринків об'єктів реального та фінансового інвестування або як сукупність ринків реальних активів та фінансових ресурсів
III	В. Г. Федоренко, А. Ф. Гойко [187]	Оперують поняття „фінансовий ринок інвестицій”
IV	Т. А. Васильєва[12], І. О. Школьник[201], А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфуліна, Т. Н. Данилова[38], І. В. Ворошилова [21]	Інвестиційний ринок досліджується як складовий сегмент фінансового ринку
V	В. Кучеренко [106]	Інвестиційний ринок трактується як сукупність довгострокового кредитного ринку, ринку цінних паперів та ринку капіталу
VI	Б. Рубцов [90]	Інвестиційний ринок розглядається як сегмент ринку цінних паперів
VII	Російська школа [2, 3]	Інвестиційний ринок – ринок банківських кредитів і цінних паперів

Ринок капіталів трактується як місце зустрічі підприємців та фірм, що позичають один у одного зайві кошти. Ринок цінних паперів визначається сегментом як грошового ринку, так і ринку капіталів, які також включають рух прямих банківських кредитів, перерозподіл грошових ресурсів через

страхову галузь, внутрішньофірмові кредити і т. д. Слід зазначити, що критерієм даної класифікації є часовий механізм: рух короткострокових грошових ресурсів (до одного року) здійснюється на грошовому ринку, а середньо - і довгострокових (понад один рік) – на ринку капіталів. На нашу думку, є неправомірним ототожнення інвестиційного ринку з ринком капіталу. Слід погодитися з Т. А. Васильєвою [12, 13], яка вважає, що інвестиційний ринок являє тільки собою базову підсистему ринку капіталу.

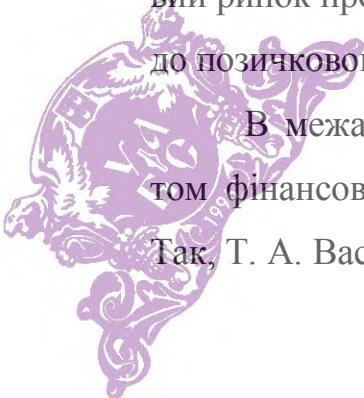
Наведемо класифікацію шведського економіста К. Еклундом [46], який поділяє ринок капіталів на ринок позичкового капіталу (кредитний ринок) і ринок власного капіталу (ринок акцій як часток участі у власності). Ринок позичкового капіталу автор, в свою чергу, поділяє на грошовий ринок (короткотермінові кошти) та ринок облігацій (довготермінові кошти).

В межах **другого підходу** в складі інвестиційного ринку виділяють декілька ринків, а саме: ринок прямих капіталовкладень, ринок нерухомості, ринок інших об'єктів реального інвестування, фондовий ринок, грошовий ринок. Так, зокрема, І. Бланк [10] досліджує інвестиційний ринок через об'єкти інвестування, розділяючи на:

- ринок реальних активів (іпотечний ринок, підрядний ринок, ринок інтелектуальних її цінностей);
- ринок фінансових ресурсів (ринок цінних паперів, ринок капіталів, кредитний ринок).

Представники **третього підходу** оперують не терміном «фінансовий ринок», а поняттям „фінансовий ринок інвестицій” в контексті того, що фінансовий ринок проходить декілька стадій еволюцій форм капіталу: від грошового – до позичкового, від позичкового – до фінансового.

В межах **четвертого підходу** інвестиційний ринок вважається сегментом фінансового ринку, причому акцент робиться на визначенні його меж. Так, Т. А. Васильєва [12], А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфуліна, Т. Н. Данилова [38]



в контексті досліджуваної проблеми акцентують увагу насамперед на фінансових активах (золото та дорогоцінні метали, національна валюта, іноземна валюта, кредити, цінні папери), тому фінансовий ринок розглядають як сукупність ринку дорогоцінних металів, ринку національних грошових коштів, валютного ринку та фондового, що продемонстровано на рис. 1.6.

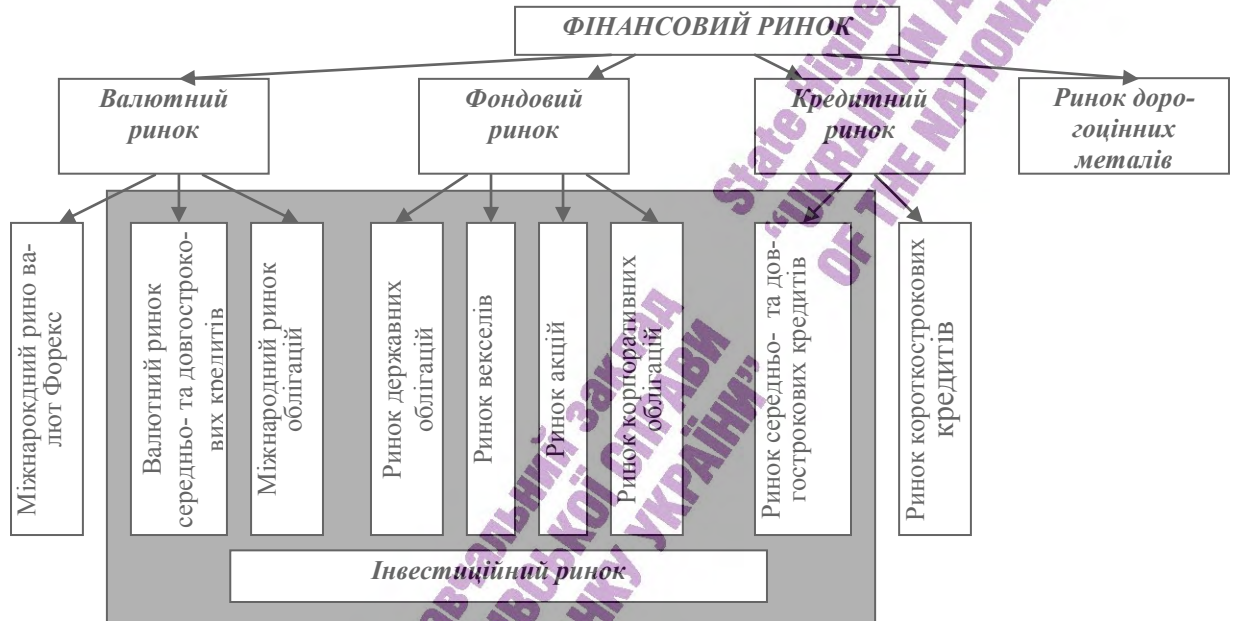


Рис. 1.6. Місце інвестиційного ринку в структурі фінансового ринку [12, 38]

На думку прихильників цього підходу, з великого кола структурних елементів фінансового ринку, до складу інвестиційного слід віднести наступні види ринків.

1. Валютний ринок (є постачальником середньострокових та довгострокових валютних ресурсів та валютних фінансових активів).
2. Фондовий ринок (акції, довгострокові корпоративні облігації, державні облігації, вексельні кредити).
3. Кредитний ринок (середньострокові та довгострокові кредити).
4. Ринок дорогоцінних металів.

В рамках п'ятого підходу основним критерієм структуризації ринків вважається часовий механізм реалізації майнових прав. Так, в роботі [106]

наводиться структура ринку інвестицій у межах ринків капіталів (фондовий ринок), ринку цінних паперів та довгострокового кредитного ринку (рис. 1.7).

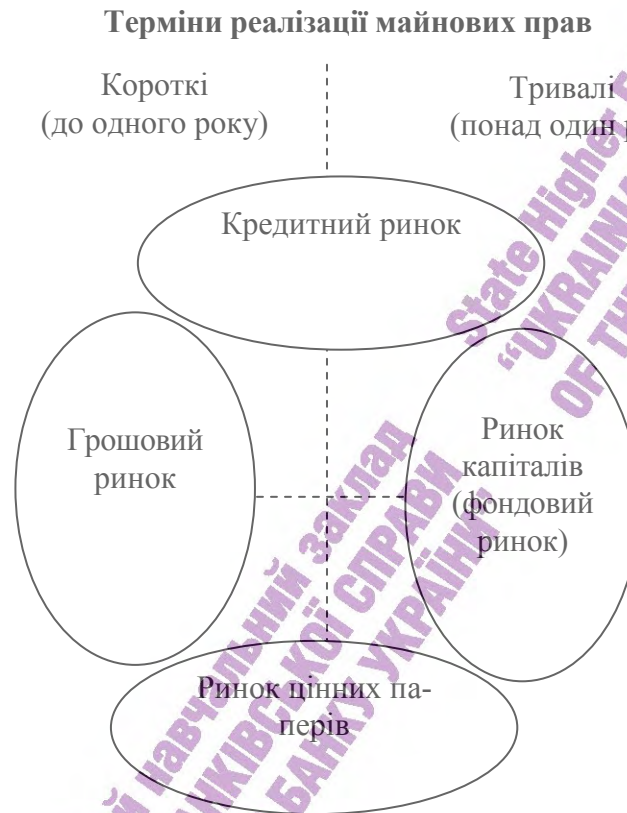


Рис. 1.7. Структура фінансового ринку [106]

В межах **шостого підходу** в складі ринку цінних паперів виділяється ринок довгострокового капіталу, що складається з ринку акцій та облігацій.

Представники **сьомого підходу** стверджують, що в залежності від того, в яких формах обертаються грошові ресурси, фінансовий ринок поділяють на ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів” [2, 3].

Щоб відокремити сфери впливу фінансового та інвестиційного ринку, звернемо увагу на визначення фінансового ринку у роботі Школьник І. О. [202] «фінансовий ринок – це сукупність економічних відносин з приводу перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів між населенням (домогосподарствами), суб’єктами господарювання та державою через систему фінансових інститутів на основі взаємодії попиту та пропозиції».

Спираючись на вищевикладене, можемо констатувати, що неможливо провести межу між двома ринками, але виділити розбіжності можливо, що продемонстровано в таблиці 1.3.

Таблиця 1.3

Порівняння фінансового та інвестиційного ринків
(складено автором на основі [10, 92, 197, 201, 202])

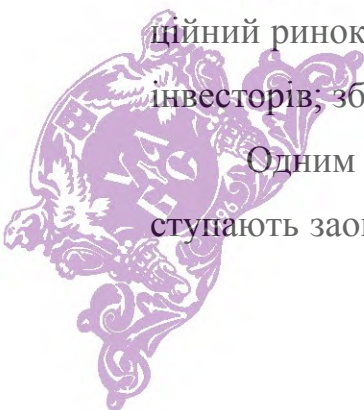
Критерій	Характеристика особливостей	
	Фінансовий ринок	Інвестиційний ринок
1. Об'єкт купівлі-продажу	Фінансові активи	інвестиційні товари; фінансові інструменти
2. Вартість об'єкту	Формується на основі взаємодії попиту та пропозиції	
3. Споживачі	Суб'єкти фінансової діяльності	Учасники інвестиційної діяльності
4. Постачальники	Домогосподарства, фінансові установи, суб'єкти господарювання, держава, іноземні корпорації	Власні кошти підприємств, державні кошти, іноземні інвестори, збереження населення
5. Строкові рамки	Необмежений	Середньо та довгостроковий характер

Об'єктом торгів на інвестиційному ринку є фінансові інструменти, що є сегментом фінансового ринку, що ще раз підтверджує, що інвестиційний ринок є частиною фінансового ринку.

Основна мета функціонування інвестиційного ринку – забезпечення саморегулювання процесу інвестування завдяки залученню та перерозподілу інвестиційних ресурсів.

Головними джерелами постачання інвестиційних ресурсів на інвестиційний ринок є: власні кошти підприємств; кошти держави; кошти іноземних інвесторів; збереження населення.

Одним із головних джерелом формування інвестиційних ресурсів виступають заощадження населення. На макроекономічному рівні величина за-



ощаджень визначається як різниця між отриманим у певному періоді чистим доходом і тією його сумою, що використана на поточне споживання.

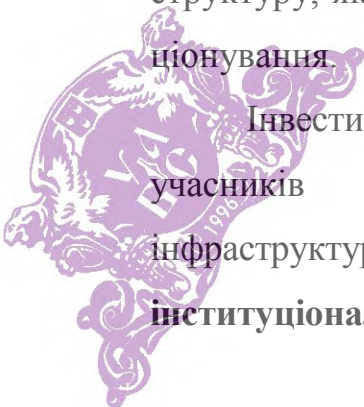
Взаємодія між заощадженнями та інвестиціями проявляється через «інвестиційний мультиплікатор» та «інвестиційний акселератор» [10].

Ефект мультиплікатора полягає в тому, що збільшення реальних інвестицій (внаслідок чого відбувається зростання рівня зайнятості, доходів, споживчого попиту та заощаджень) призводить до значно більшого зростання національного доходу. При цьому приріст частки заощаджень суттєво перевищує приріст частки поточного споживання.

Ефект акселератора, який є зворотнім до мультиплікатора, полягає в тому, що збільшення обсягу національного доходу сприяє зростанню обсягу реальних інвестицій. І.О.Бланк зазначає, що вони «характеризують вплив макроекономічних факторів росту національного доходу і заощаджень на інвестиційну активність підприємств. Якщо інвестиційний мультиплікатор пов'язує цю активність з формуванням майбутніх заощаджень (інвестиційних ресурсів) у залежності від обсягів інвестицій, що здійснюються в даний час, то інвестиційний акселератор характеризує ступінь можливої інвестиційної активності підприємств від приросту національного доходу» [10].

Для ефективного акумулювання тимчасово вільних грошових коштів, які мають величезне значення для відтворювальних процесів в економіці, в кожній країні створена мережа інститутів, що забезпечують акумулювання, ефективне розміщення інвестиційних ресурсів в економіці та отримання прибутку для інвесторів. Кожна країна має свою особливу національну інфраструктуру, яка характеризується певними особливостями побудови та функціонування.

Інвестиційний ринок обслуговується широкою мережею різних учасників та характеризується різноманітною інвестиційною інфраструктурою. Розглядаючи інвестиційний ринок з позиції інституціонального підходу, слід особливо підкреслити, що цілісність та



повнота функціонування інституційних інвесторів формує сприятливі умови для поліпшення інвестиційного клімату. З точки зору цього підходу, інвестиційний ринок є системою, що об'єднує інститути, організації та індивіди, між якими існують багатопланові взаємозв'язки (рис. 1.8). До інституціональної мережі інвестиційного ринку відносяться інститути, що формують взаємозв'язки між економічними агентами та встановлюють сукупності законів та нормативних документів, що регулюють ці зв'язки [38]. Інституційна структура складається з одного боку, з фінансових інституцій, куди відносяться страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, банки, фінансові компанії, інститути спільного інвестування та з іншого боку, з обслуговуючих організацій, а саме: брокерських фірм, бірж, дилерських контор, аудиторських та консалтингових фірм, системи міжбіржових і міжброкерських агенцій [115, 189].

Учасниками інвестиційного ринку є: держава, корпорації, населення, банківські установи та посередники небанківського типу.





Рис. 1.8. Структура інвестиційного ринку
(складено автором на основі [78,137])

Проведене дослідження економічної природи інвестиційного ринку дозволяє зробити наступні висновки:

- інвестиційний ринок є системою відносин між економічними суб'єктами на фінансовому ринку на основі принципів та норм з приводу акумулювання вільних грошових ресурсів, їх розміщення у формі фінансових та реальних інвестицій з метою досягнення економічного та соціального ефекту;
- інвестиційний ринок являє собою єдність фондового, кредитного та валютного ринків;



- об'єктом купівлі продажу на інвестиційному ринку є товари реального інвестування, фінансові інструменти, похідні фінансові інструменти та нематеріальні активи;
- інвестиційний ринок виключає спекулятивний та короткостроковий характер угоди;
- організаційна інфраструктура складається з фінансової інфраструктури та обслуговуючої інфраструктури.

За оцінками провідних експертів, ефективність функціонування інвестиційного ринку напряму залежить від розвиненості його інфраструктури, потужності посередницьких інституцій, які виконують важливе з точки зору системного функціонування ринкового середовища завдання збільшення швидкості та якості акумуляції вільних інвестиційних ресурсів та їх трансформації в продуктивний капітал. Саме тому питання розвитку інвестиційного посередництва сьогодні набувають особливої актуальності, що і буде визначено в наступному підрозділі дисертаційної роботи.

1.2. Теоретичні засади розвитку інвестиційного посередництва

Для успішного функціонування будь-якої економічної системи необхідна добре сформована та розвинута інфраструктура. Сучасні науковці розглядають інфраструктуру як сукупність інститутів, що забезпечують рух матеріальних, людських та фінансових ресурсів [45, 50].



До інфраструктури ринку відносяться організації, які сприяють ефективній ринковій діяльності. Ринкову інфраструктуру прийнято поділяти на: виробничу, фінансову, соціальну, екологічну, інституційну, інформаційну інфраструктуру [192]. Інші автори виділяють: організаційно-технічну, фінансово-кредитну, державно-регулятивну, науково-дослідну та інформаційну інфраструктуру [48]. На наш погляд, ідентифікація типів інфраструктури суттєво залежить від виду ринку, який досліджується.

Аналіз економічної літератури з аналізованої проблематики дозволяє стверджувати, що багато науковців взагалі не виділяють поняття „інфраструктура інвестиційного ринку”, оперуючи поняттям «інфраструктура фінансового ринку», розуміючи її як складову фінансової діяльності ринкової економіки, яка створюється для обслуговування фінансового ринку і забезпечення його нормального функціонування.

Так, зокрема, науковці розрізняють наступні види фінансової інфраструктури [189]:

- управлінську, що виконує функції управління в сфері державних фінансів;
- обслуговуючу, що включає посередників, які організують діяльність на фінансовому ринку (біржі, брокерські та дилерські контори, клірингові центри та інші);
- інституційну, що представлена низкою фінансових інституцій, які виконують роль посередників з мобілізації, акумуляції, переміщення та інвестування вільних грошових ресурсів від інвесторів до позичальників.

Під інфраструктурою інвестиційного ринку слід розуміти систему інститутів, які сприяють акумуляції, формуванню, купівлі-продажу та трансформації інвестиційних ресурсів та відповідних цим інститутам різноманітних меха-



нізмів, що забезпечують економічно взаємовигідні умови для ефективної взаємодії між інвестором та позичальником на інвестиційному ринку.

На нашу думку, всіх інвестиційних посередників необхідно поділити на дві групи, оскільки вони виконують принципово різні функції і належать до різних структурних елементів інвестиційного ринку:

- інституціональні інвестори, які є посередниками безпосередньо між інвесторами – фізичними та юридичними особами та емітентами. Їх завдання полягає в тому, щоб акумулювати тимчасово вільні фінансові ресурси фізичних та юридичних осіб, як правило в невеликих обсягах, і перетворити їх на потужні інвестиції для емітентів – суб'єктів господарювання, місцевих органів;
- інфраструктурні інвестиційні посередники, до яких відносять професійних учасників інвестиційного ринку.

Інституціональну організацію інвестиційного ринку демонструє рис. 1.9.

Страховання	Інвестиційний ринок			
	Кредитний ринок		Фондовий ринок	
Інституційна інфраструктура			Обслуговуюча інфраструктура	
Страхові Компанії	Комерційні банки	Інститути спільного інвестування	Організаційні посередники	Посередники, що надають послуги
	Небанківські кредитні установи		Фондові біржі	Консалтингові фірми
Недержавні пенсійні фонди	Лізингові компанії	Компанії з управління активами	Валютні біржі	Інформаційні та рейтингові агентства
			Брокерські та дилерські контори	Аудиторські фірми
			Реєстратори	Бюро кредитних історій
			Депозитарії	
Фінансова інфраструктура			Агенти інвестиційного ринку	

Рис. 1.9. Інституціональна організація інвестиційного ринку [115]

Інвестиційні потоки можуть рухатися двома напрямками: через пряме та опосередковане фінансування. При прямій формі руху інвестиційні ресурси безпосередньо перемішуються від інвестора до позичальника інвестиційних



ресурсів. При опосередкованій формі основну роль відіграють посередники. Посередництво можна розглядати як вид діяльності, який забезпечує переміщення вартостей від одного суб'єкта до іншого.

Посередництво виникло ще на ранніх етапах розвитку товарно-грошових відносин і мало сприяти спрощенню процесу платежів [15]. Сьогодні воно значно розвинулося, що пов'язано з суспільним поділом праці та поширенням світових глобалізаційних процесів.

Посередниками можуть виступати різні організації та особи: як юридичні, так і фізичні.

В роботах зарубіжних та вітчизняних науковців більш вживаним є поняття „фінансовий посередник”, діяльність яких спрямована на переміщення ресурсів від їх власника до позичальника. Так, А. Г. Загороднього, Г. Л. Вознюка, Т. С. Смовженко [63,64] дають тлумачення фінансових посередників як фінансових установ, що акумулюють кошти фізичних та юридичних осіб для подальшого надання їх в розпорядження по позичальників. М. Савлук [32] зазначає, що небанківські фінансово-кредитні установи випускають низько ліквідні боргові зобов'язання, ніж банківські, але які мають шанс також реалізовуватися як фінансові інструменти. В. М. Шелудько [197] наголошує, що спеціалізовані фінансові інститути, на відміну від банківських установ, займаються переважно одним видом діяльності. Школьник І. О. в роботі [201] виділяє спеціалізованих фінансових посередників та інтегрованих фінансових посередників (рис. 1.10).

Наукова думка не є однозначною щодо типізації інвестиційних посередників, що демонструє табл. 1.4. Індивідуальні інвестори самостійно намагаються здійснювати інвестиційну діяльність, інституційні розглядаються як фінансові посередники, що акумулюють вільні грошові кошти індивідуальних інвесторів та здійснюють інвестиційну діяльність.

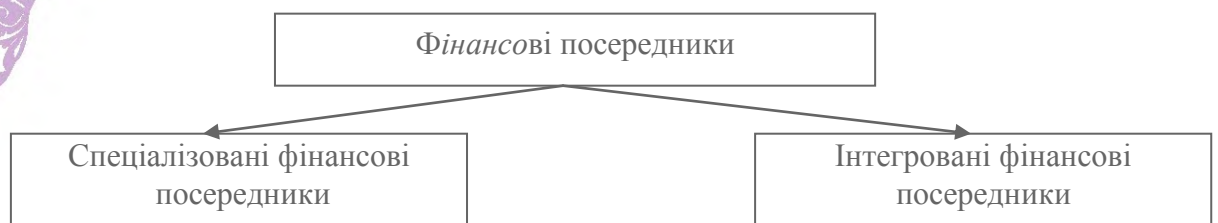


Рис. 1.10. Класифікація фінансових посередників за рівнем спеціалізації [201]

Інституційні інвестори мають більш можливостей щодо диверсифікації портфеля інвестиційних інструментів, що знижує ризикованість та підвищує дохідність здійснених операцій. Окремі українські дослідники [8] розглядають інституціональних інвесторів інститути як тип фінансових посередників, які на відміну від індивідуальних мають ряд переваг, а саме: вкладають кошти не від свого імені, а діють за дорученням клієнта; мають більш масштабні інвестиційні проекти; шляхом диверсифікації інвестиційних ресурсів знижують загальний рівень ризику.

Тому особливістю сучасного періоду розвитку інвестиційного ринку є передача управління інвестиційним портфелем від індивідуальних інвесторів до інституційних. Останні намагаються поєднувати власні інтереси зі справами емітента.



Таблиця 1.4

Систематизація поглядів вітчизняних та закордонних науковців на типізацію посередників (складено автором на основі [10, 11, 24, 32, 44, 50, 63, 64, 86, 93, 98, 99, 120, 197, 201, 235])

Автор, джерело	Типи посередників
Б. С. Івасів [86], В. Гончаренко [24], В. Корнєєв [98, 99]	1. Банки. 2. Небанківські фінансові посередники (страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні фонди, фінансові компанії, кредитні спілки, ломбарди).
І. Бланк [10]	1. Індивідуальні інвестори. 2. Інституційні інвестори.
А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко [63, 64]	1. Банки. 2. Парабанки.
М. Савлук [32], В.М. Шелудько [197]	1. Банки. 2. Небанківські фінансові установи.
Д. Кідуелл [93]	1. Інститути депозитного типу. 2. Ощадні інститути. 3. Інвестиційні фонди.
Ф. Мишкін [235]	1. Банки. 2. Договірні ощадні інститути. 3. Інвестиційні посередники.
Р. Міллер [120]	1. Депозитні інститути. 2. Недепозитні інститути.
В. В. Васильєва [11], О. Р. Васильченко [11], С. М. Еш [50]	1. Суб'єкти банківської системи. 2. Небанківські фінансові та кредитні інститути. 3. Контрактні фінансові інститути (торговці цінними паперами, фінансові компанії та інші).
І. О. Школьник [201]	1. Спеціалізовані фінансові посередники: 2. Інтегровані фінансові посередники.
Директива ЄС щодо координатії норм банківського законодавства [44]	1. Кредитні установи (залучають кошти та надають кредити за власний рахунок). 2. Фінансові установи (не мають статусу кредитного інституту, не мають право залучати вклади фізичних осіб, займаються торгівлею інструментів грошового ринку: вексями, фондовими цінними паперами; здійснюють управління інвестиційними ресурси; консультують щодо вкладень).



Узагальнюючи напрацювання наукової думки щодо типізації інвестиційних та фінансових посередників, зазначимо, що все ж таки найбільш поширеним та змістовним є їх **розподіл за участю у формуванні пропозиції фінансових ресурсів**, тобто виокремлення банків як посередників, які впливають на пропозицію грошей, та небанківських посередників, які такої здатності не мають. Можна погодитися з науковцями, що визначальним критерієм розподілу має бути комплекс операцій, який є базовим: для банків – кредитні, депозитні та розрахункові операції; для небанківських інститутів – посередницькі послуги щодо залучення та розміщення інвестиційного капіталу [41, 149, 108, 8]. Виділення небанківських установ в окрему ланку зумовлено певними відмінностями при здійсненні посередницьких послуг (табл. 1.5).

Таблиця 1.5

Відмінності банків та небанківських посередників

(складено автором на основі [45])

Банки	Небанківські посередники
Приймають вклади (депозити) від юридичних і фізичних осіб	Не мають права приймати грошові вклади від клієнтів (крім депозитних небанківських фінансових інститутів)
За рахунок залучених коштів надають кредити на власних умовах та на власний ризик	Розміщувати залучені кошти від свого імені, на власних умовах та на власний ризик мають право тільки на підставі ліцензії на здійснення окремих банківських операцій
Прерогативою банків є розрахунково-касове обслуговування суб'єктів ринку.	Можуть здійснювати розрахункове обслуговування своїх клієнтів за умови одержання ліцензії на здійснення окремих банківських операцій
Розміщуючи свої резерви в позички, спроможні створювати нові депозити і тим самим впливати на пропозицію грошей	В основному не створюють депозитів і не впливають на динаміку пропозиції грошей
Посередницька діяльність – більш універсальна	Посередницька діяльність є основним видом діяльності
Велика ланка короткострокових депозитів та можливість дострокового розірвання договору	Кошти залучаються переважно на досить тривалі терміни або безстроково

Контроль за діяльністю з боку регулюючих органів	Регулювання діяльності на підставі законодавчої бази
--	--

Систематизація думок як українських, так і зарубіжних вчених з досліджуваної проблематики дозволяє стверджувати, що найбільш часто виокремлюють наступні види інституційних інвесторів:

- інвестиційні інвестори банківського типу (комерційні банки, універсальні банки, спеціалізовані банки, іпотечні банки, інвестиційні банки, інноваційні банки);
- інвестори небанківського типу (інститути спільного інвестування, інвестиційні фонди, інвестиційні компанії, довірчі товариства, страхові компанії, пенсійні фонди, лізингові компанії, кредитні спілки, венчурні фонди, фінансові компанії, факторингові компанії, хедж-фонди);
- міжнародні інвестиційні інвестори (Група Світового банку, Міжнародний банк реконструкції та розвитку, Міжнародна фінансова корпорація, Міжнародний валютний фонд, Європейський банк реконструкції та розвитку, Банк міжнародних розрахунків, Європейський інвестиційний банк) [149].

Також доволі поширеною є класифікація інституціональних інвесторів по економічним функціям, що вони виконують в суспільстві:

- кредитно-ощадні інститути (комерційні банки, кредитні спілки), основа діяльності яких є кредитування та збереження грошових коштів клієнтів;
- соціально орієнтовані інвестори (недержавні пенсійні фонди, страхові компанії), які за допомогою соціальної спрямованої діяльності залучають кошти;
- ризикові інвестори (венчурні фонди, інститути спільного інвестування, довірчі товариства), діяльність яких пов'язана з відповідним ступенем ризику та більшою дохідністю від інвестиційної діяльності [149].

З огляду на те, що основну взаємодію між суб'єктами інвестиційної діяльності забезпечують інституції, що є посередниками, основний інтерес при-

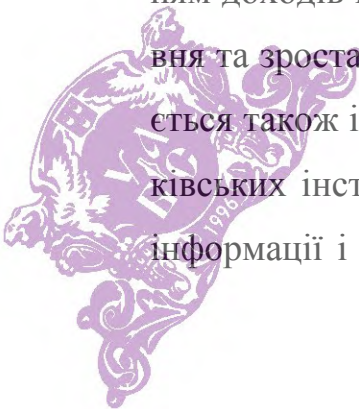


ділимо саме інституційній складовій інвестиційного ринку. Проведене нами дослідження дозволяє зробити висновок, що більш повно інвестиційні посередники можуть бути класифіковані за критерієм інституціональної структури фінансового ринку:

- першу групу становлять емітенти – юридичні особи, місцеві органи самоврядування, держава в особі уповноважених органів та інвестори – фізичні особи;
- другу групу складають юридичні особи – інституціональні інвестори, які включають інститути спільного інвестування, інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, інші фінансові установи;
- третю групу становлять професійні учасники фондового ринку, які забезпечують торгівлю цінними паперами, управління активами інституціональних інвесторів, організацію торгівлі на фондовому ринку та депозитарну діяльність.

Активний розвиток інвестиційних посередників, на думку деяких вчених [8], спричинений активним взаємопроникненням ринку капіталу та виробничого сектору економіки, стиранням меж в інвестиційній діяльності на світовому ринку, домінування на світовому інвестиційному ринку світових небанківських посередників в країнах Європи та США.

Головним підґрунтям для розвитку небанківських посередників, українські вчені [87, 137] називають неспроможність банків задовольнити потреби населення у відповідних фінансових ресурсах, що було зумовлено зростанням доходів населення Європи в післявоєнні роки, підвищення життєвого рівня та зростання обсягу операцій на фондовому ринку. Логічною нам вважається також і думка, викладена в роботі [45], що пояснює виникнення небанківських інститутів існуванням значних трансакційних витрат - отримання інформації і здійснення трансакцій в економіці. Тому саме на посередників



небанківського типу покладено функцію налагодження контактів між кредиторами та позичальниками щодо трансформації зобов'язань.

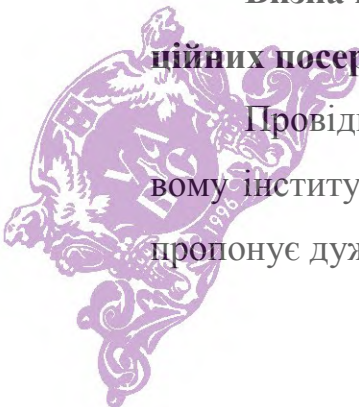
Посередники небанківського типу функціонують здебільшого у тих секторах ринку, де необхідні особливі знання, прийоми, індивідуальний підхід до продавця інвестиційних ресурсів. Активізації розвитку інвесторів небанківського типу сприяв цілий ряд факторів, основними з яких слід вважати: накопичення заощаджень внаслідок збільшення доходів населення в розвинутих країнах світу; активний розвиток фондового ринку в цих країнах; розширення сфери послуг, які непритаманні банківському сектору. Як наслідок, небанківські посередники набули поширення в таких сферах, як: страхування, фінансування інновацій, розміщення цінних паперів на фондовому ринку, довгострокове розміщення капіталу.

Узагальнюючи вище зазначене, можна запропонувати визначення **“небанківських інвестиційних посередників”** як спеціалізованих установ, що акумулюють інвестиційні ресурси юридичних та фізичних осіб, розміщують їх на інвестиційному ринку, створюючи власні фінансові інструменти для подальшого обміну на інвестиційні товари, а саме: основні фонди, нематеріальні активи, корпоративні права та інші фінансові інструменти.

В промислово розвинених країнах інвестиційні посередники досить широко представлені пенсійними, страховими фондами, інвестиційними компаніями, довірчими компаніями, кредитними спілками, або, так званими парабанківськими установами. В Україні інститут посередництва представлений як банківськими, так і небанківськими установами.

Визначимо основні специфічні характеристики кожного з інвестиційних посередників окремо.

Провідне місце серед посередників належить саме банку, як фінансовому інституту, що є самостійним агентом в сфері інвестиційних послуг та пропонує дуже широкий їх спектр [154].



Основну масу інвестиційних ресурсів банку складають залучені кошти. Здійснюючи інвестиції, банк створює товар особливого роду у виді грошей, платіжних засобів. Як зазначено в роботі [22], банк є установою, що у загальній масі суб'єктів відтворення, обслуговує сферу виробництва, сфери розподілу, обміну і споживання, що продемонстровано на рис. 1.11.

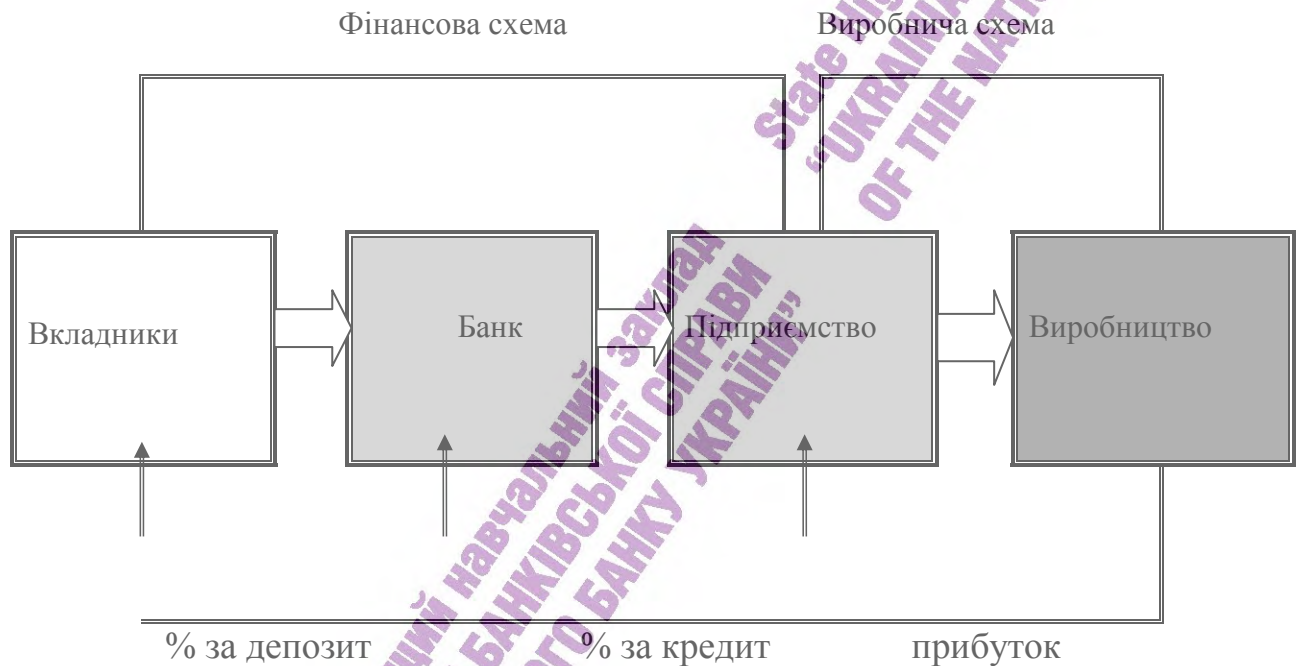


Рис. 1.11. Загальні напрямки руху інвестиційного капіталу за посередництва банку (складено автором на основі [22, 119])

В контексті дослідження місця банків у просторі інвестиційного посередництва слід навести думку французького економісту Жана Матука [118], який до функцій банків відносить: посередництво; управління коштами при платежах; операції з цінними паперами та всі види діяльності банків на фінансових ринках за рахунок клієнтів; «різне» – здійснювані операції за свій рахунок, а також операції з обміну валют і фінансову інженерію.

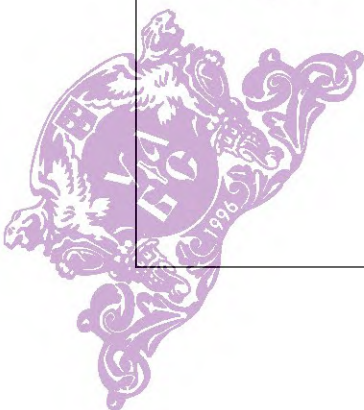
Представники російської школи [186] функціями банків вважають: прийом депозитів; здійснення грошових платежів і розрахунків; посередництво в операціях з цінними паперами; створення кредитних засобів обігу.

Щодо українських вчених, то, залежно від обраних критеріїв, виділяють різні за структурою та змістом функції комерційних банків. Так, О. В. Дзюблюк [42] до складу функцій, що визначають сутність банку, відносить наступні: посередництво в кредиті; посередництво у платежах; випуск кредитних грошей. О. В. Васюренко [16] виділяє такі групи функцій банку, як: платіжно-розрахункова; ощадно-капіталотворча; кредитно-інвестиційна. М. І. Савлук [156] називає дві базові функції: трансформаційну та емісійну.

Таблиця 1.6

Характеристика банків як посередників на інвестиційному ринку
(складено автором на основі [97, 114, 156])

Функції	Інструменти	Переваги	Недоліки
1. Комісійно–посередницька діяльність. 2. Кредитно-інвестиційна. 3. Платіжно-розрахункова. 4. Ощадно-капіталотворча. 5. Інформаційна	1. Депозитні угоди. 2. Позичкові угоди. 3. Акції, облігації.	1. Залучення довгострокових інвестиційних ресурсів 2. Можливість розподілу ризиків в часі 3. Забезпечення фінансової стабільності, уникнення фінансових криз і прийняття вигідного ризику. 4. Ефективне розміщення державних ресурсів. 5. Сприяння підприємству за допомогою розвитку активного ринку цінних паперів. 6. Посилення конкуренції і забезпечення більшого вибору фінансових продуктів і послуг.	1. Відсутність довіри до довгострокових видів страхування з боку населення. 2. Обмеженість інвестиційного потенціалу більшості комерційних банків України. 3. Недостатня надійність інвестиційних вкладів у фондові операції в умовах кризової економічної ситуації. 4. Небезпека втягування ресурсів комерційних банків у фінансування проектів торгових зобов'язань регіональних і місцевих органів державної влади. 5. Відсутність державних гарантій при банкрутстві.



Одне з провідних місць серед небанківських інвестиційних посередників посідають **страхові компанії** як спеціалізовані інститути, що за рахунок грошових коштів як колективних (підприємства, організації, установи), так і індивідуальних (населення) інвесторів формують цільові грошові кошти та здійснюють виплати при певних умовах [45, 149, 183]. Як показує світовий досвід, ресурси страхових компаній є вагомим джерелом інвестиційного капіталу.

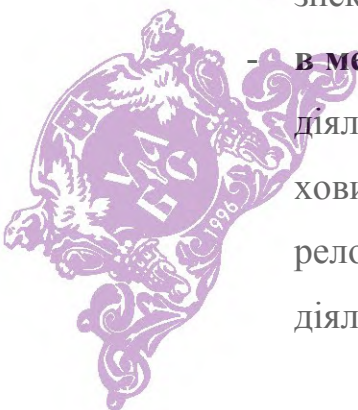
Пасивні операції страхових компаній формуються за рахунок страхових внесків від юридичних та фізичних осіб та доходу від інвестицій.

Активні операції страхових компаній - це операції з інвестування залучених у формі страхових внесків коштів та власного капіталу в акції, облігації приватних корпорацій, у державні боргові зобов'язання, а також у довгострокові позики під заставу нерухомості. Близько 2/3 активів страхових компаній це – корпоративні, державні облігації та заставні [1].

Страхові компанії, виконуючи роль інвестиційних посередників, створюють власні зобов'язання та вимоги, зокрема: страхові поліси, страхове відшкодування, обмінюють їх на інші фінансові інструменти, як акції, облігації, створюють додаткові інвестиційні потоки в економіці країни.

Існують декілька підходів щодо визначення ролі та місця страхових компаній на інвестиційному ринку, основними з яких ми вважаємо наступні:

- **в межах першого підходу** основним завданням страхової організації вважається надання безпосередньо страхових послуг, вирівнювання ризиків та покриття збитків, що викликаються тими чи іншими небезпеками, а інвестуванню відводиться вторинну роль [1];
- **в межах другого підходу** надання страхових послуг та інвестиційна діяльність розглядаються як рівнозначні складові в діяльності страхових компаній. Так Л.І. Рейтман вважав [152], що „основним джерелом отримання прибутку для страхової організації є інвестиційна діяльність...”;



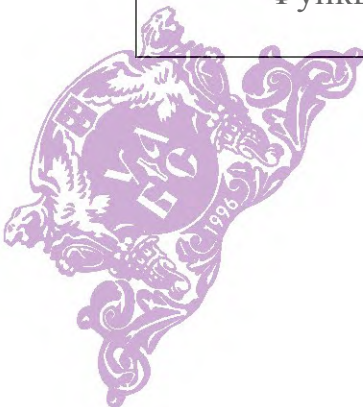
- **в межах третього підходу** провідне місце на інвестиційному ринку віддається компаніям зі страхування життя. На думку вчених США, Німеччини, Франції [197], особливістю страхування життя є переміщення переваг клієнтів від страхового захисту до накопичення, результатом чого є активізація інвестиційної діяльності страхових компаній. Представники цього підходу стверджують, що на інвестиційному ринку основними постачальниками довгострокових ресурсів виступають саме компанії страхування життя, в той час як компанії страхування майна та від нещасних випадків вкладають свої кошти в короткострокові цінні папери і частково - у довгострокові акції чи облігації [156, 197]. Компанії страхування майна та від нещасних випадків володіють ліквідними активами, оскільки виплати за страховими випадками є менш прогнозованими, ніж у компаній страхування життя. Останні, використовуючи статистичні дані, прогнозують розподіл своїх виплат за страховими полісами в часі.

В сучасних умовах через систему страхування формуються значні страхові інвестиційні ресурси, тому вони успішно конкурують з іншими посередниками як банківського, так і небанківського типу. Специфічні характеристики діяльності страхових компаній на інвестиційному ринку узагальнені автором в табл. 1.7.

Таблиця 1.7

Характеристика страхових компаній як посередників на інвестиційному ринку (складено автором на основі [137])

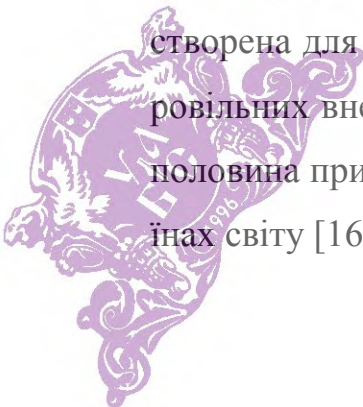
Функції	Інструменти	Переваги	Недоліки
---------	-------------	----------	----------



<ol style="list-style-type: none"> 1. Формування та розміщення страхових резервів 2. Забезпечення відтворювального процесу та економічного розвитку 3. Вкладання вільних коштів в прибуткові науково-технічні проекти 4. Організація економічної безпеки юридичних та фізичних осіб 5. Страхування ризиків при реалізації інвестиційних проектів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Страхові поліси 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Залучення довгострокових інвестиційних ресурсів 2. Можливість розподілу ризиків у часі 3. Широкий сегмент страхових продуктів 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Відсутність довіри до довгострокових видів страхування з боку населення 2. Відсутність державних гарантій при банкрутстві страхової компанії 3. Недосконала тарифна політика страхових компаній 4. Система оподаткування страхової діяльності 5. Низький рівень впливу вкладників на політику компанії
---	--	--	---

Недержавні пенсійні фонди (НПФ) на сьогоднішній день є провідними постачальниками капіталу на інвестиційний ринок, що пов'язано, в першу чергу, з соціально-економічною потребою людини здійснювати накопичення для отримання доходу після припинення трудової діяльності. З досвіду зарубіжних країн відомо, що заощадження в НПФ зростають і складають п'ятому вагу інвестиційного капіталу.

Світовий досвід функціонування систем пенсійного забезпечення характеризується розвитком як державних, так і приватних пенсійних систем. Поряд з системами обов'язкового державного забезпечення, в країнах з розвинутою ринковою економікою співіснують пенсійні системи компаній та приватні пенсійні фонди. Система недержавного пенсійного забезпечення створена для формування додаткових пенсійних накопичень за рахунок добровільних внесків фізичних осіб та роботодавців. З джерел НПФ формується половина прибутків населення пенсійного віку в промислово розвинутих країнах світу [160].



В більшості розвинутих країн, по рекомендації Всесвітнього банку про забезпечення старості, пенсійні системи створені як трьохрівневі.

Перший рівень гарантує отримання мінімальних пенсій, що фінансується державою.

На другому рівні формуються професійні пенсії шляхом попереднього накопичення ресурсів, для чого Всесвітнім банком пропонується створення таких структур, як пенсійні фонди.

В межах третього рівня має діяти додаткове пенсійне забезпечення, в основу якого покладені особисті інвестиції [26, 21].

Однак в різних країнах пенсійна система набула специфічних національних рис. Так, в США, на недержавні пенсійні фонди припадає до 63% активів основних програм пенсійного забезпечення, тоді як на державні – 37%.

У швидкому економічному розвитку в Великобританії важливу роль зіграли приватні пенсійні фонди, які забезпечили вагому складову інвестиційних ресурсів для економіки країни. Саме британський ринок пенсійних фондів займає лідируючі позиції в Євросоюзі (40% усіх пенсійних накопичень в Європі) [107, 113].

Діяльність недержавних пенсійних фондів охоплює не тільки збір активів у формі внесків і виплату активів учасникам при їх виходу на пенсію, а і в ефективному інвестуванні цих активів.

Інвестування або управління активами включає стратегічне планування портфелю недержавного пенсійного фонду, інвестиційні рішення, дотримання регулятивних правил та законодавства, а також вибір інших фінансових установ для подальшого в ефективні інвестиційні інструменти.

Зазвичай структура активів пенсійних фондів розподіляється між основними трьома ланками: цінні папери, державні боргові зобов'язання та банківські депозити. Наприклад, в Угорщині більше 70% інвестицій НПФ знаходиться в облігаціях і менше 5% на банківських депозитах, в Польщі в 2007



році відповідно: 56,3% і 3,13%, в США та Великобританії переважна частка активів НПФ знаходиться в акціях компаній.

У промислово розвинутих країнах інвестиції в банківські депозити НПФ використовують як засіб управління ліквідністю, а не інструмент отримання доходу.

В окремих країнах обмежено обсяг вкладень на депозит – в середньому 25%, а також на обсяг депозитних ресурсів в одному банку – в розмірі від 5% до 25%. Але в деяких країнах ЄС намітилась тенденція до переорієнтування своїх інвестицій в короткострокові банківські депозити: в Іспанії пенсійні фонди вклали 18% коштів у банківські депозити, в Португалії – 15%, в Бельгії – 8% [160].

Для стимулювання активної інвестиційної діяльності в науковій літературі все частіше лунають пропозиції вводити нормативні обмеження на обсяг грошових коштів в банківські інструменти [160].

Специфічні характеристики діяльності НПФ на інвестиційному ринку узагальнені автором в табл. 1.8.

Таблиця 1.8

Характеристика НПФ як посередників на інвестиційному ринку
(складено автором на основі [137])

Функції	Інструменти	Переваги	Недоліки
1. Формування фонду за рахунок внесків 2. Інвестування активів 3. Здійснення пенсійних виплат клієнтам після досягнення певного віку.	1. Пенсійні угоди. 2. Цінні папери	1. Не передбачається акціонерної чи кооперативної форми власності 2. Значні обсяги інвестиційних ресурсів 3. Регулярні капіталовкладень в національну економіку 4. Можливість заощаджувати грошові кошти на старість	1. Більшість зобов'язань не визначені в розмірі та часі 2. Недобросовісність в виплаті пенсій

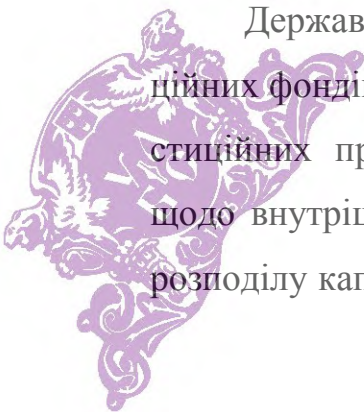
Особливе місце на інвестиційному ринку займають інститути спільного інвестування (ІСІ).

Перші інвестиційні фонди було створено в 1822 р. в Бельгії, в 1849 р. – в Швейцарії, в середині XIX сторіччя поширення набули інвестиційні трастові компанії в Великобританії. Вони мали всі ознаки сучасних закритих інститутів спільного інвестування: випускали відповідну кількість акцій, що котирувалися на вторинному ринку цінних паперів і погашалися після завершення діяльності компанії.

Значного розвитку інвестиційні фонди набули у другій половині XX сторіччя, поступово складаючи конкуренцію банкам щодо акумуляції заощаджень населення і постачання грошового капіталу на інвестиційний ринок [191].

На сьогоднішній день інвестиційні фонди найбільш розвинуті в США, у Великобританії (активи пайових трастів складають 150 млрд. фунтів стерлінгів), у Франції, (активи ІСІ перевищують 500 млрд. доларів). За статистикою, 25 % французьких сімей володіють акціями інвестиційних фондів, а 80 % американського населення є вкладниками того чи іншого інвестиційного фонду. В останні роки значних масштабів набували ІСІ в Китаї, з 1999 р. по 2002 р. кількість компаній з управління активами (КУА) зросла майже в чотири рази – з 4,5 до 16 тисяч; на сьогоднішній день вони управляють більш, ніж 50 тис. фондами. В Угорщині і Словаччині активи інвестиційних фондів складають 7-8 % ВВП.

Держави, які створили належні умови для активної діяльності інвестиційних фондів, отримали дивіденди в вигляді стимулювання внутрішніх інвестиційних процесів, зовнішнього інвестування, розширення можливостей щодо внутрішніх запозичень, а також підвищили роль міжгалузевого перерозподілу капіталу [102]. Інститути спільного інвестування є інвестиційними



фондами, що залучають кошти інвесторів для вкладання їх у цінні папери, корпоративні права та нерухомість з метою отримання прибутку.

Специфічні характеристики діяльності ІСІ на інвестиційному ринку узагальнені автором в табл. 1.9.

Таблиця 1.9

Характеристика ІСІ як посередників на інвестиційному ринку

(складено автором на основі [69, 137])

Функції	Інструменти	Переваги	Недоліки
1. Емісія та продаж цінних паперів фонду 2. Акумуляування коштів інвестора для подальшого їх інвестування	1. Інвестиційні сертифікати	1. Висока доходність 2. Професійне управління 3. Диверсифікація інвестиційних ресурсів 4. Прозорість та відкритість 5. Економія часу 6. Низькі операційні витрати	1. Залежність від функціонування фондового ринку 2. Високий ризик 3. Низький рівень доступності до інформації

Кредитні спілки є одною з форм ощадно-кредитної кооперації і виникли в момент, коли населення потребувало вирішення соціальних потреб за рахунок грошових внесків, з яких одна частина громади брала кредити, інша – отримувала відсотки на вклади та паї.

М.Савлук визначає кредитні спілки як підвид інвестиційних небанківських фінансових інститутів [32], а у класифікаціях західних економістів [91, 120, 235] кредитні спілки належать до групи депозитних фінансових посередників.

Одним із головних завдань кредитних спілок є фінансовий захист своїх членів за рахунок залучення особистих заощаджень для взаємного кредитування [87]. Кредитна спілка має право надавати різні види кредитів за своїм



цільовим призначенням, за різними процентними ставками та строками, з різними рівнями забезпечення.

Завдання кредитних спілок полягає у забезпеченні грошовими ресурсами позичальників від вкладників на умовах платності, строковості та взаємовигідності. Встановлення строкових термінів для запозичення повинно залежати від макроекономічних показників в країні та ризиків, а також умов та об'єктів кредитування. Завдяки акумуляції вільних грошових ресурсів членів спілки, кредитні установи мають можливість виконувати роль посередників щодо перерозподілу тимчасово вільних коштів.

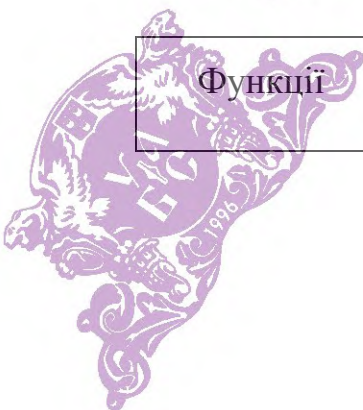
Основна відмінність кредитних спілок від інших фінансових установ полягає у тому, що кредитні спілки здійснюють операції практично тільки для своїх членів і мають статус некомерційних громадських організацій. Метою діяльності кредитних спілок є не отримання прибутку, а надання різноманітних фінансових послуг своїм членам, які є одночасно їх власниками і клієнтами, тому кредитним спілкам вдається поєднати інтереси власників і клієнтів. За останній час у промислово розвинутих країнах світу кредитні спілки надають великий спектр послуг, серед яких: брокерські послуги по операціях із цінними паперами, випускають кредитні питань і комерційної діяльності [182].

Специфічні характеристики діяльності кредитних спілок на інвестиційному ринку узагальнені автором в табл. 1.10.

Таблиця 1.10

Характеристика кредитних спілок як посередників на інвестиційному ринку (складено автором на основі [10, 87,182])

Функції	Інструменти	Переваги	Недоліки



1. . Залучення особистих заощаджень 2. Взаємне кредитування 3. Формування резервного фонду	1. Депозитні угоди 2. Кредитні угоди	1. Доступ до дешевих та довгострокових ресурсів 2. Отримання високих прибутків членами спілки.	1. Непрозорість в фінансовій діяльності спілки 2. Відсутність системи гарантування вкладів від фінансових ризиків 3. Велика частка прострочених та неповернених кредитів 4. Недостатній нагляд та контроль за діяльністю зі сторони держави 5. Недосконала структура кредитного портфеля
--	---	---	--

Фінансові компанії, які стрімко розвиваються у США, Канаді та Великобританії, відносять до інвестиційних посередників в наслідок того, що вони мобілізують грошові кошти шляхом емісії власних боргових зобов'язань (облігацій, векселів) та акцій, які в подальшому скеровують у позички фізичним та юридичним особам для придбання товарів виробничого чи споживчого призначення.

До групи фінансових компаній вітчизняні науковці [32, 127] відносять компанії, що здійснюють діяльність з довірчого управління майном, а також лізингові та факторингові компанії. На наш погляд, не всі фінансові компанії є інвестиційними посередниками. Так, операції з факторингу здійснюються на грошово-кредитному ринку, а не на інвестиційному.

В роботі [235] наголошується, що особливістю фінансових компаній у посередницькому процесі є те, що вони беруть позички у великих сумах, а надають позички у малих сумах, що відрізняє їх від банківських інститутів, які залучають депозити в малих сумах, а надають часто великі суми позичок. Кредити фінансових компаній переважно є короткостроковими і невеликими за розмірами. Активи фінансових компаній є досить диверсифікованими, що сприяє послабленню кредитних ризиків і захисту інтересів їх вкладників. Саме тому послуги цих компаній користуються великим попитом у промислово розвинутих країнах. Фінансові компанії можуть бути створені як самостійні юридичні особи на акціонерних чи пайових засадах або як окремі структурні



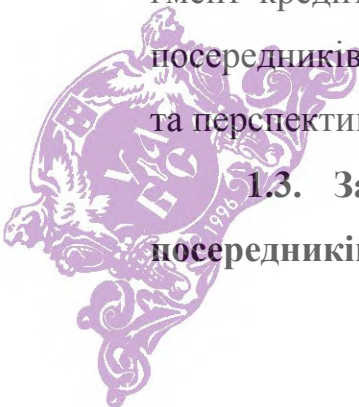
підрозділи, філії, дочірні підприємства банків, страхових компаній, інших фінансово-кредитних інститутів, а також промислових фірм – виробників споживчих товарів [47].

Підводячи підсумок, слід підкреслити, що інвестиційні посередники, акумулюючи великі обсяги капіталів, спроможні забезпечити високий рівень професійного управління ними, надійний захист від ризиків та певний рівень доходності за своїми цінними паперами (акціями, інвестиційними сертифікатами). Вони пропонують своїм клієнтам диверсифіковані портфелі інвестицій, які важко сформувані одному дрібному інвестору.

Зазначимо, що небанківський сектор представлений різноманітними посередниками, які мають як переваги, так і недоліки перед банківськими установами за своїми активами і пасивами. Саме тому останнім часом банки відчують значну конкуренцію щодо залучення вільних інвестиційних ресурсів та розміщення їх в реальному секторі економіки. Їх поступово витісняють з інвестиційного ринку великі нефінансові корпорації та фінансові посередники небанківського типу.

Незважаючи на велику кількість наукових досліджень щодо посередницької діяльності банків, в науковій літературі до сьогодні не сформовано загальноновизнаного та усталеного погляду на напрямки, механізми та перспективи взаємодії банків та небанківських інвестиційних посередників. Так, інститути спільного інвестування в переважній більшості наукових робіт розглядаються відокремлено як учасників ринку цінних паперів, пенсійні фонди – як один із сегментів багаторівневої пенсійної системи, кредитні спілки як сегмент кредитної системи. Відокремлений розгляд діяльності інвестиційних посередників не дає можливості повно сприйняти єдність, взаємозалежність та перспективи розвитку посередників банківського та небанківського типу.

1.3. Загальні тенденції, проблеми та перспективи діяльності посередників на інвестиційному ринку України

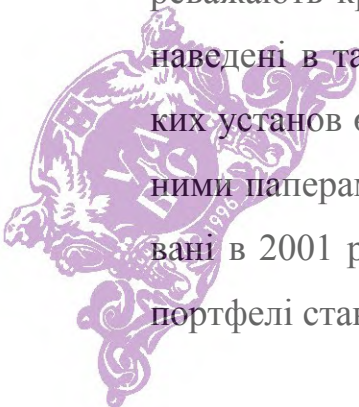


В Україні історично склалася інфраструктура фінансової системи, де домінуючим сектором є банківський. Саме тому банки до сьогодні залишаються основним інститутом мобілізації інвестиційних ресурсів, значно випереджаючи небанківські установи по залученню грошових коштів. Банківська система значно в більшій мірі, ніж ринок цінних паперів, впливає на забезпечення трансформації суспільно-відтворювальних відносин. Це суттєво впливає на сучасні тенденції функціонування вітчизняного фінансового ринку в цілому та середовища фінансового посередництва.

Розглянемо діяльність банківських установ на інвестиційному ринку України на сучасному етапі. Згідно з Законом України «Про банки і банківську діяльність» [65], «банк – юридична особа, яка має виключне право на підставі ліцензії Національного банку України здійснювати у сукупності такі операції: залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб».

Аналіз даних, наведених у табл. 1.11 та на рис. 1.12, свідчить про зростання обсягів капіталу та загальних активів і зобов'язань банків до 2009 р. В небанківському секторі спостерігалось коливання темпів основних показників, тенденція щодо збільшення кількості небанківських установ та загальних активів до початку 2009 р. мала позитивне значення.

В структурі кредитно-інвестиційного портфеля українських банків переважають кредити фізичним і юридичним особам (табл. 1.12). Аналізуючи наведені в табл. 1.12 дані, зазначимо, що інвестиційна діяльність банківських установ є кредитоорієнтованою. Найбільші обсяги операцій банків з цінними паперами у структурі кредитно-інвестиційного портфеля були зафіксовані в 2001 р. (11,73 %), тоді як на початок 2009 р. частка цінних паперів в портфелі становила лише 5,07 %.



Таблиця 1. 11

Динаміка окремих показників розвитку банківського та небанківського сектору в Україні в 2006 -2010 рр. (складено на основі [39, 138, 140, 143, 147])

Показники	Роки				
	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010
Банківські установи					
Кількість банків за реєстром	186	193	198	198	197
Кількість діючих банків	165	170	175	184	182
Банки з іноземним капіталом:	23	35	47	53	51
Власний капітал діючих банків, млрд. грн.	25,45	42,57	69,58	119,26	115,18
Загальні активи, млрд. грн.	213,88	340,18	599,40	926,09	880,30
Страхові компанії					
Кількість страхових компаній за реєстром	398	411	446	469	469
Кількість страхових компаній з іноземним капіталом	66	88	88	90	
Обсяг сплачених статутних фондів, млрд. грн.	6,64	8,39	10,63	13,21	14,88
Загальні активи, млрд. грн.	24,0	23,99	32,21	41,93	41,97
Страхові резерви страхових компаній, млрд. грн.	5,05	6,01	8,42	10,91	10,14
Кредитні установи					
Кількість кредитних установ	725	781	834	878	816
у тому числі кредитних спілок	723	764	800	829	755
Пайовий капітал кредитних спілок, млрд. грн.	0,67	1,09	1,55	1,71	0,77
Загальні активи, млрд. грн.	1,94	3,24	5,26	6,06	4,22
Депозити членів спілки, млрд. грн.	1,15	1,93	3,45	3,95	2,96
Недержавні пенсійні фонди					
Кількість НПФ	54	79	96	109	109
Кількість адміністраторів НПФ	37	41	50	50	49
Загальні активи, млрд. грн.	0,05	0,14	0,28	0,61	0,86
Пенсійні виплати, млн. грн.	1,7	4,0	9,1	27,3	90,1
Фінансові компанії					
Кількість фінансових компаній	278	302	409	193	208
Кількість фінансових компаній, які надавали послуги	80	116	144	193	254
Загальні активи, млрд. грн.	1,87	4,83	3,27	3,78	3,72



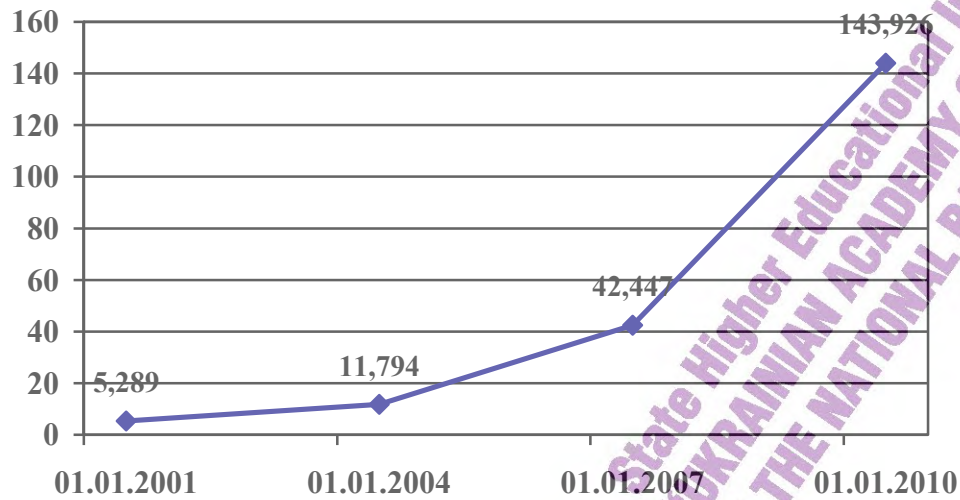


Рис. 1.12. Динаміка зміни власного капіталу українських банків в 2001-2010 рр., млрд. грн. [144]

Таблиця 1.12

Динаміка зміни структури кредитно-інвестиційного портфеля банків України в 2000-2009 рр., % (складено автором на основі [143, 153])

Складові кредитно-інвестиційного портфелю	Роки									
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<i>на кінець періоду</i>									
міжбанківський кредит	18,13	11,90	11,38	8,50	9,58	8,80	8,96	11,05	6,24	5,91
кредити юридичним особам	75,23	76,38	81,72	69,91	65,75	60,31	55,67	51,08	53,9	54,74
кредити фізичним особам	0,00	0,00	0,00	12,89	16,21	21,84	30,10	32,29	34,78	33,81
цінні папери	6,64	11,73	6,90	8,70	8,46	9,05	5,27	5,58	5,07	5,54

Восени 2008 р. ситуація в банківській сфері змінилася, банки відчули проблеми щодо ліквідності і тому мінімізували свою діяльність як головних кредиторів. Основними причинами банківської кризи 2008-2009 рр. провідні

аналітики фінансового ринку називають: високий рівень кредитування на протязі 2005-2008 рр.; спекулятивні операції на ринку нерухомості; доларизацію економіки; високу концентрацію експорту; фінансування банками імпорتنих операцій; недорозвиненість реального сектору економіки; глобальні фінансові явища; закриття доступу до закордонних інвестиційних ресурсів тощо.

В I кварталі 2009 р. більшість вітчизняних комерційних банків демонстрували негативні характеристики власної діяльності, зниження розмірів активів на 20 % (табл. 1.13).

Таблиця 1. 13

Динаміка зміни загальних активів комерційних банків України
в 2009-2010 рр., млн. грн. [144]

Банк	01.01. 2009	01.04. 2009	Падіння за I квартал 2009	% падін- ня	01.01. 2010	01.04. 2010	Падіння за I квартал 2010	% падін- ня
ПРИВАТБАНК	80165	74366	-5799	-7	86066	91978	5912	7
РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	65361	59806	-5555	-8	54048	54028	-20	0
ОЩАДБАНК	57788	54797	-2991	-5	59927	57626	-2301	-4
УКРСИББАНК	55697	52371	-3325	-6	46348	45794	-554	-1
УКРСОЦБАНК	49695	46674	-3020	-6	43657	42503	-1154	-3
УКРЕКСІМБАНК	48324	51070	2746	6	57197	62652	5455	10
ОТП БАНК	33717	30981	-2736	-8	29395	28107	-1289	-4
АЛЬФА-БАНК	32310	30387	-1923	-6	28694	27289	-1405	-5
НАДРА	30547	28073	-2474	-8	24846	25080	235	1
ВТБ БАНК	28222	26521	-1702	-6	28780	27997	-783	-3
ФОРУМ	20513	19385	-1128	-5	19453	17135	-2318	-12
ПУМБ	20159	18551	-1608	-8	17400	20179	2779	16
ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ	18439	18316	-123	-1	19457	20455	998	5
СВЕДБАНК	15984	15137	-847	-5	13853	12852	-1001	-7
БРОКБІЗНЕСБАНК	14204	13470	-734	-5	16163	14534	-1629	-10
УКРГАЗБАНК	14803	12496	-2307	-16	12090	14171	2081	17
УКРПРОМБАНК	16000	9830	-6170	-39				
Всього	601932	562234	-39698	-7	557373	562380	5008	1

В 2008 р. депозити юридичних та фізичних осіб в банках України становили 359 млрд. грн., водночас кредити, надані суб'єктам господарюванням та фізичним особам перевищували залучені кошти майже вдвічі - 724 млрд. грн. Такий розрив банківські установи покривали за

рахунок закордонних кредитних ліній, умови по яких були досить лояльними, процентні ставки майже мінімальними. Восени 2008 року відбулося девальвування національної грошової одиниці, що автоматично відбилося на якості кредитного портфелю банків в іноземній валюті, тому об'єм проблемних кредитів збільшився 113,4 млрд. грн. станом на 1.04.2010 р. (рис. 1. 13).



Рис. 1.13. Динаміка зміни проблемних кредитів в банківській системі України в 2001-2010 рр., млрд. грн. [133]

По-різному українські банки відреагували на кризові явища. Перша група – це комерційні банки, які зуміли вистояти та зберегти статус надійного банку. Другу групу представляють 34 банки, які звернулися до уряду з проханням про капіталізацію. В 2009 році тимчасові адміністрації були призначені у 25 комерційних банках. Так, зокрема, Укргазбанк, банк «Фінанси та кредит», «Імексбанк» отримали кураторів – представників НБУ. «Укргазбанк», «Родовід банк», «Київ» отримали державну підтримку. В підсумку держава, виступивши в ролі головного інвестора, витратила 9,47 млрд. грн. на підтримку вище зазначених банків. Третя група - це банки, що припинили фінансову діяльність. Безперечно, державні інвестиції зіграли

важливу роль в недопущенні розбалансування діяльності всієї банківської системи. Завдяки підтримці комерційних банків в період фінансової нестабільності вдалося:

- уникнути банкрутства проблемних банків;
- стабілізувати фінансовий стан в націоналізованих банках;
- забезпечити приток нових депозитів;
- частково відновити довіру населення.

Станом на 1.05.2010 в 13 банках України відкликано ліцензію та проводиться процедура ліквідації. Консолідований збиток діяльності українських банків станом на 1.01.2010 р. оцінюється в 26 млрд. грн. (рис. 1.14).

Фінансовий результат українських банків станом на 1.01.2010 р. Має негативне значення і оцінюється в 26,345 млрд. грн. (рис. 1.14).

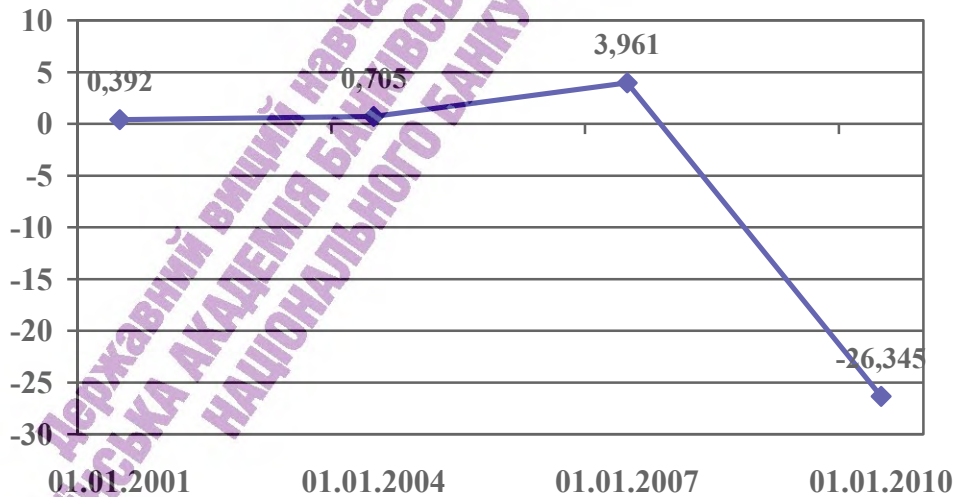


Рис. 1.14. Динаміка зміни результату діяльності українських банків в 2001-2010 рр., млрд. грн. [133]

Незважаючи на відзначені вище проблеми, в вітчизняному банківському секторі намітився цілий ряд позитивних тенденцій, а саме:

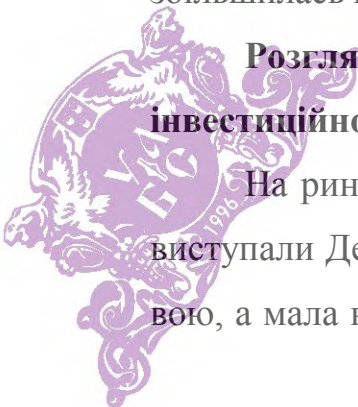
- стабілізація курсу національної валюти до іноземних валют;

- високі процентні ставки по депозитах та стабілізація фінансового ринку зупинили відтік коштів з банків (за перші 5 місяців 2010 р. загальний обсяг коштів в банківській системі збільшився на 7,3%, що становить майже 25 млрд. грн. [133]);
- введення спеціальних рахунків з високою свободою розпорядження коштами для клієнтів;
- відносно стійке положення державних банків та банків з іноземним капіталом;
- зростання регулятивного капіталу банків (за перше півріччя 2010 року зріс на 7,8 % до 146 млрд. грн. [133]);
- загальні активи банків збільшились на 1% до 1012 млрд. грн. станом на 01.06.2010 р. [133];
- за цей же період зросла частка кредитів, наданих суб'єктам господарювання на 0,6 %.

Підводячи підсумок, зазначимо, що на даний час систему інституційних інвесторів банківського типу в Україні можна вважати сформованою, в той час як сфера інституційних інвесторів небанківського типу лише набуває розвитку. В економіці України небанківський сектор почав розвиватися лише останніми роками. В першу чергу, це пов'язано зі структурними змінами, що відбулися в економічній системі нашої країни. Досліджуючи розвиток посередників небанківського типу, зазначимо, що намітилась тенденція до зростання їх кількості, зокрема, що стосується фінансових компаній та недержавних пенсійних фондів, але кількість кредитних спілок та страхових компаній збільшилась неістотно.

Розглянемо особливості функціонування страхових компаній на інвестиційному ринку України.

На ринку страхових послуг колишнього СРСР основними інститутами виступали Держстрах та Індержстрах, діяльність яких не була суто фінансовою, а мала всі ознаки присутності держави на страховому ринку за рахунок



того, що всі страхові платежі надходили в бюджет. Отже, страхові компанії того часу не мали можливості розпоряджатися довгостроковими залученими коштами на свій розсуд.

Останнім часом ситуація змінилася докорінним чином. Так, наприклад, в 2007 р. найбільшу частку в структурі активів страховиків становили акції – 36,6%, банківські вклади – 31,9 % і права до перестраховиків – 13,3 %. Структура активів страхових компаній України станом на 01.01.2010 р. представлена в табл. 1.14. Підкреслимо, що для страхових компаній основним джерелом прибутків є надходження страхових платежів, а не управління страховими резервами, тобто інвестування.

Таблиця 1.14

Структура активів страхових компаній України станом на 01.01.2010 р. [153]

<i>Вид активу</i>	<i>Вартість, тис. грн.</i>	<i>Частка в загальних активах, %</i>
Активи страхових компаній України, усього	41970,1	100,0
Акції	1914,3	19
Облігації	172,4	2
Цінні папери, емітовані державою	687,8	6
Кошти на поточних рахунках	1065,2	1
Банківські вклади (депозити)	3535,8	35
Банківські метали	74,3	1
Нерухоме майно	731,2	7
Права вимоги до страховиків	2027,4	20
Інші активи	51,8	1

До початку фінансової кризи 2008-2009 рр. вітчизняний страховий ринок розвивався по класичній схемі: швидкі темпи соціальних видів страхування, зменшення обсягів страхування фінансових ризиків, поступове збільшення страхових компаній. Так, чисті страхові премії у 2006 р. зросли в порівнянні з 2005 р. на 17,3 %, у 2007 р. порівняно з 2006 р. – на 40,9 % (табл. 1.15). Страхові премії щодо страхування наземного транспорту (крім залізничного) – відповідно на 82,8 % і 173,7 % [189].

В 2008 -2009 рр. ситуація на страховому ринку змінилася: мали місце зменшення обсягів страхування як транспортних засобів, так і життя, і фінансових ризиків. Так, обсяги надходжень страхових премій за 2009 рік зменшились у порівнянні з 2008 роком на 14,9 %. Вітчизняний страховий ринок має величезний потенціал розвитку. Нині в Україні застраховано лише близько 10 % ризиків, в той час як в країнах з розвинутою економікою цей показник дорівнює 90-95 % [141].

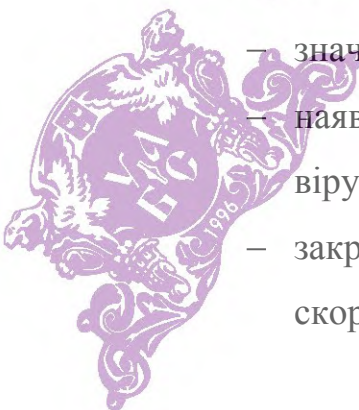
Таблиця 1.15

Динаміка зміни валових страхових премій в Україні за 2008 - 2009 рр.
в розрізі видів страхування [153]

Вид страхування	Страхова премія, млн. грн.		Темпи приросту страхових премій, %
	2008 р.	2009 р.	
Страхування життя	1095,5	827,3	- 24,5
Види страхування інші, ніж страхування життя:	22913,0	19614,7	- 14,4
добровільне особисте страхування	1451,2	1442,3	- 0,6
добровільне майнове страхування, у т. ч. страхування фінансових ризиків	18409,3 3705,5	14769,8 2488,4	- 19,8 - 32,8
добровільне страхування відповідальності	1018,8	1080,4	6
недержавне обов'язкове страхування, у т. ч. страхування цивільної відповідальності власників транспортних засобів	2016,0 1470,1	2314,7 1683,8	14,8 14,5
державне обов'язкове страхування	17,7	7,5	- 57,6
Разом	24008,5	20442,0	- 14,9

Серед найбільш значних сучасних проблем функціонування страхових компаній на вітчизняному інвестиційному ринку можна виділити:

- нестабільність в банківському секторі, що призвело до погіршення якості інвестиційного портфелю страхових компаній;
- значні затримки з виплатою страхових відшкодувань клієнтам;
- наявність на ринку недобросовісних компаній, що посилюють недовіру серед населення;
- закриття певних каналів продажу страхових продуктів внаслідок скорочення програм банківського кредитування;



- недостатність обігових коштів та зниження ліквідності;
- скорочення компаній, що займаються перестраховуванням;
- загострення конкуренції серед страхових компаній.

Водночас загострення ситуації на страховому ринку зумовлює нові горизонти для інвестиційного посередництва страхових компаній, а саме:

- впровадження нових інвестиційних страхових продуктів, які б відповідали сучасним умовам;
- запровадження механізму передачі страхового портфелю іншим страховим компаніям;
- встановлення міцних партнерських відносин із банками у сфері інвестування.

З метою реалізації стратегічних завдань покращення інвестиційного клімату в Україні, економіка потребує такі довгострокові грошові кошти, які залучаються саме пенсійними фондами. Розвиток пенсійної системи України є пріоритетним в діяльності Уряду, тому впровадження багаторівневої пенсійної системи має на меті поживати інвестиційну складову економіки України та покращити пенсійне забезпечення громадян. Внаслідок пенсійної реформи та переходу від солідарної до накопичувальної системи пенсійного забезпечення динамічно почали розвиватися **недержавні пенсійні фонди (НПФ)**.

Ухвалення в 2003 р. Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» призвело до активізації вкладення коштів до НПФ, які можуть залучати як кошти юридичних, так і фізичних осіб для їх накопичення, інвестування та подальшої виплати населенню пенсійних вкладів.

З часу прийняття Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» кількість НПФ зросла від 29 в 2004 р. до 101 станом на 1 червня 2008 року, а активи зросли з 46,1 млн. грн. в 2005 р. до 330 млн. грн. в 2008 р, а кількість фізичних і юридичних вкладників у НПФ становила 482 тис. осіб, пенсійні внески - 582,9 млн. грн. [146].



Кількість вкладників та учасників корпоративних НПФ на початок 2008 р. становила відповідно – 13183 і 1512 осіб, професійних НПФ – 21322 і 596, відкритих НПФ – 244182 і 40157 осіб, станом на 01.01.2009 р. кількість учасників НПФ відповідно до укладених контрактів становила 497066 осіб [140].

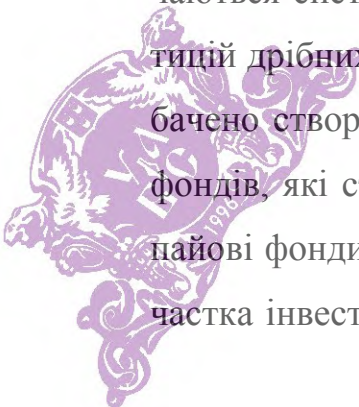
Незважаючи на розвиток недержавного пенсійного забезпечення в Україні, темпи поступають темпам багатьох країн світу, в тому числі і постсоціалістичним країнам.

Для активного розвитку системи добровільного пенсійного забезпечення потрібно, в першу чергу, поліпшувати матеріальний добробуту населення; скорочувати чисельність безробітних та збільшувати інвестиції в освіту й науку.

На початку 90-х років процеси роздержавлення та приватизації створили умови для створення **інвестиційних компаній та фондів**. В Україні інвестиційні фонди почали створюватися в 2003 р. після прийняття в 2001 р. Закону України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”. Інститути спільного інвестування є дієвим інструментом, який здатний нагромаджувати ресурси, забезпечувати їх обіг та спрямовувати на розвиток національної економіки.

До перспективних видів діяльності ІСІ потрібно віднести управління страховими резервами, а саме: укладання договору між страховими компаніями та КУА щодо управління страховими резервами; інвестування страхових резервів в акції корпоративних інвестиційних фондів. Іншими напрямками активів ІСІ є ринок нерухомості, а в перспективі також і ринок землі.

Структура та принципи функціонування інвестиційних фондів визначаються системою законодавства та формами організації колективних інвестицій дрібних інвесторів [18]. Так, в Україні у законодавчому порядку передбачено створення інститутів спільного інвестування у формі корпоративних фондів, які створюються як юридична особа та емітують акції, в той час як пайові фонди поєднують активи учасників без створення юридичної особи, а частка інвестора підтверджується інвестиційним сертифікатом. Обидва види



фондів залежно від порядку здійснення діяльності можуть бути відкритими (на вимогу інвестора здійснюють викуп цінних паперів), інтервальними (здійснюють викуп цінних паперів не рідше одного разу на рік) і закритими (зобов'язані викупити частку інвестора тільки в разі ліквідації). Крім того, інститути спільного інвестування поділяються на диверсифіковані (встановлені норми за напрямами інвестицій) та недиверсифіковані (співвідношення інвестицій за видами не регулюється). До недиверсифікованого фонду закритого типу відносяться венчурні фонди, що здійснюють виключно приватне розміщення цінних паперів (рис. 1.15).

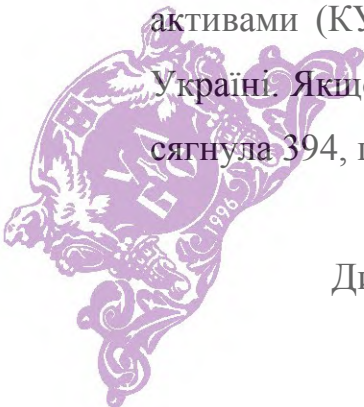


Рис. 1.15. Основні види інститутів спільного інвестування в Україні
(складено автором за матеріалами [69])

Управляють процесами спільного інвестування компанії з управління активами (КУА). За останні роки намітилась тенденція збільшення КУА в Україні. Якщо у 2003 році їх налічувалось 5, то станом на 1.07.08 їх кількість сягнула 394, що продемонстровано в таблиці 1.16.

Таблиця 1.16

Динаміка розвитку КУА та ІСІ в Україні за 2003-2010 рр. [4,5]



Кількість	Роки							
	01.01. 2003	01.01. 2004	01.01. 2005	01.01. 2006	01.01. 2007	01.01. 2008	01.01. 2009	01.01. 2010
КУА	5	29	88	159	228	334	409	380
ІСІ	6	32	105	284	519	577	888	985
Кількість ІСІ на одну КУА	1,2	1,1	1,6	1,8	2,3	2,5	3,0	3,16

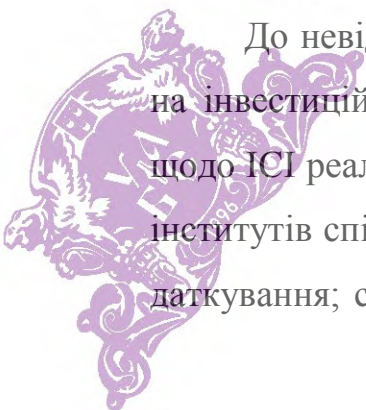
2007 р. став роком активності фондового ринку України. Український біржовий індекс (ПФТС) за цей період зріс на 135 % і втреті перевищив зростання у 2006 р.. Світова фінансова криза, що розпочалася в США в кінці 2007 р. вплинула і на фондовий ринок України, що уповільнило зростання індексу ПФТС, який знизився в 2008 році на 74,33 % [4]. Якщо ринок цінних паперів одержить імпульс для нового позитивного розвитку, ІСІ можуть стати конкурентами комерційних банків. Загальна вартість активів ІСІ в 2007 р. зросла на 137,85% і склала 40780,38 млн. грн. В 2008 р. цей показник зріс на 55,14% і склав 63265,05 млн. грн. Частка вартості активів ІСІ у ВВП у 2008 р. збільшилась на 14,44 % з 5,82 % до 6,66 %, у той час як частка коштів, залучених до банківської системи, у ВВП зменшилася з 39,92 % до 22,64%, що демонструє таблиця 1.17.

Таблиця 1.17

Динаміка зміни вартості активів ІСІ України в 2006-2009 рр. [4, 191]

	01.01.2007 р.		01.01.2008 р.		01.01.2009 р.		01.01.2010 р.	
	млн. грн.	частка у ВВВ	млн. грн.	частка у ВВП	млн. грн.	частка у ВВП	млн. грн.	частка у ВВП
Кошти, залучені банками	184234	33,86%	279738	39,92%	357768	22,64%	327996	35,86%
Активи ІСІ	17145	3,15%	40780	5,82%	63265	6,66%	82541	6,67%

До невідкладних проблем діяльності інститутів спільного інвестування на інвестиційному ринку України відносяться: відповідність законодавства щодо ІСІ реаліям інвестиційного ринку України; державна підтримка діючих інститутів спільного інвестування в сфері введення пільгової системи їх оподаткування; створення сприятливих умов для індивідуальних інвесторів для



участі в інвестиційних фондах; підвищення рівня кваліфікації учасників ринку.

Особливий сегмент ринку займають **кредитні спілки**. Кредитні спілки, які згідно з українським законодавством є неприбутковими організаціями, заснованими фізичними особами на кооперативних засадах з метою задоволення потреб їх членів у взаємному кредитуванні та наданні фінансових послуг за рахунок об'єднаних грошових внесків членів кредитної спілки, є найбільш поширеними за кількістю серед фінансових установ України. Станом на 30.06.10 у Державному реєстрі фінансових установ міститься інформація про 766 кредитних установ, серед яких - 700 кредитних спілок [138].

В період 2007 - 2008 рр. спостерігались високі темпи зростання основних показників діяльності кредитних спілок: кількість вкладників збільшилась на 29 %, кредитний портфель – на 28, загальні активи та сума вкладів – на 23, кількість членів спілок – на 19, капітал – на 18.

Фінансова криза вплинула на розвиток українських кредитних спілок. Суттєво погіршились результати діяльності кредитних спілок, стало спостерігатись уповільнення рівня ділової активності, зниження темпів приросту, відбулося падіння основних показників. В період з 30.09.2008 р. по 30.09.2009 р. кредитні спілки втратили майже 40 % свого капіталу, близько 30 % активів, позичальників і кредитного портфелю, 31 % вкладників і 25,7 % вкладів. Станом на 30.06.10 кількість членів кредитних спілок становила 1520,6 тис. осіб, з яких 336,7 тис. осіб або 22,1 % – члени КС, які мають діючі кредитні договори, та 70,6 тис. осіб (4,6 %) – члени спілок, які мають внески (вклади) на депозитних рахунках (табл. 1.18).

Таблиця 1.18

Динаміка зміни основних показників діяльності кредитних спілок в Україні в 2008-2010 рр. [138]

Показники	За I півріччя	Темпи приросту, %
-----------	---------------	-------------------



	2008	2009	2010	2008 / 2007	2009 / 2008
Кількість зареєстрованих кредитних спілок	806	821	700	1,9	-14,7
Кількість членів КС, тис. осіб	2526,6	2151,6	1520,6	-14,8	-29,3
Кількість членів КС, які мають внески на депозитних рахунках на кінець періоду, тис. осіб	169,0	124,0	70,6	-26,6	-43,1
Кількість членів КС, які мають заборгованість за кредитами, тис. осіб	645,9	446,2	336,7	-30,9	-24,5
Загальні активи, млн. грн.	6072,9	4618,1	2983,5	-24,0	-35,4
Кредити, надані членам КС (залишок на кінець періоду), млн. грн.	5376,0	4121,3	2743,2	-23,3	-33,4
Внески членів КС на депозитні рахунки (залишок на кінець періоду), млн. грн.	4011,0	3122,7	1662,3	-22,1	-46,8
Капітал, млн. грн.	1716,6	1149,6	954,4	-33,0	-17,0

З огляду на те, що об'єктом дослідження є діяльність посередників на інвестиційному ринку, це дає можливість виокремити серед фінансових компаній ті, що здійснюють свою діяльність саме в сегменті середньо - та довгострокового інвестування, а саме: лізингові компанії.

Визначимо специфіку діяльності лізингових компаній на інвестиційному ринку України.

Лізингова компанія забезпечує рух інвестиційних ресурсів від лізингоотримувача та спрямовує і перерозподіляє вільні грошові кошти між усіма учасниками процесу. В Радянському Союзі першими серед лізингового бізнесу були зовнішньоторговельні об'єднання: «Автоекспорт», «Машиноекспорт», «Трактороекспорт», але лізинг не набув широкого поширення.

В Україні до 1997 року лізингова діяльність здійснювалась відповідними положеннями Цивільного кодексу, Законом «Про оренду державного та комунального майна». Особливістю лізингових операцій до 1997 року було те, що лізингом займалися або банки, або бази постачання. У грудні 1997 року прийнято базовий Закон «Про лізинг». В Україні діяльність лізингових компаній регулюється Законом України «Про фінансовий лізинг».

На даний момент часу на інвестиційному ринку України працюють наступні лізингові компанії:



- лізингові компанії, які є філіалами міжнародних банків (лізинг є одним із фінансових продуктів групи) – ІНГ, Юні-кредіт Лізинг, Райффайзен-Лізинг Аваль, Ласка Лізинг (ParexBanka), Українська Лізингова Компанія (BNP Paribas), VAB Лізинг, Immorent (Erste) тощо;
- кептивні лізингові компанії імпортерів або виробників транспортних засобів (лізинг від виробників) – АІС Лізинг, Ілта Лізинг, Порше Лізинг Україна, Укравтолізинг;
- незалежні лізингові компанії (лізинг є формою послуг з фінансуванням та сервісним обслуговуванням) – Євро Лізинг, Перша Лізингова Компанія (ALD Automotive), ВІП-Рент (AVIS Україна) тощо [23].

Тим не менше, такий рівень проникнення лізингових компаній на інвестиційний ринок залишається досить низьким в порівнянні з більшістю промислово розвинутих країн.

В 2007 р. під час пожвавлення розвитку економіки України приріст лізингових компаній в річному вимірі склав 1,5% [139]. В 2008 р. інвестиційна діяльність лізингових компаній була доволі успішною, особливо в першій половині року що обумовлено підвищенням обізнаності про лізинг як метод фінансування для українських компаній, що прагнуть залучити довготермінові інвестиції, а також посиленням конкуренції між лізинговими компаніями. Проте наприкінці 2008 р. почався спад діяльності лізингових компаній на інвестиційному ринку України, породжений, головним чином, кредитною кризою. Так, швидке скорочення платоспроможного попиту у 2008 р. сприяло зменшенню лізингових активів на 6,9 млрд. грн. з загальним об'ємом нових продуктів в розмірі 9,98 млрд. грн. Разом з тим, в 2008 р. загальна кількість нових лізингових угод збільшилась до 9 766 одиниць (+



491), хоча середній об'єм лізингових операцій зменшився до 1.02 млн. грн. (-0.8 млн. грн. в порівнянні з 2007 р.), що демонструє рис. 1.16.



Рис. 1.16. Динаміка зміни обсягів лізингових операцій в Україні в 2007-2008 рр. [139]

Вартість чинних договорів фінансового лізингу станом на 31.12.2009 р. склала 27,2 млрд. грн., що продемонстровано на рис. 1.17.



Рис. 1.17. Динаміка зміни обсягів надання послуг фінансового лізингу в Україні в 2007-2009 рр. [139]



Протягом 2009 р. укладено договорів на суму 2,6 млрд. грн. загальною вартістю 6,2 млрд. грн. (табл. 1.19).

Таблиця 1.19

Динаміка зміни вартості та кількості договорів фінансового лізингу в Україні в 2007-2009 рр. [139]

Період, роки	Вартість договорів фінансового лізингу, млн.. грн..		Кількість договорів фінансового лізингу, од.	
	Юридичними особами	Фінансовими компаніями	Юридичними особами	Фінансовими компаніями
2007	16864,9	12,8	9275	18
2008	9078,2	10,6	9766	10
2009	2610,1	5,2	3088	4

Як видно, світова фінансова криза суттєво вплинула на розвиток діяльності лізингових компаній на інвестиційному ринку України. Значне зниження обсягів операцій обумовлено тим, що угоди фінансового лізингу носять довгостроковий характер, а виходячи з того, що кредитори почали уникати довгострокових угод, лізингові операції фактично випали зі сфери інтересів інвесторів. Деякі лізингові компанії на даний момент часу обмежені в фінансових ресурсах, тому не в змозі надавати інвестиційні послуги достатній кількості клієнтів.

В другій половині 2009 р. економіка країни почала поступово відновлюватись від наслідків світової фінансової кризи, що заклало початок відновленню кредитних програм, тому позитивні тенденції спостерігаються щодо інвестиційної діяльності лізингових компаній. Так, за січень - грудень 2009 р. зросла частка довгострокових договорів лізингу у порівнянні з 2008 р., а саме: вартість договорів фінансового лізингу строком до 2 років зменшилась на 50,1%; від 2 до 5 років цей показник зменшився на 17,9%; від 5 до 10 років збільшилась вартість на 19,4 %; а вартість договорів, строк яких більше 10 років, зросла на 21,7 % [139].

Розглянемо основні проблеми діяльності лізингових компаній на інвестиційному ринку України.

По-перше, на даний момент часу більшість лізингових компаній відчуває проблему залучення ресурсів для подальшого інвестування. Посилення конкуренції за джерела фінансування призводить до того, що кількість лізингових компаній скорочується, а на ринку лізингових послуг проявляються тенденції щодо консолідації через злиття та поглинання.

По-друге, загальноекономічна турбулентність інвестиційного середовища, неякісна оцінка фінансового стану позичальника та інші фактори обумовлюють загострення проблеми неплатежів, що вимагає покращення ризик-менеджменту інвестиційних операцій лізингових компаній.

По-третє, відсутність цільових державних лізингових програм суттєво стримує активність лізингових компаній на інвестиційному ринку в рамках програм середньо - та довгострокового соціально-економічного розвитку країни. Для збалансованого розвитку ринку лізингових послуг в Україні повинно синхронно діяти інструменти кредитування, податкової політики, державної підтримки.

Підводячи підсумок, зауважимо, що як показало проведене нами дослідження, найбільшого розвитку як інвестиційні посередники сьогодні в Україні набули саме банки. Цю тезу підтверджує той факт, що банківська діяльність в Україні є значно більш ефективною, структурованою і врегульованою, ніж діяльність інших посередників інвестиційного ринку. Крім того, в сукупності інвестиційних інструментів питома вага банківського кредиту є стабільно найвищою. Саме тому можна стверджувати, що вітчизняний інвестиційний ринок розвивається за банкоцентричною моделлю. Доведенню цієї тези і буде присвячений наступний підрозділ дисертаційної роботи.



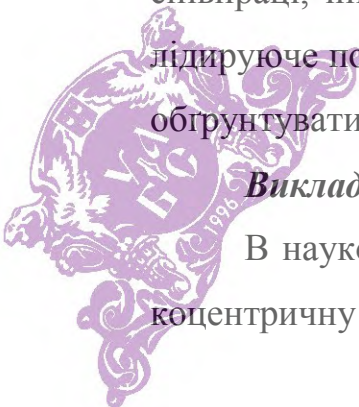
1.4. Обґрунтування банкоцентричної моделі інвестиційного ринку України

Однією з сучасних тенденцій розвитку фінансового ринку України є поглиблення тісної співпраці банків з небанківськими фінансовими установами та поява нових форм такої взаємодії. Зокрема, прихід в Україну потужного міжнародного фінансового капіталу сприяв формуванню нового виду посередників – фінансових конгломератів, які з 2008 р. здійснюють активну діяльність на вітчизняному фінансовому ринку. Натомість, як свідчать результати проведеного аналізу, вчені в більшій мірі досліджують переваги співпраці банків з небанківськими інститутами на ринку фінансових послуг, в той час як особливості та механізм взаємодії банків з фінансовими установами в сфері інвестування в науковій літературі досліджені лише поверхово. На сьогодні існує велика кількість невирішених теоретичних й організаційно-прикладних проблем, що стосуються осмислення необхідності, значення та принципів діяльності таких об'єднань на інвестиційному ринку.

В даній дисертаційній роботі ми ставимо перед собою мету обґрунтувати важливість тісної взаємовигідної співпраці банків з фінансовими установами саме в контексті здійснення ними спільної інвестиційної діяльності в межах створення інтеграційних об'єднань інвестиційної спрямованості. Реалізація вказаної мети вимагає попереднього обґрунтування, що в процесі інтеграції банків з фінансовими установами саме банки є потужним ланцюгом співпраці, ініціатором спільної інвестиційної діяльності, оскільки займають лідируюче положення на вітчизняному інвестиційному ринку. Для цього слід обґрунтувати банкоцентричність моделі вітчизняного інвестиційного ринку.

Викладемо авторську точку зору стосовно вирішення цього завдання.

В науковій літературі вирізняють дві моделі фінансового ринку – банкоцентричну (романо-німецька, континентальна) та модель «з широкою уча-

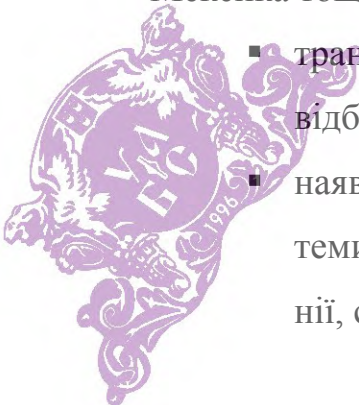


стю» (англосаксонська, англо-американська). В процесі проведеного дослідження нами було з'ясовано, що *банкоцентрична модель фінансового ринку* набула найбільшого поширення в країнах континентальної Європи (класичним прикладом її впровадження є Німеччина) та Японії. Для неї характерні наступні особливості:

- переважання ролі банків як основних фінансових посередників, які здійснюють трансформацію тимчасово вільних фінансових ресурсів економічних агентів від заощаджень до інвестицій з використанням інструментів кредиту;
- універсальний характер діяльності банків, тобто одночасне здійснення ними банківських (депозитно-кредитних й розрахункових) та інвестиційних операцій. Банки є основними покупцями облігацій та акцій підприємств, зазвичай володіють значними пакетами акцій здійснюють та контролюють торгівлю ними, домінують на ринках капіталу;
- наявність концентрованої банківської системи, коли значна частка фінансових ресурсів зосереджена в невеликій кількості великих банків;
- поширення більш консервативних комплексних фінансових продуктів на ринку;
- наявність жорсткого контролю за діяльністю банків [110, 201].

Модель «з широкою участю», в свою чергу, розповсюджена в таких країнах як: Сполучені Штати Америки, Великобританія, Канада, Австралія, Мексика тощо та характеризується наступними ознаками:

- трансформація тимчасово вільних фінансових ресурсів в основному відбувається за рахунок інструментів фондового ринку;
- наявність децентралізованої банківської системи та розвинутої системи фінансових установ небанківського типу (інвестиційні компанії, страхові компанії, взаємні фонди, пенсійні фонди та ін.);

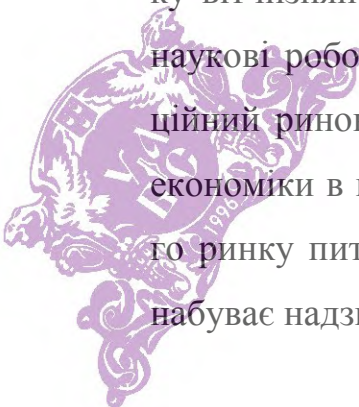


- існує поділ банків на комерційні, що здійснюють кредитно-депозитні й розрахункові операції та інвестиційні, діяльність яких пов'язана з операціями на ринку цінних паперів. Однак, в останні роки такий підхід переглядається та набуває поширення концепція універсалізації банківської системи;
- роль банків зводиться до діяльності в якості інвестиційних посередників, що обслуговують інфраструктуру;
- наявність широкого спектру інструментів фондового ринку;
- завдяки використанню нецільових фондових інструментів залучати ресурси мають змогу як функціонуючі, так і новостворені високоризикові компанії;
- наявність жорстких норм регулювання, високий рівень законодавчого захисту інтересів учасників ринку (особливо дрібних інвесторів) [110, 201].

Передумовою дослідження інтеграційних процесів на інвестиційному ринку та їх специфіки в Україні, має бути формалізація моделі, за якою він розвивається.

Як було доведено в попередніх підрозділах дисертаційної роботи, *інвестиційний ринок є сегментом фінансового ринку*, а тому логічно припустити, що *інвестиційний ринок продублює модель, за якою функціонує вітчизняний фінансовий ринок*. Саме це припущення і буде прийнято нами за робочу гіпотезу в подальшому дослідженні.

Нажаль, незважаючи на значну ступінь опрацювання проблеми розвитку вітчизняного фінансового ринку [98, 99, 137, 201], в літературі відсутні наукові роботи, в яких досліджується модель, за якою функціонує інвестиційний ринок України. Крім того, на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки в контексті розробки стратегії розвитку національного фінансового ринку питання визначення моделі функціонування інвестиційного ринку набуває надзвичайної актуальності.



Проведене нами дослідження дозволяє нам стверджувати, що не тільки фінансовий, але й *інвестиційний ринок України розвивається за банкоцентричною моделлю.*

Наведемо аргументи, які були використані нами для підтвердження цієї гіпотези:

1. Ключову роль у трансформації тимчасово вільних інвестиційних ресурсів у капітал на вітчизняному інвестиційному ринку відіграє банківська система, яка перетворює заощадження економічних агентів у інвестиції з допомогою кредитного механізму. Цей факт підтверджують дані рис. 1.18 і 1.19, на яких подана динаміка загального обсягу наданих вітчизняними банками кредитів й залучених депозитів за 2000-2009 рр. та обсягу наданих довгострокових/середньострокових кредитів й залучених депозитів за 2005-2009 рр., а також дані рис. 1.20., на якому наведено структуру основних джерел фінансування суб'єктів господарювання на 01.01.2010 р. Як видно з рис. 1.18, за досліджуваний період обсяг кредитів, наданих банками, зріс практично в 37 разів та на 01.01.2010 р. вказана величина склала 723,295 млрд. грн. При дослідженні специфіки функціонування не всього фінансового ринку, а лише його окремого сегменту – *інвестиційного ринку, релевантною, скоріш за все, є інформація стосовно довго - та середньострокових кредитів*, оскільки саме строковість вкладень традиційно розмежовує інвестиційну діяльність від операційної.





Рис. 1.18. Динаміка обсягів наданих банками України кредитів та залучених депозитів за 2000-2009 рр.[31]



Рис. 1.19. Динаміка обсягів наданих банками України довгострокових /середньострокових кредитів та залучених депозитів за 2005-2009 рр.[31]

Як свідчать дані рис. 1.19, динаміка довгострокових кредитів/депозитів дублює загальноринкові тенденції. Зокрема, за досліджуваний період обсяг наданих банками довгострокових/середньострокових кредитів зріс практично в 9 разів, склавши на кінець 2008 р. 5 876 млн. грн., а обсяг залучених депозитів строком більше 1 року за період 2005-2008 рр. підвищився в 3,2 рази. Однак, слід зауважити, що зростання довгострокових депозитів відбувалося

більш високими темпами в порівнянні з загальною величиною депозитів по банківській системі.

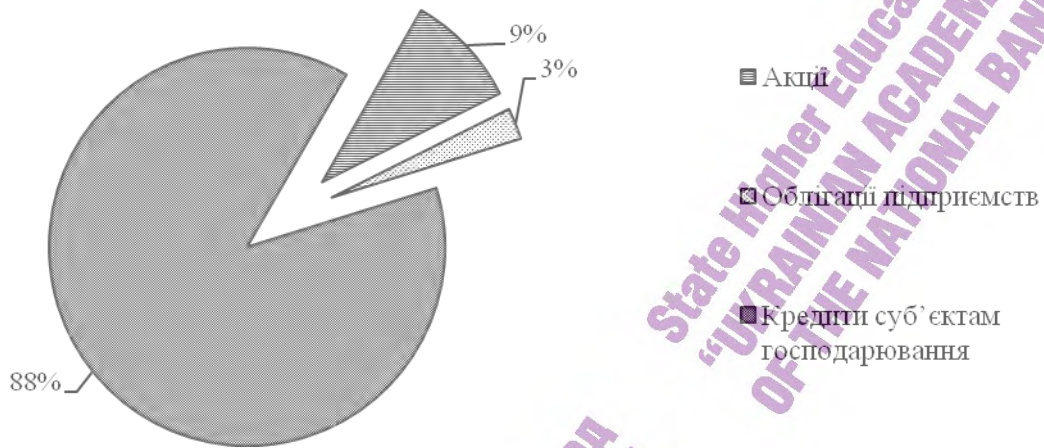


Рис. 1.20. Структура основних джерел фінансування суб'єктів господарювання України станом на 01.01.2010 р. [31, 82]

2. Банківська система України є кредитоорієнтованою, про що свідчить *структура кредитно-інвестиційного портфеля вітчизняних банків*, представлена на рис. 1.21. Зокрема, як свідчать наведені дані, частка кредитів фізичним та юридичним особам в кредитно-інвестиційному портфелі банків на 01.01.2010 р. склала 88,55%.

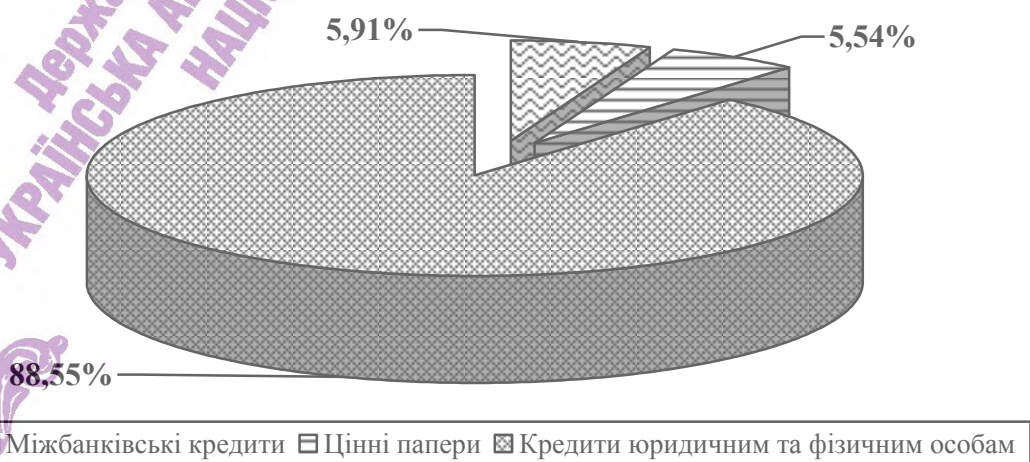


Рис. 1.21. Структура кредитно-інвестиційного портфеля банків України станом на 01.01.2010 р., % [181]

Основні обсяги операцій на кредитному ринку обумовлені активністю саме банківських установ. Так, упродовж 2005-2007 рр. статутний капітал комерційних банків щороку зростав на 55%, обсяги залучених кредитних ресурсів – на 50%, кредитний портфель – на 69 % [189].

На рис. 1.22 представлено співвідношення ресурсного потенціалу комерційних банків і обсягів наданих ними кредитів в економіку України.

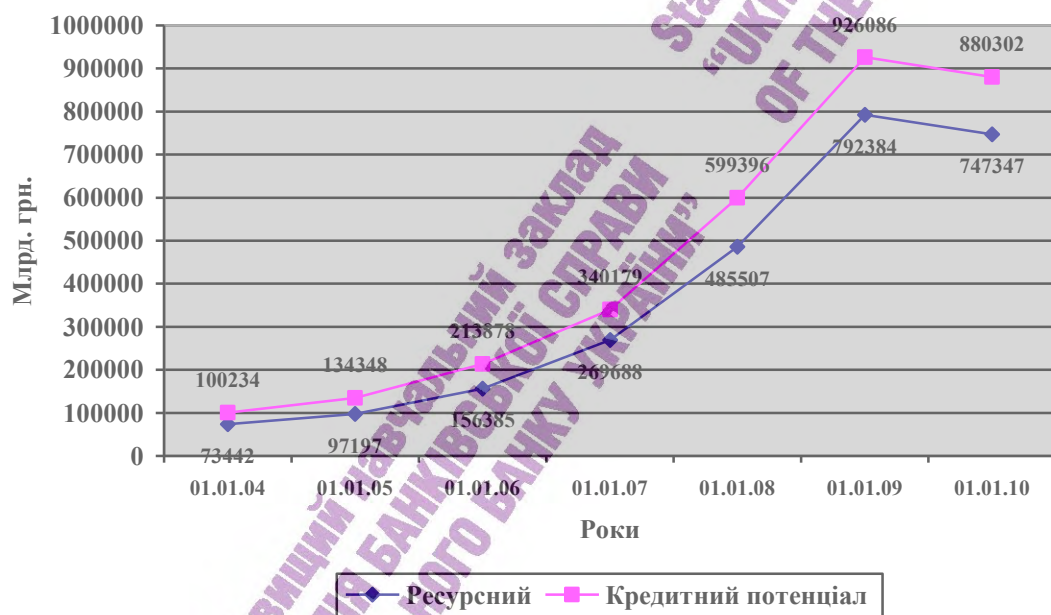


Рис. 1.22. Динаміка зміни співвідношення ресурсного потенціалу і кредитних вкладень комерційних банків України в 2004-2010 рр. [136, 189]

Отже, до 2006 р. розрив між ресурсним потенціалом банків і обсягами кредитування був мінімальним.

Однак вже в першому півріччі 2008 р. ресурсний капітал банків складав 376,2 млрд. грн., а кредитні вкладення – 518,1 млрд. грн., тобто обсяги кредитування перевищували в 1,4 рази ресурсні можливості банків.

Протягом жовтня-листопада 2008 р. ситуація в банківській сфері загострилася і банки відчули проблеми щодо збільшення власного ресурсного потенціалу.

Доки на світових фінансових ринках було досить інвестиційних ресурсів, проблем з кредитуванням економіки в банківській сфері не було.

Восени 2008 р. вітчизняні банки фактично припинили виконувати функцію основних постачальників ресурсів в економіку.

На даний момент часу окремі комерційні банки мінімізували свою кредитну діяльність, що відразу позначилось на темпах розвитку інвестиційного ринку та реального сектору економіки.

Як наслідок, на початку 2009 р. декілька комерційних банків були не в змозі розраховуватися по своїм зобов'язанням.

Для поповнення капіталу держава виступила головним інвестором, почавши процес рекапіталізації, що демонструє таблиця 1.20:

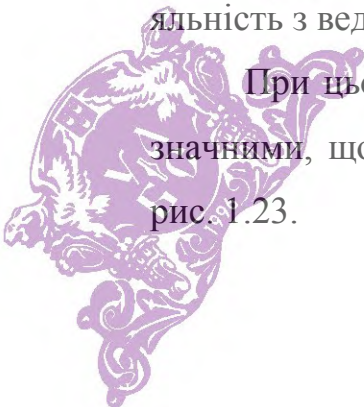
Таблиця 1.20

Частки участі держави в капіталі окремих комерційних банків України [125]

Комерційний банк	Частка участі держави в капіталі	
	%	млрд. грн.
Укргазбанк	81,58	3,1
Родовід Банк	99,97	2,81
Київ	99,93	3,56

На інвестиційному ринку банківські установи займаються емісійною (випуск власних цінних паперів), інвестиційною (вкладення власних та залучених фінансових ресурсів у фондові активи шляхом придбання відповідних цінних паперів), посередницькою діяльністю (торгівля цінними паперами, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами), діяльністю як інфраструктурного учасника ринку цінних паперів (депозитарна діяльність, діяльність з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів).

При цьому масштаби такої діяльності банків на цьому ринку є досить значними, що підтверджують дані табл. 1.22, табл. А.1 додатку А, а також рис. 1.23.



Як свідчать дані табл. 1.21, банки-емітенти поступово зміцнюють власні позиції на інвестиційному ринку: їх частка в загальному обсязі емісій цінних паперів змінилася з 4,44% в 2001 р. до 18,43% в 2008 р. та 7,99% в 2009 р.

Таблиця 1.21

Динаміка характеристик участі банківських установ України у функціонуванні інвестиційного ринку в якості емітентів в 2001-2009 рр. [82]

Показники	Роки								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Загальний обсяг зареєстрованих емісій цінних паперів, млн. грн.	22 670	17 090	23 621,9	39033,77	88074,82	104444,86	135 250,0	153050,0	162680
Обсяг цінних паперів, емітованих банками (акцій та облігацій), млн. грн.	1 007,44	1 305,78	1 668,18	3 020,38	10664,73	15994,00	24930,07	32785,94	60760
Питома вага банків-емітентів на інвестиційному ринку, %	4,44	7,64	7,06	7,74	12,11	15,31	18,43	21,42	37,35

Крім того, як видно з даних рис. 1.23, банки приймають активну участь в торгівлі цінними паперами – саме банківські установи за період з 2003 по 2006 рр. здійснювали суттєву частку торговельних операцій з цінними паперами в сумарному обсязі торгів. Вони почали залучати інвестиційні ресурси на ринку корпоративних облігацій. В 2004 р. було випущено облігацій на суму 0,2 млрд. грн., в 2007 році – 18,9 млрд. грн., в 2008 році – 7,1 млрд. грн., а в 2009 році не було зареєстровано жодного випуску облігацій банківськими установами [82].



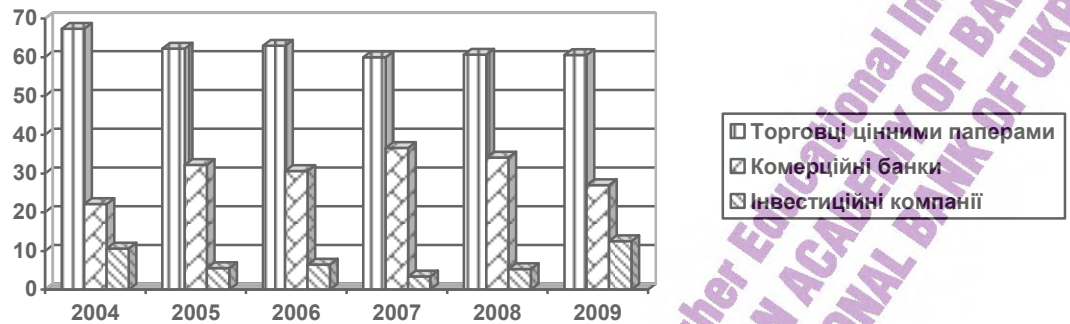


Рис. 1.23. Динаміка зміни питомої ваги суб'єктів ринку цінних паперів України у загальному обсязі торгів в 2004-2009 рр., % [135]

3. Аналіз співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ, результати якого наведено в табл. 1.22, підтверджує той факт, що саме банки виконують роль основного інвестиційного посередника. Як видно з цих даних, активи банків в 2004 р. перевищували активи небанківських фінансових установ приблизно в 6,5 разів, натомість в 2007 р. таке перевищення склало приблизно 13 разів, в 2008 р. досягло 20 разів, в 2009 р. – знизилося до майже 16 разів.

Таблиця 1.22

Динаміка зміни співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ України в 2004-2009 рр. [82, 153]

Показники	Рік					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ	4,93	5,23	6,90	7,33	8,01	6,60

Досліджуючи структуру активів інвестиційних посередників України за 2005-2009 рр., що представлена в табл. 1.23, можна відмітити, що найбільша питома вага в сумарному обсязі активів припадає на банки: зокрема, на 01.01.2010 р. вказана величина склала 94,3%. Крім того, слід відмітити, що частка активів банків в загальній величині активів інвестиційних посередни-

ків кожного року поступово збільшується: за період з 2005 р. по 2009 р. даний показник підвищився з 90% до 94,3%.

До того ж слід зауважити, що банкоцентричність інвестиційного ринку України пояснюється також недостатнім розвитком вітчизняного фондового ринку, що обумовлено наступними причинами [110]:

- для формування ефективного фондового ринку потрібен час, тоді як банківські установи в Україні функціонують давно та продовжують активно розвиватися;
- з огляду на низький рівень доходів на душу населення, що характерно для вітчизняної економіки, домогосподарства віддають перевагу менш ризиковим активам, наприклад, банківським вкладам або взагалі тримають заощадження в готівковій формі чи у вигляді ліквідних банківських депозитів;
- в Україні має місце переважання крупних власників в структурі корпоративної власності, які не зацікавлені в акціонуванні й розмиванні своєї частки в капіталі підприємства та більш схильні залучати фінансові ресурси у вигляді банківських кредитів.

Таблиця 1.23

Динаміка зміни вартісних та відносних характеристик активів окремих інвестиційних посередників України в сумарному обсязі їх активів за 2005-2009 рр. [143, 153]

Інвестиційні посередники	Роки									
	2005		2006		2007		2008		2009	
	Величина активів, млн. грн.	Питома вага, %	Величина активів, млн. грн.	Питома вага, %	Величина активів, млн. грн.	Питома вага, %	Величина активів, млн. грн.	Питома вага, %	Величина активів, млн. грн.	Питома вага, %
Банки	223 024	90,00	353 086	91,64	561 133	93,19	892 546	94,23	880 302	94,3
Страхові компанії	20 920	8,44	23 995	6,23	32 213	5,35	41 930,5	4,43	41970	4,5
Недержавні пенсійні фонди	46	0,02	137	0,04	281	0,05	612	0,01	857,9	0,09

Кредитні спілки	1 940	0,78	3 241	0,84	5 261	0,87	6 064,9	0,68	6 480	0,69
Фінансові компанії	1 871	0,76	4 825	1,25	3 274	0,54	6 011,8	0,67	3 890,6	0,42
Загальна сума активів	247 801	100	385 284	100	602 162	100	947165,2	100	933500,5	100

Враховуючи всі наведені вище аргументи, можна вважати гіпотезу про банкоцентричність інвестиційного ринку України підтвердженою.

Від розвитку інвестиційного ринку залежить ступень розвитку позитивних структурних перетворень та визначення напрямків економіки країни в цілому.

Для України досить важливо знайти оптимальну структуру для формування інвестиційного капіталу та для аналізу можливих механізмів залучення інвестиційних ресурсів в сучасних умовах.

Для аналізу інвестиційного ринку першочергове значення мають джерела формування інвестиційних ресурсів. Їх динаміка на протязі 2000-2009 рр. продемонстрована в таблиці 1.24, з якої видно, що у 2000 р. головним джерелом інвестиційних ресурсів були власні кошти підприємства.

Таблиця 1.24

Динаміка зміни інвестицій в основний капітал за джерелами фінансування в Україні в 2000-2009 рр. [88]

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
млн. грн.										
Всього	23629	32573	37178	51011	75714	93096	125254	188486	233081	151776,8
у тому числі за рахунок										
Коштів державного бюджету	1210	1749	1863	3570	7945	5077	6846	10458	11576	6686,7
Коштів місцевих бюджетів	975	1332	1365	2095	3544	3915	5446	7324	9918,2	4161,2
власних коштів підприємств та організацій	16198	21770	24470	31306	46685	53424	72337	106520	132138	96019
Коштів іноземних інвесторів	1400	1413	2068	2807	2695	4688	4583	6660	7591,4	6859,3
Коштів інвестиційних фондів									5675,5	2608,4
коштів населення на будівництво власних квартир	...	...	...	...	...	...	7019	9879	9495,2	4791,7
коштів населення на індивідуа-	1176	1415	1573	1822	2577	3091	5110	8549	11589	5502,3

льне житлове будівництво										
кредитів банків та інших позик	391	1400	1985	4196	5735	13740	19406	31182	40450,9	21581,3
інших джерел фінансування	2279	3494	3854	5215	6533	9161	4507	7914	4646,8	3566,9
Всього% до загального обсягу	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
у тому числі за рахунок										
Коштів державного бюджету	5,1	5,4	5,0	7,0	10,5	5,5	5,5	5,6	4,97	4,41
Коштів місцевих бюджетів	4,1	4,1	3,7	4,1	4,7	4,2	4,3	3,9	4,26	2,74
власних коштів підприємств та організацій	68,6	66,8	65,8	61,4	61,7	57,4	57,8	56,5	56,7	63,3
Коштів іноземних інвесторів	5,9	4,3	5,6	5,5	3,6	5,0	3,7	3,5	3,3	4,5
Коштів інвестиційних фондів									2,4	1,7
Коштів населення на будівництво власних квартир ¹	...	...	...	...	...	...	5,6	5,2	4,1	3,2
коштів населення на індивідуальне житлове будівництво	5,0	4,4	4,2	3,6	3,4	3,3	4,1	4,5	4,97	3,6
кредитів банків та інших позик	1,7	4,3	5,3	8,2	7,6	14,8	15,5	16,6	17,35	14,22
інших джерел фінансування	9,6	10,7	10,4	10,2	8,5	9,8	3,5	4,2	1,99	2,35

Протягом 2000-2009 рр. спостерігається тенденція до зменшення залучення власних коштів та до збільшення питомої ваги кредитних ресурсів банків та різних позик з 1,7 % у 2000 р. до 14,22 % у 2009 р.

Отже, важливим джерелом інвестиційних ресурсів для України на даному етапі є акумульовані вільні кошти банківських та небанківських кредитних установ.

Станом на 01.01.2010 банківські активи становлять 880 млрд. грн., на 01.01.09 – 926 млрд. грн., на 1.01.2008 р. – 599 млрд. грн., а власний капітал відповідно становив 115 млрд. грн., 119 млрд. грн. та 69 млрд. грн.

Тобто за останні роки темпи нарощування активів було значно вищими, ніж темпи нарощування капіталу.

На початку 2009 р. така ситуація призвела до безпрецедентного зниження ліквідності в банківській системі.

Наступним важливим джерелом формування інвестиційних ресурсів є заощадження населення. Аналіз взаємодії між заощадженнями та інвестиціями в Україні [10, 97] дозволяє зробити висновки, що в Україні ефект інвестиційного мультиплікатора та інвестиційного акселератора почав діяти з 1996 р. Після виходу економіки з інфляційної ями вперше спостерігалась тенден-



ція до перевищення темпів зростання частки заощаджень над темпами приросту частки споживчих витрат у чистих грошових доходах населення. Такі позитивні зрушення після 1996 р. стали поштовхом для створення організованого інвестиційного ринку в країні, та як результат - зростання ВВП в 2000-2007 рр.

Проаналізуємо показник ВВП як один із показників результатів функціонування національної економіки за певний проміжок часу (рис. 1.24). Як свідчить аналіз динаміки показників, представлених на рис. 1.24, їх значення були доволі низькими в 2005 р., на що суттєво вплинула політична нестабільність в країні. У 2006 р. показники розвитку економіки в цілому поживались і порівняно з 2005 роком темп зростання обсягу ВВП збільшився на 4,4 %. Найнижчі показники зростання реального ВВП Україна мала в 2008 р. (2,1%), в 2009 р. – 15,9 % тоді як в 2007 р. цей показник дорівнював 7,6%. За цей період економіка зростала із середнім темпом 7,5% на рік, при цьому кращим був 2004 р. з 12,1%. У листопаді 2008 р. зафіксовано значне уповільнення темпів інвестиційних процесів, в наслідок чого ВВП знизився по відношенню до листопада 2007 р. на 14,4%, що призвело до уповільнення темпів зростання. Економічна ситуація в Україні протягом 2000-2009 рр. не може розглядатися як стабільна, оскільки відзначаються досить суттєві коливання в показниках темпів зростання обсягу реального ВВП, темпів зростання обсягу промислового виробництва та інвестицій в основний капітал.

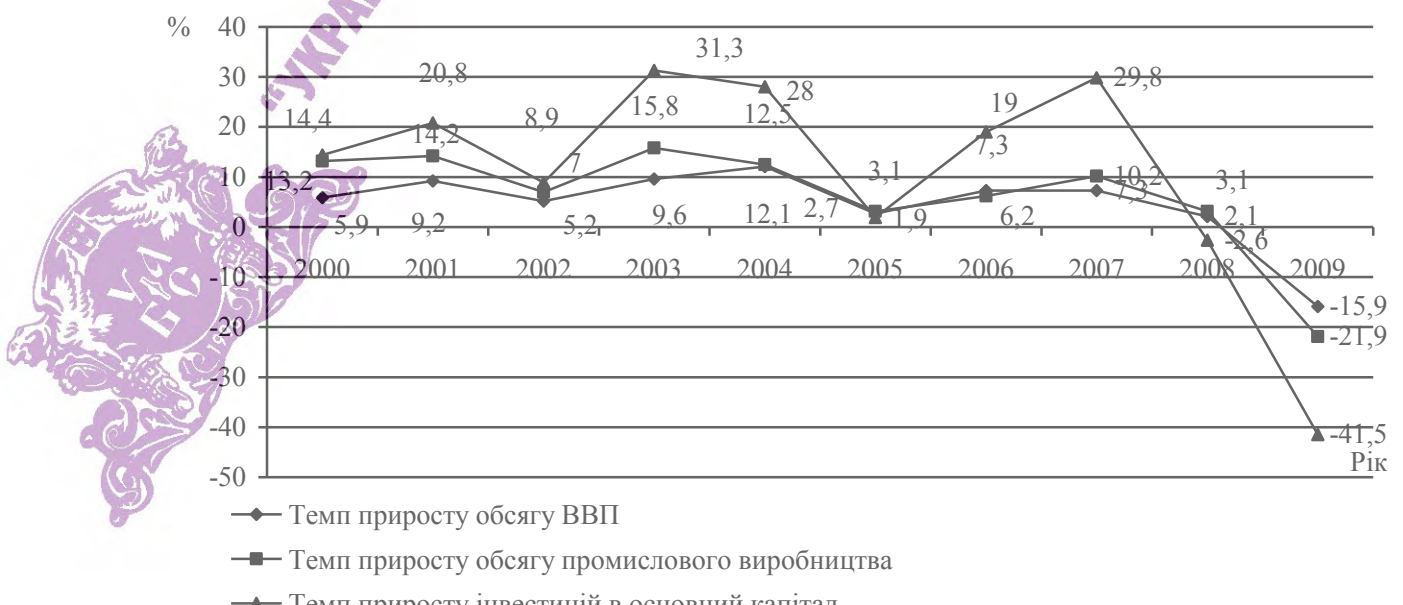


Рис. 1.24. Темпи приросту обсягів ВВП, промислового виробництва та інвестицій в основний капітал в Україні за 2000-2009 рр. [88]

Стосовно прямих іноземних інвестицій, слід зазначити, що в цілому за підсумками 2008 р. приріст сукупного обсягу іноземного капіталу в економіці країн, склав 6,181 млрд. дол., що на 22,1% нижче за рівень попереднього року. Одночасно в 2008 р. нерезиденти вилучили капітал на суму 0,845 млрд. дол., що на 28,3% менше, ніж роком раніше. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, включаючи позиковий капітал, на 1 січня 2008 р. складав 40,957 млрд. дол. На початок 2009 р. в економіку України іноземними інвесторами вкладено прямих інвестицій на суму 35723,4 млн. дол. США, що складає 774 дол. на людину [89].

За останні роки інтерес до українського банківського ринку залишається для іноземних інвесторів майже постійним внаслідок цілого ряду причин, зокрема: низького рівня проникнення на ринок банківських послуг, наявності перспектив активного розвитку, значної пропозиції щодо вибору українських банків. Після консолідації деякі банки укріпили свої позиції. Головне, що банки із іноземним капіталом виконують свої зобов'язання та продовжують діяльність після кризи 2008-2009 рр.

Процеси консолідації в банківському секторі мають ряд переваг:

- економія на масштабах;
- завоювання більш вигідних позицій на ринку;
- підвищення рівня мінімального капіталу банку;
- покращення іміджу;



- розширення сегменту банківських послуг;
- нові методи управління;
- вищий кваліфікаційний рівень персоналу;
- збільшення чистого прибутку і вартості банку.

НБУ також ставить за мету стимулювати процеси злиття за рахунок спрощення і здешевлення самої процедури поглинання через відповідні нормативно-правові умови. Отже, на інвестиційному ринку також можна спрогнозувати поживлення процесів консолідації.

Банкоцентричність інвестиційного ринку доводить, що до сучасних проблем розвитку вітчизняного інвестиційного ринку можна віднести проблеми, що пов'язані, в першу чергу, з банківським сектором, а саме:

- недостатня капіталізація банківського сектору;
- погіршення показників ліквідності за 2008-2009 рр.;
- дефіцит довгострокових ресурсів в банківській системі;
- слабо розвинена мережу небанківських інвестиційних посередників;
- зниження платоспроможності населення.
- відсутність постійної взаємодії між усіма учасниками інвестиційного ринку;
- недовіру покупців та продавців до посередників, що діють на ринку;
- непрозорість участі посередників щодо розподілу інвестиційних ресурсів;
- недосконалість законодавчих норм щодо організації інвестиційного ринку тощо;
- недостатність розвитку ринку цінних паперів (через низький рівень акціонерної культури в країні, незахищеність і недотриманням прав акціонерів та невеликою часткою акцій в вільному обігу).

Наслідком визначених вище проблем є неефективна інституціональна структура та відсутність організованого інвестиційного ринку, що на даному



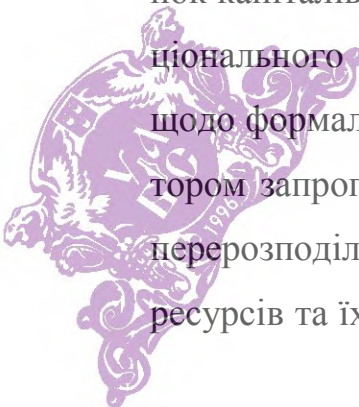
етапі призвело до стагнації процесів інвестування в українську економіку та екстенсивного розвитку інвестиційного ринку.

В основі позитивного зрушення показників за останні роки було зростання інвестицій в основний капітал, високі темпи зростання реальних наявних доходів населення та поліпшення кон'юнктури на зовнішніх ринках. Для покращення економічної ситуації в державі необхідно підтримувати іноземних інвесторів, спонукати населення до формування інвестиційних ресурсів, забезпечити стабільність національної грошової одиниці та підтримати банківські установи для покращення їх ліквідних позицій.

До сучасних тенденцій розвитку інвестиційного ринку за банкоцентричною моделлю можна віднести зміни в банківському секторі, що пов'язані з необхідністю об'єднання малих банків, зростання кількості банківських поглинань, посилення конкуренції з боку транснаціональних банків, процеси тісної співпраці банківських та небанківських установ.

Висновки до першого розділу

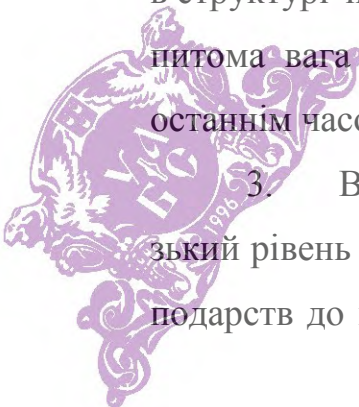
1. У процесі аналізу та узагальнення теоретичних напрацювань щодо місця інвестиційного ринку в системі економічних відносин виявлено відсутність в економічній літературі усталеного розуміння його сутності (окремі дослідники оперують не поняттям "інвестиційний ринок", а дефініціями "ринок капіталів", "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 розрізаних 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.

2. 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% – облігації. 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.

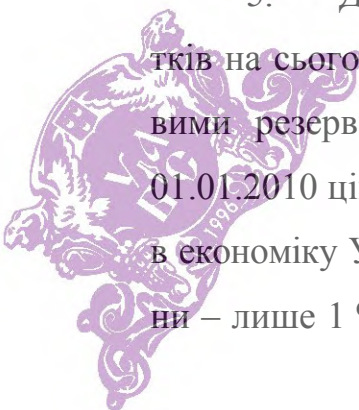
3. Враховуючи нерозвиненість вітчизняного фондового ринку, низький рівень доходів на душу населення (що обумовлює схильність домогосподарств до вкладання коштів в значно менш ризикові банківські депозити,



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.

4. Дослідження еволюції теорії інвестиційного посередництва дозволило стверджувати, що наукова думка щодо типізації інвестиційних посередників за їх місцем в обмінно-перерозподільчих процесах не є однозначною. 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 (ІСІ), лізингових компаній, кредитних спілок та інших з позиції саме інвестиційного, а не фінансового посередництва.

5. 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 ін-



вестиційного 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 укласти довгострокові угоди.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [165, 168, 174, 175, 176, 177].

РОЗДІЛ 2

РОЗВИТОК НАПРЯМКІВ, ОРГАНІЗАЦІЙНИХ ФОРМ ТА ІНСТИТУЦІЙНИХ УМОВ УЧАСТІ БАНКІВ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСАХ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Обґрунтування переваг та формалізація напрямків створення інтеграційних об'єднань за участю банків на інвестиційному ринку України



В даному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою завдання довести неправомірність обмеження мотивів інтеграції банків з іншими фінансовими посередниками лише потребами оптимізації поточної діяльності та комплексного обслуговування клієнтів, а також обґрунтувати наявність цілого ряду переваг від такої інтеграції саме в сфері інвестування.

Формалізуємо можливі напрямки взаємодії банків з небанківськими фінансовими установами, не концентруючи увагу на їх об'єднанні навколо надання комплексу різноманітних фінансових послуг клієнтам та визначимо переваги їх співпраці в сфері інвестування.

Безумовно, провідну роль в інвестиційному посередницькому процесі в Україні відіграють банківські установи, але останніми роками відбувається стрімке зростання кількості інвесторів небанківського типу, провідне місце серед яких займають *страхові компанії* [17]. Конкуруючи з приводу залучення інвестиційних процесів, банки і страхові компанії в той же час, мають взаємодіяти між собою, що забезпечує більш ефективне використання інвестиційних ресурсів.

Відповідно до вітчизняного законодавства, страхові компанії мають право інвестувати тимчасові вільні грошові кошти, причому, як свідчить статистика, провідні позиції серед дозволених активів українських страховиків займають:

- акції, облігації, іпотечні сертифікати;
- права вимоги до перестраховиків;
- грошові кошти на розрахункових рахунках банків;
- банківські депозити.

З метою диверсифікації ризиків банки мають залучати до співробітництва страхові компанії, тим більше, що останні вважають саме банківське страхування найбільш значним каналом акумуляції грошових коштів.

Сьогодні в Україні для того, щоб страхова компанія мала право працювати з клієнтами комерційних банків, вона має пройти декілька етапів. Спо-



чатку страхова компанія повинна здійснити комплекс заходів, спрямований на те, щоб бути відповідним чином представленою на ринку; потім – пройти відповідні процедури ризик-менеджменту; і тільки після цього вона отримує шанс бути акредитованою компанією. На основі договору між страховою компанією і банківською установою сплачуються комісійні платежі банку, який виступає свого роду агентом по продажу страхових продуктів.

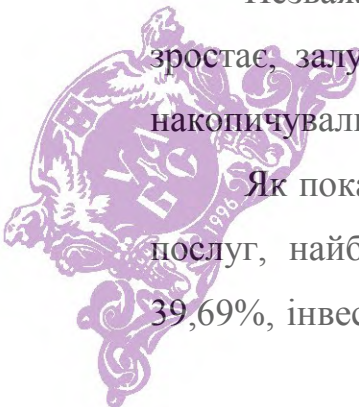
Сьогодні українські страхові компанії надають обмежений обсяг страхових послуг порівняно зі страховиками промислово розвинених країн. Наприклад, тільки деякі страховики займаються страхуванням життя, оскільки саме цей вид страхування передбачає залучення довгострокових інвестиційних ресурсів, тому деякі банки і страхові компанії взаємодіють в цьому напрямку. Банківські установи надають кредити на 5-8 років, а страхові компанії страхують ризики клієнтів на більш тривалий час [15].

На нашу думку, банки можуть бути зацікавленими в інвестиційній інтеграції зі страховими компаніями, коли страховики можуть не тільки покрити частину ризиків при кредитуванні, а й погоджуються розміщувати вільні грошові кошти на розрахункових рахунках та депозитах.

Слід визнати доцільним для страхових компаній користуватися послугами банківських установ при придбанні акцій, облігацій тощо, але, на жаль, в сучасних умовах розвитку фінансового посередництва в Україні із-за низької ліквідності цінних паперів та нестабільності розвитку вітчизняного фондового ринку, страхові компанії змушені використовувати банківські установи як інструменти збереження своїх грошових ресурсів.

Незважаючи на те, що обсяг страхового ринку України із року в рік зростає, залучені грошові ресурси українських страхових компаній мають накопичувальний характер і осідають, в основному, на банківських рахунках.

Як показують дані Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг, найбільшу частку коштів страхових компаній в 2007 р., а саме 39,69%, інвестовано в банки (депозити – 31,93%, банківські метали – 0,37%,



поточні рахунки в банках – 7,39%) (табл. 2.1). В 2008 р. вказаний показник дещо підвищився і становив 37,8% загальної величини страхових резервів. Слід зауважити, що вказана цифра не є остаточною, адже значна частина акцій та облігацій, в які вкладено кошти страховими компаніями, належать банківським установам.

Таблиця 2.1

Динаміка зміни структури інвестування страхових компаній України
в 2007-2008 рр. [153]

Страхові резерви	Загальна сума сформованих страхових резервів			
	2007 р.		2008 р.	
	обсяг, млн. грн.	питома вага, %	обсяг, млн. грн.	питома вага, %
Всього	19 330,3	100,0	23 904,9	100,0
В тому числі за напрямками інвестування:				
– кошти на поточних рахунках в банках	1 429,74	7,39	1 937,5	8,1
– банківські вклади (депозити)	6 171,5	31,93	6 963,7	29,1
– банківські метали	72,5	0,37	150,9	0,6
– нерухоме майно	1 157,6	5,99	1 877,8	7,9
– акції	7 078,7	36,62	8 177,0	34,21
– облігації	517,8	2,68	825,8	3,45
– цінні папери, що емітовані державою	210,2	1,09	387,8	1,62
– права вимоги до перестраховиків	2 582,7	13,36	3 498,9	14,6
– інші категорії активів відповідно до законодавства	109,9	0,57	85,5	0,42

Підкреслимо, що з метою подальшої взаємодії банківських та страхових установ в інвестиційному просторі доцільним слід визнати більш тісною організацію проникнення страхових компаній в банківські групи.

Традиційно науковці та практики вбачають переваги банківсько-страхової інтеграції в наступних сферах:

- розрахунково-касового обслуговування (страхові компанії відкривають рахунки в банках та користуються їх послугами з розрахунково-касового обслуговування);



- *спільної діяльності з надання комплексних послуг клієнтам* (разом з банками страхові компанії надають комплексні послуги клієнтам (страхові та послуги з банківського обслуговування) [100].

В даному дисертаційному дослідженні ми наголошуємо на тому, що взаємодія банків та страхових компаній можлива не тільки за вищезазначеними напрямками, а також за цілим рядом напрямків і в сфері інвестування.

Перевагами для страхових компаній від банківсько-страхової інвестиційної інтеграції, на нашу думку, можна вважати отримання ними можливості:

- розміщувати власні фінансові ресурси на депозити в банках або інвестування в корпоративні цінні папери, емітентами яких виступають банки;
- користуватися консалтингово-супроводжувальними послугами банків при придбанні акцій, облігацій.

Перевагами для банків від банківсько-страхової інвестиційної інтеграції пропонується вважати наступні:

- можливість отримання довгострокових фінансових ресурсів від страхових компаній, особливо від компаній, що спеціалізуються на страхуванні життя;
- можливість користуватися послугами страхових компаній щодо страхування специфічних інвестиційних ризиків (власних та на замовлення клієнтів);
- надання комплексних послуг клієнтам з інвестиційного банкінгу.

На рис. 2.1. схематично зображено авторське бачення напрямків та форм інвестиційної інтеграції банків та страхових компаній.

Напрямки банківсько-страхової інтеграції в сфері інвестування

1. *Можливість отримання від страхової компанії інвестиційних ресурсів.*
2. *Можливість користуватися послугами щодо*

Форми банківсько-страхової інтеграції в сфері інвестування

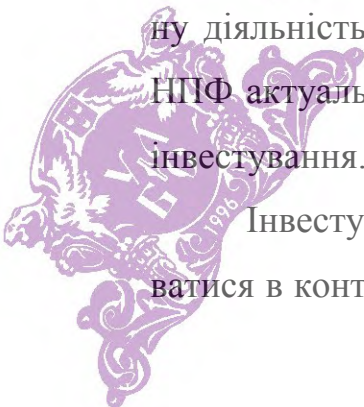
взаємне
інвестування

Рис. 2.1. Напрямки та форми взаємодії банків та страхових компаній в сфері інвестування (розроблено автором)

Визначимо найбільш перспективні для України напрямки взаємодії банків з недержавними пенсійними фондами (НПФ) на інвестиційному ринку.

На нашу думку, розвиток НПФ набуває вагомого значення для активізації інвестиційного клімату в Україні, але низький рівень доходності від інвестиційних інструментів та водночас високий ризик обмежують інвестиційну діяльність пенсійних фондів. Тому на шляху реформування та розвитку НПФ актуальним є співпраця з банківськими установами, зокрема – у сфері інвестування.

Інвестування активів НПФ є загальною проблемою, яка може вирішуватися в контексті поглиблення існуючих взаємозв'язків між пенсійним фон-



дом як інвестором та банком як найрозвинутішим інститутом по залученню та акумуляції інвестиційних ресурсів.

Діяльність недержавних пенсійних фондів має включати не тільки збір активів у формі внесків і виплату активів учасникам при їх виході на пенсію, а й ефективне інвестування цих активів.

Інвестиційна діяльність НПФ та управління їх інвестиційними активами має включати стратегічне планування портфелю недержавного пенсійного фонду, інвестиційні рішення, дотримання регулятивних правил та законодавства, а також вибір інших фінансових установ для подальшого вкладання коштів в ефективні інвестиційні інструменти.

Зазвичай структура активів пенсійних фондів розподіляється між основними трьома ланками: цінні папери, державні боргові зобов'язання та банківські депозити.

Розглядаючи інвестиційну співпрацю НПФ та банківських установ, слід наголосити, що вона не має обмежуватися тільки інвестиціями в банківські депозити, а повинна втілюватися в різних формах, а саме:

- інвестування активів НПФ в банківські депозити;
- інвестування активів НПФ в корпоративні цінні папери банків,;
- інвестування активів НПФ в створення банками корпоративних пенсійних фондів;
- надання банками НПФ послуг зберігача інвестиційних ресурсів фондів;
- надання банками НПФ послуг з управління активами НПФ;
- надання банками НПФ інших послуг професійних учасників інвестиційного ринку (зокрема – в сегменті здійснення операцій з цінними паперами);
- спільна діяльність НПФ та банків з надання комплексних інвестиційних послуг клієнтам.



Аналіз світового досвіду та вітчизняної практики інвестиційної інтеграції банків та НПФ дозволяє нам стверджувати, що найчастіше ініціатива надходить від банків.

До основних переваг для НПФ від інтеграційної взаємодії інвестиційного спрямування банків та НПФ можна віднести: значне розширення бази клієнтів, можливість використовувати банківські інструменти для отримання доходу, застосовувати досвід банків по управлінню інвестиційними ресурсами.

Для комерційних банків інвестиційна співпраця з НПФ дасть можливість залучити вільні грошові кошти, що, в свою чергу, приведе до зростання банківського капіталу, і, як наслідок – прибутку.

Слід зауважити, що інвестиційна діяльність НПФ в Україні характеризується значним рівнем інвестування пенсійних активів в банківські депозити та низьким – в державні боргові цінні папери.

У 2009 році частка активів НПФ на банківських депозитах склала 40%, що продемонстровано в табл. 2.2.

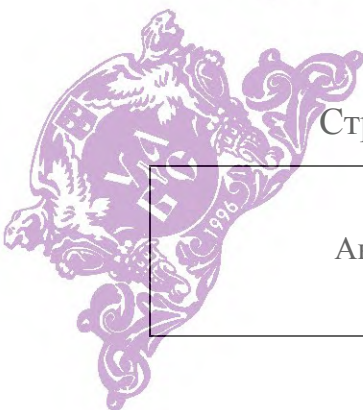
Тенденція розміщення коштів керуючими активами на депозитах в банках пов'язана, по-перше, з позицією компанії з управління активами НПФ мінімізувати ризики, а по-друге, – з нестабільністю ситуації на фондовому ринку та ринку державних цінних паперів.

Враховуючи, що частка депозитів в активах НПФ на кінець 2008 р. зросла до 56,3%, деякі компанії з управління активами НПФ не виконали нормативи щодо диверсифікації активів [86].

Таблиця 2.2

Структура активів НПФ України у 2009 р., млн. грн. [82]

Активи НПФ	Розміщення інвестицій, млн. грн.	Частка розміщених інвестицій, % від інвестиційного портфелю	Встановлені нормативи за законодавством, % від загальної вартості пенсійних активів



Банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати	343	40	40
Придбання або додаткове інвестування в цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ	141	16,4	50
Придбання або додаткове інвестування в цінні папери АРК та облігації місцевих позик	7	0,8	20
Придбання облігацій українських емітентів	162,4	18,9	40
Придбання акцій українських емітентів	75,9	8,8	40
Придбання цінних паперів іноземних емітентів	0	0	20
Придбання іпотечних цінних паперів	0,4	0,05	40
Інвестування в об'єкти нерухомості	18,2	2,1	10
Інвестування в банківські метали	32,1	3,7	10
Інвестування в інші активи	54,1	6,3	5

З одного боку, для банківських установ, це є позитивним моментом для акумуляції додаткових грошових коштів, але, якщо уявити ситуацію, що всі кошти НПФ розміщені в банківських інструментах, то пул активів пенсійних фондів буде однаковим з банківським.

В 2007 р. для здійснення депозитарної діяльності як зберігача НПФ отримали ліцензію 245 комерційних банків, але тільки 65 працюють в цьому напрямі (уклали договори та мають активи НПФ). Тільки 37 банків є зберігачами НПФ. Всього 3 банки (Укрексімбанк, Райфайзенбанк Аваль, Ощадбанк) виконують роль як банків – зберігачів ресурсів НПФ, так і контролюють деякі функції НПФ: відстежують рішення адміністраторів та КУА і запобігають можливим порушенням в управлінні коштами пенсійних фондів.

Нажаль, сьогодні внаслідок ризикованості багатьох фінансових інструментів, НПФ не поспішають співпрацювати з іншими посередниками на інвестиційному ринку, обмежуючись лише взаємодією з банківськими установами.



Для НПФ характерним є високий рівень інвестування активів в банківські депозити, що пояснюється їх бажанням мінімізувати ризики, невисоким рівнем розвитку й нестабільністю вітчизняного ринку цінних паперів та відсутністю високонадійних і високоліквідних фондових інструментів довгострокового характеру. Як видно з табл. 2.3, переважаючим напрямом інвестування активів НПФ є депозити в банках, що в 2007 р. склали близько 39% загальної величини їх активів.

Таблиця 2.3

Динаміка зміни структури інвестування НПФ України в 2007-2008 рр. [153]

Активи НПФ	Загальна сума активів НПФ			
	2007		2008	
	обсяг, млн. грн.	питома вага, %	обсяг, млн. грн.	питома вага, %
Всього	281 000	100,0	612 200	100,0
В тому числі за напрямом інвестування:				
– грошові кошти, розміщені на вкладних рахунках	108 428,4	38,59	344 430	56,3
– цінні папери, дохід за якими гарантовано Радою міністрів АРК, місцевими радами	4 079,3	1,45	6 720	1,1
– кошти на поточному рахунку	9 329,4	3,32	13 200	2,2
– цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ	3 595,5	1,28	21 840	3,6
– облігації підприємств	66 842,2	23,79	138 610	22,6
– акції українських емітентів	70 255,8	25,00	55 400	9,0
– іпотечні цінні папери	66,2	0,24	390	0,1
– об'єкти нерухомості	2 408	0,88	5 830	1,0
– банківські метали	7 643,3	2,72	22 690	3,7
– активи, не заборонені законодавством України	7 398,1	2,73	8 070	1,5

В 2008 р. зазначена тенденція збереглась, зокрема, НПФ в банки було інвестовано близько 62,2% їх сумарних активів, не враховуючи частину облігацій та акцій, в які вкладено пенсійні активи, що також належать банкам.



З метою стимулювання активізації взаємовигідної інвестиційної співпраці між банками та НПФ, держава повинна створити цілий ряд умов, основними з яких пропонується вважати наступні:

- реалізація державної пенсійної реформи;
- створення трирівневої пенсійної системи;
- удосконалення нормативно-правових засад формування корпоративних та відкритих пенсійних фондів банками;
- здійснення ряду заходів щодо стимулювання довіри к НПФ через розвинуту дилерську мережу комерційних банків;
- розробка мотиваційних механізмів в напрямку підвищення ролі банків в забезпечення надійності НПФ тощо.

Банківська система має стати опорою довіри майбутніх та нинішніх пенсіонерів, тому надійність банківської системи та створення форм взаємовигідної співпраці банків і НПФ буде сприяти підвищенню довіри до системи НПФ.

На нашу думку, розглядаючи інвестиційну інтеграцію банків та НПФ, слід брати до уваги, що вона матиме як *економічний ефект* в вигляді накопичення та залучення довгострокового капіталу в інвестиційну сферу, так і *соціальний ефект* в контексті підвищення матеріального забезпечення людей пенсійного віку і забезпечення соціальної гарантії для пенсіонерів.

Визначимо найбільш перспективні напрямки співпраці інститутів спільного інвестування (ІСІ) з банківськими установами на інвестиційному ринку.

На нашу думку, позиціонування ІСІ як ефективних посередників інвестиційного ринку надає можливості вкладання населенням та юридичними особами коштів на правах спільного інвестування в інвестиційні проекти. Це, з одного боку, дозволяє збільшити обсяги інвестиційних ресурсів в економіку



Кошти, залучені банками	279738	39,92	357768	37,74	327996	35,86	-8,32	-4,98
Активи ІСІ	40780	5,82	63 265	6,67	82541	9,02	30,47	35,22

При цьому підкреслимо, що діяльність ІСІ на ринку з точки зору зміни частки у ВВП країни була значно динамічнішою у порівнянні з діяльністю банків, що пов'язано з великим відтоком депозитних коштів з банків наприкінці 2008 р. [130].

Виходячи з останніх тенденцій інтенсивного розвитку ІСІ в Україні, *доцільним для банків ми вважаємо введення в свою структуру компанії з управління активами ІСІ*. Це дозволить їм запобігти відтоку грошових ресурсів клієнтів на користь інвестиційних фондів, а також стимулюватиме розширення асортименту послуг.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу [130], на частку компаній з управління активами інвестиційних фондів припадає в середньому більш ніж 90% ринку колективних інвестицій.

Незважаючи на те, що статутний капітал компаній з управління активами повинен бути не менше 200 тисяч євро, банки намагаються створювати їх при собі, займаючи при цьому більш конкурентні позиції на інвестиційному ринку.

На нашу думку, створення банками власних компаній з управління активами дозволяє їм отримати додаткові конкурентні переваги, що обумовлені:

- широкою розвиненістю банківської мережі по всій території України;
- значно вищим рівнем довіри до банків з боку масового інвестора, тобто населення, ніж до ІСІ, які на сьогодні мають невеликий досвід щодо обслуговування широких верств населення;
- концентрацією корпоративних прав;

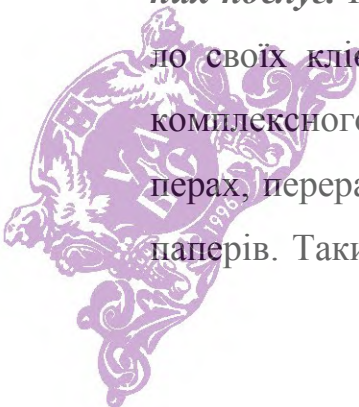


- виникненням додаткових можливостей щодо інвестування в нерухомість;
- підвищенням ліквідності завдяки механізмам спільного інвестування;
- здешевленням кредитних ресурсів за рахунок активів ІСІ;
- збільшенням можливостей інвестувати грошові кошти за кордон;
- збільшенням можливостей залучення інвестиційні ресурсів у більш масштабні проекти.

Згідно Закону України „Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [69] *банкам не дозволено виконувати функції з управління активами ІСІ, тому вони часто беруть участь в проектах ІСІ опосередковано – приймають участь у незалежних інвестиційних фондах в якості партнерів з обмеженою відповідальністю.* Такі фонди можуть об'єднувати грошові ресурси не тільки банківських установ, але і інших посередників: недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, заощадження приватних інвесторів, власні кошти корпорацій.

Таке інтеграційне об'єднання крім цілого ряду очевидних переваг для банків, надає йому значні преференції в сфері оподаткування. Так, зокрема, банк може вийти з одного інвестиційного проекту та вкласти гроші в інший без якого-небудь податкового навантаження, заощаджуючи при цьому 30% при сплаті податку на прибуток. Крім того, дивіденди банку, що зачислені на рахунок ІСІ, також звільняються від оподаткування.

В окремих випадках банківські установи можуть виступати для компанії з управління активами своєрідним дистриб'ютором інвестиційних послуг. Пропонуючи інвестиційні послуги, банки можуть розширити коло своїх клієнтів, для яких співробітництво з банком означає можливість комплексного обслуговування, починаючи з відкриття рахунку в цінних паперах, перерахунку коштів і закінчуючи операціями купівлі-продажу цінних паперів. Таким чином, в наслідок інвестиційної інтеграції ІСІ з банками по-



тенційні клієнти отримують весь комплекс інвестиційних послуг в одному місті.

Наприклад, Укргазбанк зробив пропозицію всім без виключення компаніям з управління активами ІСІ заключити договір по організації продажу цінних паперів інвестиційних фондів по каналах продажу банку. При цьому Укргазбанк бере на себе зобов'язання забезпечити: проведення операцій по продажу або купівлі цінних паперів ІСІ, просування продуктів ІСІ по мережі продажу банку, рекламу продуктів компанії, підвищення кваліфікації інвестиційних кадрів.

В свою чергу, компанія з управління активами ІСІ сплачує банку від 1% до 2% від ціни розміщених або викуплених цінних паперів, а тариф за організацію продажу ІСІ через фінансові центри Укргазбанка буде складати 50 тисяч гривень.

Принциповим моментом при дослідженні інтеграційної взаємодії інвестиційних компаній з банками є не тільки можливість ефективно мобілізувати та використовувати інвестиційні ресурси, але й підвищення рівня ризику.

Не можна не враховувати того факту, що ступінь ризику при спільному інвестуванні є значно більшою, ніж в банківському бізнесі, що пов'язано, по-перше, з ризикованістю ринку акцій щодо можливості різких коливань; по-друге, з відсутністю аналога Фонду гарантування внесків фізичних осіб, що страхує до 50 тисяч гривень з депозитних рахунків в випадку банкрутства банку; а по-третє, з недостатнім професіоналізмом фахівців окремих компаній з управління активами ІСІ.

Визначимо перспективні напрямки інвестиційної інтеграції банків з лізинговими компаніями як фінансовими компаніями, що демонструють найбільші обсяги посередницьких операцій на інвестиційному ринку.

Активний розвиток ринку лізингових послуг в Україні почався в кінці 1990-х рр. Значною подією стало прийняття у грудні 1997 р. базового Закону



–Про лізинг” [73], потім в 2003 р. Закону України –Про фінансовий лізинг” [79].

Досліджуючи взаємодію банків та лізингових компаній, слід підкреслити, що значний поштовх до розвитку ринку лізингових послуг отримав у 2005 р. внаслідок зростання саме обсягів створення афільованих лізингових компаній при банківських структурах.

Станом на кінець 2008 р. ємність ринку лізингових послуг в Україні зросла в декілька разів (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

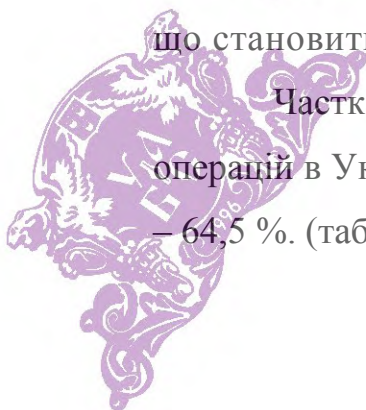
Динаміка зміни обсягів лізингових та банківських послуг в Україні в 2005-2009 рр. [151, 153, 181]

Роки	Кредитно-інвестиційний портфель банків млрд. грн..	Портфель угод лізингових компаній, млрд. грн.	Темп зростання кредитно-інвестиційного портфеля банків, %	Темп зростання портфеля угод лізингових компаній, %
2005	148,875	2,4	-	-
2006	252,623	4,9	170	204
2007	462,149	20,2	183	412
2008	759,686	28,5	164	141
2009	723,295	27,2	95,2	95,4

Під впливом світової фінансової кризи темпи розвитку інтеграції банків та лізингових компаній дещо зменшилися (в 2009 р. обсяги укладених лізингових угод зменшилися на 1,3 млрд. грн. в порівнянні з аналогічним періодом 2008 р., хоча за 2 квартал 2009 року на ринку лізингу було укладено 1034 контракти, що на 82,69% більше, ніж в 1 кварталі, що становить – 573,2 млн. грн. [129]).

Частка банківських кредитів в структурі фінансування лізингових операцій в Україні становила: в 2007 року – 70 %, в 2008 р. – 76,2%, в 2009 р. – 64,5 %. (табл. 2.6).

Таблиця 2.6



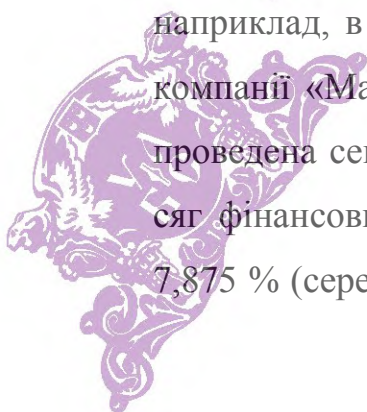
Динаміка зміни частки банківських кредитів у загальній структурі фінансування лізингових угод в Україні у 2005-2009 рр. [129]

	Роки				
	2005	2006	2007	2008	2009
Частка позичкових коштів у т. ч. банківських кредитів у загальній структурі фінансування лізингових угод, %	67,20	71,90	70	76,2	64,5

Таким чином, коли під впливом наслідків світової фінансової кризи в 2009 р. вітчизняні банки припинили свою діяльність як основних постачальників ресурсів в економіку, лізингові компанії відразу відчули це.

Безумовно, лізингові компанії самотужки, без залучення банківського капіталу, не можуть забезпечити потребу реального сектору економіки України в оновленні морально та фізично застарілої техніки. За оцінками незалежних експертів [62], Україна потребує інвестицій на оновлення основних засобів у розмірі щонайменше 172 млрд. дол. США. в основні засоби з метою їх оновлення. Рівень зносу основних засобів в Україні нині становить у середньому 50%, а в сільському господарстві, промисловості, будівництві, водному і авіаційному транспорті, соціальній сфері – 60% та більше. В таких умовах особливої актуальності набуває підвищення рівня координованості дій учасників інвестиційного процесу, що може бути забезпечено шляхом створення інвестиційних інтеграційних об'єднань банків і лізингових компаній.

Інструментом реалізації інвестиційного процесу в межах таких інтеграційних об'єднань може стати випуск облігацій та євробондів. Так, наприклад, в 2007 р. в Росії в результаті інтеграційної взаємодії лізингової компанії «Магістраль Фінанс» та інвестиційного банку «КИТ Фінанс» була проведена сек'юритизація лізингових зобов'язань і отриманий достатній обсяг фінансових ресурсів – 12,57 млрд. рос. рублів під заниженою ставкою 7,875 % (середня ставка на банківські кредити становила на той час 14 %). В



єдиний пул було зібрано зобов'язання за договорами лізингу Російської залізниці, які були перепродано емітенту облігацій – іноземній компанії Red Arrow International Leasing PLC [108]. В контексті досліджуваної проблеми певний інтерес становить також і досвід Польщі, де лідерами в лізинговому бізнесі є спеціалізовані компанії, які підконтрольні банкам.

Основними причинами *створення лізингових компаній при потужних банках* можна вважати: падіння платоспроможності підприємств; криза в інвестиційній сфері; складна ситуація на світових фінансових ринках; недоступність до вітчизняних банківсько-кредитних ресурсів. Тому, на нашу думку, в майбутньому лізингові компанії будуть зацікавлені в створення інвестиційних груп разом з більш потужними інвестиційними посередниками, а саме – з банками.

Одним із перших банків, що створив підконтрольну собі лізингову компанію, був АКБ «Україна». В 1996 р. розпочав свою діяльність Фінансово-лізинговий дім «Україна» для надання послуг на ринку лізингового кредитування. Про інтерес вітчизняних банківських установ до створення афілійованих лізингових компаній говорить той факт, що провідні лізингові компанії є підконтрольними банківським групам (табл.2.7).

Таблиця 2.7

Топ-10 лідерів надання лізингових послуг в Україні
станом на 01.01.2010 р. [129]

№	Назва лізингової компанії	Портфель лізингових угод станом на 31.12.2009 р., млн. грн.
1.	ПП «ВТБ Лізинг Україна»	5670,3
2.	ТОВ «Райфайзен Лізинг Аваль»	1666,1
3.	ТОВ «УніКредит Лізинг»	1634,6
4.	ІНГ Лізинг	1147,6
5.	ТОВ «Хьюпо Альпе Адрія Груп»	882,7
6.	ТОВ «Євро Лізинг»	457,6
6.	ТОВ «СГ Еквіпмент Лізинг Україні»	362,7
7.	ТОВ «VAB Лізинг»	359
9.	ТОВ «ALD Automotive»	355,8

10.	ТОВ «Ласка Лізинг»	352,2
-----	--------------------	-------

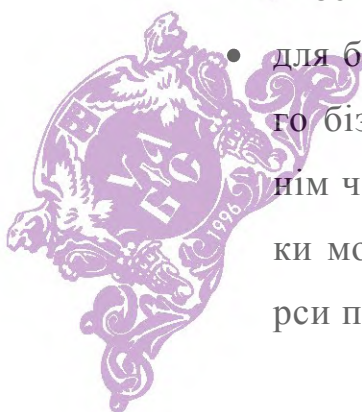
Інвестиційна інтеграція банків та лізингових компаній надає ряд суттєвих переваг для лізингових компаній.

Основними з них пропонується вважати наступні:

- лізингова фірма, що створена банком, отримує можливість залучати пільгові кредити для розширення своєї діяльності, по яким фінансується і інша власна діяльність банківської установи;
- лізингова фірма, що створена банком, отримує цілий ряд додаткових можливостей в сфері управління ліквідністю. Для спеціалізованих лізингових компаній особливо актуальним є ризик ліквідності, оскільки обіговість фінансування в лізингу досить складно спрогнозувати. В банку, для якого лізинг не є основним видом діяльності, ризики ліквідності створеної при банківській структурі компанії покриваються ліквідними активами банку;
- банки мають великі можливості щодо встановлення справжньої платоспроможності лізингоотримувача, що дозволяє лізинговій фірмі приймати виважене рішення щодо клієнта на підставі більш достовірної інформації.

Основними перевагами для банків від їх інтеграції з лізинговими компаніями на інвестиційному ринку пропонується вважати:

- для більшості банків лізингові операції є доволі вигідними, оскільки передбачають використання короткострокових або середньострокових кредитних ресурсів;
- для багатьох банків розроблена окрема стратегія щодо лізингового бізнесу, оскільки обсяги кредитування дещо знизились останнім часом, тому лізинг може стати тим інструментом, в якій банки може направляти тимчасово вивільнені короткострокові ресурси при досить високій дохідності;



- в заставу до банку потрапляють предмет лізингу, майнові права на лізингові платежі за договором лізингу;
- лізингова компанія виконую ряд функцій, а саме: здійснює аналіз кредитоспроможності, вирішує низку технічних питань тощо;
- банки поділяють ризики з лізинговими компаніями, які фінансують за рахунок власних коштів від 5 % до 50 % від суми кожного проекту;
- збільшення клієнтської бази та нарощування кредитного портфелю.

Підводячи підсумок, слід зазначити, що поряд з традиційними напрямками взаємодіє банків та інших фінансових посередників, можна виділити цілий ряд додаткових, які мають чітку інвестиційну спрямованість. Таким чином, в межах даного дисертаційного дослідження ми будемо розглядати лише ті сфери інтеграційної взаємодії, які здійснюються на інвестиційному ринку (рис. 2.2).



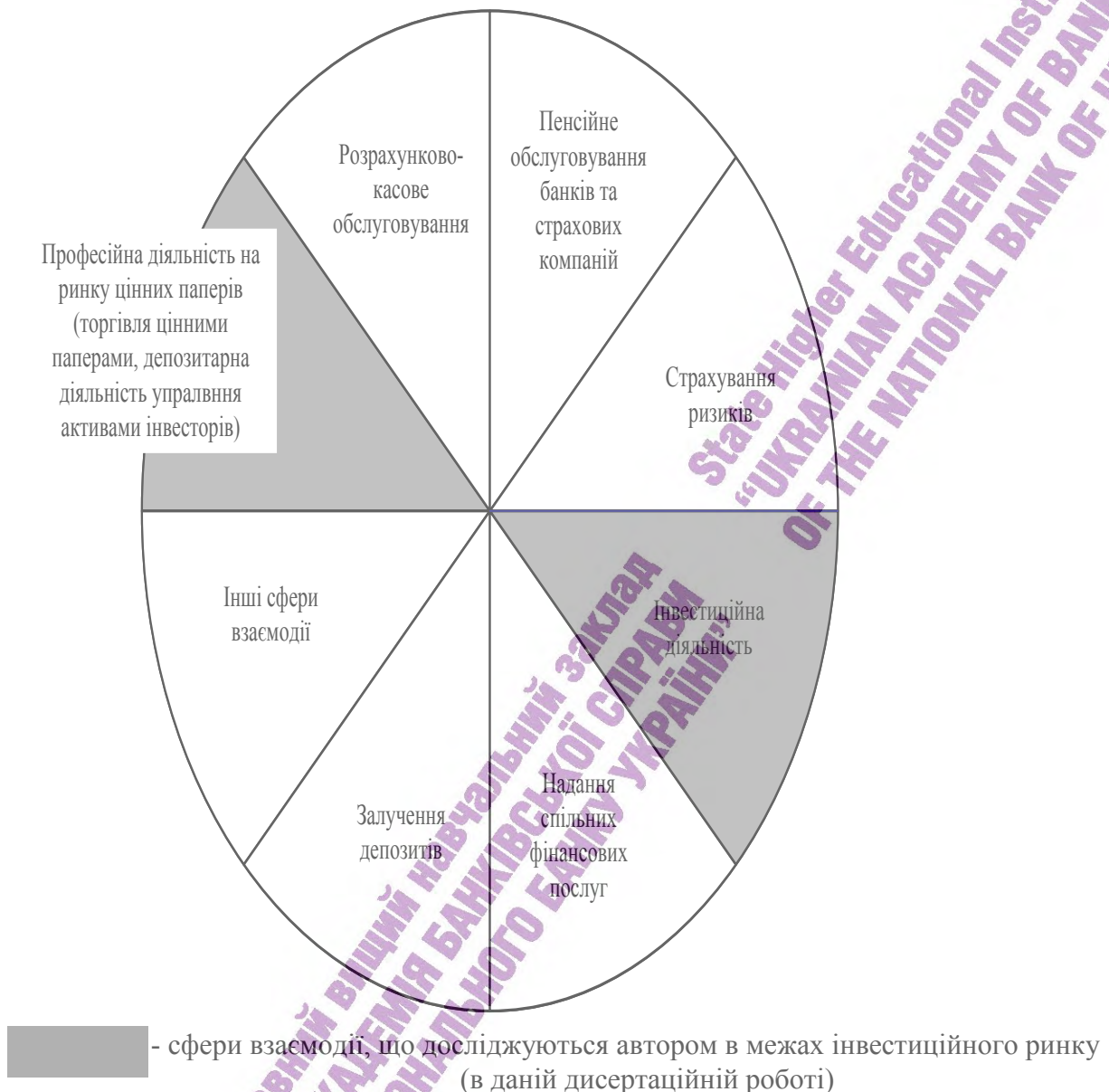


Рис. 2.2. Сфери взаємодії банків та небанківських посередників на фінансовому ринку

Таким чином, в процесі проведеного дослідження нами було виявлено, що внаслідок того, що вітчизняний інвестиційний ринок розвивається за банкоцентричною моделлю, саме банки мають брати на себе ініціативу при здійсненні механізмів інтеграції з іншими посередниками – страховими компаніями, пенсійними фондами, фінансовими компаніями тощо. Здійснений аналіз показав, що вказані фінансові інститути, окрім співпраці в рамках надання

інтегрованих фінансових послуг, координації продажів продуктів та забезпечення комплексного обслуговування власних клієнтів, мають значний потенціал налагодження ефективної співпраці в інвестиційному просторі. Враховуючи вищевикладені об'єктивні передумови, особливої актуальності набуває визначення організаційних форм спільного інвестування банків та фінансових установ, обґрунтування формату створення специфічних інтеграційних об'єднань, що і буде здійснено в наступному підрозділі дисертаційної роботи.

2.2. Оцінка відповідності традиційних організаційних форм інтеграційних об'єднань вимогам ефективного інвестування

В попередніх розділах роботи нами було визначено економічні передумови інтеграції банків з іншими фінансово-кредитними посередниками в інвестиційній сфері. Наступною проблемою, яка підлягає вирішенню, є обґрунтування організаційної форми, в якій має функціонувати інтегрована структура. Вирішенню саме цієї проблеми і буде присвячено цей підрозділ дисертаційної роботи.

Слід наголосити, що в науковій літературі за способом та цілями об'єднань виділяють такі види інтегрованих господарських структур, зокрема: фінансово-промислова група (ФПГ); картель; синдикат; пул; консорціум; трест; асоціація; стратегічний альянс; концерн; конгломерат.

Найбільш популярним механізмом об'єднань банків та небанківських фінансових інститутів є їх злиття з промисловим капіталом та створення **фінансово-промислових груп (ФПГ)**. Як показують дослідження, поява, широкі поширення та динамічний розвиток фінансово-промислових груп є невід'ємною рисою економік перехідного періоду. Отже, визначимо сутність,

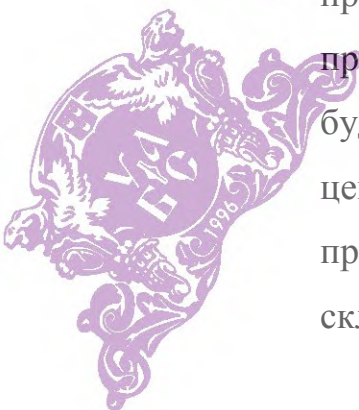


переваги та недоліки інтеграції банків з іншими фінансово-кредитними посередниками в інвестиційній сфері шляхом формування фінансово-промислових груп. Варто зауважити, що саме даному типу інтегрованих структур в останні роки присвячена значна кількість досліджень вітчизняних та зарубіжних, зокрема російських науковців, їх монографій та дисертаційних робіт.

Проведений нами аналіз засвідчив, що в науковій літературі поряд з поняттям «фінансово-промислова група» широко використовуються такі поняття, як: інтегрована корпоративна структура, інтегроване об'єднання підприємств, диверсифіковане корпоративне об'єднання. Існуючі в вітчизняній та зарубіжній літературі науково-методичні підходи до розуміння кожного з цих понять систематизовано в табл. К1 додатку К.

Проведений аналіз науково-методичних підходів до розкриття змісту поняття «фінансово-промислова група» дозволяють виокремити певні загальні сутнісні характеристики даного типу інтеграційних об'єднань, а саме:

- фінансово-промислова група є об'єднанням промислового та банківського капіталів (деякі експерти відстоюють ідею існування як мінімум однієї банківської установи в рамках групи). При цьому варто зазначити, що в залежності від того, який капітал – промисловий чи фінансовий (банківський) домінує, різною буде і назва інтеграційного об'єднання – промислово-фінансова або фінансово-промислова групи відповідно;
- окремі вчені особливо наголошують на тому, що фінансово-промислова група є добровільним об'єднанням. Натомість, на практиці відносини між учасниками фінансово-промислової групи будуються на принципах взаємної залежності, що передбачає централізацію управління, взаємну участь в статутних фондах підприємств – учасників фінансово-промислової групи, існування у складі ФПГ головного підприємства, яке розробляє єдину спільну



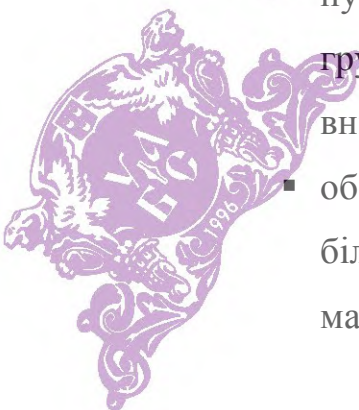
стратегію діяльності ФПГ, здійснює акумуляцію і розподіл інвестиційних ресурсів, реалізує єдину цінову, кадрову та фінансову політику;

- підприємства, що входять до складу фінансово-промислової групи, реалізують узгоджену стратегію їх діяльності: спільно випускають певні види продукції, здійснюють централізовану закупівлю товарів, робіт, послуг, розподіляють ринки збуту, об'єднано займаються торговою, науково-дослідною, інформаційною діяльністю, беруть участь в спільних інвестиційно-інноваційних проектах та фінансових програмах тощо. Однак, слід зауважити, що вказана ознака не є вирішальною при визначенні досліджуваного типу інтеграційного об'єднання;
- компанії, що входять до складу фінансово-промислової групи, підпорядковані досягненню спільних цілей, основними з яких є максимізація прибутковості та підвищення ефективності їх спільної діяльності, зростання економічного потенціалу як усієї групи в цілому, так і кожного з учасників ФПГ.

Розглянемо доцільність створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі фінансово-промислових груп (з погляду ефективності їх спільної інвестиційної діяльності).

На нашу думку, є ряд позитивних наслідків такого об'єднання для кожної зі сторін та для економіки в цілому, що полягають у наступному:

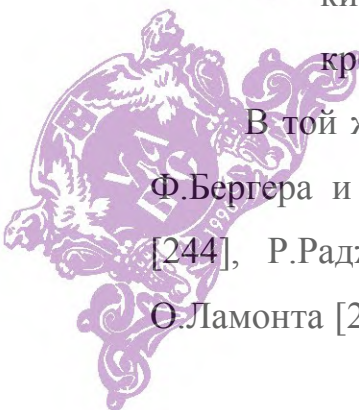
- у випадку, коли інвестиційний ринок в країні або зовсім не розвинутий, або розвинутий слабо, існування фінансово-промислових груп та їх внутрішнього інвестиційного ринку здатне замінити зовнішні ринки, без яких економіка країни не здатна функціонувати;
- об'єднання компаній в фінансово-промислову групу дозволяє їм більш ефективно долати труднощі періоду економічної трансформації, зокрема вирішувати проблеми, пов'язані з зовнішнім фінан-



суванням в умовах обмеженості ресурсів та невизначеності зовнішнього середовища, непрозорих відносин між бізнесом та державою, недосконалого ринку праці, нестабільного та слабого правового середовища, непрозорого формування звітності та розкриття інформації тощо. Такий висновок підтверджують і результати дослідження, проведеного в 2005 р. Дж. Ховакмианом [222] щодо дисциплінуючої ролі фінансових обмежень. Він довів, що за умов обмеженої величини фінансових ресурсів інвестування в межах ФПГ в цілому стає більш ефективним;

- об'єднання компаній в фінансово-промислову групу є економічно доцільним і виправданим для фінансово нестійких компаній та дозволяє значно покращити їх фінансовий стан;
- дослідження доводять, що кругообіг інвестиційних ресурсів в межах ФПГ здійснюється більш ефективно та злагоджено, ніж на зовнішньому інвестиційному ринку через те, що материнська компанія (головний офіс) краще проінформований про інвестиційні можливості компаній ФПГ, ніж зовнішні постачальники ресурсів;
- компанії, що входять до фінансово-промислових груп здатні значно знижувати власні транзакційні витрати, що забезпечує підвищення ефективності їх діяльності порівняно з компаніями, які функціонують незалежно одна від одної;
- діяльність компаній, що входять до складу ФПГ, є в цілому значно ефективнішою, ніж діяльність незалежних (окремих) компаній. такий висновок підтверджується в роботах окремих дослідників, зокрема Є. Григоріаді [27].

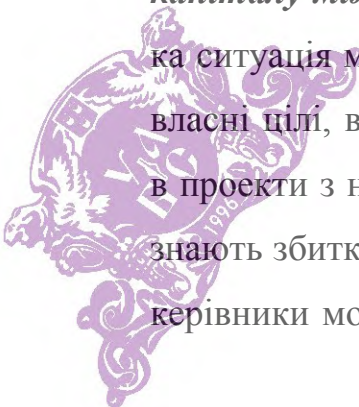
В той же, на основі аналізу наукових напрацювань М.Дженсена [225], Ф.Бергера и Е.Офека [207], Х.-Х.Шина і Р.Шульца [244], Д.Шарфштайна [244], Р.Раджана, Х.Серваеса и Л.Зінгалеса [243], Дж.Лібіскінда [231], О.Ламонта [228], Дж. Штайна [247], та ін., а також власних досліджень авто-



ра можна дійти висновку, що *одним з найсуттєвіших негативних наслідків створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі фінансово-промислових груп (з погляду ефективності їх спільної інвестиційної діяльності) є значне зниження, а у деяких випадках і руйнування вартості інтеграційного об'єднання, створеного у такій формі.* Так, наприклад, за результатами дослідження, здійсненого У.Мегісоном, А.Морганом та Л.Нейлом [235], інтеграція компаній, результатом якої є диверсифікація їх діяльності, призводить до погіршення добробуту їх акціонерів до кінця третього року після злиття на 25 %. За результатами розрахунків, проведених вказаними науковцями, зростання диверсифікації на 10 % знижує добробут акціонерів на 9 %.

Про неефективність інвестиційної діяльності ФПГ свідчать результати кореляційно-регресійного аналізу, здійсненого за матеріалами аналітичних оглядів фінансових ринків багатьох країн Р.Мудамбі [237], Е.Дітмаром і А.Шивдасані [217], Р.Раджаном, Х.Серваесом та Л.Зінгалесом [242]. Систематизація їх наукових здобутків, а також власні дослідження автора дозволяють стверджувати, що *після надання стратегічної самостійності дочірнім підрозділам значно підвищується ефективність інвестиційної діяльності материнської компанії, зростає сукупна вартість компанії.* Це також є додатковим аргументом, який ставить під сумнів можливість створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі ФПГ.

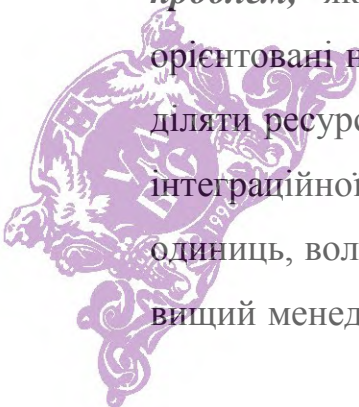
На нашу думку, створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі ФПГ зумовлює *недостатньо ефективний розподіл інвестованого капіталу між підрозділами та підприємствами, що складають ФПГ.* Така ситуація може мати місце тоді, коли менеджери підрозділів переслідуючи власні цілі, використовують інвестиційні можливості ФПГ для інвестування в проекти з негативною чистою приведеною вартістю або підрозділи, що зазнають збитки. Управляючи найбільш слабкими підрозділами в такий спосіб, керівники можуть позбавитися можливості скористатися вигодами від прис-



кореного та ефективного кругообігу інвестиційного капіталу в межах ФПГ та інвестування фінансових ресурсів в прибуткові проекти. Все це в сукупності завдасть непоправної шкоди акціонерам та зменшує вартість інтегрованого об'єднання.

Це є наслідком того, що в межах об'єднання, побудованого за принципами ФПГ, перерозподіл ресурсів відбувається від більш сильних та перспективних підрозділів до більш слабких. Передумовами перетоку ресурсів в менш ефективні проекти в рамках ФПГ є значні інвестиційні можливості фінансово-промислових об'єднань та різноманіття їх інвестиційних ресурсів, наявність підрозділів в межах ФПГ з дуже різними інвестиційними перспективами. Більше того, окремі дослідження підтверджують той факт, що вірогідність такого неефективного парозподілу інвестиційних ресурсів в межах такого типу інтеграційних структур тим вища, чим менше пов'язана винагорода менеджера з загальними результатами діяльності ФПГ [239]. З огляду на це, для уникнення рентоорієнтованої поведінки власних менеджерів компанії слід в більшій мірі пов'язувати їх винагороду з загальними результатами своєї діяльності. Обов'язковою вимогою до організації діяльності інвестиційного інтеграційного об'єднання в умовах неефективного перерозподілу ресурсів всередині компанії, є оцінка не тільки ризиків та дохідності окремого проекту, але і порівняння вказаних показників за проектом з іншими проектами, що реалізуються інтеграційною структурою.

Також зауважимо, що, на нашу думку, створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі ФПГ зумовлює підвищення агентських проблем, які пов'язані з тим, що менеджери бізнес-одиниць в першу чергу орієнтовані на рівень прибутковості власних підрозділів, схильні перерозподіляти ресурси на їх користь, навіть жертвуючи рівнем загального прибутку інтеграційної структури. Крім того, в окремих випадках керівники бізнес-одиниць, володіючи специфічним людським потенціалом, здатні впливати на вищий менеджмент компанії, що призводить до неефективного її функціону-



вання. Керівники ФПГ також виступають агентами по відношенню до власників інтеграційної структури, а тому стають додатковими учасниками (суб'єктами) агентського конфлікту.

Якщо підходити до досліджуваної проблеми з точки зору узгодження суб'єктно-об'єктних інтересів у просторі інвестиційного посередництва, то не можна не брати до уваги той факт, що на ринках, які розвиваються, *фінансово-промислові групи перешкоджають появі та розвитку нових незалежних компаній*. Це пов'язано з дефіцитом фінансування, що виникає у зв'язку з перерозподілом більшої кількості фінансових ресурсів на користь ФПГ. Про позитивну реакцію фінансового ринку на перехід окремих інтегрованих компаній до сфокусованого бізнесу свідчать дослідження таких вчених, як: Л.Далей, В.Мехротра, Р.Сівакумар [212], Х.Десай, П.Джайн [213], К.Джон, Е.Офек [226], присвячені проблемам де-конгломератизації.

Окрім фінансово-промислових груп, які широко популярні в країнах СНД, існує цілий ряд інших можливих організаційних форм формування інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку. В залежності від відносин власності, що складаються всередині групи, мотивів створення та стратегічних орієнтирів діяльності існують такі різновиди організаційної форми інтегрованих структур:

- «м'які» (консорціум, асоціація, союз, стратегічний альянс);
- «тверді» (холдингового типу, концерни, трести).

«М'які» форми об'єднань на відміну від «твердих» дозволяють компаніям здійснювати спільну діяльність при збереженні засновниками юридичної і господарської самостійності, національної відокремленості її членів.

Проаналізуємо вказані інтегровані корпоративні структури з позиції їх відповідності умовам ефективного здійснення інвестиційної діяльності в сучасних умовах.



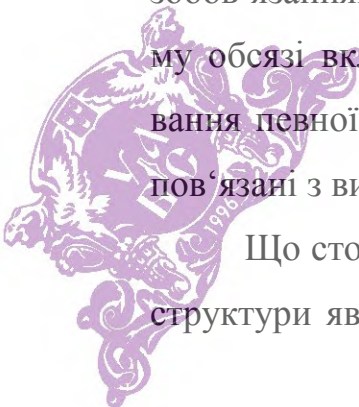
Консорціум являє собою тимчасове об'єднання промислового і банківського капіталу, взаємодоповнюючих ресурсів і потужностей на обмежений період часу, основне призначення якого полягає у сприянні досягненню цілей в процесі реалізації спільного проекту (спільне розміщення позики, проведення крупних фінансових операцій, здійснення крупного науко - і капіталомісткого проекту тощо).

Таке об'єднання має три важливі риси: відсутність прагнення до об'єднання в корпорацію; відносини без розподілу ризику та доходів; відсутність спільних зобов'язань щодо збитків.

Завдяки створенню консорціуму відбувається зрощення банківського і промислового капіталу, проте партнери, що входять до його складу повністю зберігають свою економічну і юридичну самостійність, за винятком тієї частини діяльності, яка стосується цілей консорціуму.

Консорціуми зазвичай створюються у формі товариств з обмеженою відповідальністю, акціонерних суспільств і ін. Вони можуть бути тимчасовими і постійними. Дії учасників зазвичай координуються лідером, який отримує за це відповідну винагороду. Як правило, консорціум, очолюється крупним банком або банківською монополією, які підбирають учасників угоди, розробляють умови позики або організації акціонерного товариства, займаються юридичним оформленням документації, введенням позик, розміщують акції і облігації серед покупців. Лідер представляє інтереси консорціуму перед замовником і третіми особами, але діє в межах повноважень, отриманих від інших членів консорціуму. В той же час відповідальність за договірними зобов'язаннями несуть учасники консорціуму у розмірі їх частки в загальному обсязі вкладень і послуг. Кожен член консорціуму забезпечує фінансування певної частини робіт і приймає на себе комерційні і технічні ризики, пов'язані з виконанням своїх зобов'язань.

Що стосується **асоціацій** та **союзів**, то вказані інтегровані корпоративні структури являють собою добровільні об'єднання компаній, створені на за-



садах взаємовигідної співпраці при збереженні самостійності, правової та майнової незалежності її членів для постійної координації господарської діяльності, реалізації спільних програм, спільного захисту інтересів членів асоціації, фінансової підтримки спільних комерційних проектів, розподілу (спеціалізації) виробництва.

Асоціації та союзи є юридичними особами, можуть мати самостійний баланс, розрахунковий та інші рахунки, товарні знаки, власну символіку. В той же час, асоціація або союз не має права втручатися у виробничу та комерційну діяльність будь-кого з її учасників.

Керівництво асоціацією або союзом здійснюється обраною загальними зборами радою (правлінням), оперативне керівництво – виконавчою дирекцією, яку призначає рада. Контроль за діяльністю виконавчої дирекції асоціації та союзу здійснює наглядова рада (ревізійна комісія).

Асоціація та союз як неприбуткове громадське об'єднання не проводить комерційної діяльності, але має змогу створювати виробничі, торговельні та інші підприємницькі структури.

Досліджуючи можливості створення інтеграційних структур на інвестиційному ринку у формі *стратегічних альянсів*, потрібно підкреслити, що це форма співпраці двох або більше незалежних компаній (в тому числі, потенційних чи реальних конкурентів) в довгостроковому періоді для досягнення певної мети, яка характеризується погодженим управлінням, спільними вигодами і створенням нової цінності для обох (усіх) партнерів.

Основними відмінними рисами стратегічних альянсів є наступні:

- створення стратегічних альянсів не передбачає злиття компаній;
- стратегічні союзи мають на меті встановлення довгострокових відносин між партнерами, в той час як партнерські відносини контрактного типу передбачають встановлення співпраці на обмежений те-



рмін для реалізації конкретних проектів або цілей та не орієнтуються на розвиток відносин у перспективі;

- даний тип корпоративних структур заснований на укладанні середньо - або довгострокових, дво - або багатосторонніх угод;
- учасниками стратегічних альянсів бути не тільки постачальники і клієнти, а й конкуренти. В такому випадку учасники альянсу спрямовують загальні зусилля більшою мірою проти спільних конкурентів, ніж проти один одного;
- у рамках стратегічних союзів здійснюється сумісна координація стратегічного планування й управління сумісною діяльністю, що дає змогу погоджувати довгострокові партнерські відносини з вигодою для кожного учасника альянсу;
- альянс, як правило, не є самостійною юридичною особою;
- компанії можуть бути учасниками безлічі стратегічних альянсів;
- стратегічні альянси досить рухомі, вільні для партнерів [179].

Створення стратегічних альянсів дозволяє поєднати ресурси та можливості компаній – учасників альянсу, значно знизити витрати на дослідження та розробку проекту, впровадження новітніх технологій, технічно складних виробів, реалізовувати капіталомісткі та ризиковані інвестиційні проекти, зменшити конкуренцію або навіть уникнути її, знизити невизначеність та посилення стабільності розвитку тощо.

В той же час, як показав аналіз, діяльність стратегічних альянсів у більш ніж 70 % випадках характеризується як неефективна та закінчується їх розпадом або ліквідацією, що обумовлено:

- громіздкою структурою стратегічного альянсу та пов'язаними з цим труднощами координації діяльності учасників альянсу (партнери можуть приймати рішення, неоптимальні для стратегічного альянсу в цілому);



- складнощами контролю (нестача автономії у учасників стратегічних альянсів спричиняє внутрішні конфлікти);
- культурною диференціацією (мовні, культурні бар'єри, партнери можуть не погодитися щодо шляхів досягнення стратегічних цілей);
- різними початковими очікуваннями з боку партнерів альянсу (в той час як одна компанія прагне уникнути конкуренції, інша прагне отримати доступ до технологій та знань першої).

Вивчимо особливості монополістичних об'єднань компаній, зокрема картелю, синдикату, тресту та концерну.

Проведене нами дослідження показало, що *картель* є найпростішою формою таких об'єднань. Картель – це тривале договірне об'єднання декількох підприємств однієї галузі виробництва, учасники якого, на відміну від інших, більш стійких форм монополістичних корпоративних структур (синдикати, трести, концерни) зберігають власність на засоби виробництва і виготовлений продукт, виробничу, фінансову та комерційну самостійність.

В той же час об'єктами угоди в рамках картелю можуть бути: ціноутворення, сфери впливу, умови продажу, використання патентів і технологій, регулювання обсягів виробництва, узгодження умов збуту продукції тощо.

Метою створення картелю є отримання значного прибутку всіма учасниками угоди шляхом усунення або регламентації конкуренції між ними, а також шляхом придушення «зовнішньої» конкуренції.

Потрібно наголосити, що через те, що картель ускладнює функціонування ринкових механізмів, їх діяльність потрапляє під дію антимонопольного законодавства. В одних країнах світу картелі заборонені законом, в інших, навпаки, їх формування заохочується з метою реструктуризації промисловості, стандартизації матеріалів і комплектуючих, обмеження конкуренції між дрібними фірмами. Найбільш яскравим прикладом міжнародного картелю є нафтовий картель ОПЕК.



Іншою формою монополістичних об'єднань є *синдикат*, яка являє собою монополістичну угоду між підприємствами однієї галузі, учасники якого зберігають власність на засоби виробництва, але втрачають власність на виготовлений продукт, іншими словами, зберігають виробничу, але втрачають комерційну самостійність. Реалізація продукції в раках синдикату здійснюється через спеціально створену збутову контору.

Зауважимо, що першими юридичними формами організації фінансово-промислових груп, що мали бюрократичну організаційну структуру, були об'єднання саме у формі картелів та синдикатів.

В більш складних формах монополістичних об'єднань процес монополізації поширюється і на сферу виробництва. Так, в межах однієї корпорації відбувається вертикальна інтеграція або комбінування – об'єднання послідовних, взаємопов'язаних виробництв кількох галузей промисловості, які задіяні у створенні певного кінцевого продукту.

Саме в результаті вказаних процесів виникла такий тип інтегрованих господарських структур, як трест.

Отже, *трест* – це монополістичне об'єднання ряду підприємств однієї або декількох галузей промисловості, учасники якого втрачають власність на засоби виробництва та виготовлений продукт, виробничу та комерційну самостійність, тобто відбувається об'єднання виробництва, збуту, фінансів та управління учасників угоди. Потрібно зауважити, що в залежності від суми вкладеного капіталу власники окремих підприємств, які входять до складу тресту, отримують акції тресту, які дають їм право брати участь в управлінні і привласнювати відповідну частку прибутку тресту.

Слід відмітити, що шляхом переливання капіталів вертикальна інтеграція переростає у диверсифікацію, яка є процесом проникнення капіталу тієї чи іншої монополії у галузі, які безпосередньо не пов'язані з основною сферою її діяльності.



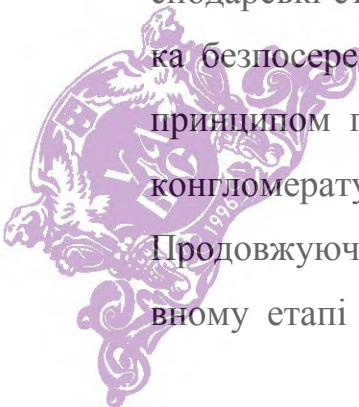
Якщо диверсифікація здійснюється на основі концентрації капіталу, то проникнення монополій в іншу галузь промисловості здійснюється за рахунок внутрішніх нагромаджень капіталу; коли цей процес відбувається на основі централізації капіталу, то організація виробництва в інших галузях здійснюється шляхом купівлі акцій.

Саме в результаті протікання вказаних процесів виникає така сучасна форма монополістичних об'єднань, як багатогалузевий концерн.

Концерн – це монополістичне об'єднання капіталу підприємств різних галузей промисловості (торгівельних, банківських, транспортних, страхових та інших компаній), учасники якого втрачають власність на засоби виробництва і виготовлений продукт, а головна компанія – холдинг-компанія – здійснює над іншими учасниками об'єднання фінансовий контроль завдяки купівлі їх акції. Іншими словами, концерн – це акціонерне товариство, що контролює підприємства-учасники через систему участі.

Досліджуючи сутність **конгломерату**, варто провести класифікацію інтегрованих господарських структур за формою виробничої інтеграції. За вказаною ознакою корпоративні об'єднання поділяють на вертикальні, горизонтальні інтегровані структури та конгломерати. Вертикальні інтегровані структури являють собою об'єднання, в яких підприємства-учасники випускають один вид виробу та приймають участь у його виробництві на різних стадіях. Горизонтальні інтегровані структури – це групи, в яких підприємства-учасники здійснюють виробництво на тих самих стадіях або виробляють певний вид продукції. Конгломерати як високо диверсифіковані інтегровані господарські структури являють собою групи, до складу яких включені декілька безпосередньо не пов'язаних між собою за галузевим та технологічним принципом підприємств та фінансово-кредитних установ [199]. Діяльність конгломерату зазвичай координується банком або торговельною компанією.

Продовжуючи здійснюване нами наукове дослідження, зазначимо, що на певному етапі соціально-економічного розвитку найпоширенішою організа-



ційною формою функціонування інтегрованих структур став конгломерат. Потрібно наголосити, що в рамках конгломератної інтеграції існують певні фінансові відносини між окремими її учасниками, натомість відсутній загальний фінансовий менеджмент, що дозволяє кожному з учасників об'єднання залишатися відносно незалежними.

Дослідимо сутність та особливості фінансових конгломератів більш детально.

Проведений нами аналіз дозволив виокремити декілька підходів до визначення поняття «фінансовий конгломерат».

Зазвичай під фінансовим конгломератом розуміють інтегрований фінансовий посередник, який має можливості пропонувати клієнтам набір різноманітних фінансових продуктів та комплекс фінансових послуг як виключно банківського характеру, так і небанківських фінансових продуктів та послуг [201].

І.О. Школьник визначає фінансовий конгломерат як висококонвергентний інтегрований фінансовий посередник, що здатен забезпечити пропозицію інтегрованих фінансових продуктів з метою комплексного обслуговування своїх клієнтів – фізичних та юридичних осіб [201].

Такий різновид фінансового конгломерату як bancassurance (банкострахування) передбачає об'єднання банків та страхових компаній з метою координації продажів своїх продуктів та їх інтеграції, налагодження спільних каналів їх розповсюдження, використання єдиної клієнтської бази з метою розширення своєї діяльності та зростання прибутку [150].

Кремень В.М. пропонує більш містке визначення фінансового конгломерату. Зокрема, на її думку, фінансовий конгломерат являє собою висококонвергентного інтегрованого фінансового посередника, що включає до свого складу банк і страхову компанію або страхову та інвестиційну компанію, або усіх цих фінансових посередників, а також реалізує у процесі своєї діяль-



ності клієнтоорієнтовану стратегію на основі надання інтегрованого фінансового продукту [103].

Потрібно відмітити, що наведені визначення є досить близькими за змістом, доповнюють один одного та підкреслюють головні сутнісні характеристики фінансових конгломератів, які полягають у наступному:

- фінансовий конгломерат є об'єднанням групи фінансових компаній, до складу яких мають входити щонайменше два типи фінансових інститутів: банк, страхова, інвестиційна, лізингова компанія. В широкому варіанті, дане об'єднання може включати банківську установу, страхову компанію зі страхування життя, страхову компанію з інших видів страхування, компанію з перестрахування, пенсійний фонд, компанію з управління активами, інвестиційну, лізингову, факторингову, консалтингову компанію;
- компанії в рамках фінансового конгломерату перебувають в спільній власності, під одним брендом, функціонують у відповідності до загальної розробленої стратегії, формують єдину базу клієнтів;
- функціонування конгломерату підпорядковане головним чином досягненню мети поєднання різних видів фінансових послуг – банківських і небанківських, й, відповідно, високо- та низькорентабельних (низькоризикових) та надання клієнту інтегрованого фінансового продукту, здатного задовольнити його індивідуальні потреби. Типовий комплекс послуг, що входять до його складу, представлений на рис. 2.3.



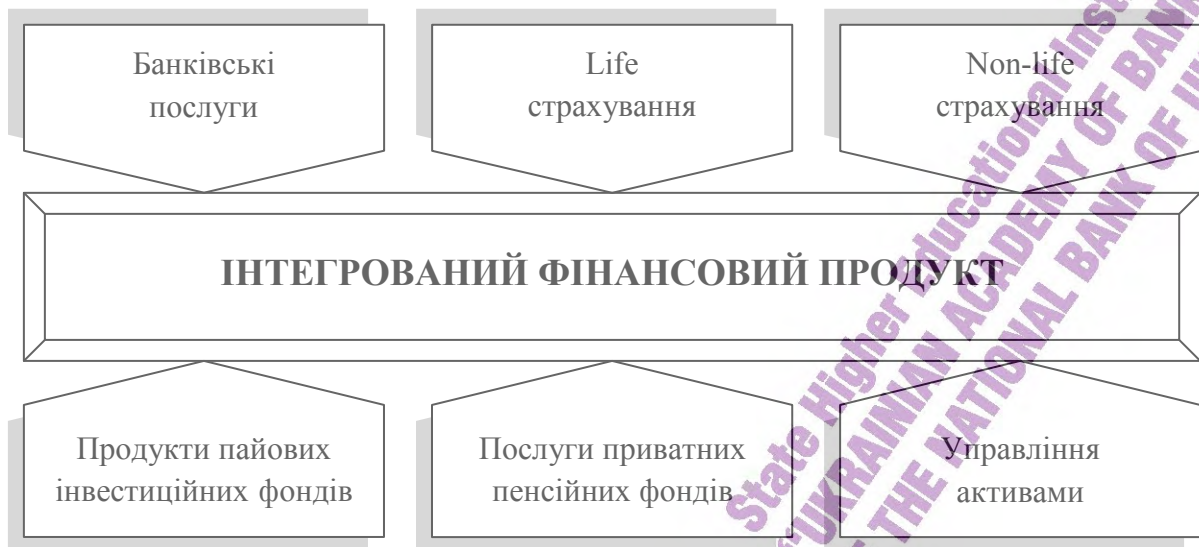


Рис. 2.3. Типовий комплекс послуг, що входить до складу інтегрованого фінансового продукту, який надається клієнтам фінансовим конгломератом [103]

Підводячи підсумок викладеного вище, в табл. 2.8 узагальнимо ті фактори, які дозволяють зробити висновок про доцільність створення інтеграційних об'єднань інвестиційного спрямування, у тих чи інших з перерахованих вище організаційних форм.

Таблиця 2.8

Результати оцінки відповідності організаційних форм створення окремих інтеграційних об'єднань умовам ефективної діяльності на інвестиційному ринку

	Фактори невідповідності умовам ефективної діяльності на інвестиційному ринку
Консорціум	<ul style="list-style-type: none"> - компанії можуть одночасно входити до складу кількох консорціумів, оскільки можуть брати участь у здійсненні кількох проектів; - тимчасове об'єднання капіталу, взаємодоповнюючих ресурсів і потужностей на обмежений період часу з метою досягнення цілей в процесі реалізації спільного проекту; - у разі досягнення мети створення консорціум припиняє свою діяльність.

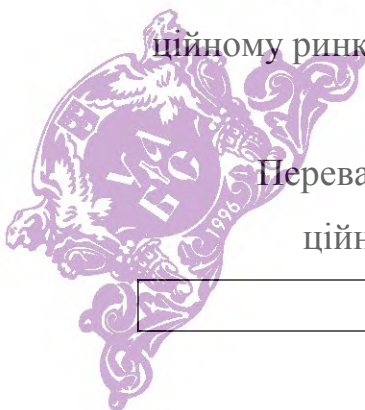
<i>Асоціація, союз</i>	<ul style="list-style-type: none"> - не має права втручатися у виробничу та комерційну діяльність будь-кого з її учасників; - неприбуткове громадське об'єднання, не проводить комерційної діяльності; - свобода в прийнятті рішень учасниками, внаслідок основної мети – координації підприємницької діяльності учасників, захисту та лобіювання їх інтересів, більш ефективної організації робіт по консалтингу та інформаційного забезпечення; - тимчасове об'єднання.
<i>Стратегічний альянс</i>	<ul style="list-style-type: none"> - форма співпраці двох або більше незалежних компаній (в тому числі, потенційних чи реальних конкурентів) в довгостроковому періоді для досягнення певної мети; - компанії можуть бути учасниками безлічі стратегічних альянсів; - неефективність такої форми об'єднання; - труднощі координації діяльності учасників альянсу (партнери можуть приймати рішення, неоптимальні для стратегічного альянсу в цілому); - складність контролю (нестача автономії у учасників стратегічних альянсів спричиняє внутрішні конфлікти); - різні початковими очікування з боку партнерів альянсу (в той час як одна компанія прагне уникнути конкуренції, інша прагне отримати доступ до технологій та знань першої); - тимчасове об'єднання.
<i>Картель</i>	<ul style="list-style-type: none"> - тривале договірне об'єднання декількох підприємств однієї галузі виробництва; - мета створення – отримання значного прибутку всіма учасниками угоди шляхом усунення або регламентації конкуренції між ними, а також шляхом придушення «зовнішньої» конкуренції; - внутрішня конкуренція за квоту у виробництві.
<i>Синдикат</i>	<ul style="list-style-type: none"> - монополістична угода між підприємствами однієї галузі, учасники якого втрачають власність на виготовлений продукт; - внутрішня конкуренція за клієнтів чи за квоту у виробництві.
<i>Трест</i>	<ul style="list-style-type: none"> - учасники втрачають власність на засоби виробництва та виготовлений продукт, виробничу та комерційну самостійність, тобто відбувається об'єднання виробництва, збуту, фінансів та управління учасників угоди; - відсутність централізованих фондів капіталовкладень, підпорядкування окремих підприємств загальним цілям тресту (в іншому випадку лібералізації відносин позиції тресту значно послаблюються, що ускладнює процес управління ним); - внутрішня боротьба за найбільш впливові посади в правліннях, за розподіл прибутків.
<i>Концерн</i>	<ul style="list-style-type: none"> - учасники втрачають власність на засоби виробництва і виготовлений продукт; - обмеженість підприємств, що входять до концерну, у прийнятті управлінських рішень; - централізацію функцій науково-технічного і виробничого розвитку, інвестиційної, фінансової, зовнішньоекономічної та іншої діяльності; - внутрішня конкуренція за клієнтів чи за квоту у виробництві.
<i>Конгломерат</i>	<ul style="list-style-type: none"> - значна диверсифікація, що може призвести до складнощів в управлінні; - значні витрати, які необхідні для створення конгломерату у випадку використання механізму поглинання.

Переваги та недоліки формування інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку у формі консорціумів систематизовані автором в табл. 2.9.

Таблиця 2.9

Переваги та недоліки формування інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку у формі консорціумів (розроблено автором)

<i>Переваги</i>	<i>Недоліки</i>
-----------------	-----------------



<ul style="list-style-type: none"> - до складу включаються декілька безпосередньо не пов'язаних між собою за галузевим та технологічним принципом підприємств та фінансово-кредитних установ; - не відбувається централізації науково-технічної, виробничої, фінансової, зовнішньоекономічної та іншої діяльності; - зниження підприємницького ризику за рахунок концентрації значних фінансових ресурсів и значної диверсифікації виробництва по продукції, що випускається; - поєднання різних видів діяльності дозволяє здійснювати координацію фінансових потоків, оптимальний їх перерозподіл та забезпечує ефективне використання фінансових ресурсів. - функціонування у відповідності до загальної розробленої стратегії; - відсутність внутрішньої конкуренції за клієнтів чи за квоту у виробництві; - формування єдиної бази клієнтів, які є клієнтами практично для всіх учасників. 	<ul style="list-style-type: none"> - компанії можуть одночасно входити до складу кількох консорціумів, оскільки можуть брати участь у здійсненні кількох проектів; - тимчасове об'єднання капіталу, взаємодоповнюючих ресурсів і потужностей на обмежений період часу з метою досягнення цілей в процесі реалізації спільного проекту; - у разі досягнення мети створення консорціум припиняє свою діяльність.
--	---

Як видно, з позиції здійснення ефективного інвестування консорціумна форма побудови інтеграційних структур має значно більше переваг, ніж недоліків, особливо – порівняно з іншими організаційними формами, представленими в табл. 2.8.

Підсумовуючи вищевикладений матеріал, слід підкреслити, що в науковій літературі останнім часом з'явився ряд досліджень, присвячених осмисленню сутності, значення та принципів діяльності інтеграційних об'єднань на фінансовому ринку. *Позитивно оцінюючи внесок дослідників, які присвятили свої праці досліджуваній проблематиці, в той же час зауважимо, що в основному їх дослідження стосуються визначення переваг інтеграційних структур в контексті поточного обслуговування клієнтів та поєднання різноманітних фінансових послуг (банківських та небанківських).*



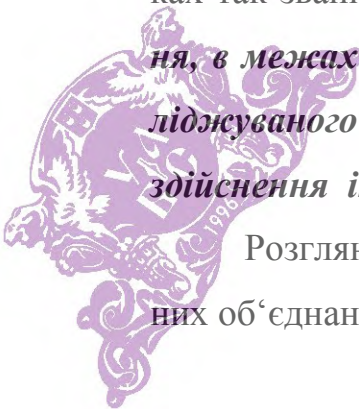
На нашу думку, *такий підхід до розгляду проблем інтеграції в досліджуваній сфері є децю обмеженим*. В умовах структурних реформ в вітчизняній економіці особливої актуальності набуває пошук шляхів взаємодії банків та небанківських установ саме в напрямку середньо - та строкового інвестування, тому ми вважаємо за необхідне виокремити на інвестиційному ринку інтеграційні об'єднання, орієнтовані саме на здійснення інвестиційних операцій, які ми пропонуємо називати *інвестиційними консорціумами*.

Саме тому в наступному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою мету обґрунтувати доцільність формування інвестиційних консорціумів як специфічного типу інтеграційних об'єднань банків та небанківських фінансових установ на інвестиційному ринку, формалізувати переваги такої взаємодії та розробити механізм інвестування в рамках інвестиційного консорціуму.

2.3. Концептуальні основи формування та функціонування інвестиційних консорціумів як сучасного типу інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку

Як вже зазначалося вище, в науковій літературі зазвичай детально досліджується співпраця банків з фінансовим інститутами з позиції їх кооперації навколо фінансових послуг та надання клієнтам комплексних послуг в рамках так званих фінансових конгломератів. *Натомість, на наше переконання, в межах інвестиційних консорціумів банки та інші посередники досліджуваного ринку мають значно більше можливостей щодо спільного здійснення інвестиційної діяльності на взаємовигідних умовах.*

Розглянемо передумови та переваги запропонованого типу інтеграційних об'єднань більш детально.



В процесі проведеного аналізу та враховуючи банкоцентричну модель вітчизняного інвестиційного ринку, нами було з'ясовано, що банки та інші фінансові установи тісно співпрацюють в інвестиційному просторі в аспекті інвестування своїх фінансових ресурсів в депозити та корпоративні цінні папери банків.

На рис. 2.4. представлено діючий сьогодні в Україні механізм інвестування активів вітчизняних фінансових установ.

Рис. 2.4 дозволяє зробити наступні висновки:

1. Значна частина фінансових ресурсів інституційних посередників розміщуються в банках у вигляді депозитів, коштів на поточних рахунках, банківських металів та вкладень в корпоративні цінні папери банків.
2. Вказані кошти доповнюються депозитами домогосподарств, які банки акумулюють на ринку банківських послуг та коштами, отриманими в результаті емісії облігацій банків.
3. На останньому етапі загальний обсяг залучених та запозичених ресурсів банки інвестують в кредити та цінні папери.

Розроблений автором механізм взаємовигідної співпраці інвестиційних посередників в межах інвестиційних консорціумів продемонстровано на рис. 2.5.



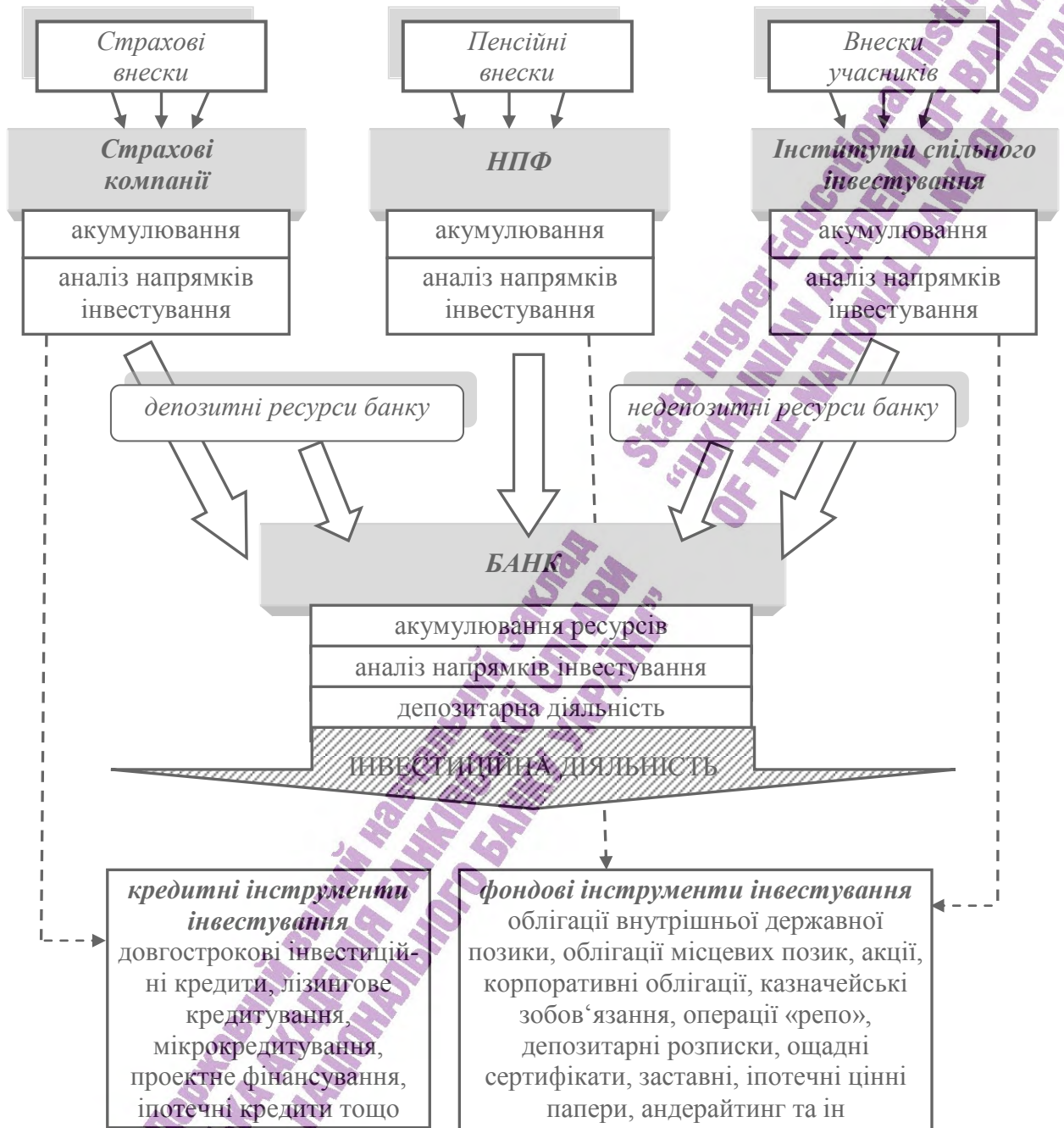


Рис. 2.4. Діючий сьогодні в Україні механізм інвестування активів фінансових установ та банків на інвестиційному ринку (розроблено автором)



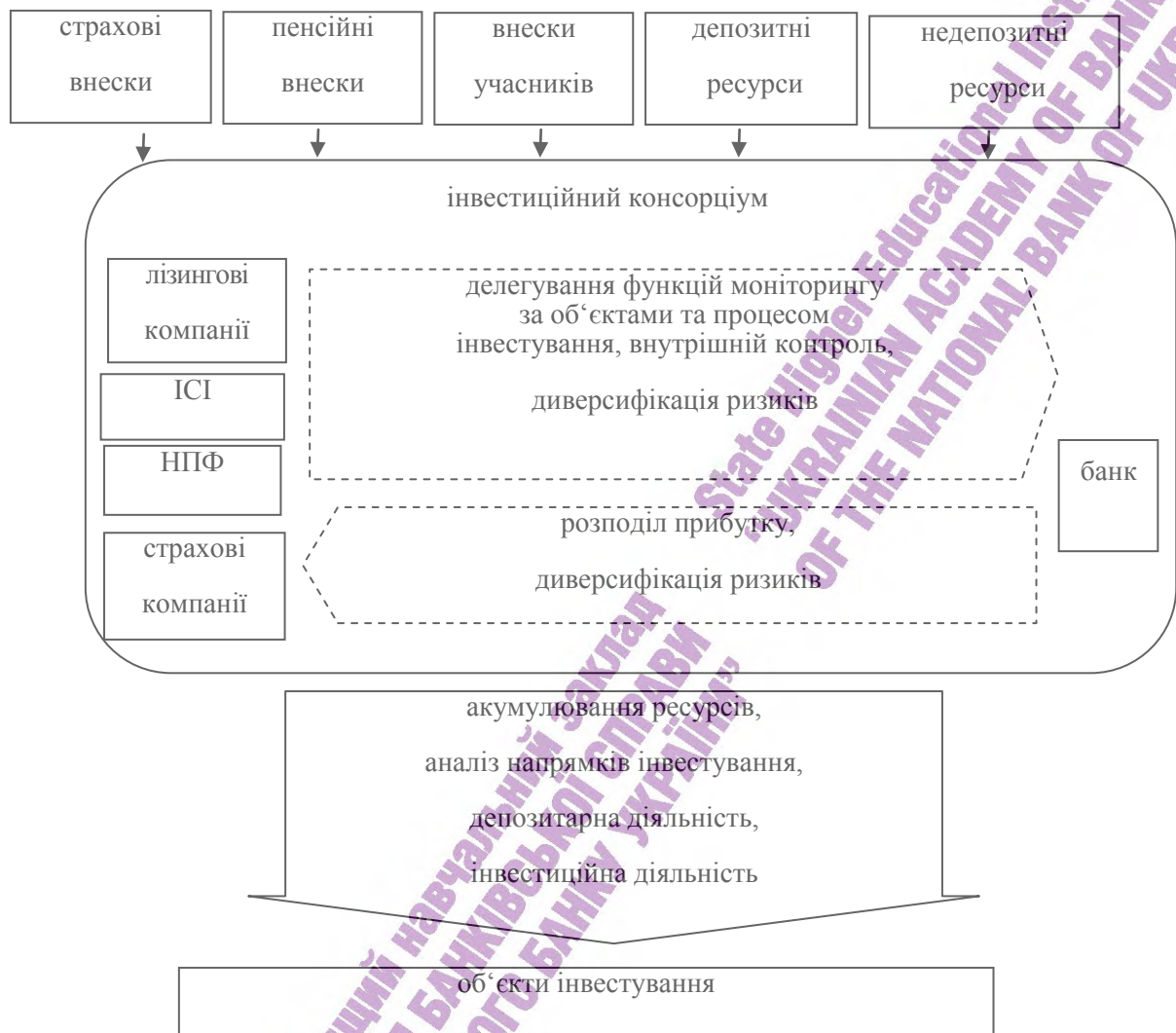


Рис. 2.5. Запропонований механізм інвестування в рамках інвестиційного консорціуму (розроблено автором)

Отже, на наш погляд, створення інвестиційних консорціумів – об'єднань банків та небанківських фінансових інститутів з метою здійснення спільної інвестиційної діяльності – сприятиме забезпеченню стабільності функціонування банків і фінансових установ, підвищенню рентабельності їх діяльності та збільшенню обсягів інвестування, що створить підґрунтя для подальшого зростання вітчизняної економіки.

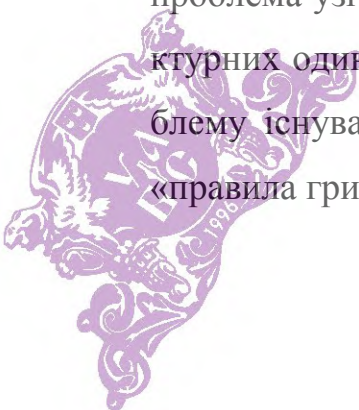
Під інвестиційними консорціумами пропонується розуміти спеціалізовані (за здійснюваними функціями, місцем проведення операцій та цільовою орієнтацією), інтегровані (за архітектонікою внутрішніх взаємо-

відносин) професійні посередницькі утворення, що об'єднують під спільним контролем банк, а також інституціональних та інфраструктурних небанківських інвестиційних посередників 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.

Таким чином, інвестиційний консорціум включає до свого складу групу посередників під спільним контролем, серед яких обов'язково є банк, а також один або декілька інших інвестиційних посередників (страхова компанія, НПФ, інвестиційна компанія тощо). Його виключна або переважна діяльність полягає в розміщенні акумульованих його учасниками коштів на інвестиційному ринку. В межах інвестиційного консорціуму має поєднуватися кредитна та інвестиційна діяльність, що дозволить здійснювати координацію фінансових потоків, оптимальний їх перерозподіл та забезпечить ефективне використання фінансових ресурсів.

В авторському визначенні інвестиційного консорціуму підкреслено, що їх діяльність має здійснюватися на засадах *структурно-функціональної, технологічної, інформаційної та регулюючої конвергенції*. Надамо певні пояснення стосовно цього.

Відзначаючи регулюючу конвергенцію, ми підкреслюємо, що оскільки діяльність інвестиційних посередників, що входять до складу інвестиційного консорціуму, регулюється різними органами державного управління, виникає проблема узгодження нормативно-правотворчого поля функціонування структурних одиниць цього інтеграційного утворення. Це ще раз актуалізує проблему існування єдиного мегарегулятора, який і буде визначати так звані «правила гри» інвестиційних консорціумів на інвестиційному ринку.



Структурно-функціональна конвергенція в межах інвестиційного консорціуму передбачає таку його структурну побудову, яка дозволяє інтегруватися посередникам, які входять до його складу, за виконуваними функціями.

Інформаційна конвергенція передбачає зближення посередників між собою за рівнем інформаційної відкритості, взаємне використання вхідної інформації, налагодження ефективної системи внутрішнього обміну інформаційними потоками тощо.

Технологічна конвергенція передбачає розробку нових технологій інвестування або надання інвестиційних послуг, які передбачають інтегровану участь не одного, а двох та більше учасників інвестиційного консорціуму.

Переваги запропонованого механізму спільного інвестування в межах інвестиційних консорціумів наведено в табл. 2.10.

Таблиця 2.10

Порівняння механізму відокремленого інвестування та спільного інвестування в межах інвестиційного консорціуму (розроблено автором)

<i>Відокремлене інвестування</i>	<i>Спільне інвестування</i>
1	2
<ol style="list-style-type: none"> 1. Фінансові установи в процесі розміщення фінансових ресурсів втрачають частину прибутку, який осідає в банку. При цьому, частка вкладення їх активів в банки є значною. 2. Банки втрачають частину фінансових ресурсів, які фінансові установи направляють на ринок цінних паперів. 3. Обсяг фінансових ресурсів, що інвестується є значно меншим, ніж в процесі сумісного інвестування. 4. Фінансові установи не завжди мають доступ до повної актуальної інформації сто- 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Банки втрачають частину прибутку від інвестування, яка наразі розподіляється між всіма учасниками пропорційно, натомість отримують більший обсяг фінансових ресурсів для вкладень, переважно довгострокових. 2. Обсяг фінансових ресурсів, що розміщується, значно збільшується, що дозволяє інвестувати в більш масштабні проекти. 3. Фінансові установи отримують доступ до необхідної інформації та мають змогу застосовувати досвід банків по управлінню інвестиційними ресурсами. 4. Завдяки тому, що банки та фінансові інститути здійснюють спільне інвестування, значно знижуються їх витрати на аналіз напрямків інвестування та оцінку інвестиційних проектів, що в свою чергу дозволяє підвищити ефективність вкладення ресурсів. 5. Взаємодія фінансових інститутів з банком в роз-

совно найбільш вигідних об'єктів інвестування та змушені витратити додаткові кошти на її отримання, що в результаті знижує вигідність їх вкладень.	різі інвестування дозволяє їм отримати весь перелік послуг з банківського обслуговування та інвестиційного банкінгу в одному місці. 6. Спільне інвестування надає цілий ряд переваг з позиції об'єднання інвестиційних посередників навколо власників інформації щодо прибутковості інвестиційних проектів.
--	--

Продовження таблиці 2.10

1	2
5. Кожна з установ, що розміщує власні активи (банк, фінансові інститути) витрачає частину ресурсів на оцінку ефективності напрямків інвестування, що в результаті знижує прибутковість даних операцій.	7. Інтеграційні структури можна розглядати як інститути згладжування споживання. 8. Спільне інвестування збільшує можливості щодо делегування моніторингу за інвестиційними проектами. 9. В межах спільного інвестування банки значно розширюють можливості щодо забезпечення ліквідності. 10. В межах спільного інвестування банки значно розширюють можливості щодо використання нових, іпотечних та пенсійних інструментів. В межах спільного інвестування банки значно розширюють можливості щодо управління ризиками.

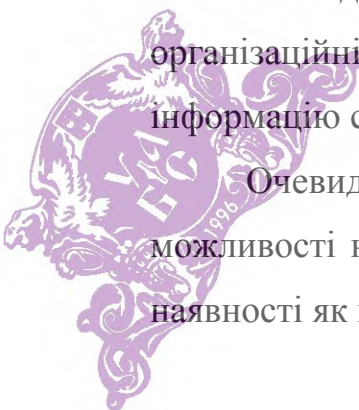
Надамо певні пояснення щодо окремих положень, представлених в табл. 2.10.

Як вже зазначалося в табл. 2.10, створення інтеграційних структур інвестиційного спрямування надає цілий ряд переваг щодо подолання асиметричності ринкової інформації про інвестиційні можливості.

В цілому функціонування посередників на інвестиційному ринку відбувається за схемою, яка представлена на рис.2.6.

Як видно з рис. 2.6, на інвестиційному ринку функціонують не тільки організаційні, але й інформаційні посередники, які надають та постачають інформацію стосовно якості інвестиційних проектів.

Очевидно, що достовірна і повноцінна інформація про інвестиційні можливості не може бути загальнодоступною, оскільки обізнаність вимагає наявності як мінімум двох факторів:



- наявності адекватних професійних навичок;
- значних трансакційних можливостей.

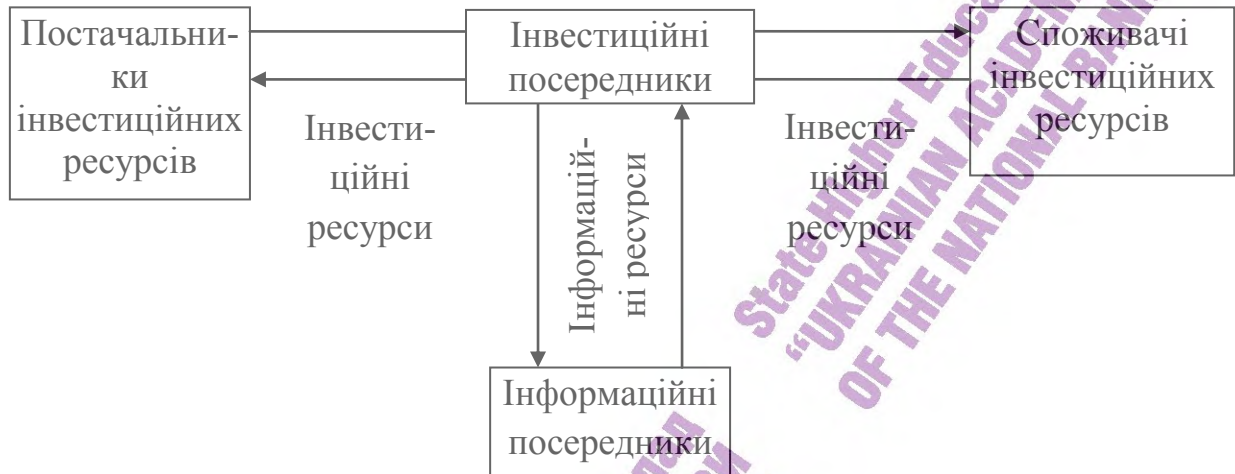


Рис. 2.6. Схема функціонування посередників на інвестиційному ринку (у відповідності до авторського визначення інвестиційного ринку, наведеного в підрозділі 1.1 даної дисертаційної роботи)

Коли доволі значна кількість суб'єктів інвестиційного ринку, дублюючи один одного, будуть займатися збором, аналізом та групуванням інформації з метою продажу іншим «непроінформованим» агентам, це загрожує високими трансакційними витратами, виникненням проблеми передачі і перепродажу інформації. Відірваність «непроінформованих» агентів від реалій поточної ситуації на інвестиційному ринку обумовлює появу ризику неякісного відбору та недостовірності інформації.

Щоб уникнути пропозиції проектів поганої якості на інвестиційному ринку з асиметрією інформації необхідним стає втручання не просто відокремленого інформаційного посередника, який вміє проводити експертизу проектів і готовий вкласти кошти в зазначені дослідження, а інтегрованого об'єднання інвестиційних посередників, що при злагодженій спільній роботі отримують значно більші можливості щодо подолання асиметрії інформації.

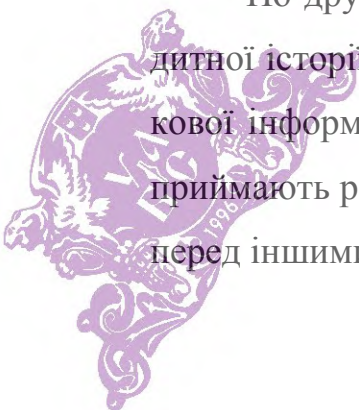
Саме це, на нашу думку, можна вважати однією з заборук забезпечення стабільного функціонування інвестиційного ринку.

Банки, на відміну від інших інвестиційних посередників, відіграють значно більшу роль у підвищенні якості інформації, тобто можуть набагато краще виконувати функцію інформаційного посередника. Саме цей аргумент і був врахований нами при обґрунтуванні того факту, що ініціатива створення інвестиційних консорціумів має виходити від банку.

По-перше, банки володіють значно більшими обсягами інформації стосовно об'єктів інвестування, що пояснюється наступним:

- банки як інститути платіжної системи, що мають доступ до кредитної історії підприємств, отримують інформацію щодо діяльності підприємств не тільки з даних, наданих стосовно реалізації інвестиційних проектів, але й виходячи з власноруч зібраного і обробленого великого обсягу інформації стосовно поточної діяльності позичальника;
- між банком і його клієнтами встановлюються довготривалі стосунки, завдяки яким банк має в своєму розпорядженні надійні відомості про їхнє фінансове становище і здатність ефективно здійснювати інвестиційні проекти;
- банки отримують неофіційну інформацією на основі довгострокових відносин, а з огляду на неофіційний характер цієї інформації, тільки банкір може нею скористатися, що забезпечує йому перевагу перед іншими фінансовими посередниками на інвестиційному ринку.

По-друге, банки, виходячи з довгострокових відносин та існуючої кредитної історії підприємств витрачають менше коштів на збір та аналіз додаткової інформації щодо реалізації нового інвестиційного проекту та швидше приймають рішення щодо його фінансування, що забезпечує банкам перевагу перед іншими фінансовими посередниками на інвестиційному ринку.



По-третє, банки здатні забезпечити конфіденційність щодо капіталовкладень своїх позичальників. Для порівняння зазначимо, що підприємства, які планують здійснити інвестиції та вважають за краще зберігати певну конфіденційність, щоб уникнути використання конкурентами їхніх проектів, для забезпечення успіху отримання коштів від інших фінансових посередників зобов'язані оприлюднювати дані про свій проект, наприклад, в процесі емісії своїх цінних паперів, що унеможливорює конфіденційність інформації.

По-четверте, банківська кредитна угода є інформаційним сигналом для інших посередників та учасників інвестиційного ринку. Так щоб переконати власників інвестиційного капіталу в якості свого проекту та створити сигнал для інвестиційного ринку, що сповіщає про його фінансовий стан і перспективи розвитку, позичальник має або здійснити заставу свого майна, яка є гарантією здійснення інвестування, або отримати доступ до банківського кредиту. Причому, у відповідності до досліджень, здійснених Е.Фамою [219], останній спосіб для позичальника є менш дорогим.

Іншими словами, при об'єднанні інвестиційних посередників в межах інвестиційного консорціуму формується так звана «коаліція власників інформації», що дозволяє значно більш успішніше долати асиметрію ринкової інформації про інвестиційні можливості за рахунок емпіричного досвіду здійснення реальних інвестиційних операцій і отримання інформації як від покупців, так і від продавців інструментів інвестиційного ринку.

Далі зауважимо, що виходячи з положень теорії фінансового посередництва інвестиційні консорціуми можна розглядати як інститути згладжування протиріч у характері інвестування та споживання у часі та між поколіннями інвесторів.

Як відомо, однією з основних функцій посередників інвестиційного ринку є сприяння обміну наявних інвестиційних ресурсів на відповідні інвестиційні товари і послуги. В той же час, клієнти, які звертаються до інвести-



ційних посередників за певними послугами, часто змушені вирішувати дві різноспрямовані задачі:

- по-перше, вони прагнуть інвестувати у проекти з метою отримання доходів та забезпечення майбутніх потреб споживання;
- по-друге, вони змушені забезпечувати власні поточні потреби у споживанні.

Це протиріччя виникає через випадковий і непередбачуваний характер виникнення споживчих бажань або «споживчих шоків». Саме через одночасне існування двох протилежних цільових орієнтирів клієнти інвестиційних посередників часто відчують необхідність у вилучення вкладень, не чекаючи закінчення термінів інвестицій.

У відповідності до робіт Ф.Аллена та Д.Гейла [205], такі протиріччя у характері інвестування та споживання можуть бути нівельовані. При цьому слід підкреслити, що, на нашу думку, згладжування може пройти значно більш ефективно зусиллями інтеграційної структури, ніж відокремленого інвестора.

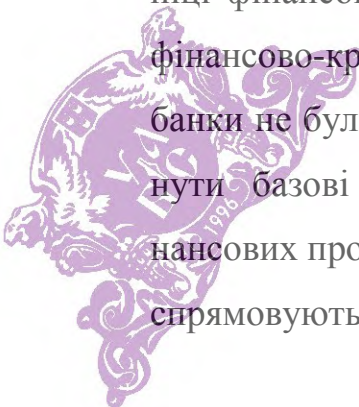
По-перше, інтеграційні об'єднання інвестиційних посередників мають значно більше можливостей, ніж відокремлені інвестори, щодо згладжування протиріч у характері інвестування та споживання в межах короткострокового часового горизонту. Інтегровані посередники при розміщенні активів акумулюють диверсифіковані заощадження та інвестиційні вкладення багатьох суб'єктів економічних відносин, тому вони можуть собі дозволити повертати частину залучених вкладів, підтримуючи свої інвестиційні активи до закінчення термінів. Так, наприклад, банки, виконуючи свою класичну функцію «створення нових грошей» під забезпечення строкових депозитів, можуть, з одного боку, інвестувати в які-небудь фінансові інструменти, а з іншого боку – задовольняти потреби клієнтів в споживанні. Ще одним прикладом є іпотечне кредитування, що дозволяє сьогодні набувати майно (право на житло),



яке без інвестиційного посередництва могло бути недоступне взагалі або протягом істотного тимчасового періоду.

По-друге, інтеграційні об'єднання інвестиційних посередників мають значно більше можливостей, ніж відокремлені інвестори, щодо згладжування протиріч у характері інвестування та споживання між поколіннями, тобто на довгостроковому часовому горизонті. Інвестування за своєю сутністю дозволяє сьгоднішнім поколінням, відмовившись від споживання, передати це право майбутнім поколінням. Прикладом цієї тези можуть слугувати пенсійні фонди, які насаджують новий вид споживання шляхом акумуляції та накопичення коштів на пенсійне страхування, що дозволяє перенести частину доходів населення на майбутні періоди, навіть покоління. В той же час, на нашу думку, поодиночі інвестиційні посередники, враховуючи специфіку кожного з них, не зможуть повноцінно виконати цю функцію, адже непередбачувальні коливання потреб у споживанні клієнтів можуть підірвати стійкість фінансових установ. Саме тому ми стверджуємо, що об'єднання їх в інтегровані структури дозволяє підвищити стійкість, адже коливальні тенденції у розвитку різних сегментів інвестиційного ринку не співпадають у часі.

Досліджуючи *переваги від спільного інвестування в межах інвестиційних консорціумів порівняно з відокремленим інвестуванням, слід брати до уваги також і бажання посередників отримати вигоди щодо управління ліквідністю*. Так, зокрема, відповідно до новітньої теорії фінансового посередництва [208, 214, 215, 216, 220, 227] бажання посередників забезпечити відповідний рівень ліквідності пояснює цілий ряд новітніх змін в архітектоніці фінансового розвитку. Так, наприклад, незважаючи на істотні зміни у фінансово-кредитній системі і песимістичні прогнози багатьох теоретиків, банки не були витіснені з фінансової арени, але були лише змушені переглянути базові засади своєї діяльності в напрямку зміни форми реалізації фінансових продуктів. Так, практика підтверджує, що більшість банків сьогодні спрямовують свої зусилля на вихід на ринки інвестиційних, страхових, іпоте-

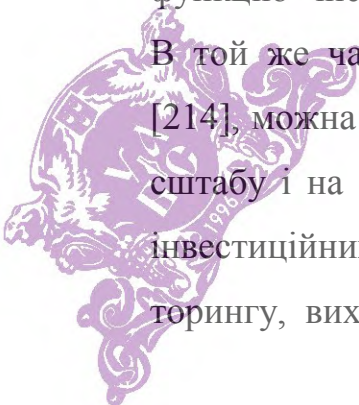


чних та пенсійних інструментів. Тому можна впевнено стверджувати, що створення інвестиційних консорціумів із існуючих посередників на інвестиційних ринках: страхових та фінансових компаній, інвестиційних фондів, компаній з управління активами, недержавних пенсійних фондів тощо значно розширює можливості кожного з них щодо управління ризиком ліквідності.

Продовжуючи тематику додаткових переваг в управлінні ризиками, які отримують інтеграційні об'єднання інвестиційних посередників, слід звернути увагу і на нові можливості, що відкриваються в цьому випадку перед фінансовими установами щодо скорочення витрат участі. Зниження цих витрат є найважливішим мотивом для появи інновацій у фінансових послугах. Дійсно, для інвестиційних посередників неефективно самостійно управляти ризиком з використанням сучасних фінансових технологій, адже це вимагає багато часу, великих професійних знань, досвіду і точного розуміння змісту складних операцій з торгівлі та управління ризиками. Делегування частиною посередників прийняття рішень іншим більш інформованим та досвідченим посередникам в межах інтегрованої структури дозволяє вирішити цю проблему.

Досліджуючи проблему створення інтеграційних утворень в інвестиційному просторі, не можна не відзначити появу у них додаткових можливостей щодо делегування функції моніторингу в межах проектного менеджменту та проектного фінансування.

Враховуючи існування проблеми асиметрії інформації на інвестиційному ринку та необхідності контролю над позичальниками або інвестиційними проектами, інвестиційні посередники традиційно виконують на ринку функцію інститутів делегування моніторингу за інвестиційними проектами. В той же час, на основі досліджень, здійснених Дугласом В. Даймондом [214], можна стверджувати про значний потенціал для отримання ефекту масштабу і на інвестиційному ринку. На нашу думку, інтегровані об'єднання інвестиційних посередників можуть більш якісно виконувати функцію моніторингу, виходячи з їх можливостей мінімізувати витрати на моніторинг.

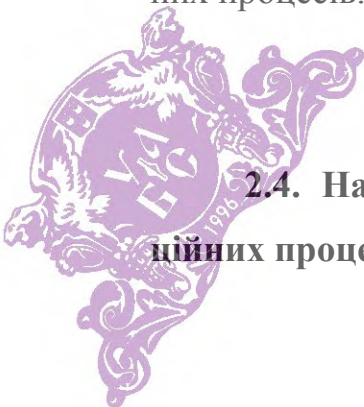


Крім того, як буде нами доведено у підрозділі 3.3 даної дисертаційної роботи, в межах інвестиційного консорціуму функції моніторингу доцільно передавати саме банкам.

Підкреслимо, що ми не поділяємо думку, висловлену в роботі [40] стосовно того, що державне регулювання і нагляд за діяльністю посередників створює оптимальні умови для мінімізації витрат на «моніторинг за монітором». На нашу думку, діяльність посередників по моніторингу и кредитуванню також створює проблему стимулювання їх надійної діяльності. Зазначена проблема є типовою агентською проблемою, яка пов'язана з ситуацією морального ризику, що означає неможливість для вкладника визначити реальні зусилля агента по моніторингу та доступу до інформації, що отримується ним, а також існування можливості прихованих дій агента-посередника щодо штучного заниження виплат від проектів, що належать вкладникам. Агентська проблема означає необхідність «моніторингу монітора» і є причиною появи у вкладників особливих агентських витрат, або, точніше, – витрат делегування.

Досліджуючи діяльність інтегрованих інвестиційних посередників проблема підвищення ефективності моніторингу може розглядатися не тільки в контексті проектного менеджменту та проектного управління, а також і в дещо іншому аспекті – з погляду державного регулювання. Саме тому в наступному підрозділі дисертаційного дослідження буде викладено авторський погляд на реформування системи нагляду за діяльністю посередників інвестиційного ринку з урахуванням специфіки глобалізаційних та інтеграційних процесів.

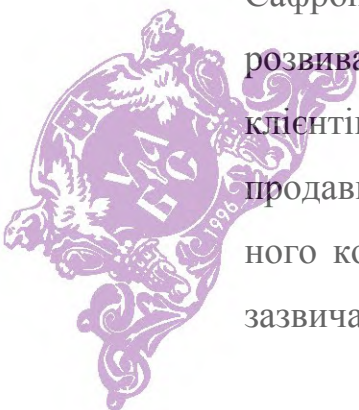
2.4. Напрямки вдосконалення державного регулювання інтеграційних процесів на інвестиційному ринку України



З огляду на те, що в дисертаційній роботі нами обґрунтовано необхідність створення інвестиційних консорціумів – об'єднань банків та небанківських фінансових інститутів з метою здійснення спільної інвестиційної діяльності, визначимо основоположні принципи державного регулювання їх діяльності в Україні.

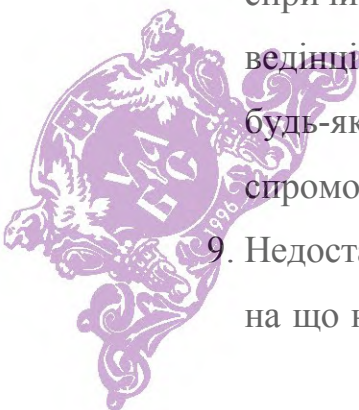
Найперше варто зауважити, що поява різноманітних інтеграційних утворень та посилення їх ролі на інвестиційному ринку вимагає впровадження спеціального підходу до регулювання їх діяльності. Це пояснюється специфікою їх діяльності, яка полягає у наступному:

1. Виникнення новітніх інвестиційних інструментів, надання комбінованих інвестиційних послуг клієнтам інвестиційного консорціуму, впровадження їх перехресних продажів.
2. Можливість обміну конфіденційною інформацією про клієнтів всередині інвестиційного консорціуму [103].
3. Можливість зниження цін для окремих категорій клієнтів за окремими інвестиційними продуктами при пакетних та крос-продажах [103].
4. Можливість виникнення подвійного або множинного обліку капіталу та невірною розподілу боргового навантаження всередині інвестиційного консорціуму.
5. Переміщення активів всередині інвестиційного консорціуму [103].
6. Існування конфліктів інтересів між підрозділами інвестиційного консорціуму та між консорціумом і його клієнтами. В своєму дослідженні Сафронов С.Б. доводить, що конфлікт інтересів обов'язково виникає і розвивається в інтеграційних об'єднаннях, якщо він не діє в інтересах клієнтів [159]. Ним визначено такі основні види конфлікту інтересів: продавці і їх інтереси (якщо фінансовий інститут усередині інвестиційного консорціуму продає зв'язані продукти, то продавці і менеджери зазвичай не надають клієнтові об'єктивну інформацію і правдиві реко-



мендації з продукту); проштовхування фідучіарних рахунків (при продажі цінних паперів інвестиційні оператори консорціуму намагаються мінімізувати потенційні збитки «зштовхуючи» небажані цінні папери на рахунки споживача); передача ризику банкрутства (володіючи інформацією про власних клієнтів, які користуються кредитними або страховими послугами підрозділів консорціуму, він може використовувати приватну інформацію про зростання ризику банкрутства клієнта і стимулювати його випустити облігації або акції, підписані підрозділом з операцій з цінними паперами групи для необізнаних інвесторів); позики у третьої сторони (інвестиційний консорціум може бути зацікавлений в наданні позик своєму клієнтові за умови, що ця процедура використовується для купівлі продуктів іншого підрозділу групи, таких як цінні папери або страхування життя); зв'язані покупки (банк може використовувати загрозу відгуку або лімітування – обмеження кредиту для того, щоб клієнт купив інший продукт консорціуму – страхування або цінні папери).

7. Виникнення додаткових ризиків, що виникають в результаті об'єднання посередників в інвестиційний консорціум та їх міграція всередині інтеграційного утворення. Складність розробки дієвих методів оцінки і прогнозування ризиків та визначення їх впливу на діяльність інвестиційного консорціуму.
8. Існування думки про те, що інвестиційний консорціум є достатньо великим, а тому низькою є ймовірність його банкрутства та розпаду. Це спричиняє виникнення етичного ризику, що полягає в ризикованій поведінці учасників ринку, які покладаються на державу у випадку появи будь-яких кризових явищ в діяльності інвестиційного консорціуму та її спроможність вирішити всі проблеми об'єднання [104].
9. Недостатня прозорість діяльності інвестиційного консорціуму, з огляду на що наглядовим органам та учасникам ринку складно отримувати по-



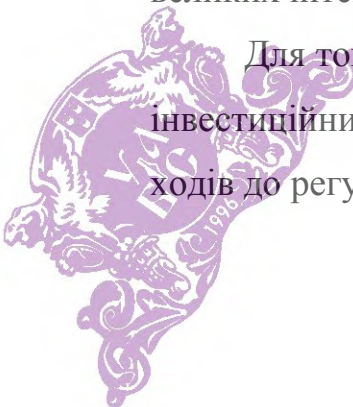
вну правдиву інформацію про його структуру та склад, результати та специфічні ризики його діяльності [104].

10. Діяльність інвестиційного консорціуму може здійснювати значний вплив на економіку окремого регіону або навіть держави, посилювати ринкову концентрацію, обмежувати конкуренцію та знижувати ефективність фінансового сектора в довгостроковій перспективі [104].

11. Можливість негативного впливу інвестиційного консорціуму на діяльність банків, що входять до його складу, зокрема: підвищення ризиків діяльності банку, спотворення їх оцінки, перенесення ризиків з інших компаній на банк (ефект зараження); здійснення операцій, що не відповідають інтересам банку та його акціонерів; зменшення економічного прибутку банку в результаті здійснення операцій з пов'язаними сторонами; можлива зміна пруденційного капіталу банку, в тому числі подвійний облік капіталу, його штучне завищення тощо; спотворення реальних фінансових результатів кредитної організації, що не відображають тенденцій погіршення її фінансового стану; поширення проблем, пов'язаних з діловою репутацією учасників інвестиційного консорціуму на фінансову стійкість банку.

В той же час, необхідність спеціального підходу до регулювання діяльності інвестиційних консорціумів пояснюється бажанням держави зменшити витрати на регулювання та нагляд за діяльністю інвестиційних посередників, зважаючи на поширену в останні роки тенденцію тісної кооперації банківського сектору та небанківських посередників і створення в результаті цього великих інтеграційних об'єднань в інвестиційній сфері.

Для того, щоб розробити напрямки державного регулювання діяльності інвестиційних консорціумів в Україні, проведемо дослідження існуючих підходів до регулювання подібних інтеграційних об'єднань.



Варто зауважити, що в науковій літературі виділяють наступні два режими регулювання діяльності інтеграційних утворень на фінансовому ринку: *спеціальний режим і відсутність спеціальних засад регулювання* [103].

В свою чергу, спеціальний режим передбачає два підходи – існування єдиного регулятора та домінуючого регулятора. Єдиний регулятор розглядає діяльність інтеграційних структур як єдине ціле та здійснює нагляд за ними виходячи з даної концепції. В той же час домінуючий регулятор обирається з фінансових регулятивних органів країни, виходячи із основного напрямку діяльності об'єднань. Як свідчить практика, більш поширеною концепцією в рамках впровадження спеціального режиму є концепція єдиного регулятора.

Що стосується прикладів країн, які використовують той чи інший режим регулювання діяльності інтеграційних структур, зауважимо, що:

- спеціальний режим з єдиним регулятором характерний для таких країн, як: Великобританія, Данія, Ісландія, Норвегія, Угорщина, Швеція, Канада, Австралія, Корея, Сінгапур, Японія;
- спеціальний режим з домінуючим регулятором притаманний таким країнам: Австрії, Греції, Ірландії, Іспанії, Швейцарії, США;
- відсутність спеціального режиму характерно для таких країн, а саме: Бельгія, Італія, Люксембург, Нідерланди, Німеччина, Польща, Португалія, Фінляндія, Франція, Чеська Республіка, Гонконг, Туреччина.

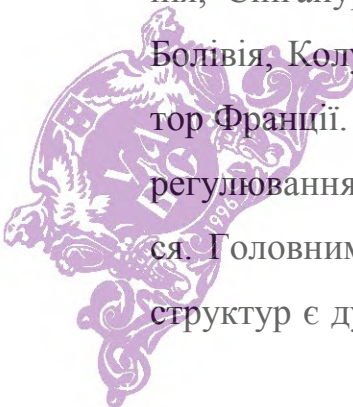
До того ж, існують такі підходи до регулювання діяльності інтеграційних утворень, як функціональна та інституціональна модель регулювання. Зокрема, традиційне, *функціональне регулювання* таких структур передбачає таку ситуацію, коли за кожен його підрозділ відповідальні регулятори окремого сегменту фінансового ринку: банківські підрозділи регулюються банківським наглядом, страхові компанії – страховим наглядом та ін. Ефективність даної моделі полягає в тому, що фінансові інститути, які надають ана-



логічні послуги регулюються за однаковими правилами не залежно від їх типу. В той же час, контролюючи ефективність лише певного виду діяльності, регулюючий орган не відстежує стан стійкості всього фінансового інституту, що може стати причиною його банкрутства у перспективі. Це є недоліком функціональної моделі регулювання інтеграційних утворень. Більше того, в деяких випадках можлива поява конкуренції між державними регуляторами, які відповідають за власний функціональний сегмент фінансового ринку та посилення їх боротьби за сферу свого впливу.

Найбільш яскравим прикладом використання функціонального методу є ринок Сполучених Штатів Америки, де регулювання фінансових сегментів максимально розрізнено. Підставою для такого регулювання свого часу став закон, прийнятий в першій половині ХХ ст., а саме закон Glass-steagall Act (1933). Він жорстко обмежив можливість присутності фінансових організацій на декількох ринках одночасно. Крім США, функціональний підхід поширений в таких країнах, як Швейцарія, Італія і ін. У Китаї існують жорсткі обмеження щодо створення інтеграційних об'єднань, а тому банківський, страховий і фондовий регулятор організовані за функціональною ознакою.

Натомість динамічний розвиток ринку цінних паперів призвів до появи новітнього підходу до регулювання – *інституційного регулювання*, згідно якого нагляд за секторами фінансового ринку, конгломератами, консорціумами, альянсами та крупними банківськими об'єднаннями здійснюється єдиним регулюючим органом. В останні роки від функціонального регулювання до інституційного перейшли такі країни, як Австралія, Південна Корея, Японія, Сінгапур, Великобританія, Канада, Данія, Норвегія, Швеція, Ірландія, Болівія, Колумбія. У стадії консолідації знаходиться і національний регулятор Франції. При чому варто зауважити, що консолідація у сфері фінансового регулювання характерна як для розвинених, так і для ринків, що розвиваються. Головними недоліками інституційної моделі регулювання інтеграційних структур є дублювання функцій державного регулювання, що призводить до

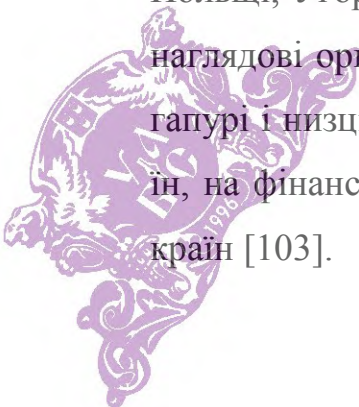


збільшення державних витрат, відсутність єдності державного регулювання одного і того ж виду діяльності та як наслідок – поява подвійних стандартів для суб'єктів регулювання та зниження ефективності державного контролю. В такій ситуації жоден з державних органів в повній мірі не відповідає за свою сферу регулювання, через те, що змушений співпрацювати з іншими регулюючими органами.

Існують також альтернативні гібридні варіанти, які об'єднують як риси функціонального, так і інституціонального підходів до регулювання. Їх особливістю є те, що регулюючі органи можуть включати і виділяти окремі сегменти регулювання, а тому неможливо сказати однозначно, чи є регулювання повністю консолідованим, або функціональним.

Враховуючи ряд недоліків функціонального та інституціонального підходів до регулювання інтеграційних об'єднань, зростаючу інтеграцію банківського, інвестиційного та страхового секторів фінансового ринку та активізацію глобалізаційних процесів все більш помітною стає тенденція концентрації наглядових функцій та появи єдиного органа з регулювання фінансових ринків – *мегарегулятора*. На нього покладається завдання регулювання всіх напрямків діяльності всіх фінансових інститутів, що діють на фінансовому ринку країни.

Першими європейськими країнами, які започаткували створення єдиних органів фінансового нагляду, стали Норвегія (1986 р.), Ісландія і Данія (1988 р.). В подальшому мегарегулятори з'явилися в Швеції (1991 р.), Великобританії (1997 р.), Австрії (2002 р.), Німеччині (2002 р.), Естонії, Латвії, Польщі, Угорщині і на Мальті. Що стосується азіатських країн, універсальні наглядові органи створені в Японії, Китаї, Казахстані, Південній Кореї, Сінгапурі і низці інших країн. Як свідчить практика, на даний час кількість країн, на фінансовому ринку яких функціонують мегарегулятори, нараховує 45 країн [103].



Як показало проведене нами дослідження, в якості мегарегулятора може виступати як єдиний регулюючий орган, відповідальний за нагляд у всій фінансовій системі, так і агентство, відповідальне за нагляд більш ніж одного сегменту фінансового ринку [201]. Слід також зауважити, що з появою мегарегулятора може змінюватися формат діяльності центрального банку держави та інших державних регулюючих органів. Так, центральний банк може залишати за собою функцію нагляду за грошовим ринком, а може і втрачати певні повноваження в сфері регулювання та нагляду. Виходячи з викладеної інформації, очевидно єдине – не існує певного вірного підходу до створення мегарегулятора, кількості органів, що входитимуть до його складу та принципів його взаємодії з центральним банком країни. Важливою передумовою ефективної діяльності мегарегулятора є структурованість його роботи, чітке виокремлення підрозділів за об'єктами або суб'єктами регулювання в його складі.

Існуючі в різних країнах підходи до створення мегарегулятора фінансового ринку систематизовані в таблиці 2.11.

Таблиця 2.11

Міжнародна практика створення мегарегуляторів фінансового ринку[201]

Країна	Мегарегулятор	Функції
Мегарегулятори, що виконують як наглядові так і регуляторні функції		
Великобританія	Financial Services Authority (Управління фінансових послуг)	Єдиний мегарегулятор з 1997 р. поетапно акумулює функції банківського нагляду, регулювання та нагляду за будівельними товариствами інститутами цінних паперів, страхування, колективних інвестицій
Австралія	Два мегарегулятори: 1. Australian Securities and Investments Commission (Комісія по цінним паперам	1. Комісія по цінним паперам та інвестиціям – здійснює регулювання та нагляд ринку цінних паперів та інвестиційних трастів, захист інтересів у всіх фінансових галузях, включаючи відносини страхових ком-

	та інвестиціям Австралії); 2. Australian Prudential Regulation Authority (Управління пруденційного нагляду Австралії)	паній та банків з клієнтами. 2. Управління пруденційного нагляду – встановлення пруденційних стандартів та нагляд відносно банків, страхових компаній, пенсійних фондів, небанківських кредитних організацій. Зазначені органи знаходяться разом із центральним банком під координуючим впливом Ради фінансових регуляторів, який має не владні, а узгоджувачі повноваження
Канада	Office of the Superintendent of Financial Institutions (Управління фінансовими інститутами)	Встановлення регулятивних правил та нагляд за рядом фінансових інститутів, якщо вони регулюються на федеральному рівні (банки, небанківські кредитні організації, страхові організації, трасти, інститути пенсійного приватного забезпечення)
Швейцарія	Swiss Federal Banking Commission (Федеральна комісія з банківської діяльності Швейцарії)	Функції регулювання виходу на ринок, встановлення правил і нагляд за банками, брокерами – дилерами, інвестиційними фондами, керованими банками, фондовими біржами, організаціями депозитарної та розрахунково-клірингової інфраструктури. Пенсійна та страхова сфера не входять в сферу регулювання
Мегарегулятори, що виконують тільки або переважно тільки наглядові функції		
Корея	Financial Supervisory Commission. (Фінансова контролююча комісія)	Є тільки органом нагляду, здійснюючи нагляд по відношенню до банків, страхових інститутів, галузі цінних паперів, небанківських фінансових інститутів
Угорщина	Hungarian Banking and Capital Market Supervision (Угорський наглядовий орган за банківською діяльністю)	Здійснює наглядові функції відносно банків та галузі цінних паперів
Данія	Danish Financial Supervisory Authority (Датський фінансовий наглядовий орган)	Діє як секретаріат (зовнішні зв'язки та забезпечуючи функції) для трьох секторальних відомств – цінних паперів, страхування та пенсійного забезпечення, кожний із яких є наглядовим органом за відповідним сектором
Норвегія	Banking Insurance and Securities Commission (Комісія з банківської діяльності, страхування та цінних паперів)	Є тільки органом нагляду відносно банків, страхових інститутів, галузі цінних паперів, пенсійних фондів, небанківських фінансових інститутів
Швеція	Swedish Financial Supervisory Authority (Фінансовий наглядовий орган Швеції)	Нагляд за банками та іншими кредитними організаціями, інститутами цінних паперів, інвестиційними фондами, страховими компаніями, ринками, депозитарною інфраструктурою
Фінляндія	Financial Supervision (Фінансовий нагляд)	Нагляд за банками, та іншими кредитним організаціями, інститутами цінних паперів, інвестиційними фондами, страховими компаніями, ринками, депозитарною інфраструктурою

Проведене нами дослідження показало, що **перевагами запровадження єдиного мегарегулятора з позиції ефективного нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів є:**

- можливість здійснення контролю за складом, структурою інвестиційних консорціумів, специфічними ризиками, притаманними їх дія-

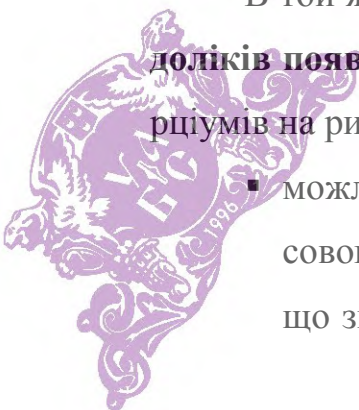


льності, що неможливо здійснити при існуванні декількох регуляторів з обмеженими повноваженнями;

- уникнення дублювання функцій та появи подвійних стандартів державного регулювання (відсутність регулятивного арбітражу), додаткового тиску з боку регулюючих органів, забезпечення чіткого розподілу відповідальності за стан фінансового ринку та підвищення якості державного регулювання в цілому;
- оперативність та гнучкість регулювання, можливість коригувати свої дії в залежності від ситуації в різних сегментах фінансового ринку, здійснення комплексного нагляду за всіма сферами фінансового ринку;
- розробка спеціальних процедур та правил діяльності інвестиційних консорціумів, що максимально відповідають їх специфічним особливостям та стратегічним інтересам, що у перспективі стимулюватиме зростання масштабів їх діяльності та підвищення кількості інвестиційних консорціумів, збільшення асортименту пропонованих ними інвестиційних послуг та їх комбінацій;
- зменшення державних витрат на регулювання фінансового ринку завдяки існуванню єдиного регулятора замість ряду відокремлених наглядових органів (ефект масштабу);
- забезпечення прозорості діяльності інвестиційного консорціуму для споживачів мегарегулятором при збереженні певної конфіденційності щодо окремих дій та стратегічних планів інвестиційного консорціуму.

В той же час, потрібно зауважити, що можна виокремити цілий ряд **недоліків появи мегарегулятора** в контексті діяльності інвестиційних консорціумів на ринку. зокрема:

- можливість зосередження всієї повноти влади з регулювання фінансового ринку в руках єдиного уніфікованого регулюючого органу, що знизить якість регулювання та обмежить конкуренцію на ринках



фінансових послуг. Деякі експерти говорять про, так звану моральну небезпеку, яка може бути викликана надмірним розростанням і розвитком «мережі безпеки» (наприклад, страхування депозитів);

- можливість послаблення регулювання банківської діяльності завдяки переходу ряду функцій центрального банку мегарегулятора;
- з огляду на те, що регулюванню підлягає велика кількість об'єктів, а кожний сегмент фінансового ринку вимагає особливого підходу до регулювання, існує ризик зменшення якості регулювання та нагляду фінансового ринку в цілому;
- мета, що стосується економії державних витрат на регулювання фінансового ринку може бути недотягнена в повному обсязі через те, що в результаті бюрократизації діяльність мегарегулятора може вимагати більших коштів, іншими словами, зекономлені завдяки економії масштабу фінансові ресурси підуть на підтримання його функціонування.

Розглянемо сформовану в Україні структуру органів державного регулювання інвестиційного ринку.

Як показало проведене нами дослідження, в Україні функціонує декілька регулюючих органів, які відповідають за окремі сегменти інвестиційного ринку, при цьому нагляд за банківською діяльністю відповідно до Закону «Про банки і банківську діяльність» та Закону «Про Національний банк України» закріплений виключно за Національним банком України, зокрема:

- Національний банк України (НБУ) здійснює регулювання та нагляд за інвестиційною діяльністю банків;
- Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) – здійснює регулювання та нагляд за інвестиційною діяльністю учасників фондового ринку (ринку цінних паперів і похідних цінних паперів);



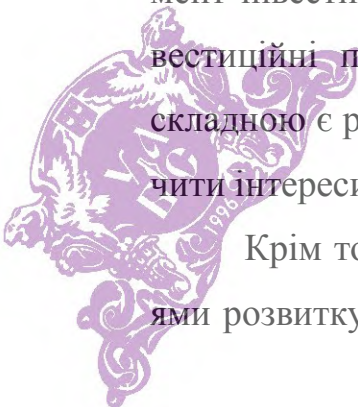
- Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг) здійснює нагляд за діяльністю учасників ринку інвестиційних послуг. В її складі функціонує департамент (з повноваженнями Комітету) зі страхового нагляду, який здійснює регулювання та нагляд за інвестиційною діяльністю страхових компаній.

Іншими регулюючими органами, що складають систему державного регулювання інвестиційного ринку України є: Державна комітет фінансового моніторингу України (Держфінмоніторинг), Антимонопольний комітет України, Асоціація українських банків, Ліга страхових організацій України, Національна Асоціація НПФ України та Адміністраторів НПФ, Асоціація учасників фондового ринку, Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв, Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Перша Фондова Торговельна Система тощо.

Отже, варто зауважити, що основоположною рисою державного регулювання інвестиційного ринку України є розмежування регуляторних функцій за окремими сегментами ринку при одночасному регулюванні ринку інвестиційних банківських послуг виключно центральним банком країни (Національним банком України). До того ж законодавство, що стосується різних секторів фінансового ринку має характер відомчих нормативних актів.

На нашу думку, серед основних недоліків діючої системи державного регулювання інвестиційного ринку України, основним є нескоординованість регулюючих дій, що призводить до низької ефективності їх діяльності та низької якості регулювання інвестиційного ринку. За умови, коли кожний сегмент інвестиційного ринку регулюється окремим державним органом та інвестиційні посередники відповідають вимогам різних регуляторів досить складною є розробка комплексних інвестиційних продуктів, здатних забезпечити інтереси їх клієнтів.

Крім того, як вказувалося нами вище, важливими сучасними тенденціями розвитку вітчизняного інвестиційного ринку є консолідація та універса-

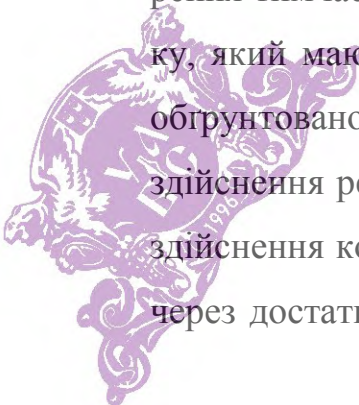


лізація сфери інвестиційних послуг, активна взаємодія банків з небанківськими фінансовими установами та співпраця між різними сегментами інвестиційного ринку, розширення спектру інвестиційних послуг та інфраструктури інвестиційного ринку, поява інтеграційних об'єднань.

Таким чином, вказані процеси, невідповідність існуючої системи державного регулювання стану розвитку та процесам, що відбуваються на вітчизняному інвестиційному ринку разом з поширенням глобалізаційних тенденцій обґрунтовують важливість створення єдиного уніфікованого органу регулювання фінансового, а відповідно – і інвестиційного ринку – **мегарегулятора в Україні**. Впровадження консолідованого нагляду дозволить здійснювати скоординоване ефективне регулювання діяльності інвестиційних консорціумів та сприятиме розвитку співпраці між різними сегментами інвестиційного ринку у перспективі.

В вітчизняній науковій літературі зустрічається ряд розробок щодо створення координаційного органу на етапі, який передуватиме появі єдиного мегарегулятора. Так, Школьник І.О. пропонує створити координаційну раду з питань регулювання фінансового ринку у складі керівників НБУ, ДКЦПФР та ДКРРФП, та представників Державного комітету фінансового моніторингу [201]. Кремень В.М. відстоює думку про необхідність створення координаційного органу з питань взаємодії функціональних регуляторів, який в процесі здійснення нагляду за діяльністю фінансових груп і фінансових консорціумів має тісно співпрацювати з НБУ [103].

Зауважимо, що ми також дотримуємося думки щодо важливості створення тимчасового координаційного центру з регулювання фінансового ринку, який мають скласти представники НБУ, ДКЦПФР та ДКРРФП. Цілком обґрунтованою є тісна співпраця координаційного центру з НБУ в процесі здійснення регулювання фінансового ринку, адже НБУ має певні результати здійснення консолідованого нагляду за діяльністю банківських груп, а також через достатньо високу якість банківського нагляду в Україні [103]. Однак,



діяльність даного органу має бути обмежена у часі та стати перехідним етапом побудови злагодженої системи державного регулювання фінансового ринку України, основне місце в якій займатиме єдиний уніфікований орган регулювання фінансового ринку – мегарегулятор.

З огляду на те, що запропоновані нами в роботі інвестиційні консорціуми, які є специфічними об'єднаннями банків та небанківських інвестиційних інститутів, характеризуються специфічними ризиками, притаманними їх діяльності та рядом інших особливостей, про що йшла мова вище, визначимо конкретні підходи до нагляду за їх діяльністю та дослідимо інструменти, за допомогою яких даний нагляд має здійснюватися.

Загалом інструменти консолідованого нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів можна умовно розділити на директивні та індикативні.

Директивні інструменти нагляду використовуються з метою обмеження ризиків на етапі створення групи та у випадках невиконання інвестиційним консорціумом вимог регулюючого органу.

Індикативні інструменти нагляду зазвичай стосуються питань достатності капіталу консорціуму, концентрації ризиків всередині консорціуму, регулювання операцій між його учасниками. Дані інструменти направлені на недопущення появи значних ризиків в процесі функціонування інвестиційних консорціумів, на стимулювання відстеження випадків концентрації ризиків самим консорціумом, на нарощення величини капіталу інвестиційного консорціуму, на забезпечення більш оптимального розподілу інвестиційних ресурсів серед об'єктів інвестування та на підвищення ефективності діяльності інвестиційного консорціуму в цілому.

Розглянемо кожну з даних груп інструментів більш детально.

Директивні інструменти нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів мають включати:

- вимоги до порядку формування інвестиційного консорціуму;

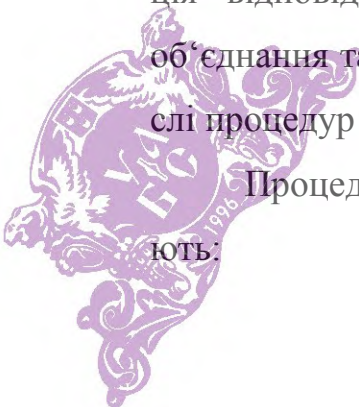


- вимоги до розкриття інформації про склад і структуру інвестиційного консорціуму, про осіб, які не входять до її складу, але пов'язані з діяльністю інвестиційного консорціуму особливими відносинами;
- вимоги до складання і надання інвестиційними консорціумами консолідованої фінансової звітності (консолідованого балансу, консолідованого звіту про прибутки та збитки);
- вимоги до порядку формування та діяльності органів управління інвестиційним консорціумом;
- вимоги до організації системи внутрішнього контролю за ризиками інвестиційного консорціуму;
- заходи наглядового реагування, що вживаються до членів інвестиційного консорціуму у випадку невиконання ним необхідних вимог.

Зокрема, є декілька підходів до формування інвестиційного консорціуму. Такі об'єднання можуть створюватися самостійно і лише згодом наглядові органи дізнаються про їх існування. В той же час функціонує дозвоільний порядок формування інвестиційного консорціуму, згідно якого консолідований орган нагляду може давати згоду або відмовити у створенні цієї структури шляхом видачі відповідного сертифікату. На наш погляд, більш оптимальним є дозвоільний механізм, надання дозволу на створення інвестиційного консорціуму в Україні має передувати комплексний аналіз фінансового стану компаній, що входитимуть до його складу, аналіз виконання ними всіх необхідних нормативів та вимог вітчизняного законодавства.

Важною вимогою до діяльності інвестиційного консорціуму є організація відповідних процедур управління інвестиційними ризиками всього об'єднання та його учасників та системи внутрішнього контролю, в тому числі процедур адміністрування та бухгалтерського обліку.

Процедури управління ризиками інвестиційного консорціуму включають:



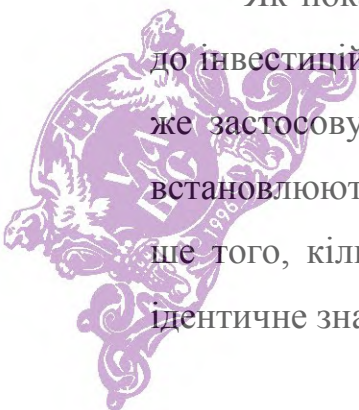
- розробку стратегії та політики управління ризиками інвестиційного консорціуму, що підлягають періодичному перегляду та внесенню відповідних змін;
- розробку політики достатності основного капіталу з урахуванням всіх можливих ризиків, притаманних діяльності інвестиційного консорціуму та вимог до капіталу, встановлених наглядовими органами;
- впровадження інтегрованої системи моніторингу за ризиками в межах всього інвестиційного консорціуму.

Система внутрішнього контролю передбачає наявність механізмів, що дозволяють співставляти понесені ризики та величину власних фондів інвестиційного консорціуму, тобто здійснювати оцінку достатності основного капіталу і наявність відпрацьованих процедур формування звітності та здійснення бухгалтерського обліку з метою аналізу та контролю за концентрацією ризиків і операціями всередині групи.

До індикативних інструментів нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів включають:

- встановлення вимог до достатності основного капіталу інвестиційного консорціуму;
- встановлення обмежень щодо концентрації ризиків інвестиційного консорціуму та її учасників;
- обмеження операцій всередині інвестиційного консорціуму шляхом встановлення часткового або повного обмеження на операції між учасниками інвестиційного консорціуму та інсайдерами.

Як показало проведене нами дослідження, крім вказаних інструментів до інвестиційного консорціуму з метою обмеження ризиків їх діяльності може застосовуватися той же основний перелік економічних нормативів, що встановлюються в рамках традиційного нагляду за окремими банками. Більше того, кількісне наповнення нормативів для інвестиційного консорціуму ідентичне значенням нормативів для окремих банків.



Слід зауважити, що регулюючі органи ретельно контролюють показник *достатності основного капіталу інвестиційного консорціуму* в зв'язку з тим, що:

- вказана величина є тією граничною величиною, яка має покривати кредитні, операційні та ринкові ризики діяльності інвестиційного консорціуму та його членів;
- бухгалтерський (фінансовий) капітал групи, розрахований для складання консолідованої фінансової звітності не відображає реальної картини стану власних коштів інвестиційного консорціуму через те, що до його складу входять компоненти, які не здатні покривати ризики діяльності об'єднання та її членів;
- при розрахунку величини основного капіталу інвестиційного консорціуму можлива ситуація подвійного обліку капіталу, що є недопустимим;
- основного капіталу інвестиційного консорціуму повинно бути достатньо у випадку дефіциту власних ресурсів одного з її членів для того, щоб виконувати вимоги щодо достатності капіталу групи в цілому.

Для розрахунку показника достатності основного капіталу інвестиційного консорціуму регулюючий орган повинен володіти інформацією стосовно величини капіталу кожного з його учасників, що дозволить не допустити спотворення реальних даних та появи наглядового арбітражу.

Можна запропонувати методику визначення величини достатності основного капіталу інвестиційного консорціуму. Однією з них є розрахунок достатності основного капіталу інвестиційного консорціуму, що базується на обчисленні сумарної величини капіталу групи з урахуванням ряду коригувань, зокрема, які стосуються врахування подвійного обліку капіталу, проведених операцій всередині групи та взаємних вкладень власних коштів тощо.



За такого підходу достатність основного капіталу інвестиційного консорціуму розраховується за формулою:

$$ДOK_{iz} = \frac{OK_{iz}}{A_p + ПЗ}, \quad (2.1)$$

де $ДOK_{iz}$ – достатність основного капіталу інвестиційного консорціуму;

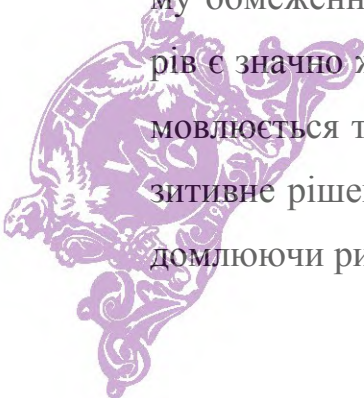
OK_{iz} – основний капітал інвестиційного консорціуму, що є скоригованою сумою капіталів членів інвестиційного консорціуму;

A_p – активи інвестиційного консорціуму, зважені на ризик;

$ПЗ$ – позабалансові зобов'язання інвестиційного консорціуму, зважені на ризик.

Обмеження **концентрації ризиків** інвестиційного консорціуму регулюючим органом передбачають недопущення появи значних ризиків при проведенні операцій групою, що несуть значні втрати для членів інвестиційного консорціуму та негативно впливають на його спроможність здійснювати свою діяльність та виконувати взяті на себе зобов'язання. Слід відмітити, що банкам, які входять до складу інвестиційного консорціуму в більшій мірі притаманний кредитний ризик, інвестиційним компаніям та компаніям – професійним учасникам ринку цінних паперів – ринковий ризик, всім компаніям – учасникам інвестиційного консорціуму – операційний ризик.

Зауважимо, що нормативи концентрації кредитних ризиків інвестиційного консорціуму встановлюються як до зовнішніх контрагентів групи та пов'язаних з ними осіб (інсайдерів), так і до внутрішніх контрагентів інвестиційного консорціуму – його учасників та пов'язаних з ними осіб. При цьому обмеження щодо учасників інвестиційного консорціуму та його інсайдерів є значно жорсткішими в порівнянні з зовнішніми контрагентами. Це обумовлюється тим, що банк – учасник інвестиційної групи може приймати позитивне рішення щодо кредитування іншого його учасника під тиском, усвідомлюючи ризикованість даної операції.



Регулюючим органом також регулюються інвестиційні ризики, притаманні діяльності інвестиційного консорціуму. Зокрема, можуть встановлюватися обмеження участі банку в статутних фондах одного учасника інвестиційного консорціуму та всіх учасників у сукупності (при цьому обмежується або величина вкладення банку в статутні фонди учасників групи, або питома вага такої участі).

Важливим напрямком роботи з регулювання діяльності інвестиційного консорціуму є **регулювання операцій всередині** інвестиційного консорціуму, які виникають між юридичними особами, що входять до його складу. Проведення таких операцій дозволяє компаніям – учасникам інвестиційного консорціуму більш ефективно здійснювати сумісну діяльність за рахунок економії витрат, вибирати найбільш вигідні напрямки для інвестування, більш ретельно контролювати рівень ризиків та стан фінансування всередині групи. Натомість внутрішньогрупові операції несуть значні ризики для діяльності інвестиційного консорціуму, так, окремі її учасники, що підлягають регулюванню можуть бути залучені до здійснення невиконаних для них, але вигідних для інших учасників, що не підлягають регулюванню, операцій. Вказана ситуація є наслідком, так званого, «ефекту зараження» та може викликати «наглядний арбітраж». В такому випадку надзвичайно важливо надавати відповідні повноваження щодо регулювання операцій між регульованими та нерегульованими учасниками інвестиційного консорціуму.

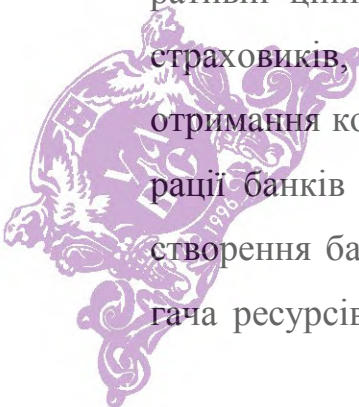
Додатковим інструментом регулювання операцій всередині інвестиційного консорціуму є подання наглядовому органу регулярних звітів про будь-які операції всередині групи, їх детальних аналіз та здійснення інспективних перевірок діяльності регульованих учасників інвестиційного консорціуму.



Висновки до другого розділу

1. В науковій літературі мотиви інтеграції банків з іншими небанківськими інститутами неправомірно обмежуються лише потребами розрахунково-касового обслуговування, дистрибуторської співпраці, оптимізації поточної діяльності, комплексного обслуговування клієнтів, розширення спектра фінансових послуг, формування інтегрованого фінансового продукту, виходу на різні сегменти фінансового ринку тощо. На практиці найбільш поширеним напрямком співпраці сьогодні є використання банків лише як інструментів збереження ресурсів (кошти на депозитах, інвестовані в банківські метали та розміщені на поточних рахунках).

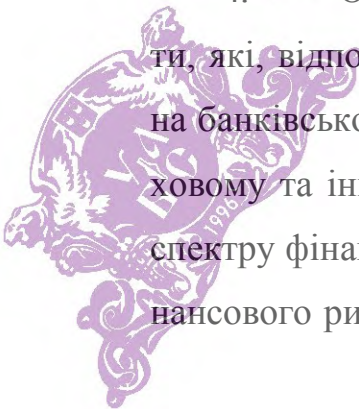
2. В теорії переважає фрагментарний підхід до висвітлення особливостей та механізму участі банків в інтеграційних об'єднаннях саме з метою здійснення спільного інвестування. Автором окреслено коло та досліджено можливості отримання додаткових переваг від інвестиційної інтеграції як банками, так і небанківськими посередниками в Україні. Так, наприклад, перспективним напрямками та перевагами 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 –



введення в структуру банку компанії з управління активами ІСІ, участь банків у незалежних інвестиційних фондах в якості 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.

3. Систематизація конвергентно-інтеграційних механізмів взаємодії між інвестиційними посередниками дозволило 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, консорціуму, асоціації, союзу, стратегічного альянсу, картелю, синдикату 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.

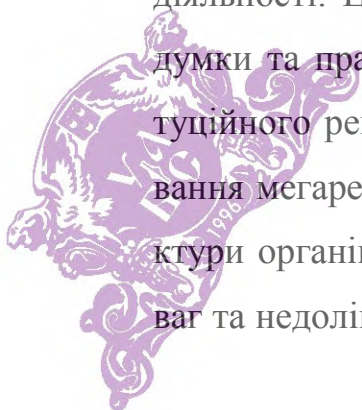
4. Останнім часом значного розвитку набули фінансові конгломерати, які, відповідно до Директиви 2002/87/ЄС, можуть поєднувати діяльність на банківському і страховому сегментах фінансового ринку, а також на страховому та інвестиційному. Таким чином, метою їх створення є розширення спектру фінансових послуг клієнтам та представленості на всіх сегментах фінансового ринку. Наряду з фінансовими конгломератами, які є висококонве-



ргентними інтегрованими фінансовими посередниками, автором пропонується виділяти ще й інвестиційні консорціуми, які, на відміну від перших, мають виконувати специфічні функції та функціонувати лише на одному сегменті фінансового ринку – інвестиційному ринку. Таким чином, інвестиційні консорціуми розуміються автором як спеціалізовані (за здійснюваними функціями, місцем проведення операцій та цільовою орієнтацією), інтегровані (за архітектонікою внутрішніх взаємовідносин) професійні посередницькі утворення, що об'єднують під спільним контролем банк, а також інституціональних та інфраструктурних небанківських інвестиційних посередників 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. На основі порівняння механізму участі банків у відокремленому та спільному інвестуванні автором обґрунтовано можливості отримання в межах інвестиційного консорціуму цілого ряду додаткових переваг, зокрема, щодо згладжування протиріч у характері інвестування та споживання на коротко- та довгостроковому часовому горизонті, делегування функцій моніторингу в межах проектного менеджменту та проектного фінансування, забезпечення ліквідності, подолання асиметрії ринкової інформації про інвестиційні можливості тощо.

6. 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, а також переваг та недоліків запровадження єдиного мегарегулятора з позиції ефективно-



го нагляду за діяльністю інтегрованих інвестиційних посередників дозволили автору: сформуванню переліку директивних та індикативних інструментів нагляду за діяльністю інвестиційних консорціумів; визначити основні засади формування дозвільного порядку їх формування; розробити рекомендації до 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.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковані автором в роботах [161, 162, 163, 164, 166, 167, 169, 170, 171, 172, 173, 178].



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

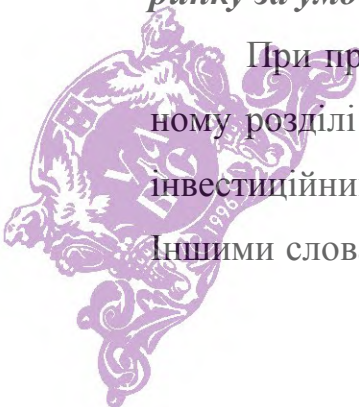
State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

РОЗДІЛ 3
УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНИХ ЗАСАД ОБГРУНТУВАННЯ
ЕФЕКТИВНОСТІ УЧАСТІ БАНКІВ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ
ПРОЦЕСАХ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

3.1. Розвиток методичного інструментарію обґрунтування ефективності функціонування інтеграційних об'єднань як позичальників на інвестиційному ринку з асиметрією інформації

В даному розділі дисертаційної роботи ми доведемо, що банку значно більш ефективно здійснювати інвестиції не як відокремлений інвестиційний посередник на ринку, а в межах інтеграційного об'єднання з іншими інституційними інвесторами. Таким чином, *ми ставимо перед собою завдання підтвердити гіпотезу, що інтеграційне об'єднання є більш ефективним позичальником, ніж сукупність окремих посередників на інвестиційному ринку за умови асиметрії інформації.*

При проведенні дослідження, результати якого будуть викладені в даному розділі дисертаційної роботи, ми будемо виходити з припущення, що інвестиційний ринок прагне до встановлення Парето-домінуючої рівноваги. Іншими словами, ринок прагне до такого стану, коли неможливо змінити па-



раметри його діяльності таким чином, щоб добробут одного або декількох суб'єктів ринкових відносин збільшився без зменшення добробуту інших.

В даному підрозділі дисертаційного дослідження ми будемо розглядати всіх інвестиційних посередників як ініціаторів та учасників схеми проектного фінансування, тобто як інститути, який відповідають за реалізацію інвестиційного проекту.

В цьому випадку у кожного інвестиційного посередника є 3 варіанти можливої поведінки на інвестиційному ринку:

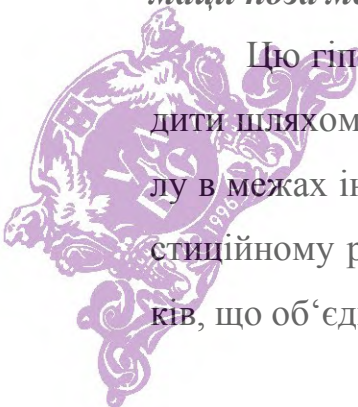
1) цілком взяти на себе фінансове забезпечення інвестиційного проекту, фактично перетворившись на його власника;

2) виступити лише торговельним агентом на ринку, тобто знайти інших інвестиційних посередників, здатних профінансувати даний інвестиційний проект, фактично виключивши себе із складу його власників та інвесторів;

3) виступити ініціатором створення інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників на ринку для того, щоб фінансувати цей проект спільно у певних пропорціях, залишаючись в межах схеми проектного фінансування. В такому випадку кожен посередник перекладає на інших учасників інтеграційної структури частину фінансових зобов'язань, ризиків, відповідальності та прибутків.

Робочою гіпотезою дослідження є така: при об'єднанні в інтеграційне утворення банк та інші учасники об'єднання отримують додаткові доходи лише при умові, що всередині коаліції будуть налагоджені прозорі взаємовідносини між ними, незважаючи на наявність асиметрії інформації поза межами об'єднання, тобто на ринку.

Цю гіпотезу в даному підрозділі дисертаційної роботи ми будемо доводити шляхом підтвердження тези, що функція інформаційної вартості капіталу в межах інтеграційного об'єднання в умовах асиметрії інформації на інвестиційному ринку зростає при зростанні кількості інвестиційних посередників, що об'єднуються в інтеграційну структуру.



Початковими припущеннями в даному дослідження будуть такі:

1. На інвестиційному ринку функціонує декілька інвестиційних посередників, які пропонують свій проект як потенційний об'єкт для інвестицій в межах операцій проектного фінансування. Для спрощення дослідження будемо вважати, що один проект, який пропонують одним ініціатором, потребує однієї одиниці інвестиційних вкладень.
2. Чисту теперішню вартість, яка є характеристикою ефекту від реалізації кожного інвестиційного проекту, позначимо як NPV , причому будемо припускати, що вона є випадковою величиною, розподіленою за нормальним законом. Математичне очікування цієї чистої теперішньої вартості інвестиційного проекту позначимо як $M(NPV)$, а дисперсію – як σ^2 .
3. Різні проекти мають різні значення математичного очікування чистої теперішньої вартості $M(NPV)$, тоді як значення дисперсії σ^2 є однаковим для всієї їх сукупності, що пропонується на ринку.
4. Реальна величина математичного очікування чистої теперішньої вартості інвестиційного проекту $M(NPV)$ відома тільки тому інвестиційному посереднику, який пропонує проект.
5. Потенційні інвестори, тобто власники вільних інвестиційних ресурсів, які виходять на ринок з метою їх вкладення володіють інформацією про статистичні характеристики розподілу математичних очікувань чистої теперішньої вартості не окремого проекту, а загалом за всією їх сукупністю, яка пропонується на інвестиційному ринку. Тобто вони вважають всі проекти, що є потенційними об'єктом для вкладання їх коштів, подібними один до одного.
6. Механізм ціноутворення, який діє на інвестиційному ринку, забезпечить встановлення єдиної рівноважної ціни для всіх проектів, яку позначимо як P .



7. Учасники інвестиційного ринку, що є власниками вільних інвестиційних ресурсів (продавці ресурсів) вважаються нейтральними до ризику та можуть зберігати свої заощадження без додаткових витрат.
8. Інвестиційні посередники розглядаються в даному підрозділі дисертаційної роботи як покупці інвестиційних ресурсів, є економічними суб'єктами, що уникають ризику.
9. Інвестиційні посередники, які пропонують ринку інвестиційні проекти для залучення коштів, володіють власним початковим капіталом, обсяг якого позначимо як C_0 , який є достатнім для фінансування запропонованого ними проекту, але вони вважають більш доцільним використовувати для цього залучений капітал (повністю або частково).
10. Кінцевий дохід інвестиційного посередника на ринку позначимо як D , а його корисність будемо оцінювати на основі функції корисності Неймана-Моргенштерна за формулою:

$$u(D) = 1 - e^{-\rho D} \quad (3.1)$$

де u – корисність кінцевого доходу інвестиційного посередника на ринку;

ρ – абсолютний індекс неприйняття ризику інвестиційним посередником.

Вид функції корисності, що задається формулою (3.1), для різних індексів $\rho_1 < \rho_2$ представлений на рис. 3.1.



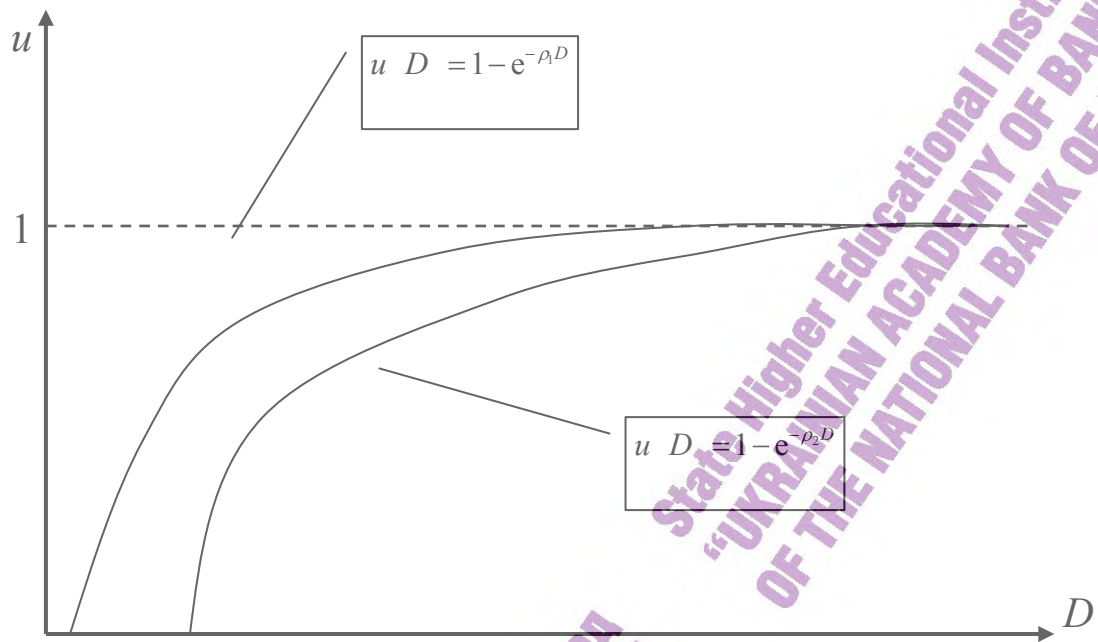


Рис. 3.1. Функції корисності кінцевого доходу інвестиційного посередника на інвестиційному ринку для різних значень абсолютних індексів неприйняття ризику

Якщо інвестиційний посередник, який запропонував на ринку свій інвестиційний проект, знайде реального інвестора за ціною $P = M(NPV)$, то це забезпечить йому повний захист від ризиків, а його кінцевий фінансовий результат буде дорівнювати $C_0 + M(NPV)$.

Як відомо з математики, математичне очікування функції $-e^{-\rho \tilde{x}}$ для випадкової величини \tilde{x} , яка розподілена за нормальним законом з параметрами (μ, σ^2) знаходять наступним чином:

$$M -e^{-\rho \tilde{x}} = \int_{-\infty}^{+\infty} -e^{\rho x} \cdot \frac{1}{\sigma \sqrt{2\pi}} \cdot e^{-\frac{x-\mu}{2\sigma^2}} \cdot dx =$$

$$\frac{1}{\sigma \sqrt{2\pi}} \cdot \int_{-\infty}^{+\infty} -e^{\rho x} \cdot e^{-\rho x - \frac{x-\mu}{2\sigma^2}} \cdot dx = -e^{\rho\mu - \frac{1}{2}\rho^2 \cdot \sigma^2} \quad (3.2)$$

$$M -e^{-\rho \tilde{x}} = -e^{\rho\left(\mu - \frac{1}{2}\rho\sigma^2\right)} \quad (3.3)$$

де M – математичне очікування функції $-e^{-\rho \tilde{x}}$;



μ – математичне очікування випадкової величини \tilde{x} .

З метою підтвердження гіпотези про вплив асиметрії інформації на встановлення рівноваги на інвестиційному ринку розглянемо три варіанти інвестиційного забезпечення проекту:

- варіант 1 – проект фінансується за рахунок власних коштів інвестиційного посередника, який пропонує ринку інвестиційний проект;
- варіант 2 – проект повністю передається у власність іншому інвестиційному посереднику або інвестору;
- варіант 3 – дольове фінансування проекту (частково – за рахунок власних ресурсів інвестиційного посередника, а частково – за рахунок ресурсів інших інвесторів).

Визначимо очікуване значення корисності кінцевого доходу інвестиційного посередника на ринку (див. формулу 3.1) для кожного з перерахованих вище варіантів.

Для 1 варіанту, коли проект фінансується за рахунок власних коштів інвестиційного посередника, який пропонує ринку інвестиційний проект, математичне очікування корисності кінцевого доходу інвестиційного посередника пропонується розраховувати наступним чином:

$$\begin{aligned} M \text{ и } C_0 + NPV &= M \left(1 - e^{-\rho C_0 + NPV} \right) = 1 - M e^{-\rho C_0 + NPV} = \\ &= 1 - e^{-\rho \left(M(NPV) + C_0 - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \right)} \end{aligned} \quad (3.4)$$

Формулу (3.4) можна представити також і в дещо іншому вигляді:

$$M \text{ и } C_0 + NPV = u \left(C_0 + M(NPV) - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \right) \quad (3.5)$$

Для 2 варіанту, коли проект повністю передається у власність іншому інвестиційному посереднику або інвестору, корисність кінцевого доходу інвестиційного посередника буде дорівнювати $u(C_0 + P)$.



Приймаючи це до уваги, можна сформулювати наступну обов'язкову умову продажу інвестиційного проекту іншим інвестиційним посередникам або інвесторам наступним чином: це доцільно робити тільки в тому випадку, коли реальна величина математичного очікування чистої теперішньої вартості $M(NPV)$ проекту буде більше, ніж єдина рівноважна ціна для всіх проектів, представлених на інвестиційному ринку на величину, що дорівнює $\frac{1}{2}\rho\sigma^2$.

Цю умову у формалізованому вигляді пропонується записати наступним чином:

$$M(NPV) < P + \frac{1}{2}\rho\sigma^2 \quad (3.6)$$

Слід зауважити, що за таких умов на інвестиційному ринку будуть пропонуватися виключно низькодохідні проекти, тоді як у разі очікуваного високого доходу інвестиційний посередник віддаватиме перевагу фінансуванню цього проекту виключно за рахунок власних коштів.

Виходячи з цього, можна визначити граничне значення $M(NPV)^{sp}$, що ділить проекти, представлені на інвестиційному ринку, на низько- і високодохідні, наступним чином:

$$M(NPV)^{sp} = P + \frac{1}{2}\rho\sigma^2 \quad (3.7)$$

За вказаних умов на інвестиційному ринку рівноважну ціну інвестиційних проектів пропонується розраховувати наступним чином:

$$P = M \left[M(NPV) \mid M(NPV) < M(NPV)^{sp} \right] \quad (3.8)$$

На нашу думку, та рівновага, яка формалізована нами вище у вигляді формули (3.8) з погляду інвестиційного посередника є неефективною.

Такий висновок ми зробили на основі наступних міркувань.



Виходячи з того, що реальна величина математичного очікування чистої теперішньої вартості $M(NPV)$ є реалізацією деякої випадкової величини, розподіленої по біноміальному закону, то вона може дорівнювати:

- $M(NPV_1)$ з ймовірністю π_1 (для проектів з низьким доходом);
- $M(NPV_2)$ з ймовірністю π_2 (для проектів з високим доходом).

Якщо інвестиційний посередник, який запропонував на ринку свій інвестиційний проект, знайде реального інвестора за ціною $P = M(NPV)$, то в даній ситуації умову встановлення рівноважної ціни на інвестиційному ринку пропонується записати у такому виді:

$$P = M(NPV) = \pi_1 M(NPV_1) + \pi_2 M(NPV_2) \quad (3.9)$$

При цьому граничне значення $M(NPV)^{sp}$, вище якого інвестиційні посередники віддаватимуть перевагу с фінансуванню цього проекту виключно за рахунок власних коштів, буде визначатися умовою:

$$M(NPV)^{sp} \geq M(NPV_2) \quad (3.10)$$

Використовуючи формулу (3.7) цю умову можна представити у наступному вигляді:

$$\pi_1 M(NPV_1) + \pi_2 M(NPV_2) + \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \geq M(NPV_2) \quad (3.11)$$

Якщо враховувати, що $\pi_1 + \pi_2 = 1$, то

$$\pi_1 (M(NPV_2) - M(NPV_1)) \leq \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \quad (3.12)$$

Фактично формула (3.12) визначає розмір ризикової премії, яка повинна покривати ефект несприятливого вибору, адже в іншому випадку при зниженні розміру ризикової премії, і тим самим при порушенні умови (3.12), інвестиційний посередник буде фінансувати цей проект виключно за рахунок власних коштів, а результати досягнення рівноваги на інвестиційному ринку виявляться неефективними.

Для 3 варіанту, який передбачає дольове фінансування проекту (частково – за рахунок власних ресурсів інвестиційного посередника, а частково –



за рахунок залучення ресурсів інших інвесторів), власник високодохідного проекту прийме рішення лише частково фінансувати проект за рахунок власних фінансових ресурсів і буде намагатися залучити сторонніх інвесторів для фінансування тієї частини проекту, що залишилася.

Варто наголосити, що участь інвестиційного посередника у фінансуванні власного проекту є важливим сигналом для інших учасників інвестиційного ринку, що проект є ефективним, адже інвестиційний посередник сам ризикує, інвестуючи кошти у власний проект.

За умови асиметрії інформації та більшої інформованості тих інвестиційних посередників, що пропонують проект, ніж тих, що мають можливість вкласти в нього ресурси, такі дії власника проекту дозволяють донести до інвесторів інформацію, що запропонований ринку проект дійсно є високодохідним.

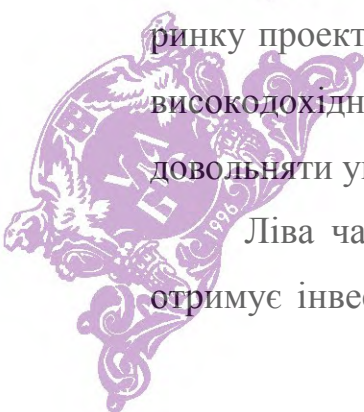
В той же час очевидно, що даний сигнал буде переконливим тільки в тому випадку, якщо одночасно вдасться довести, що інвестиційні посередники, які пропонують низькодохідні проекти (з $M(NPV) = M(NPV_1)$), не поведуться таким же чином, тобто не використовують самофінансування для своїх проектів як засіб залучення сторонніх інвесторів. Для їх такої поведінки має бути виконана наступна умова:

$$u C_0 + M(NPV_1) \geq M u C_0 + 1 - \alpha M(NPV_2) + \alpha M(NPV_1) \quad (3.13)$$

де α – частка інвестиційного проекту, що фінансується виключно за рахунок власних коштів інвестиційного посередника.

Таким чином, для того, щоб інвестиційні посередники, що пропонують ринку проекти з низьким доходом, не змогли зімітувати поведінку власника високодохідного проекту, значення α повинно бути досить високим, щоб задовольняти умові (3.13).

Ліва частина нерівності (3.13) – це корисність кінцевого доходу, що отримує інвестиційний посередник – власник низькодохідного проекту при



умові продажу ним даного проекту на інвестиційному ринку за низькою ціною ($P_1 = M(NPV_1)$).

Права частина нерівності (3.13) – це корисність кінцевого доходу, що може отримати інвестиційний посередник – власник низькодохідного проекту, імітуючи поведінку власника високодохідного проекту. В такому випадку він зможе продати частину свого проекту у розмірі $(1 - \alpha)$ за завищеною ціною ($P_2 = M(NPV_2)$), але в той же час повинен буде взяти на себе ризик, приймаючи участь у фінансуванні частини проекту α , що залишилася.

Використовуючи функцію корисності кінцевого доходу інвестиційного посередника на ринку (3.1), можна привести умову (3.13) до наступного виразу:

$$M(NPV_1) \geq (1 - \alpha) M(NPV_2) + \alpha M(NPV_1) - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2 \quad (3.14)$$

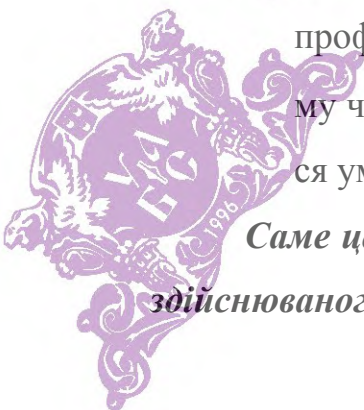
або

$$\frac{\alpha^2}{1 - \alpha} \geq \frac{2 M(NPV_2) - M(NPV_1)}{\rho \sigma^2} \quad (3.15)$$

З формули (3.15) можна зробити наступний висновок: в умовах асиметрії інформації на інвестиційному ринку, якщо потенційні подавці ресурсів на ринку володіють інформацією про частки участі інвестиційних посередників у фінансуванні пропонувананих ними проектів, то на ринку встановлюється рівновага, яка характеризується:

- низькими цінами $P_1 = M(NPV_1)$ для проектів, що запропоновані, але не профінансовані інвестиційними посередниками;
- високими цінами $P_2 = M(NPV_2)$ для проектів, які запропоновані та профінансовані інвестиційними посередниками в частині α , причому частка участі посередника у фінансуванні проекту α визначається умовою (3.13).

Саме цей висновок дозволяє нам далі перейти до основного завдання здійснюваного дослідження – визначення втрати доходів інвестиційних



посередників внаслідок існування асиметрії інформації на інвестиційному ринку.

На нашу думку, існує певна різниця в доходах інвестиційних посередників на інвестиційному ринку в залежності від двох факторів:

- рівень доходності проектів, які пропонуються ними на ринку;
- існування інформаційної асиметрії на інвестиційному ринку.

Дохід, який може бути отриманий інвестиційними посередниками, які пропонують низькодохідні проекти, не залежить від наявності асиметрії інформації на інвестиційному ринку.

Натомість, для інвестиційних посередників, які пропонують високодохідні проекти, ця різниця існує.

В умовах конфіденційності даних про реальні значення доходів від проектів (при інформаційній асиметрії) корисність кінцевого доходу інвестиційного посередника, що пропонує високодохідний інвестиційний проект, пропонується розраховувати наступним чином:

$$u(D^a) = u(C_0 + M(NPV_2) - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2) \quad (3.16)$$

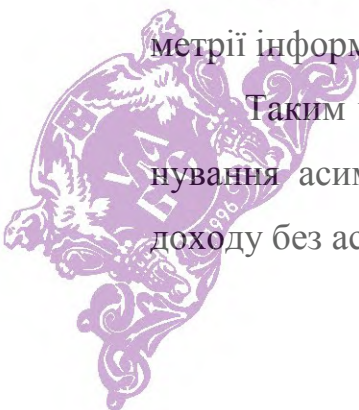
де D^a – кінцевий дохід інвестиційного посередника при наявності асиметрії інформації на інвестиційному ринку.

В умовах відсутності асиметрії інформації корисність кінцевого доходу інвестиційного посередника, що пропонує високодохідний інвестиційний проект, пропонується розраховувати наступним чином:

$$u(D) = u(C_0 + M(NPV_2)) \quad (3.17)$$

де D – кінцевий дохід інвестиційного посередника при відсутності асиметрії інформації на інвестиційному ринку.

Таким чином, втрату доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації (ICC) пропонується розрахувати як різницю доходу без асиметрії інформації та при її наявності наступним чином:



$$ICC = D - D^a = \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2 \quad (3.18)$$

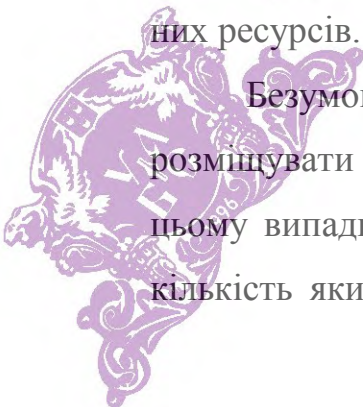
Зв'язок між втратою доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації на інвестиційному ринку та часткою участі інвестиційних посередників у фінансуванні пропонованих ними проектів є прямо пропорційним.

Виходячи з цього, можна стверджувати, що у тому випадку, коли інвестиційні посередники не повністю передають проект у власність інших інвесторів, а і самі фінансують пропоновані ними проекти у частині, яка дорівнює α , на інвестиційному ринку може бути встановлена Парето-домінуюча рівновага. Лише в такому випадку втрата доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації на інвестиційному ринку буде мінімальною.

Такий висновок підтверджує висунуту нами гіпотезу, що лише в тому випадку, коли страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, банки тощо будуть виконувати на інвестиційному ринку функцію інституційних інвесторів, вкладаючи власні ресурси в певні проекти, а не просто функцію агентів, які акумулюють ресурси, ринок буде працювати значно більш ефективно.

Далі будемо вважати, що інвестиційні посередники об'єдналися в певну інтеграційну структуру. В межах цього об'єднання вони пропонують різні інвестиційні інструменти (проекти) розміщення коштів для приватних інвесторів або інших інвестиційних посередників, а також домовляються про колективну співпрацю щодо подальшого використання залучених інвестиційних ресурсів.

Безумовно, інвестиційні посередники могли б самотужки залучати та розміщувати інвестиційні ресурси, без залучення інтегрованих структур. В цьому випадку кожен із самостійних інвестиційних посередників, загальну кількість яких приймемо на рівні N , пропонував би інвестиційному ринку



один інструмент інвестування (інвестиційний проект) з доходністю $M(NPV_2)$. Роблячи такий висновок, ми виходимо із припущення, що з метою підвищення власної конкурентоспроможності та іміджу на ринку, інвестиційні посередники будуть пропонувати своїм клієнтам лише найкращі та високодохідні проекти. Таким чином, N інвестиційним посередникам відповідатиме N інвестиційних проектів на ринку.

Виходячи з висунутого нами вище припущення, що кожен інвестиційний посередник пропонує по одному проекту (інвестиційному інструменту), які потребують одиниці вкладень, в межах інтеграційного об'єднання встановлюється рівний розподіл доходів. Оскільки доходи по кожному з запропонованих N інвестиційних проектів є незалежними випадковими величинами, то очікуваний дохід інвестиційних посередників – учасників інтеграційного об'єднання залишиться рівним $M(NPV_2)$. *В той же час, слід прийняти до уваги, що у порівнянні з незалежним інвестуванням окремих посередників на ринку (без об'єднання), в межах інтеграційної структури в наслідок диверсифікації ризиків між N проектами дисперсія фактичних значень доходів посередників відносно очікуваного середнього значення буде значно меншою та складе σ^2/N .*

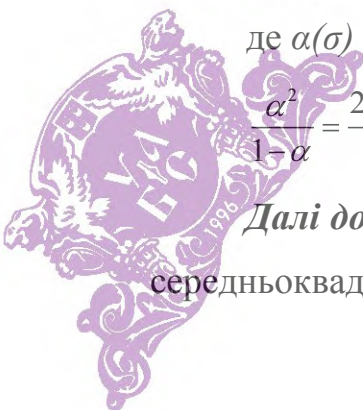
В подальшому дослідженні ми пропонуємо розглядати втрату доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації (ICC) як функцію від σ , тобто середньоквадратичного відхилення NPV проектів від математичного очікування $M(NPV)$:

$$ICC_{\min} = ICC \cdot \sigma = \frac{1}{2} \cdot \rho \cdot \sigma^2 \cdot \alpha^2 \cdot \sigma \quad (3.19)$$

де $\alpha(\sigma)$ розраховується із формули:

$$\frac{\alpha^2}{1-\alpha} = \frac{2 \cdot M(NPV_2) - M(NPV_1)}{\rho \sigma^2} \quad (3.20)$$

Далі доведемо, що функція $ICC(\sigma)$ є зростаючою, тобто при зростанні середньоквадратичного відхилення NPV проектів від математичного очіку-



вання $M(NPV)$, зростають втрати доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації (ICC).

Для цього розглянемо рівняння (3.20). Виходячи з того, що $\frac{\alpha^2}{1-\alpha}$ зростає на інтервалі $[0; 1]$ при умові, що $0 \leq \alpha \leq 1$, то можна зробити висновок, що $\alpha(\sigma)$ є спадною функцією. Враховуючи співвідношення (3.20) можна дійти висновку, що:

$$\frac{1}{2} \cdot \rho \cdot \sigma^2 \cdot \alpha^2 \cdot \sigma = (M(NPV_2) - M(NPV_1)) \cdot (1 - \alpha(\sigma)) \quad (3.21)$$

або

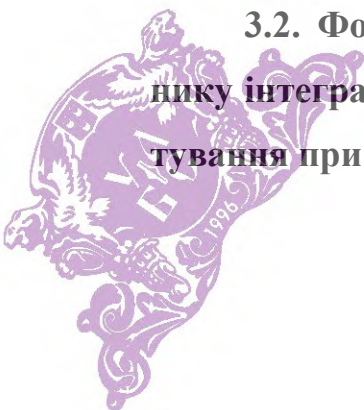
$$ICC \cdot \sigma = (M(NPV_2) - M(NPV_1)) \cdot (1 - \alpha(\sigma)). \quad (3.22)$$

Враховуючи, що $M(NPV_2) > M(NPV_1)$, можна зробити висновок, **що функція $ICC(\sigma)$ є зростаючою.**

Таким чином, при об'єднанні інвестиційних посередників в інтеграційне утворення зменшується величина середньоквадратичного відхилення NPV проектів від математичного очікування $M(NPV)$.

Цей висновок дозволяє підтвердити висунуту гіпотезу, що об'єднання інвестиційних посередників в інтеграційне утворення зменшує втрати доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації на інвестиційному ринку.

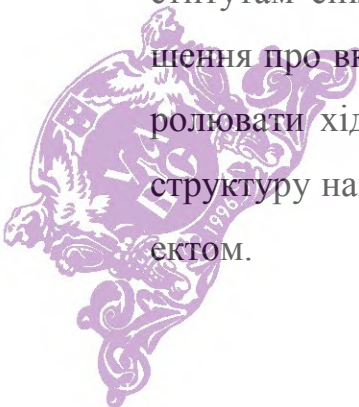
3.2. Формалізація умов ефективності делегування банку як учаснику інтеграційного об'єднання функції моніторингу за об'єктами інвестування при розміщенні ресурсів на інвестиційному ринку



В попередньому підрозділі дисертаційної роботи нами було доведено, що інтеграційне об'єднання є значно більш ефективною структурою для залучення інвестиційних ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі інвестиційні посередники. Після акумуляції ресурсів перед інтеграційною структурою постає задача їх ефективно розмістити в певні інвестиційні проекти. В такому випадку особливої актуальності набуває потреба моніторингу ходу реалізації тих проектів, куди вкладаються інвестиційні ресурси. Тому далі ми доведемо, що *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)*.

Крім того, в даному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою завдання довести, що делегування банку повноважень моніторингу за реалізацією інвестиційних проектів в межах інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників є більш ефективним, ніж здійснення моніторингу кожним з цих інвестиційних інститутів окремо за умови асиметрії інформації на ринку. Така ситуація є найбільш поширеною в межах реалізації схем *проектного фінансування*, коли інституційні інвестори не просто разово фінансують якийсь проект, але й приймають участь в управлінні ним, контролюють процес його реалізації тощо.

Робочою гіпотезою дослідження, результати якого будуть викладені в даному підрозділі дисертаційної роботи, є припущення, що інвестиційним посередникам (недержавними пенсійним фондам, страховим компаніям, інститутам спільного інвестування, банкам тощо), кожен з яких прийняв рішення про вкладання коштів в один і той самий проект, доцільніше не контролювати хід його реалізації поодиночі, а об'єднатися в певну інтеграційну структуру навколо банку та делегувати йому всі функції моніторингу за проектом.



Слід зазначити, що в ситуації несприятливого вибору і асиметрії інформації на інвестиційному ринку участь інвестиційних посередників в схемах проектного фінансування може істотно збільшити ефективність інвестування, оскільки саме така сучасна форма реалізації інвестиційних операцій дозволяє тримати контроль за ситуацією на протязі всього життєвого циклу реалізації проекту, приймати участь у коригуванні управлінських рішень.

Особливо це важливо за умов, коли проектна організація, яка надає послуги з проектного менеджменту, залучивши ресурси для реалізації інвестиційного проекту, здійснює управління ним без урахування інтересів тих колективних інвесторів (інвестиційного консорціуму, окремих інвестиційних посередників тощо), які вклали власні або залучені ними на ринку інвестиційні ресурси в даний проект.

На нашу думку, це можна трактувати як окремий випадок прояву фундаментальної мікроекономічної проблеми морального збитку, яку в теорії розуміють як ситуацію, що виникає в умовах договірних відносин між економічними суб'єктами, при якій окремі сторони не зацікавлені в чесному дотриманні умов угоди.

З метою зниження ризиків виникнення морального збитку інвестиційним посередникам необхідно контролювати проекти, в які вони вклали кошти, що може бути реалізовано наступним чином:

- здійснювати попередній аналіз ефективності проектів;
- запобігати егоїстичній поведінці проектної організації в процесі реалізації схеми проектного фінансування та не допускати її дій в напрямках, що не відповідають цілям інвесторів;
- проводити аудит і покарання позичальника, який не зміг виконати свої зобов'язання.

Виходячи з обґрунтованої нами (в підрозділі 1.4) банкоцентричності вітчизняного інвестиційного ринку, а також пропозиції (у підрозділі 2.3) щодо формування інвестиційних консорціумів за ініціативою та навколо



банків, логічним є припустити, що в межах інтеграційного об'єднання функція контролю за розміщенням інвестиційних коштів на ринку та поведінкою позичальника також має передаватися банківській установі.

Це фактично означає той факт, що діяльність з контролю позичальника не буде здійснюватися безпосередньо кожним окремим інвестором, що входять до інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників, а буде делегована одній банківській установі.

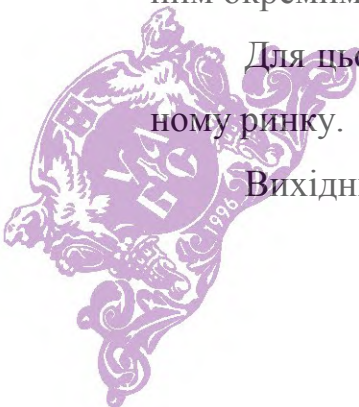
Для реалізації даної функції банк повинен виконувати ряд умов, які забезпечать ряд конкурентних переваг всьому інтеграційному об'єднанню інвестиційних посередників. Серед основних з них слід виокремити такі:

- процес контролю, що проводиться банком, повинен забезпечувати економію на масштабах, тобто банку одночасно має здійснювати контроль за декількома проектами;
- обмеженість можливостей інвесторів по вкладенню коштів в проекти та необхідність об'єднання коштів декількох інвесторів для здійснення одного проекту;
- економічна доцільність контролю (витрати, що виникають при делегуванні контролю, не повинні перевищувати дохід, що отримується внаслідок економії на масштабах за рахунок концентрації контрольних функцій у банку).

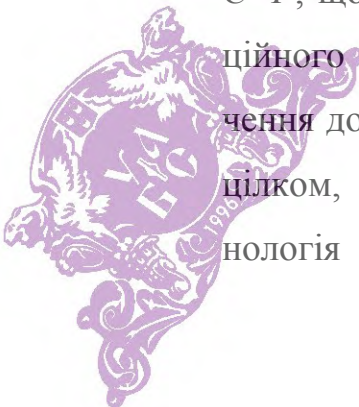
Далі ми ставимо перед собою завдання довести, що передача інтеграційним об'єднанням функції делегованого контролю банку буде більш ефективною, ніж здійснення безпосереднього контролю за позичальником кожним окремим інвестиційним посередником.

Для цього ще раз розглянемо процес розміщення коштів на інвестиційному ринку.

Вихідними положення нашого дослідження будуть наступні:



- на інвестиційний ринок звернулися n ідентичних покупців ресурсів, яким необхідні кошти для фінансування своїх проектів, тобто можна розглядати n об'єктів інвестування ;
- потреби покупців ресурсів в інвестиціях вважаються нормалізованими, тобто кожному економічному суб'єкту необхідна одиниця інвестиційних вкладень;
- доходи покупців ресурсів розподілені однаково і незалежно;
- кожен покупець ресурсів в результаті реалізації свого проекту отримує чистий ефект (NPV), причому він розглядається як випадкова величина;
- інвестиційні посередники вважаються ризик-нейтральними і можуть зберігати свої заощадження без додаткових витрат;
- покупці ресурсів розглядаються як економічні суб'єкти, що уникають ризику;
- реальне значення доходу від проекту не відомо інвестиційному посереднику, що і породжує для нього проблему можливого морального збитку у разі недобросовісної поведінки позичальника;
- проблема можливого морального збитку може бути вирішена двома способами:
 - по-перше, проведенням заходів щодо контролю за поведінкою покупця ресурсів, що вимагає додаткових витрат в розмірі C одиниць;
 - по-друге, шляхом укладання боргових контрактів, що передбачають наявність штрафних санкцій (фіскального характеру) в розмірі F , яке задається ззовні;
- $C < F$, що означає, що якщо покупець ресурсів знайде на ринку інвестиційного посередника, який лише за рахунок власних коштів (без залучення додаткового капіталу) зможе забезпечити його фінансову потребу цілком, то технологія здійснення контролю буде ефективніше, ніж технологія укладення боргових контрактів зі штрафними санкціями;



- кожен інвестиційний посередник володіє грошовими коштами у розмірі $1/m$, тобто для фінансування одного проекту потрібне залучення m інвестиційних посередників;
- на інвестиційному ринку існують щонайменше mn інвестиційних посередників, завдяки чому з'являється можливість профінансувати всі проекти.

На нашу думку, можна виділити принаймні два варіанта контролю за покупцями ресурсів з боку інвестиційних посередників.

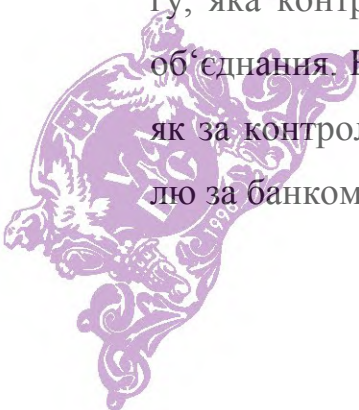
Відповідно до **I варіанту** інвестиційні посередники безпосередньо контролюють об'єкти інвестування, куди були вкладені кошти. Цілком логічно, що загальні витрати на контроль при цьому будуть дорівнювати mnC .

Відповідно до **II варіанту** інвестиційні посередники об'єднуються в інтеграційну структуру та делегують функції контролю за об'єктами інвестування банку. При цьому банк на свій розсуд може вибирати форми здійснення контролю:

- або контролюється кожний об'єкт інвестування (загальні витрати складуть в цьому випадку nC);
- або з кожним об'єктом інвестування банк укладає борговий контракт, що передбачає наявність штрафних санкцій фіскального характеру (загальні витрати складуть в цьому випадку nF).

Зауважимо, що враховуючи умову $C < F$, банк буде надавати перевагу першому варіанту поведінки.

В другому варіанті банк виступає як установа делегованого моніторингу, яка контролює об'єкти інвестування з позиції інтересів інтеграційного об'єднання. В той же час паралельно виникає проблема контролю за банком, як за контролюючою установою. Очевидно, що здійснення прямого контролю за банком з боку кожного інвестиційного посередника окремо неможливо.



У зв'язку з цим з боку банку більш розумно надати учасникам інтеграційного об'єднання гарантії, за якими кожному з них в обмін на інвестиційні ресурси розміром $1/m$ гарантується виплата дивідендів у сумі D/m .

Грошовий потік (CF), що отримується інтеграційним об'єднанням внаслідок реалізації n інвестиційних проектів, може бути представлений випадковою величиною:

$$CF = \sum_{i=1}^n NPV_i - nC, \quad (3.23)$$

де $\sum_{i=1}^n NPV_i$ – сума чистих ефектів від реалізації інтеграційним

об'єднанням n інвестиційних проектів;

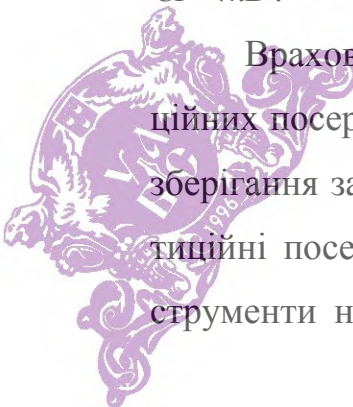
nC – витрати банку на здійснення функції делегованого моніторингу за інвестиційними проектами, в які розміщено кошти інвестиційних посередників – учасників інтеграційного об'єднання.

На нашу думку, можна виділити як позитивні, так і негативні стимули, що будуть спонукати банки виконувати свої зобов'язання делегованого контролю на належному рівні:

1) наявність штрафів або інших заходів фіскального характеру перед іншими інвестиційними посередниками – учасниками інтеграційного об'єднання;

2) положення про ліквідацію банку за умови, якщо грошовий потік, що поступає, виявляється менше загальної суми зобов'язань банку перед інвестиційними посередниками – учасників інтеграційного об'єднання, тобто $CF < nD$.

Враховуючи висунуті вище умови щодо ризик-нейтральності інвестиційних посередників – учасників інтеграційного об'єднання та їх можливість зберігання заощаджень без додаткових витрат, можна припустити, що інвестиційні посередники можуть здійснювати вкладення в інші проекти чи інструменти на інвестиційному ринку, причому прибутковість цих вкладень



повинна бути єдиною рівноважною для всього ринку (позначимо її як PI). В такому випадку умова рівноваги на інвестиційному ринку буде мати вигляд:

$$M \left\{ \min \left(\sum_{i=1}^n NPV_i - nC, nD^p \right) \right\} = n \cdot PI \quad (3.24)$$

де M – математичне очікування;

D^p – рівноважний рівень дивідендів, що пропонується банком іншим інвестиційним посередникам – учасникам інтеграційного об'єднання, причому значення D^p залежить від кількості позичальників, які виходять на ринок з метою залучення коштів (n).

Для обґрунтування доцільності делегування банку повноважень щодо контролю за об'єктами інвестування від кожного інвестиційного посередника в межах інтеграційного об'єднання, необхідно визначити загальні витрати передачі повноважень. Позначимо їх як F^* , оскільки вони мають ту ж природу, що і штрафні санкції фіскального характеру, які присутні в договорах при інвестуванні коштів в проекти (F). В нашому випадку зазначені витрати дорівнюють очікуваним штрафним санкціям у разі банкрутства банку:

$$F^* = M \left\{ \max \left(nD^p + nC - \sum_{i=1}^n NPV_i, 0 \right) \right\} \quad (3.25)$$

Умову ефективності делегування банку функції контролю за об'єктами інвестування від інвестиційних посередників – учасників інтеграційного об'єднання, у порівнянні з прямим контролем з боку кожного з них окремо можна сформулювати наступним чином: сумарні загальні витрати контролю кожного інвестиційного посередника та витрати передачі повноважень контролю банку повинні бути меншими, ніж витрати контролю об'єктів інвестування кожним інвестиційним посередником окремо. Цю умову можна формалізувати наступним чином:

$$nC + F^* < nmC \quad (3.26)$$



Для того, щоб довести справедливість цієї вимоги виконаємо декілька математичних дій:

1) розділимо нерівність (3.26) на n , в результаті чого отримуємо наступну нерівність:

$$C + \frac{F^*}{n} < mC \quad (3.27)$$

2) розділимо рівняння (3.24) на n , в результаті чого отримуємо наступний вираз:

$$M \left\{ \min \left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n NPV_{i-C, D^P} \right) \right\} = PI \quad (3.28)$$

Співвідношення (3.28) показує, що дивіденди, що пропонуються банком інвестиційним посередникам – учасникам інтеграційного об'єднання, при делегуванні контролю за об'єктами інвестування асимптотично наближаються до єдиної рівноважної доходності інвестицій для всього інвестиційного ринку. Формалізовано цю тезу можна представити у наступному вигляді:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} D^P = PI \quad (3.29)$$

3) розділимо рівняння (3.25) на n , в результаті чого отримуємо наступний вираз:

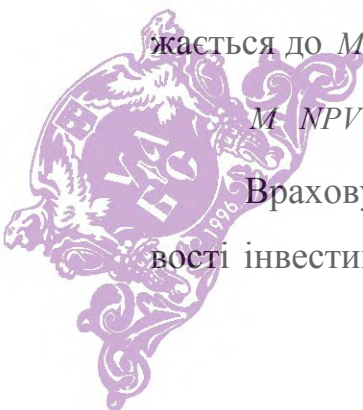
$$\frac{F^*}{n} = M \left\{ \max \left(D^P + C - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n NPV_i, 0 \right) \right\} \quad (3.30)$$

Відповідно до закону великих чисел частина виразу $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n NPV_i$ набли-

жається до $M \cdot NPV$. Виходячи з цього можна робити наступний висновок:

$$M \cdot NPV > C + PI \quad (3.31)$$

Враховуючи те, що при значеннях $m > 1$, що означає обмежені можливості інвестиційних посередників – учасників інтеграційного об'єднання, та



$n \rightarrow \infty$, що означає значну кількість об'єктів інвестування на ринку та можливості диверсифікації вкладень, можна стверджувати наступне:

$$\frac{F^*}{n} \rightarrow 0 \quad (3.32)$$

Приймаючи зазначене до уваги, з формули (3.29) слідує твердження, яке ми доводимо:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{F^*}{n} = \max_{PI+C-M} NPV, 0 = 0$$

Отже, за результатами розрахунків сформулюємо наступний висновок: якщо контроль ефективний ($C < F$), можливості інвесторів обмежені ($m > 1$), процес інвестування приносить дохід ($M(NPV) > PI + C$) і значення n достатньо значне (забезпечує диверсифікацію вкладень), то використання банку в якості органа, якому інтеграційне об'єднання делегувало функції моніторингу за об'єктами інвестування, буде більш ефективним, ніж здійснення безпосереднього контролю кожного окремого інвестиційного посередника за позичальниками.

3.3. Методичні засади оцінки доцільності участі банків в інтеграційних об'єднаннях на інвестиційному ринку в контексті зменшення витрат на отримання достовірної інформації

Однією з основних функцій посередників на інвестиційному ринку є інформування власників інвестиційних ресурсів про якість, прибутковість та перспективи різних напрямків інвестування коштів. Виходячи з цієї функції інвестиційних посередників, їх можна розглядати як виробників інформації,



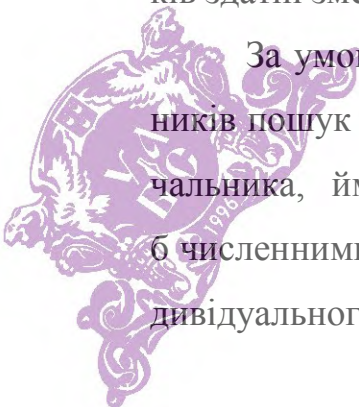
тобто визнати, що вони продукують та розповсюджують (точніше бути сказати продають) інформацію стосовно економічних змінних, очікувані величини яких є невідомими для власників інвестиційних ресурсів. Винагородою за таку діяльність є пряма компенсація, що сплачується споживачами цієї інформації.

Крім того, інвестиційні посередники можуть бути брокерами, комісіонерами або торговцями інвестиційними інструментами, зводячи позичальників та власників інвестиційних ресурсів разом за нижчою ціною, ніж якщо б сторони співпрацювали безпосередньо один з одним. З такої точки зору стимулом для інвестиційного посередництва можна вважати вартість оцінювання інвестиційного ризику. Найчастіше ця вартість вимірюється відсотком, який отримують інвестиційні посередники за їхні власні маржинальні транзакційні витрати.

Припустимо, що виконуючи функцію інформування власників інвестиційних ресурсів про якість, прибутковість та перспективи різних напрямків інвестування коштів, інвестиційні посередники не трансформують інвестиційні ресурси, тобто їх активи та зобов'язання пов'язані з інвестиційними ресурсами такого ж типу, як і у інвесторів (мають однакову ліквідність, розмір грошових коштів або їх вартість). Таке розуміння інвестиційних посередників надає можливість пояснити той факт, чому інвестиційне посередництво зменшує вартість обігу інвестиційних ресурсів.

В даному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою завдання обґрунтувати, що інтеграційні об'єднання інвестиційних посередників здатні зменшувати витрати на виробництво інформації.

За умови відсутності інтеграційних об'єднань інвестиційних посередників пошук інформації про об'єкти інвестування, економічну цінність позичальника, ймовірність невиконання ним зобов'язань тощо супроводжувався б численними дублюваннями. Перехід від інвестиційного посередника як індивідуального інформаційного брокера до інтеграційної структури, яка



об'єднуючи широке коло інвестиційних посередників, діє як диверсифікований інформаційний брокер, можна визнати доцільним лише за умови, якщо об'єднання зможе у подальшому зменшити витрати на отримання достовірної інформації.

Можливість такого зменшення витрат обумовлена тим, що втрати, які пов'язані з моральним ризиком недобросовісної поведінки окремого інвестиційного посередника та схильністю його до генерування ненадійної інформації, знижуються зі збільшенням учасників інтеграційної структури. Чим більше інвестиційних посередників входить до складу інтеграційного утворення, тим меншими будуть очікувані витрати на перевірку благонадійності кожного позичальника.

Таким чином, метою даного підрозділу дисертаційної роботи є формалізація умов, за яких інвестиційні посередники вважатимуть співробітництво та колективну діяльність в рамках інтеграційного об'єднання в розрізі отримання інформації про об'єкти інвестування прибутковою.

Тенденція до інтеграції зусиль інвестиційних посередників по отриманню, аналізу та продажу інформації про об'єкти інвестування обґрунтовується у даному підрозділі роботи виключно з позиції існування асиметрії інформації на інвестиційному ринку та необхідності дослідження позичальників щодо надійності інформації, яку вони надають стосовно їх прибутковості та ризиковості.

Відповідно до функціонального навантаження інвестиційних посередників на ринку вони здобувають та обробляють інформацію, а їх винагорода залежить від того, наскільки якісно вони виконують цю функцію.

В контексті здійснюваного дослідження вихідним продуктом посередників на інвестиційному ринку будемо вважати інформацію, яку посередники надають інвесторам на ринку. Надійність і якість акумульованої та обробленої посередниками інформації інвестори не можуть оцінити негайно, тобто у момент угоди про її купівлю. Виходячи з цього, виникає об'єктивна потреба



у використанні певних індикаторів якості роботи інвестиційних посередників у даному напрямку їх діяльності на інвестиційному ринку.

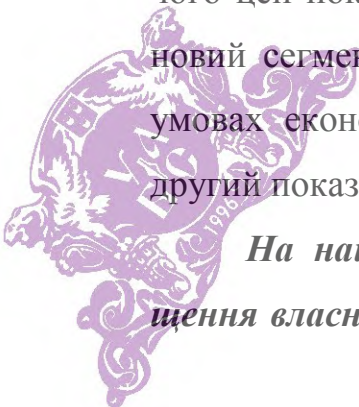
Розглянемо два можливих підходи до формування показників, які мають визначати винагороду інвестиційного посередника як виробника інформації на інвестиційному ринку.

1. Для оцінки якості функціонування інвестиційних посередників як виробників інформації на ринку може бути використаний *показник, який надає оцінку діяльності посередника, виходячи з того наскільки вірними його прогнози були стосовно подій, які відбулися та спостерігалися.* При такому підході майбутній попит на послуги інвестиційного посередника та його майбутня компенсація залежать від його репутації надійного виробника інформації.
2. Ще одними індикатором ефективності інвестиційного посередника в напрямку його роботи з інформацією на ринку можна вважати *показник надійності інформації (так званої «шумливості»),* який узагальнює в єдиному індикаторі випадковий набір величин, кожна з яких відображає різницю між прогнозом посередника та реальним сигналом ринку на виникнення певних подій.

Визначені вище індикатори мають цілий ряд спільних рис: по-перше, обидва вони є показниками надійності та якості інформації, а по-друге, обидва визначають розмір винагороди посередника.

В той же час, перший показник фактично є індикатором репутації, яка складається та накопичується за доволі тривалий проміжок часу, виходячи з чого цей показник не можна розрахувати для посередника, що виходить на новий сегмент ринку або надає новий вид інвестиційної послуги. В таких умовах економічну функцію показника репутації з успіхом може виконувати другий показник – показник надійності інформації.

На нашу думку, намагання інвестиційних посередників до підвищення власної репутації та надійності інформації, яку вони пропонують



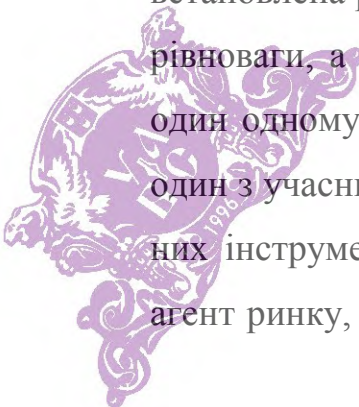
клієнтам, створює для них природний стимул до участі в інтеграційних об'єднаннях на інвестиційному ринку. Саме це в підсумку призведе до збільшення їх винагороди та до зниження ризиковості їх діяльності.

Розглянемо базову модель діяльності інвестиційних посередників як виробників інформації.

Будемо виходити з того, що на інвестиційному ринку функціонує певна кількість об'єктів інвестування, специфічні особливості діяльності яких відомі лише їх власникам, але не відомі іншим учасникам ринку. Як зазначає Дж.Акерлоф у роботі [155], ринок володіє інформацією стосовно перехресного розподілу ознак таким чином, що кожен учасник оцінюється як володар перехресної середньої характерної ознаки. Для спрощення ми будемо визначати всіх учасників інвестиційного ринку, що пропонують об'єкти інвестування позичальниками, а в якості оціночної ознаки їх діяльності виберемо показник їх вартості, що буде відповідати вартості акцій позичальників на ринку, а реалізація запропонованих ними проектів повинна збільшити цю вартість.

Інвестиційний ринок розглядається як конкурентне середовище, яке забезпечує рівні торгівельні можливості всім учасникам. Поведінка позичальників вважається раціональною, тобто основна мета їх діяльності – максимізація багатства акціонерів (відповідно, зростання вартості позичальників), крім того всі позичальники пропонують споживачам - інвесторам на ринку інвестиційні інструменти для вкладення коштів.

На кожен з запропонованих інвестиційних інструментів може бути встановлена рівноважна ціна, це означає, що жодна угода не відбувається без рівноваги, а учасники ринку можуть встановити інформацію, яка належить один одному, шляхом спостереження за торгівельною поведінкою. Однак не один з учасників ринку не має інформації щодо реальної вартості інвестиційних інструментів позичальників, які продаються на ринку, адже будь-який агент ринку, який володіє деякою приватною інформацією і бажає отримати



від цього дохід, стикається з двома принциповими проблемами, які відомі як парадокс Гроссмана-Стігліца [238]. По-перше, якщо він намагається продати цю інформацію, то покупець не може бути упевнений в її достовірності. По-друге, дохід, отриманий від продажу інформації, може виявитися меншим в порівнянні з витратами на її отримання. У крайньому випадку, якщо інформація про ціни є відкритою, дохід взагалі може виявитися нульовим.

Позичальники, вартість інвестиційних інструментів яких перевищує середню вартість на ринку, матимуть стимул надати ринку всю інформацію про свою реальну вартість, оскільки така поведінка збільшить дохід від продажу нових інвестиційних інструментів. В цьому випадку можливі дві стратегії поведінки інвестиційного посередника.

Перша стратегія полягає у тому, що інвестори самі можуть створювати інформаційні сигнали для ринку щодо реальної вартості їх інвестиційних інструментів, яка пов'язана з характеристиками діяльності самих позичальників. Ця стратегія базується на постулатах, сформульованих М.Спенсом у роботі [246], однак якщо інвестори є неохочими до ризику, як це довели С.Баттачарія [223] та Х.Леланд і Д.Пайл [224], створення інформаційних сигналів для ринку буде пов'язане з виникненням додаткових втрат, що не повертаються.

Друга стратегія передбачає можливість перевірки діяльності інвестора через зовнішню оцінку, яку запропонував Дж. Стігліц [248]. Це означає, що фірма може звернутися до інвестиційних посередників з метою підтвердження ними реальної вартості інвестиційних інструментів позичальника. Враховуючи умову раціональної поведінки позичальників, всі вони, за винятком тих, які пропонують неякісні проекти, що не забезпечують зростання вартості, виберуть стратегію звернення до інвестиційних посередників для оцінки та підтвердження якості їх інвестиційних інструментів.

В роботах С.Баттачарія [223] доведено, що не існує жодного життєздатного механізму створення інформаційного сигналу для ринку, який доміну-

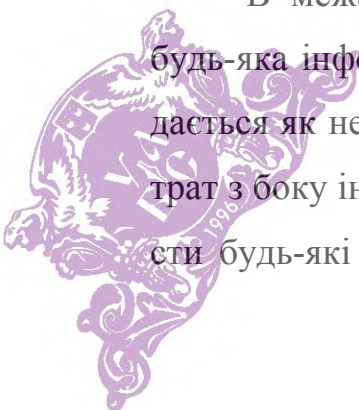


вав би над зовнішньою оцінкою, з чого виходить, що створення інформаційного сигналу для ринку спричиняє втрати, що не повертаються і які є більшими ніж витрати на проведення перевірки. А в роботах Р.Рамакришна та А.Тхагора [241] доведено, що потреба позичальників у виправленні інформаційної асиметрії, яка є властивою для процесу визначення вартості інвестиційних інструментів позичальника, має призвести до створення ринку інформації.

Далі викладемо авторський підхід до підтвердження гіпотези, що витрати інвесторів та інвестиційних посередників на отримання достовірної інформації зменшаться (а відповідно – їх загальний кінцевий результат зросте) за умови створення останніми інтеграційного об'єднання у порівнянні з ситуацією, коли вони працюють окремо один від одного.

Припустимо, що інвестиційні посередники надають свої інформаційні послуги на інвестиційному ринку платно та у приватному порядку. Так, після отримання контракту на перевірку фірми, посередник хотів би уникнути витрат, пов'язаних з оцінкою діяльності позичальника, за умови якщо це можна зробити таємно. Щоб забезпечити надійність інформації та як наслідок об'єктивність умов продажу інформації, мають бути доступні деякі фактичні індикатори якості інформації. Проблема відповідності винагороди, яка постає з схильності посередників до обману, може бути розв'язана шляхом створення компенсаційного механізму для окремого посередника за показником достовірності інформації.

В межах нашого дослідження будемо виходити із припущення, що будь-яка інформація, яка не призводить до правильної оцінки фірми розглядається як ненадійна. Припустимо, що продукування інформації вимагає витрат з боку інвестиційного посередника, які позначимо як α , а він може понести будь-які витрати, $\alpha \in [0,1]$. Щоб коректно визначити вартісні показники



інвестиційних інструментів та діяльності позичальника, інвестиційний посередник повинен понести витрати на рівні $\alpha=1$; будь-який $\alpha < 1$ дає ненадійну оцінку. Припустимо, що α неможливо зафіксувати шляхом спостереження, а для виміру застосовується фактичний показник β .

Приймаючи до уваги можливе неспівпадіння α та β можна визначити ймовірність β , пов'язану з різними значеннями показників α , які можуть бути наступними:

- ймовірність $\beta = 1 | \alpha = 1$ дорівнює r ;
- ймовірність $\beta = 0 | \alpha = 1$ дорівнює $1-r$;
- ймовірність $\beta = 1 | \alpha < 1$ дорівнює $q \forall \alpha \in]0, 1[$;
- ймовірність $\beta = 0 | \alpha < 1$ дорівнює $1-q \forall \alpha \in]0, 1[$.

При цьому слід прийняти до уваги, що $0 < q < r < 1$.

В подальших наших висновках будемо виходити з наступних міркувань. Усі позичальники інвестиційних ресурсів, які очікують отримання чистого прибутку від коректної оцінки їх посередниками, будуть надавати данні інвестиційним посередникам. Факт оцінки позичальників посередниками є відкритою інформацією на ринку та виступає бар'єром для інвестицій в інвестиційні інструменти позичальників, діяльність та інвестиційні інструменти яких не були опінені інвестиційними посередниками. Це дає можливість розрахувати максимальну очікувану корисність дій інвестиційних посередників.

Так, якщо запропоновані контракти є схожими за винагородою (спонукає до вибору $\alpha = 1$), надійність посередника буде безсумнівною. Ринок, на якому інвестиційні посередники продають інформацію, являє собою ринок досконалої конкуренції, і кожному інвестиційному посереднику мають пропонувати винагороду, яка забезпечить йому як мінімум очікувану корисність, якщо він вибере $\alpha = 1$, що позначимо R .

Позичальники будуть намагатися мінімізувати свої очікувані витрати, але при цьому гарантувати кожному інвестиційному посереднику як мінімум



прийнятний для нього заробіток. Конкуренція на інвестиційному ринку за інформацію передбачає, що посередники, зі свого боку, будуть шукати такі організаційні форми, які б зменшили витрати на виробництво інформації.

За умови відсутності побічних виплат від позичальників інвестиційним посередникам за розповсюдження неправдивої інформації, всі інвестиційні посередники, вибираючи $\alpha = 1$, отримають винагороду тільки у випадку розповсюдження правдивої інформації щодо якості інвестиційних інструментів позичальників. Це дозволяє зробити припущення, що фактичний показник розподілу прибутку залежить тільки від витрачених зусиль.

Розглянемо для початку випадок, коли інвестиційні посередники працюють незалежно. В такому випадку, будемо вважати, що кожен інвестиційний посередник оцінює та надає інформацію ринку щодо одного позичальника, а кожен позичальник співпрацює тільки з одним посередником. В цьому випадку рівень виплати інвестиційному посереднику в залежності від значення фактичного показника β можна представити наступним чином:

$$\varphi(\beta) = \begin{cases} W, & \text{якщо } \beta = 1 \\ X, & \text{якщо } \beta = 0 \end{cases} \quad (3.33)$$

де W та X – винагорода, виплачена інвестиційному посереднику позичальником за проведену оцінку його інвестиційних інструментів.

Позичальник виплачує W , якщо $\beta = 1$ та X , якщо $\beta = 0$. Таким чином, очікувана винагорода для інвестиційного посередника, при виборі $\alpha = 1$, становить $rW + (1-r)X$, а задачею позичальника є мінімізація витрат.

Виходячи з цього, ми можемо зробити наступний висновок: якщо кожен позичальник, який пропонує ринку інвестиційні інструменти, співпрацює окремо з одним інвестиційним посередником, оптимальна плата може бути запропонована кожному з інвестиційних посередників.

Логіка цих роздумів є достатньо прозорою, адже за відсутності різниці між прогнозом посередника та реальним сигналом ринку на виникнення пев-



них подій від при фактичній перевірці, невизначеність кінцевої винагороди посередника зникає. Таке розсіювання ризику приносить користь несхильному до ризику посереднику, який наразі готовий прийняти зменшену винагороду у очікуваному вартісному вираженні.

Оскільки інвестиційні посередники за нашим припущенням є несхильними до ризику, а їхня винагорода є невизначеною, виходить, що вони матимуть користь від співпраці та, як наслідок, від зменшення ризику, з яким кожен з них стикається. Якщо показники, що використовуються різними фірмами, корелюють між собою не у повній мірі, то звичайно слід очікувати диверсифікації вигод від об'єднання виплат. Щоб наголосити на можливій вигоді, припустимо, що кожен показник є незалежним від будь-якого іншого. У даній частині ми припустимо, що коли посередники об'єднуються, вони можуть скористуватися додатковим внутрішнім моніторингом дій один одного.

Припускаємо, що внутрішній моніторинг є безкоштовним. Вважаємо, що у випадку, коли ідентичні посередники кількістю $N (>1)$, які співпрацюють з N окремими фірмами, утворюють інтеграційне об'єднання. Здійснюючи повну внутрішню перевірку діяльності один одного, посередники колективно визначають виробничу стратегію. Ця стратегія визначає кількість позичальників $n (< N)$, щодо яких буде згенерована надійна інформація. Сумарні витрати потім рівномірно розподіляються між усіма інвестиційними посередниками – учасниками інтеграційного об'єднання. Так, вклад кожного учасника дорівнює n/N , а сумарна винагорода посередника у кожному разі розподіляється рівномірно між N інвестиційними посередниками. Такий рівномірний розподіл витрат та компенсаційних виплат є логічно обумовленим, оскільки всі інвестиційні посередники знов таки ж за нашим припущенням є ідентичними. Результатом такого механізму є повне усунення внутрішнього морального ризику недобросовісної поведінки. Позичальники, однак, все одно стикаються з моральним ризиком недобросовісної поведінки у своєму намірі



створити компенсаційні системи рівної винагороди для посередників, з якими вони співпрацюють.

У цій ситуації, внутрішній моніторинг являє собою здатність інвестиційних посередників – учасників інтеграційного об'єднання розподіляти роботу між собою та контролювати стан виконання призначених завдань кожного з них. Дану функцію здійснюють внутрішні ревізійні комітети посередників.

Слід зазначити, що інтеграційні об'єднання інвестиційних посередників, що перевіряють діяльність позичальників буде корисною у даному випадку, навіть якщо відсутня економія на масштабі у виробництві інформації. Щоб довести зазначену тезу, будемо початково вважати, що об'єдналися два інвестиційні посередники з метою створення інтеграційного об'єднання. Об'єднання має очевидний ризик розподілу винагороди для них.

Якщо обидва посередники вибирають $\alpha=1$, ймовірність того, що $\beta = 1$ для обох з них, становить r^2 ; ймовірність того, що $\beta = 1$ тільки для одного з них, становить $2r(1-r)$; а ймовірність, що $\beta = 0$ для обох становить $(1-r)^2$. Якщо обидва посередники вибирають $\alpha=0$, то вірогідність дорівнює q^2 , $2q(1-q)$ та $(1-q)^2$ відповідно для кожного значення β для кожного з них. Доки $r \left(-r \right) > q \left(-q \right)$, оптимальна стратегія посередника буде полягати у витраченні нульових зусиль на кожного позичальника.

Проблема полягає у тому, що злиття посередників покращує розподіл ризику, але деформує винагороду. Сумісність стимулів може бути відновлена шляхом збільшення відмінностей між W та X , тобто через збільшення премії за продемонстровану старанність. Проте запобігання ризику посередником передбачає зростання очікуваних витрат. Так, розподіл ризику власності об'єднань зменшує очікувані витрати на перевірку, але супроводжуючі викривлення винагороди збільшують такі витрати. Однак, можна продемонструвати той факт, що застосування внутрішнього моніторингу між посеред-



никами у інтеграційному об'єднанні надасть кращій результат, адже фірми нададуть перевагу співпраці з об'єднаними посередниками, ніж з незалежними одиницями.

Так за умови об'єднання двох інвестиційних посередників загальна угода забезпечує їм винагороду від кожної фірми у розмірі:

- W , якщо $\beta = 1$ для обох фірм,
- K_1 , якщо $\beta = 1$ для однієї фірми та $\beta = 0$ для другої,
- K_2 , якщо $\beta = 0$ для однієї фірми та $\beta = 1$ для другої,
- X , якщо $\beta = 0$ для обох фірм.

Коли в рівнянні кожен позичальник вибере такий варіант дій, який мотивуватиме посередника вибрати $\alpha=1$ для обох фірм, ймовірність того, що посередник отримає K_1 дорівнює ймовірності отримання K_2 . В цьому випадку ми можемо зменшити кількість варіантів отримання винагороди, тобто $K_1 = K_2 = K$.

Існування інтеграційних об'єднань з внутрішнім моніторингом дає можливість визначення критерію схожого на репутацію. Навіть якщо оцінювана діяльність посередника конкретного позичальника є неякісною, позичальник буде згоден заплатити високу ціну, якщо посередник успішно співпрацював з іншими позичальниками. Показник репутації включає в себе всеосяжні показники діяльності посередника – або певну кількість фірм, для яких посередник вибрав $\beta = 1$ – що оцінюється по факту.

Особливим випадком існування інтеграційних об'єднань з внутрішнім моніторингом є окремий варіант, який потребує від кожного позичальника сплатити посереднику W , якщо $\beta = 1$ та X , якщо $\beta = 0$. Оскільки учасники інтеграційного об'єднання розподіляють винагороду порівну, такий контракт є особливим випадком з $K = \frac{W + X}{2}$.

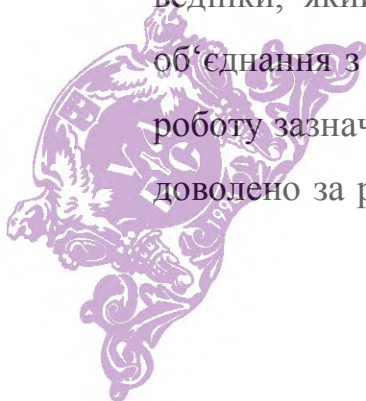
У нашій моделі два різні позичальники співпрацюють з одним посередником кожна, який, в свою чергу, використовує внутрішній моніторинг та



визначає розподіл кінцевого багатства та витрат. Це зменшує несприятливий вплив екзогенного мінливого середовища на кожного посередника, а також скорочує витрати на стимулювання. Причиною цього є те, що існування інтеграційних об'єднань з внутрішнім моніторингом зменшує спред винагороди (різниця між вигодою, якщо $\beta = 1$, та вигодою, якщо $\beta = 0$). Оскільки посередники є несхильними до ризику, небажаним є більший спред винагороди. У випадку існування інтеграційних об'єднань з внутрішнім моніторингом, мотивація посередників вибирати $\alpha = 1$ для першої фірми постає не тільки з факту, що це підвищує ймовірність отримання $\beta = 1$, а також через те, що це покращує ймовірність отримання вищої компенсації з іншої фірми. Це означає, що може бути використаний нижчий спред винагороди (без порушення сумісності стимулів). Це ж саме справджується і для іншої фірми. Взаємна вигода, створена зменшенням об'єданого спреду винагороди знижує витрати на стимулювання.

Таким чином, очікувані витрати на оцінку та інформування ринку стосовно якості інвестиційних інструментів кожного позичальника для інтеграційних об'єднань інвестиційних посередників з внутрішнім моніторингом є завжди нижчі за очікувані витрати, що характерні для ситуації, коли б кожен посередник діяв незалежно.

Створення інтеграційних об'єднань з внутрішнім моніторингом пропонує диверсифікацію винагороди для її членів. З повним внутрішнім моніторингом немає потреби хвилюватися щодо того, чи анулюються зазначені вигоди через зменшення внутрішнього морального ризику недобросовісної поведінки, який супроводжує створення об'єднання. Так, доки інтеграційне об'єднання з внутрішнім моніторингом в цілому може бути вмотивоване на роботу зазначене обмеження корисності кожного посередника може бути задоволено за рахунок менших витрат, які можна диверсифікувати. Все зазна-

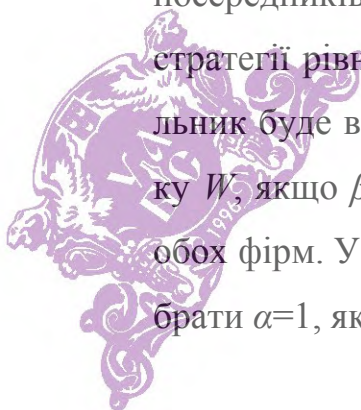


чене показує, що інтеграційне об'єднання може функціонувати під впливом значно слабших умов, ніж ті які зазвичай пропонуються.

Щоб перевірити, чи буде об'єднання доцільним без внутрішнього моніторингу, знову припустимо, що два інвестиційних посередники створюють установу для роботи з двома позичальниками. Вони не можуть спостерігати за роботою один одного, крім того, порівняння витрат за межами доступних на ринку показників є неможливим. Оскільки посередники є ідентичними та не можуть спостерігати один за одним, сукупні доходи об'єднання будуть розподілені порівну.

В даному випадку процеси інтеграції відбуваються виключно з метою розподілу ризику. Для інвестиційних посередників підвищення додаткової очікуваної корисності від результатів випадкового збільшення своєї частини винагороди повинна щонайменше відповідати зменшенню багатства внаслідок підвищення витрат з $\alpha < 0$ до $\alpha = 1$. Однак, збільшення сумарної винагороди розподіляється рівномірно між посередниками в об'єднанні. Таким чином, на відміну від випадку з внутрішнім моніторингом, посередники тепер постають перед проблемою створення стимулів та проблемою фрірайдерства. Додатковий прибуток розподіляється, а зростання витрат, які воно створює – ні. Отже, з метою мотивації кожного посередника на здійснення бажаного вчинку, необхідно, щоб контракти значно відрізнялися за винагородою для гарних та поганих показників результативності. Це може збільшити очікувані витрати на перевірку.

Оскільки у ситуації рівноваги об'єднання буде мотивувати обох своїх посередників-членів вибрати $\alpha = 1$, ми можемо зосередити увагу тільки на стратегії рівноваги Неша для обох з них, які вибирають $\alpha = 1$. Кожен позичальник буде використовувати об'єднані контракти та виплачувати посереднику W , якщо $\beta = 1$ для обох фірм; K , $\beta = 1$ для однієї фірми; та X , якщо $\beta = 0$ для обох фірм. У рівновазі Неша така угода має мотивувати члена об'єднання вибрати $\alpha = 1$, якщо інший член збирається вибрати $\alpha = 1$.



Таким чином, без внутрішнього контролю, очікувані витрати на оцінку та інформування ринку стосовно якості інвестиційних інструментів кожного позичальника, що звертається до інтеграційного об'єднання, вищі чим очікувані витрати якщо посередники функціонують незалежно.

Таким чином, без внутрішнього моніторингу вибір інтеграційних об'єднань буде гірше, ніж ситуація з незалежними посередниками. Однак необхідно відмітити, що цей висновок суперечить тезі, яка часто зустрічається в економічній літературі, що поява об'єднань посередників – прояв бажання несхильних до ризику людей до об'єднання диверсифікувати ризики. Крім того, ми можемо стверджувати, що за умови об'єднання посередників, саме доступ до внутрішнього контролю іншого посередника визначає ефективність такого об'єднання. Адже об'єднання без внутрішнього контролю має тенденцію до розмивання розбіжностей між витратами кожного з посередників в об'єднанні. Граничний прибуток кожного посередника в групі зменшується, що пов'язано з зростанням витрат на перевірку фірм та згладжуючим ефектом від диверсифікації. Отже, фактичний розділ виплат створює інформаційний зовнішній ефект. Щоб протистояти цьому і зберегти спонукальну рівність, необхідно стимулювати кожного учасника об'єднання до вибору $\alpha=1$. Це створює збільшені витрати на перевірку для кожної фірми. Таким чином, вигоди від диверсифікації не покривають необхідну компенсацію морального ризику недобросовісної поведінки.

3.4. Розвиток методичних підходів до оцінки оптимальної структури та рівня диверсифікованості інтеграційного об'єднання посередників на інвестиційному ринку



В даному підрозділі дисертаційної роботи ми ставимо перед собою завдання розвитку науково-методичних підходів до визначення оптимальної структури інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників.

Аналіз існуючих підходів до визначення ефективності консорціумних структур в економічній літературі дозволив визначити два напрямки:

- через оцінку впливу диверсифікаційних процесів в компанії на її вартість;
- через аналіз ефективності внутрішнього ринку капіталу;

Розглянемо методичні підходи, що включаються до першої групи, в контексті можливості їх застосування для оцінки необхідності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку.

Як показало проведене нами дослідження, окремі вчені пропонують здійснювати *оцінку ефективності процесу корпоративної диверсифікації компанії через призму впливу диверсифікації на додаткову вартість компанії*. Одним із методів такої оцінки є *метод накопиченої надмірної прибутковості (CAR)*. Найбільш детально сутність даного методу розглянута в роботах Ф.Вестона, А.Сью, В.Джонса [249] і А.Маккінлайя[232].

Якщо застосувати даний метод для оцінки необхідності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку, то можна визначити величину ефекту для інтеграційної структури як від зв'язаної, так і від незв'язаної диверсифікації. Проаналізуємо його зміст.

Спочатку розраховується надмірна прибутковість як різниця між реальною і очікуваною доходностями акцій кожного окремого інвестиційного посередника, як правило, на щоденній основі:

$$П_{jt}'' = РП_{jt} - НП_{jt} \quad (3.34)$$



де Π_{jt}^n – надмірна прибутковість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, в t -ому періоді;

$R\Pi_{jt}$ – реальна прибутковість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, в t -ому періоді;

$Н\Pi_{jt}$ – нормальна прибутковість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, в t -ому періоді.

Далі розраховується середнє по визначеному сегменту інвестиційного ринку (тобто серед посередників, які мають намір увійти до інтеграційної структури) значення надмірної прибутковості:

$$\Pi_t^{nc} = \frac{\sum_j \Pi_{jt}^n}{N}, \quad (3.35)$$

де Π_t^{nc} – середнє по визначеній групі посередників, готових до об'єднання в інтеграційну структуру, значення надмірної прибутковості в t -ому періоді;

N – кількість інвестиційних посередників у вибірці.

І наприкінці, розраховується накопичена надмірна прибутковість CAR :

$$CAR = \sum_{t=-m}^m \Pi_t^{nc} \quad (3.36)$$

де CAR – накопичена надмірна прибутковість;

m – кількість днів до і після події ($[-m; m]$ – це вибраний часовий інтервал).

Отже, виходячи з вищевикладеного, стає зрозумілим, що накопичена надмірна прибутковість являє собою середнє значення прибутковості для всіх інвестиційних посередників, що мають намір об'єднатися в межах певної інтеграційної структури на інвестиційному ринку за вибраний часовий інтер-



вал. Якщо отримана величина показника надмірної прибутковості позитивна, то таке об'єднання може оцінюватися ринком як ефективне.

Зосередимо нашу вагу на аналізі показника *нормальної прибутковості інвестиційного посередника*, що використовується в розрахунках. Для його обчислення, по-перше, необхідно визначити період оцінки, тобто проміжок часу, протягом якого вивчатиметься нормальний рух котирувань акцій цього посередника (або інші індикатори його прибутковості, якщо він не є емітентом акцій). Необхідно відзначити, що даний проміжок часу не повинен перетинатися з відрізком часу, на якому безпосередньо вивчається ефект від входження нового інвестиційного посередника до інтеграційного об'єднання. В той же час, особливої уваги заслуговує процес вибору горизонту навколо цієї події, для якої і розраховується значення накопиченої надмірної прибутковості. Розмір часового горизонту рекомендується вибирати такий, який дозволив би зафіксувати вплив всіх ефектів від входження нового інвестиційного посередника до інтеграційного об'єднання на його ринкову вартість і при цьому не привніс змін в аналізовані дані. У більшості досліджень зустрічається як підхід, побудований за принципом коротких горизонтів (1 день до і після події), так і розрахунки на основі довгих горизонтів (переважно 40 торгових днів до і після події).

Потрібно також підкреслити, що для визначення нормальної (очікуваної) прибутковості дослідниками застосовується дві групи моделей: статистичні і ринкові.

Перший варіант статистичної моделі – *модель середньої скоректованої прибутковості*, в якій очікувана прибутковість для кожного дня горизонту спостереження події буде середнім значенням денної прибутковості, розрахованим на основі даних періоду оцінки:

$$НП_{jt}^a = \frac{\sum_n НП_{jn}^a}{n} \quad (3.37)$$



де n – кількість днів періоду оцінки.

$НП_{jn}^a$ – денна прибутковість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;

В межах *ринкової моделі* нормальна прибутковість розраховується наступним чином:

$$НП_{jt}^a = НРП_{jn}^a + \chi_j^a \cdot РП_{jn}^a + \varepsilon_{jt} \quad (3.38)$$

де $РП_{jn}^a$ – ринкова прибутковість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, за період оцінки тривалістю n ;

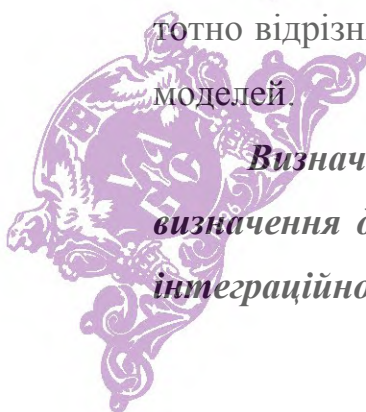
χ_j^a – чутливість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, до середньої ринкової прибутковості;

$НРП_{jn}^a$ – неринкова прибутковість j -ого інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, за період оцінки тривалістю n , (тобто прибутковість, яку не можна пояснити ринковими факторами);

ε_{jt} – статистична помилка.

Вказана статистична модель дозволяє визначити лише напрям майбутньої зміни прибутковості досліджуваного інвестиційного посередника, не враховуючи зв'язок з іншими чинниками, які, у свою чергу, можуть істотно впливати на динаміку руху цін. Результати емпіричних досліджень, представлені у роботах [6, 29, 84, 85], доводять, що отримані на їх основі дані не істотно відрізняються від результатів, отриманих з використанням складніших моделей.

Визначимо можливість використання досліджуваної моделі для визначення доцільності включення нових інвестиційних посередників до інтеграційної структури на інвестиційному ринку. Виходячи з специфіки



аналізу у відповідності до цього методу, він більше підходить до визначення ефективності внутрішнього ринку капіталу інтеграційного об'єднання пост-фактум, вже після його створення, адже базується на реєстрації, як правило, щоденних показників ринкових оцінок щодо діяльності посередників на визначеному проміжку часу, який включає в себе спостереження до угоди про об'єднання та після неї.

Ще одним методом оцінки ефективності диверсифікаційних процесів та методом оцінки впливу диверсифікації на вартість бізнесу є метод, заснований на розрахунку і дослідженні *коефіцієнта Q-Тобіна*, який теоретично відображає оцінку бізнесу в стандарті вартості заміщення, тобто оцінку за поточними ринковими цінами аналогічних активів.

По суті, коефіцієнт Q-Тобіна є мультиплікатором і фактично був першим методом оцінки ефективності диверсифікації. Тому даний коефіцієнт повинен розраховуватися як відношення сукупної ринкової капіталізації компанії до вартості заміщення всіх її активів. По відношенню до об'єкта нашого дослідження розрахунок цього індикатора матиме наступний вигляд:

$$q = \frac{PB_a + BB_3}{BB_a + BB_3}$$

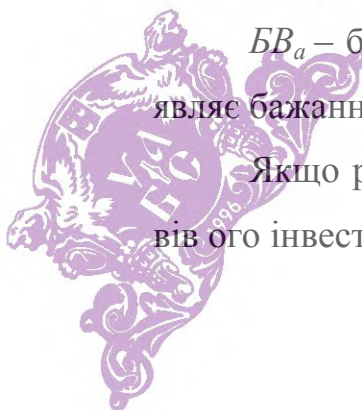
де q – коефіцієнт Q-Тобіна для інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;

PB_a – ринкова вартість активів інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;

BB_3 – балансова вартість зобов'язань інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;

BB_a – балансова вартість активів інвестиційного посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання.

Якщо ринкова вартість активів співпадає з балансовою вартістю активів його інвестиційного посередника, коефіцієнт Q-Тобіна дорівнює 1.



Якщо $q > 1$, це означає, що ринкова вартість перевищує балансову вартість активів інвестиційного посередника, з чого відповідно робиться висновок про включення до ринкової вартості деяких активів посередника, які не піддаються обліку, або їх не можливо оцінити. Таке значення коефіцієнта Q-Тобіна підштовхує інвесторів до прийняття рішення про включення досліджуваного посередника до інтеграційного об'єднання, оскільки він коштує дорожче, ніж за нього заплачено.

Якщо коефіцієнт $q < 1$, то ринкова вартість активів інвестиційного посередника менше, ніж їхня балансова вартість. Це означає, що ринок недооцінює цього інвестиційного посередника, з чого можна зробити висновок про відсутність у нього вигідних інвестиційних можливостей щодо включення до інтеграційного об'єднання, а ринок не бачить перспектив розвитку такого інвестиційного інституту.

Враховуючи дослідження, викладені в роботі [229], ми можемо стверджувати, що порівняння значення коефіцієнта Q-Тобіна для інтеграційного об'єднання на інвестиційному ринку з відповідними значеннями цього коефіцієнта для окремих інвестиційних посередників, що працюють в тих же секторах ринку, що і консорціум, дозволить зробити висновок про ефективність розподілу ресурсів в межах інтеграційного об'єднання.

Показник Q-Тобіна фактично може бути використаний для виміру інвестиційних можливостей інтеграційного об'єднання (чим його значення вище, тим вищими можна вважати інвестиційні можливості). Такий наш висновок спирається на результати досліджень [9, 206], в яких доведено, що медіанне значення Q-Тобіна для незалежних фірм, що займаються одним видом діяльності і оперують в одній і тій же галузі згідно тризначному коду SIC, може бути використано як індикативне значення для Q-Тобіна окремого сегменту диверсифікованої фірми.



Оскільки Q-Тобіна залежить від ринкової вартості інвестиційних посередників і, отже, від очікувань інвестиційного ринку, надійність цього показника вимагає досить високого рівня розвитку останнього. Крім того, слід брати до уваги, що інфляція штучно занижує балансову вартість активів на протипагу його ринкової вартості, тому надійні оцінки величини Q-Тобіна можуть бути отримані лише для економік, що досягли макроекономічної стабільності. В даному контексті доречно навести думку Т.Еріксона та Т.Вітеда [218, 250], які вважають, що реальні зміни інвестиційних можливостей лише на 20-40% описуються варіацією Q-Тобіна, а також думку В.Максимовича та Дж. Філліпса [234], які відзначають, що якщо фірма є частиною консорціуму, то продуктивність її активів залежить від загальних активів консорціуму, то в такому випадку медіанне значення галузевого Q-Тобіна буде поганим вимірником інвестиційних можливостей даної фірми, оскільки не можна розглядати з однакових позицій незалежні односегментні фірми і сегменти диверсифікованих компаній.

Наступним підходом до визначення ефективності консорціумних структур є методика дисконтованого майбутнього грошового потоку. Сутність даної методики полягає у визначенні прогнозних значень приросту цілого ряду параметрів, від яких залежить надходження потоків грошових коштів [37, 207].

Визначимо можливість використання цієї моделі для визначення доцільності включення нових інвестиційних посередників до інтеграційної структури на інвестиційному ринку.

Відповідно до цього підходу визначимо ключові фактори формування інвестиційної вартості інтегрованого об'єднання посередників на інвестиційному ринку.

Так, зокрема, в межах цього підходу вплив диверсифікації на величину потоку вільних грошових коштів, на які можуть розраховувати власники ін-



теграційного об'єднання інвестиційних посередників можна оцінити за наступною формулою

$$\Delta FCFE = \Delta S - \Delta C - \Delta T - \Delta NVC - \Delta Capex + \Delta Debt, \quad (3.39)$$

де $\Delta ГП$ – приріст потоку вільних грошових коштів, на які можуть розраховувати власники інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників внаслідок включення до нього нового члена;

$\Delta ОО$ – приріст обсягів операцій на інвестиційному ринку внаслідок за рахунок збільшення обсягів продажів інвестиційних продуктів, виходу на нових клієнтів, поліпшення якості інвестиційних послуг, посилення конкурентної позиції інтеграційної структури і завоювання нею ролі лідера у певних сегментах інвестиційного ринку завдяки таким видам операційної синергії, як економія на гнучкості та нові можливості зростання;

$\Delta РП$ – зростання рентабельності продажів за рахунок зниження витрат і прискорення зростання продажів завдяки таким видам операційної синергії, як економія на масштабах випуску продукції та нові можливості зростання;

$\Delta П$ – зниження відтоків на виплату податку на прибуток за рахунок оптимізації податкових виплат і зниження ефективної ставки оподаткування прибутків;

$\Delta ІОК$ – зниження та оптимізації величини інвестицій в оборотний капітал;

$\Delta ІДА$ – і досягнення економії інвестицій в довгострокові активи за рахунок таких видів синергії, як економія на масштабах випуску і на гнучкості;



ДЧБ – зміна чистого боргу за рік, що відображає результуючі виплати на адресу кредиторів та акціонерів інвестиційних посередників і включає витрати на виплату відсотків за боргами і погашення основної суми боргу у розрахунку на рік, а також приріст позикового довготермінового капіталу у відповідному періоді завдяки впливу фінансової синергії, оскільки вона пов'язана з поліпшенням доступу до кредитних ресурсів.

Визначення доцільності включення нових інвестиційних посередників до інтеграційної структури на інвестиційному ринку в межах цього методу може бути здійснена в декілька етапів:

1. На першому етапі проводиться кількісна оцінка ефектів диверсифікації.
2. На другому етапі, враховуючи, що ці ефекти не повинні бути одноразовими, а покликані забезпечити відновлюється потік вигод, необхідно провести аналіз їх розподілу в часі та окреслити траєкторію їх руху: ростуть чи падають такі додаткові вигоди.
3. На третьому етапі, проводиться дисконтування ефектів диверсифікації за бар'єрною ставкою та розраховується зміна потоку вільних грошових коштів для власників інтеграційного об'єднання.

Серед позитивних моментів використання зазначеного підходу в контексті здійсненого нами дослідження можна виділити обґрунтованість розрахунків та врахування всіх складових синергетичного ефекту диверсифікації, а серед недоліків – проблеми з прогнозуванням зазначених ефектів та складності з вибором ставки дисконтування.

Наступним підходом до визначення ефективності консорціумних структур є методика пересічного тестування, основана на фінансових мультиплікаторах, що запропонована в роботі П.Бергера та Е.Офека [207]. Суть цього підходу полягає в порівнянні вартості диверсифікованої компанії

з вартістю сфокусованих компаній, що ведуть бізнес з тих же галузях. Отримана різниця являє собою знижку або премію за диверсифікацію.

В контексті можливості оцінки необхідності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку даний підхід може бути реалізований в наступній послідовності.

Етап I. Для інтеграційної структури на інвестиційному ринку визначаються сегменти ринку, в яких вона здійснює свою діяльність. Далі визначається група окремих самостійних інвестиційних посередників, що не входять до її складу, але ведуть бізнес у тих же сегментах інвестиційного ринку.

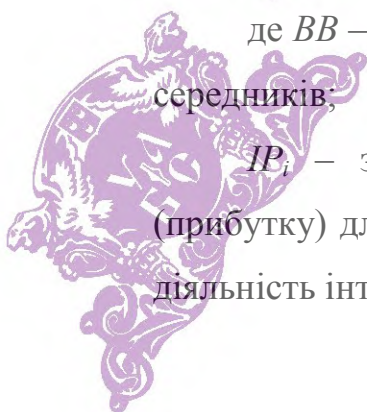
Етап II. Знаходиться середнє або медіанне значення вартісного мультиплікатора для групи відокремлених інвестиційних посередників. В якості вартісного мультиплікатора цілком обґрунтовано можна використовувати значення відношення загального капіталу інвестиційного посередника до зважувального показника ефективності його функціонування на ринку (наприклад, прибутку).

Етап III. Отриманий мультиплікатор використовується в якості порівняння для розрахунку вмененної вартості кожного сегмента інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників, для чого підсумовуються отримані вмененні вартості сегментів інтеграційної структури, зважені за їх відносним розміром для отримання вмененної вартості об'єднання як єдиного цілого:

$$BB = \frac{\sum_{i=1}^n IP_i}{\sum_{i=1}^n IP_i} \cdot \left(\frac{B}{IP} \right)_i^{ss} \quad (3.40)$$

де BB – вмененна вартість інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників;

IP_i – значення зважувального показника інтегрального результату (прибутку) для i -ого сегменту інвестиційного ринку, в якому здійснює свою діяльність інтеграційне об'єднання інвестиційних посередників;



n – кількість сегментів інвестиційного ринку, в яких здійснює свою діяльність інтеграційна структура;

$\left(\frac{B}{IP}\right)_i^{ss}$ – середнє або медіанне значення вартісного мультиплікатора для

групи відокремлених інвестиційних посередників;

IP_i^{ss} – середнє або медіанне значення зважувального показника інтегрального результату (прибутку) для групи відокремлених інвестиційних посередників;

B_i^{ss} – середнє або медіанне значення загального капіталу для групи відокремлених інвестиційних посередників, який розраховується за формулою:

$$B = PBK + LV_B,$$

де PBK – ринкова вартість капіталу групи відокремлених інвестиційних посередників.

Еман IV. Оцінюється надлишкова вартість інтеграційного об'єднання інвестиційних посередників, за формулою:

$$HB = \ln\left(\frac{K}{BB}\right), \quad (3.41)$$

де HB – надлишкова вартість інтеграційного об'єднання;

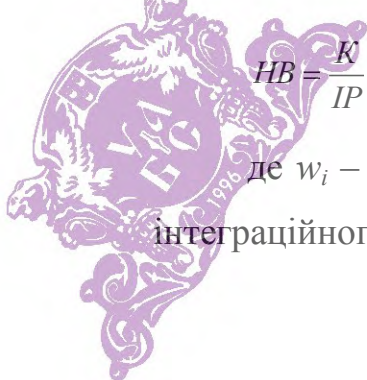
K – загальний капітал інтеграційного об'єднання.

Еман V. Отримане значення надлишкової вартості інтерпретується як дисконт або премія за диверсифікацію, процес диверсифікації як руйнування або створення вартості, викликане обраною стратегією.

Надлишкову вартість в контексті підходу, загальнотеоретичні основи якого викладені в роботі [28], можна розрахувати і дещо в інший спосіб:

$$HB = \frac{K}{IP} - \sum_{i=1}^n w_i \cdot \left(\frac{K}{IP}\right)_i^{ss} \quad (3.42)$$

де w_i – частка економічного результату сегменту i в загальній виручці інтеграційного об'єднання;



$\frac{K}{IP}$ – відношення ринкової вартості інтеграційного об'єднання до інтегрального результату його діяльності;

$\left(\frac{K}{IP}\right)_i^{SS}$ – медіанне значення відношення ринкової вартості до медіанної виручки окремого інвестиційного посередника, що працює на тому ж сегменті інвестиційного ринку, що і складова i інтеграційного об'єднання.

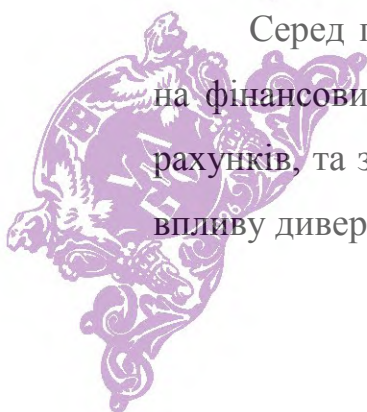
Порівнюючи наведені підходи до розрахунку надлишкової вартості, можна дійти в висновку, що в першому випадку розраховується відносний показник, в другому – абсолютний.

Визначимо переваги та недоліки зазначеного підходу в контексті можливості його застосування для оцінки необхідності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку.

По-перше, для деяких країн можуть виникнути проблеми статистичних баз, що дозволяють провести порівняння інвестиційних посередників між собою і підібрати аналоги для сегментів інтеграційної структури, що можуть бути порівняні за фундаментальними факторами вартості, крім того вони повинні функціонувати в тих же сегментах інвестиційного ринку та котируватися на біржі в повному сенсі цього слова.

По-друге, в деяких країнах [29] інвестиційні посередники не мають відзначати в своїй звітності те, в яких сегментах ринку функціонують всі їх підрозділи, і представляти фінансові дані щодо напрямів діяльності, що накладає значні обмеження на застосування даного підходу.

Серед позитивних сторін методики пересічного тестування, основаної на фінансових мультиплікаторах, зазначимо її простоту, оперативність розрахунків, та застосування багатьма науковцями, як в якості методики оцінки впливу диверсифікаційних процесів в інтеграційному об'єднанні на його вар-



тість, так і в якості методики аналізу ефективності внутрішнього ринку інвестиційного капіталу цього об'єднання.

Проаналізуємо існуючі методики аналіз ефективності внутрішнього ринку капіталу. Цей підхід детально викладений в роботах О.Ламонта [228], Х.Шина і Р.Шульца [245], Т.Вітеда [250], Д.Шевальє [210] та ін.

Можливості використання зазначених методик для цілей нашого дослідження – тобто для оцінки необхідності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку, ми бачимо у наступному.

На нашу думку, одним з найбільш поширених пояснень консорціумного дисконту, або так званої знижки за диверсифікацію можна вважати неефективний розподіл інвестованого капіталу між підрозділами інтеграційного об'єднання [247], тобто існування недостатньо ефективних внутрішніх ринків інвестиційного капіталу.

Використовуючи дану логіку, ми можемо зробити висновок, що внутрішні ринки інвестиційного капіталу ефективно працюють лише тоді, коли це призводить до збільшення вартості інтеграційного об'єднання. Таким чином, ефективно працюючий внутрішній ринок інвестиційного капіталу буде індикатором ефективних процесів диверсифікації інтеграційної структури, або включення до її складу нового інвестиційного посередника.

В науковій літературі [85, 245] виокремлюють наступні три *групи методів оцінки ефективності внутрішнього ринку інвестиційного капіталу та відповідно ефективності процесів диверсифікації.*

Охарактеризуємо кожен з них в контексті визначення можливості їх використання для оцінки необхідності включення нового інвестиційного посередника до складу інтеграційного утворення на інвестиційному ринку.

Як показав проведений нами аналіз, *перша група* включає показники, що базуються на коефіцієнтах регресії, в яких залежною змінною виступають



інвестиції, а незалежними – коефіцієнт Q-Тобіна і грошові потоки. Ці показники досліджені в роботах Д.Шарфштайна [244], Р.Гертнера, Е.Пауерса[221], С. Ена, Д. Деніза[204].

Охарактеризуємо ці показники більш детально.

Перший з показників – це показник чутливості інвестицій інтеграційної структури до медіанного значення Q-Тобіна окремих самостійних інвестиційних посередників, що працюють в тому ж сегменті інвестиційного ринку, що і інтегрована структура. Сутність даного показника полягає в відображенні наступної залежності: чим ефективніше інтеграційне об'єднання, тим в більшій мірі його інвестиційні рішення повинні реагувати на зміни інвестиційних можливостей. Якщо внутрішні ринки інвестиційного капіталу ефективні рівно настільки, наскільки ефективні зовнішні інвестиційні ринки, то передбачається, що спостерігатиметься однакове співвідношення між інвестиціями і коефіцієнтом Q-Тобіна як для інвестиційного консорціуму, так і для відокремлених інвестиційних посередників.

Безпосередньо для оцінки ефективності внутрішнього ринку інвестиційного капіталу в економічній літературі [234] пропонується оцінювати регресію наступного вигляду:

$$I = EZ \cdot \gamma + q \cdot \beta + \varepsilon \quad (3.43)$$

де I – інвестиції фірми;

q – гранична величина коефіцієнта Q-Тобіна;

EZ – вектор екзогенних пояснюючих змінних;

γ, β – вагові коефіцієнти;

ε – статистична похибка.

Якщо коефіцієнт β буде вищим для відокремлених інвестиційних посередників, ніж для інтеграційної структури, то це означатиме, що інтеграційне об'єднання не реагує відповідним чином на зміни інвестиційних можливостей.



Інший показник ефективності, що розраховується з використанням регресійного аналізу, – чутливість інвестицій окремого інвестиційного посередника в межах інтеграційної структури до грошових потоків інших посередників в межах цього ж об'єднання. На основі результатів досліджень Х.Шина і Р.Шульца [245] можна зробити висновок, що в тому випадку, коли внутрішній ринок інвестиційного капіталу інтеграційного об'єднання посередників ефективний, то грошові потоки всього консорціуму повинні в більшій мірі впливати на інвестиції окремого посередника, що інтегрується, ніж власні грошові потоки. В даному випадку регресія набуває декілька іншого вигляду: тепер інвестиції залежать не тільки від коефіцієнта Q-Тобіна, але і від грошових потоків, як власних, так і сумарних за всім інтеграційним утворенням (за винятком даного посередника).

За таким же принципом побудовано регресію, представлену в дослідженнях А.Готье і М.Хамаді [209]. Ефективним внутрішній ринок інвестиційного капіталу в даному випадку вважається тоді, коли ресурси інтеграційної компанії інвестуються в найприбутковіші напрями бізнесу. Основна відмінність цієї регресійної моделі від попередньої полягає в тому, що відповідно до підходу, розробленого Х.Шином і Р.Шульцем, слід оцінювати інвестиційні можливості інтеграційного об'єднання через зростання виручки і коефіцієнт Q-Тобіна за окремими інвестиційними посередниками, які входять до його складу. Натомість А.Готье і М.Хамаді у зв'язку з браком даних для розрахунку Q-Тобіна використовують показник *ROA* (рентабельність активів).

Регресійна залежність для оцінки активності та ефективності внутрішніх ринків інвестиційного капіталу в межах цього підходу (по відношенню до обраного нами об'єкта дослідження) має наступний вигляд:

$$\frac{I_{ik}}{TA_i} = \alpha_1 \frac{CF_{ik}}{TA_i} + \alpha_2 \sum_{j \neq i \in K} \frac{CF_j}{TA_i} + \alpha_3 \theta_{ik} + \alpha_4 \theta_K + \alpha_5 \log TA_K + \eta_K + \varepsilon_{ik} \quad (3.44)$$



де $\frac{I_{ik}(t)}{TA_i(t)}$ – співвідношення інвестицій у капітальні активи окремого ін-

вестиційного посередника i інтеграційної структури K в році t до загальної величини активів посередника i в році t ;

$\frac{CF_{ik}(t)}{TA_i(t)}$ – співвідношення грошових потоків інвестиційного посередника

i інтеграційної структури K в році t до загальної величини активів інвестиційного посередника i в році t ;

$\sum_{j \neq i \in K} \frac{CF_j(t)}{TA_i(t)}$ – сумарні грошові потоки інвестиційних посередників $j \neq i$ ін-

теграційної структури K в році t , зважені на загальну величину активів інвестиційного посередника i в році t ;

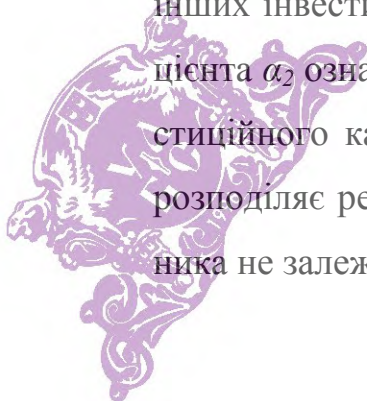
$\theta_{ik}(t)$ – величина інвестиційних можливостей інвестиційного посередника i в році t ;

$\theta_K(t)$ – величина інвестиційних можливостей інтеграційної структури K за межами інвестиційного посередника в році t ;

$\log TA_K(t)$ – логарифм сумарних активів інвестиційних посередників j інтеграційної структури K . Використовується як контрольна змінна;

η_K – специфічний для інтеграційної структури ефект (неочікуваний ефект).

Слід відмітити, що зміст активності внутрішнього ринку капіталу полягає в наступному: якщо інтеграційної структури управляють своїм внутрішнім ринком інвестиційного капіталу, то інвестиції інвестиційних посередників – їх членів залежать від їх власних грошових потоків і грошових потоків інших інвестиційних посередників. У такому разі позитивне значення коефіцієнта α_2 означатиме, що в інтеграційному об'єднанні внутрішній ринок інвестиційного капіталу є активним. Якщо ж інтеграційне об'єднання не перерозподіляє ресурси між його членами, то інвестиції інвестиційного посередника не залежатимуть від грошових потоків інших посередників і $\alpha_2 = 0$.



Ефективність внутрішнього ринку інвестиційного капіталу відповідно до цього підходу означає, що: а) інвестиції посередника повинні залежати від обсягу загальних ресурсів, які доступні інтеграційному об'єднанню; б) зростання інвестиційних можливостей посередника повинно сприяти збільшенню його інвестицій і автоматично призводити до зниження інвестицій інших членів інтеграційного об'єднання. Отже з огляду на викладене вище, ефективність внутрішнього ринку капіталу характеризується виконанням наступних умов: $\alpha_1 > 0$, $\alpha_2 > 0$, $\alpha_1 = \alpha_2$, $\alpha_3 > 0$, $\alpha_4 < 0$.

Якщо інтеграційна структура фінансово обмежена, іншими словами у неї немає вільних грошових потоків, то вона не може фінансувати всі проекти. Тоді керівництво вимушено вибирати, як розподілити ресурси. Ресурси будуть розподілені ефективно, якщо розмір інвестицій визначається тільки можливостями інвестиційних посередників – членів об'єднання. Якщо ж інтеграційна структура має в своєму розпорядженні вільні грошові потоки і може фінансувати всі проекти, то $\alpha_3 = 0$, $\alpha_4 = 0$.

Друга група методів оцінки ефективності внутрішнього ринку капіталу інтеграційних структур базується на взаємозв'язку інвестицій і інвестиційних можливостей їх підрозділів [204]. Чим сильніший їх взаємозв'язок, тим більш ефективно інвестиції розподіляються всередині компанії.

В рамках даного підходу рішення має прийматися на основі *показника відносного інвестування (RINV)*, що характеризує зважену по виручці скореговану величину інвестицій в членів об'єднання з високим Q-Тобіна за вирахуванням зваженої по виручці скорегованої величини інвестицій в посередників з низьким Q-Тобіна.

$$RINV = \frac{\sum_{j=1}^k S_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) \right) - \sum_{j=n-k+1}^n S_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) \right)}{TS} \quad (3.45)$$

де S_j – виручка інвестиційного посередника j ;

w_j – співвідношення виручки інвестиційного посередника j , та загальної виручки інтеграційної структури;

I_j – капітальні інвестиції інвестиційного посередника j ;

$\left(\frac{I}{S}\right)_j^{ss}$ – показник відношення інвестицій до виручки для медіанного незалежного самостійного інвестиційного посередника, що оперує на тому ж сегменті інвестиційного ринку згідно тризначного коду SIC, що і інвестиційний посередник j ;

TS – загальна виручка інтеграційної структури.

$\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S}\right)_j^{ss}$ – це скореговане на сегмент інвестиційного ринку співвідношення інвестицій та виручки.

– це скореговане на сегмент інвестиційного ринку і компанію співвідношення інвестицій та виручки.

$\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S}\right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S}\right)_j^{ss} \right)$ – це скореговане на сегмент інвестиційного ринку і компанію співвідношення інвестицій та виручки.

– це скореговане на сегмент інвестиційного ринку і компанію співвідношення інвестицій та виручки.

Наступний показник, що досліджується в раках цього підходу – це **відносна додана (за рахунок перерозподілу ресурсів) вартість RVA** . Для його розрахунку необхідно взяти величину інвестицій інвестиційного посередника – члена об'єднання і інвестиції, скореговані на сегмент інвестиційного ринку по даному інвестиційному посереднику, і зважити їх по різниці між медіанним значенням Q-Тобіна за сегментом ринку, до якої належить даний інвестиційний посередник, і по виручці значенню Q-Тобіна для інтеграційної структури в цілому.

Формально RVA розраховується за наступною формулою:

$$RVA = \frac{\sum_{j=1}^n S_j \cdot q_j - \bar{q} \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S}\right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S}\right)_j^{ss} \right) \right)}{TS} \quad (3.46)$$



де q_j – це медіанне значення Q-Тобіна для відокремленого самостійного інвестиційного посередника, що оперує в в тому ж сегменті інвестиційного ринку (згідно тризначному коду SIC), що і інвестиційний посередник j ;

\bar{q} – зважене по виручці середнє значення Q-Тобіна інтегрованої структури.

Існує ще один варіант розрахунку показників $RINV$ і RVA , який досить схожий на визначені вище, з тією лише різницею, що замість виручки використовуються активи [И15]. Крім того, в цілях здійснюваного нами дослідження можна також розраховувати показник абсолютної доданої вартості за рахунок перерозподілу ресурсів (AVA), технологія розрахунку якого дещо відрізняється від RVA :

$$AVA = \frac{\sum_{j=1}^n BA_j q_j - 1 \left(\frac{I_j}{BA_j} - \left(\frac{I}{BA} \right)^{ss} \right)}{BA} \quad (3.47)$$

де BA_j – балансова вартість активів інвестиційного посередника j ;

BA – балансова вартість всіх активів інтеграційної структури.

Зауважимо, що позитивні значення $RINV$ і RVA свідчать про те, що інтеграційне об'єднання більше інвестує в інвестиційних посередників з високим Q-Тобіна, ніж в посередників з низьким Q-Тобіна. У свою чергу, це є свідченням того, що внутрішні ринки інвестиційного капіталу об'єднання ефективно виконують покладені на них задачі і перерозподіляють ресурси на найбільш перспективні проекти.

Третій підхід до оцінки ефективності внутрішнього ринку інвестиційного капіталу оперує показниками, що характеризують надмірну вартість інтеграційного об'єднання в порівнянні з сукупністю відокремлених інвестиційних посередників. Слід відмітити, що вказаний показник надмірної вартості безпосередньо не пов'язаний з ефективністю внутрішнього ринку інвестиційного капіталу, однак він дозволяє визначити ступінь впливу ефективних внутрішніх ринків інвестиційного капіталу на збільшення вартості інтег-



раційного об'єднання. Докладно цей метод був розглянутий в рамках першого підходу – оцінки впливу диверсифікаційних процесів в компанії на її вартість;

На нашу думку, необхідно використовувати саме цей підхід для цілей нашого дослідження, однак, він потребує деякої модифікації, що забезпечить його використання саме для оцінки диверсифікаційних процесів посередників на інвестиційному ринку.

Однак на нашу думку, використовувати в якості зважувального показника значення виручки, або операційного прибутку є неможливим для інтегрованих об'єднань інвестиційних посередників.

По-перше, виручка не є фінансовим показником діяльності фінансових компаній, а більше відноситься до результатів діяльності промислових та торговельних компаній [28, 207].

По-друге, з урахуванням того факту, що один з мотивів диверсифікації є оптимізація податкового навантаження, що передбачає перерозподіл доходів та видатків в рамках інтеграційного об'єднання з метою зниження загального податкового навантаження, використання показника операційного прибутку також виглядає достатньо сумнівним.

По-третє, враховуючи різні підходи до оподаткування діяльності всіх інвестиційних посередників, різну базу оподаткування, використання прибутку в якості зважувального показника нам вважається необґрунтованим.

По-четверте, враховуючи загальну тенденцію до використання всіх можливих інструментів зниження податкового навантаження, значення офіційних показників прибутку різних сегментів інвестиційного ринку не можуть виступати об'єктивним орієнтиром, що дозволить справедливо визначити середні дані по сегменту.

Враховуючи вищезазначене ми пропонуємо модифікувати розрахунок показника надлишкової вартості через використання в якості зважувального



показника значень активів інвестиційних посередників, які будуть включені до інвестиційного консорціуму (або іншого інтеграційного об'єднання).

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.

$$EV^* = \frac{MV^{ic}}{AVA^{ic}} - \sum_{j=1}^n \frac{AVA_j}{AVA^{ic}} \cdot \frac{MV_j^{mm}}{AVA_j^{mm}}, \quad (3.48)$$

де MV^{ic} – ринкова вартість інвестиційного об'єднання;

AVA^{ic} – 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.

Таким чином, запропонована нами модифікація показника надлишкової вартості дозволяє використовувати його для оцінки ефективності диверсифікаційних процесів інвестиційних консорціумів або інших інтеграційних об'єднань інвестиційних посередників на інвестиційному ринку.

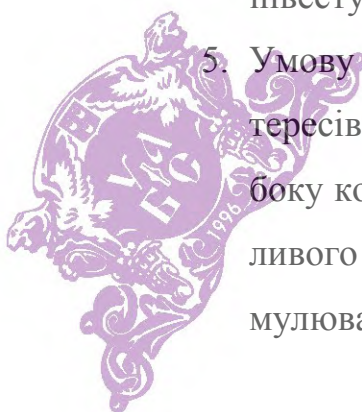
Розроблений підхід формує методичне підґрунтя для подальших досліджень в напрямку оптимізації структури інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку.

Висновки до третього підрозділу

1. Автором висунуто та підтверджено гіпотезу, що інтеграційне об'єднання 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) рівня доходності об'єкта інвестування, які пропонуються ними; 2) існування інформаційної асиметрії на інвестиційному ринку. Дохід, який може бути отриманий інвестиційними посередниками від низькодохідних об'єктів інвестування, 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

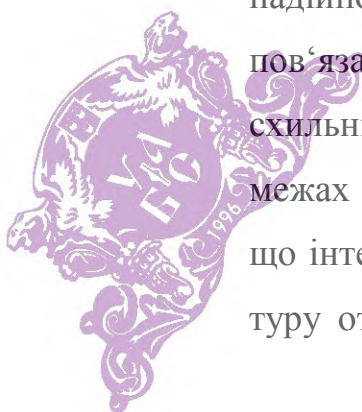


- інвестування у високодохідний об'єкт може мати різну корисність: при наявності асиметрії інформації та при відсутності асиметрії інформації.
2. Інвестиційний посередник як член інтеграційного об'єднання на ринку може інвестувати спільно з іншими посередниками у певних пропорціях. При цьому автором обґрунтовано, що втрата доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації буде мінімальною при умові, коли вони будуть виконувати на інвестиційному ринку не просто функцію поєднання продавців та покупців, але й самі фінансуватимуть пропоновані ними об'єкти інвестування, причому у чітко визначеній пропорції
 3. В роботі доведено, що втрати доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації на ринку зменшуються в при їх об'єднанні в інтеграційну структуру внаслідок зменшення ризику недоотримання очікуваних доходів (цей ризик вимірювався середньоквадратичним відхиленням доходності об'єктів інвестування від їх математичного очікування). Для цього показник втрати доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації розглядався як функція від середньоквадратичного відхилення та було доведено, що ця функція є зростаючою.
 4. В роботі підтверджено тезу, що 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.
 5. Умову ефективності передачі банку функції моніторингу з позиції інтересів інтеграційного об'єднання у порівнянні з прямим контролем з боку кожного з інвестиційних посередників окремо за умови несприятливого вибору та асиметрії інформації на ринку запропоновано сформулювати наступним чином: сумарні загальні витрати контролю кож-



ного учасника консорціумної структури та витрати передачі повноважень контролю банку повинні бути меншими, ніж витрати моніторингу об'єктів інвестування кожним інвестиційним посередником окремо.

6. Таким чином, якщо контроль ефективний, можливості інвесторів обмежені, процес інвестування приносить дохід і значення *n* достатнє для забезпечення диверсифікації вкладень, то використання банку в якості органа, якому інтеграційне об'єднання делегувало функції моніторингу за об'єктами інвестування, буде більш ефективним, ніж здійснення безпосереднього контролю кожного окремого інвестиційного посередника за позичальниками.
7. 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 виробників інформації, що продукують та розповсюджують (продають) інформацію стосовно економічних змінних, очікувані величини яких є невідомими для власників капіталу.
8. Автором обґрунтовано, що рішення інвестиційного посередника як індивідуального виробника інформації 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 прийняти 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 моніторингу за діяльністю посередників в межах консорціумної структури. Це дозволить уникнути фрірайдерства, зменшити ризик недобросовісної поведінки та збільшити достовірність інформації.

9. Проведене автором узагальнення та систематизація існуючих підходів до визначення ефективності консорціумних 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 скоректованої 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.
10. 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, 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 зважуються за балансовою вартістю активів, що дозволяє: 1) коректно врахувати частку ринкової вартості учасника ри-



нку, що припадає на одиницю балансової вартості його активів; 2) коректно врахувати частку присутності інтеграційного утворення на конкретному сегменті інвестиційного ринку.

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



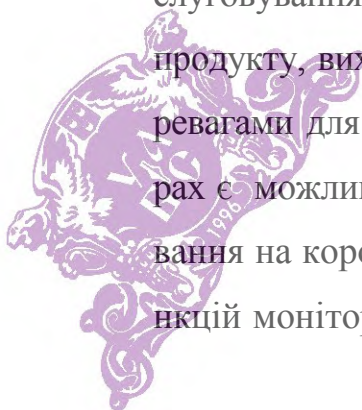
У дисертації наведено теоретичне узагальнення і нове вирішення науково-прикладної задачі, що виявляється в обґрунтуванні ефективності, вибору організаційних форм та розвитку інституційних умов участі банків в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку.

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, а також 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 інвестиційних посередників.

3. В Україні сьогодні співпраця банків та інших посередників пояснюється лише потребами розрахунково-касового обслуговування, дистрибуторської 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 консорціумних структурах є можливість згладжування протиріч у характері інвестування та споживання на коротко- та довгостроковому часовому горизонті, делегування функцій моніторингу в межах проектного менеджменту та проектного фінансу-



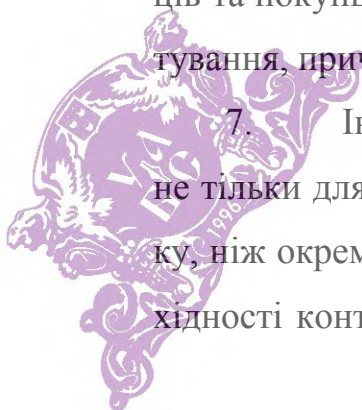
вання, забезпечення ліквідності, подолання асиметрії ринкової інформації про інвестиційні можливості тощо.

4. Питання визначення організаційних форм спільного інвестування банків та небанківських інвестиційних посередників все ще залишається дискусійним, оскільки поширені форми утворення консолідованих структур не 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 фінансового ринку України. З метою формування методичного підґрунтя ефективного нагляду за діяльністю інтегрованих інвестиційних посередників автором сформовано перелік директивних та економічних інструментів консолідованого нагляду з боку мегарегулятора.

6. Інтеграційне об'єднання є більш ефективним позичальником, ніж сукупність окремих посередників на інвестиційному ринку за умови асиметрії інформації. Втрата доходів інвестиційних посередників внаслідок існування асиметрії інформації буде мінімальною при умові, коли вони будуть виконувати на інвестиційному ринку 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 делегованого моніто-



рингу з позиції інтересів інтеграційного об'єднання доцільно передавати банку лише при умові, що сумарні загальні витрати контролю кожного учасника консорціумивної 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 консорціумної структури, 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 у вартісній оцінці капіталу інвестиційних посередників, зваженого за балансовою вартістю їх активів.



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

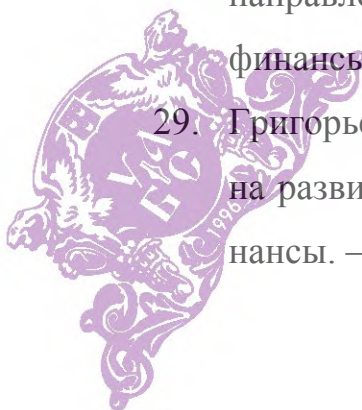
1. Александрова М. М. Страхування [Текст] / М. М. Александрова. – Київ : ЦУЛ, 2002. – 208 с.
2. Алексеев М.– Ю. Рынок ценных бумаг [Текст] / М. Ю. Алексеев. – М. : Финансы и статистика, 1992. – 352с.
3. Алёхин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции [Текст] / Б. И. Алехин. – Самара, 1992. – 160с.
4. Аналітичний огляд ринку невенчурних ІСІ в Україні (4 квартал 2009 року) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://uaib.com.ua/analituaib/analytics/kvartal_anal.html
5. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2008 році [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib
6. Анюхина И. М. Финансовая аналитика агрессивного роста в банковском секторе: эмпирическое исследование на европейском рынке [Текст] / И. М. Анюхина, Т. В. Теплова // Управление корпоративными финансами. – 2008. – № 4. – С. 238-252.
7. Бесараб Є.О. Фінансове забезпечення діяльності фінансово-промислових груп в економічній системі держави : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.04.01 / Бесараб – Київ, 2003. – 21 с.
8. Беленький П. Розвиток системи фінансових посередників України в умовах посилення глобалізаційних процесів / П. Беленький, О. Дугов. – Вісник НБУ. – 2007. – № 12. – С. 30-33.
9. Биван А. А. Факторы реструктуризации предприятий в переходных экономиках [Текст] / А. А. Биван, С. Эстрин, Е. С. Шафер // Экономический журнал ВШЭ №1. – 2002. – С. 3 – 25.



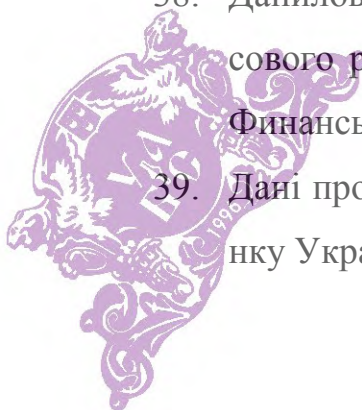
10. Бланк И.А. Основы инвестиционного менеджмента : у 2 т. Т. 1 [Текст] / И. А. Бланк. – К. : Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 536 с.
11. Васильєва В. В. Фінансовий ринок : навч. посіб. [Текст] / В. В. Васильєва, О. Р. Васильченко. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 368 с.
12. Васильєва Т. А. Діяльність банківських установ на ринку інноваційного інвестування : методологічні засади : дис. ... док. екон. наук : 08.00.08 / Васильєва Тетяна Анатоліївна. – Суми, 2008. – 497 с.
13. Васильєва Т.А. Інвестиційний ринок України: проблеми та перспективи розвитку [Текст] / Васильєва Т.А., Леонов С.В., Макарюк О.В. // Економічний простір: збірник наукових праць. – 2009. – №28/1. – С. 77–85.
14. Васильєва Т.А. Суб'єкти інвестиційного ринку: характеристика, повноваження, проблеми функціонування [Текст] / Васильєва Т.А., Леонов С.В., Макарюк О.В. // Вісник Сумського національного аграрного університету. – Серія «Економіка та менеджмент». – 2009. – Випуск 5(36). – С. 3–9.
15. Васильченко З. Методологічні аспекти дослідження сутності банківських установ як фінансових посередників [Текст] / З. Васильченко // Банківська справа. – 2008. – №4. – С. 11-23.
16. Васюренко О.В. Банківські операції : навч. посіб. [Текст] / О. В. Васюренко ; – 4-те вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2004. – 324 с.
17. Ватаманюк З. Г. Розвиток інституційного інвестування / З. Г. Ватаманюк, Т. М. Кушнір [Текст] // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 124–131.
18. Вдовиченко А. Функціонування венчурних фондів в Україні [Текст] / А. Вдовиченко // Вісник НБУ. – 2009. – №10. – С. 30–35.
19. Вовчак О. Стан та перспективи розвитку страхового ринку [Текст] / О. Вовчак // Світ фінансів. – Випуск 1 (10). – 2007. – С. 106–114.



20. Вовчак О. Фінансові інструменти управління кризовим банківництвом в Україні [Текст] / О. Вовчак, О. Галушак // Вісник НБУ. – 2010. – № 3. – С. 16–20.
21. Ворошилова И. В. Финансовый рынок как источник развития инвестиционного потенциала региональной экономики [Текст] / И. В. Ворошилова, Д. Я. Родин // Финансы и кредит. – 2008. – № 19 (307). – С. 52–58.
22. Гайдай Т. Є. Формування механізмів державного регулювання інвестиційними процесами комерційних банків: дис. ... канд. екон. наук : 08.00.03 [Текст] / Гайдай Тетяна Євгенівна. – Київ, 2007. – 203 с.
23. Галетова К. Український лізинговий ринок протягом нестабільного 2008 року [Електронний ресурс] / Українське об'єднання лізингодавців. – Режим доступу : <http://www.leasing.org.ua/ua/publications/best/?pid=291>
24. Гончаренко В. Кредитні спілки в системі суб'єктів фінансового ринку [Текст] / В. Гончаренко // Банківська справа. – 2000. – №4. – С.24–28.
25. Господарський Кодекс України [Електронний ресурс] : Кодекс від 16.01.2003 № 436-IV, зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=436-15>
26. Григоренко Є. Як у нас розвиваються недержавні пенсійні фонди [Текст] / Є. Григоренко // Україна BUSINESS. – 2008. – № 12–13. – С. 3–5.
27. Григориади Е.Е. Внутренние рынки капитала: концепция и возможности применения на развивающихся рынках [Текст] / Е. Е. Григориади // Научный семинар, 14.05.2007 г.
28. Григориади Е.Е. Исследования внутренних рынков капитала: модели, направления, результаты [Текст] / Е. Е. Григориади // Корпоративные финансы. – 2007. – № 2. – С. 91-111.
29. Григорьева С.А. Финансовые исследования стратегий диверсификации на развитых и растущих рынках капитала [Текст] / Корпоративные финансы. – 2007. – № 1. – С. 111–144.



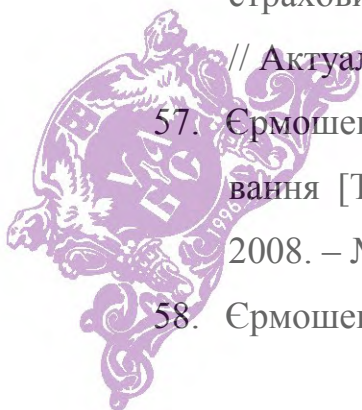
30. Гриньков Д. Вторжение [Текст] / Д. Гриньков // Бизнес. – 2007. – № 1. – 15.01.07. – С. 57-63.
31. Грошово-кредитна статистика [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/Statist/sfs.htm>
32. Гроші та кредит [Текст] / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін. / За заг ред. М.І. Савлука.- К.: КНЕУ, 2001.- 602с.
33. Губарева І. О. Банковское финансирование инновационных проектов как основа обеспечения экономической безопасности страны [Текст] / І. О. Губарева. – Бизнес-информ. – 2009. - № 1. – С. 104-106.
34. Губарева І. О. Інвестиційна складова економічної безпеки [Текст] / І. О. Губарева // Матеріали науково-практичної конференції «Інвестиційна складова сталого розвитку регіону», 10 грудня 2008 р. – Х. : Вид-во Хар-РІ НАДУ «Магістр», 2009. – С. 45-48.
35. Губарева І. О. Национальные экономические интересы Украины в условиях кризиса [Текст] / І. О. Губарева // БизнесИнформ. – 2009. - №1. – С. 34-37.
36. Губарева І. О. Стабілізація банківського сектору України як напрям подолання системної кризи [Текст] / І. О. Губарева // Управління фінансами в умовах вступу до СОТ: Збірник матеріалів Всеукраїнської науково-практичної конференції (15 жовтня). – Х. : ХНЕУ, 2009. – С. 44-46.
37. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран // М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342с.
38. Данилова Т. Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка (институциональный подход) [Текст] / Т. Н. Данилова // Финансы и кредит. – 2002. – № 8(98). – С. 10–25.
39. Дані про кількість банків України [Текст] / Бюлетень Національного банку України. – 2010. – № 3. – С. 176.



40. Дарбинян А. Р. Институты финансового посредничества в современной экономике [Текст] / Дарбинян А.Р., Э.М. Сандоян // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. 2010. № 1 (3). Том 1 с. 89-99
41. Дворецкая А. Е. Национальная модель рынка капитала как концепция типологии финансирования [Текст] / А. Е. Дворецкая // Банковское дело. – 2007. – № 5. – С. 25-29.
42. Дзюблюк О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. [Текст] / О. В. Дзюблюк. – Львів : Поліграф-книга, 2000. – 512 с.
43. Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України) [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/Statist/sfs.htm>
44. Директива ЄС щодо норм банківського законодавства від 15 грудня 1989 року [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>
45. Дорош О. Л. Небанківські фінансові інститути в економічній системі України : дис. ... канд. екон. наук : 08.01.01. [Текст] / Дорош Оксана Львівна. – Львів, 2003. – 212 с.
46. Еклунд К. Эффективная экономика – шведская модель [Текст] / К. Еклунд [пер. со швед.]. – М., 1991. – 250 с.
47. Економічна теорія: макро- і мікроекономіка [Текст] / ред. З. Г. Ватаманюка, С.М. Панчишина. – К. : Альтернативи. - 2001. - 606 с.
48. Економічна теорія: Політекономія [Текст] / ред. В.Д. Базилевича – К. : Знання-Прес, 2001. – 581 с.
49. Емелин Ю.Н. О некоторых проблемах налогообложения интегрированных структур оборонно-промышленного комплекса России и возможных способах их решения [Текст] / Ю. Н. Емелин // Компас промышленной реструктуризации. – 2003. – № 6. – С. 25-30.



50. Еш С. М. Фінансовий ринок : Навч. посіб. [Текст] / С. М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.
51. Єпіфанов, А. О. Банки з іноземним капіталом як можлива загроза для національної економіки [Текст] / А. О. Єпіфанов, Ф. І. Шпиг // Міжнародна банківська конкуренція: Теорія і практика: Збірник тез доповідей І Міжнародної науково-практичної конференції (25-26 травня 2006 р.). - С.7-8.
52. Єпіфанов, А. О. Методологічні складові ефективного розвитку банківського сектору економіки України [Текст] : монографія / А. О. Єпіфанов. - Суми : ВТД «Університетська книга», 2007. - 417 с. - ISBN 978-966-680-362-0.
53. Єпіфанов А.О. Стан і перспективи розвитку банківської системи України / А. О. Єпіфанов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України [Текст] : збірник наукових праць. Випуск 3. – Суми: ДВНЗ „УАБС НБУ”, 2000. – С. 7-14.
54. Єрмошенко, А. М. Альтернативні стратегії інтеграції страхових організацій і банківських установ [Текст] / А. М. Єрмошенко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2. – С.62-67.
55. Єрмошенко А.М. Bancassurance як форма взаємодії страхових компаній і банківських установ [Текст] / А. М. Єрмошенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 20. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 265-269
56. Єрмошенко, А. М. Інформаційно - аналітичне забезпечення взаємодії страхових організацій і банківських установ [Текст] / А. М. Єрмошенко // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 10. – С.59-66.
57. Єрмошенко, А. М. Порівняння основних моделей банківського страхування [Текст] / А. М. Єрмошенко // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 3. – С.167-175.
58. Єрмошенко, А. М. Теоретичні і практичні аспекти інтеграції страховиків



- і банків [Текст] / А. М. Єрмошенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Вип. 22. – С.230-240.
59. Єрмошенко М.М. Інформаційно - аналітична підтримка аналізу діяльності комерційних банків / М. М. Єрмошенко [Текст] // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 10. – С.59-68
60. Єрмошенко М.М. Механізм застосування нормативу резервних вимог у банківській діяльності / М. М. Єрмошенко [Текст] // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Т. 14: Збірник наукових праць: Наукове видання. – Суми: УАБС НБУ, 2005. – 267 с.
61. Єрмошенко М.М. Національні економічні інтереси: реалізація і захист [Текст] / М. М. Єрмошенко // Актуальні проблеми економіки. – 2001. – № 1. – С.18-25
62. Зав'ялова І. А. Стан та перспективи розвитку лізингового ринку в Україні / І. А. Зав'ялова, О. М. Фесик, С. В. Іванова С.В. // Наукові інтернет-конференції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://intkonf.org/zavyalova-ia-fesik-om-ivanova-sv-stan-ta-perspektivi-rozvitku-lizingovogo-rinku-v-ukrayini>.
63. Загородній А.Г. Словник банківських термінів [Текст] / А. Г. Загородній, О. М. Сліпушко, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко – К. : Видавництво «Аконіт», 2000. – 605 с.
64. Загородній А. Г. Фінансовий словник.- 3-тє вид., випр. та доп. / А. Г. Загородній, О. М. Сліпушко, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко – К. : Т-во «Знання», КОО, 2000.- 587 с.
65. Закон України «Про банки і банківську діяльність» [Текст] // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. Додаток до журналу «Вісник Національного банку України». – 2002. –№ 7, з наступними змінами і доповненнями.



66. Закон України Про господарські товариства [Текст] // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 49, з наступними змінами і доповненнями.
67. Закон України Про державне регулювання ринку цінних паперів [Текст] // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51, з наступними змінами і доповненнями.
68. Закон України Про інвестиційну діяльність [Текст] // Відомості Верховної Ради України.–1991.– № 47, з наступними змінами і доповненнями.
69. Закон України Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди) від 15 березня 2001 року. – № 2299-III [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: // www.rada.gov.ua.
70. Закон України Про іпотеку від 05.06.2003 № 898-IV [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: // www.rada.gov.ua
71. Закон України Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати [Текст] // Голос України. – 2003. – № 146. – С. 18–21.
72. Закон України Про кредитні спілки [Текст] // Відомості Верховної Ради України. 3–2002. – № 15, з наступними змінами і доповненнями.
73. Закон України Про лізинг [Текст] // Голос України. – 1999. – 7 вересня, з наступними змінами і доповненнями.
74. Закон України Про обіг векселів в Україні [Текст] // Фінансова справа .– 2001. – № 11, з наступними змінами і доповненнями.
75. Закон України Про оподаткування прибутку підприємств [Текст] // Інвест Газета. Нормативна база. – 2005. - № 23, 7 червня.



76. Закон України Про промислово-фінансові групи в Україні [Текст] // Голос України. – 1996. – 21 травня, з наступними змінами і доповненнями.
77. Закон України Про режим іноземного інвестування [Текст] // Галицькі контракти. – 1996. – № 20, з наступними змінами і доповненнями.
78. Закон України Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: від 12.07.2001 № 2664-III [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi>.
79. Закон України Про фінансовий лізинг [Текст] // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 41, з наступними змінами і доповненнями.
80. Закон України Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб від 20 вересня 2001 р. [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>.
81. Закон України Про цінні папери та фондовий ринок від 23. 02. 2006. № 3480-IV [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Верховної Ради України. – Режим доступу: <http://www.rada.gov.ua>
82. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
83. Ивашковская И.В. Слияния и поглощения: ловушки роста [Текст] / И. Ивашковская // Управление компанией. – 2004. – №7. – С. 26-29.
84. Ивашковская, И. Стратегия диверсификации: скидки или премии? [Текст] / И. Ивашковская, С. Григорьева // Управление компанией. – 2007. – № 2. – С. 52-56.
85. Ивашковская И. В. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на растущих рынках капитала на примере группы



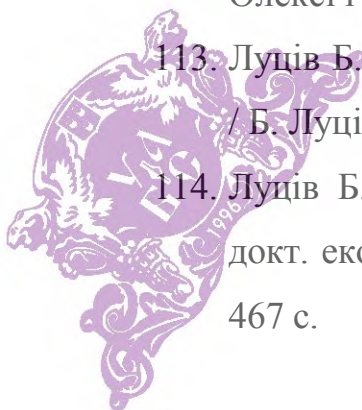
- БРИК [Текст] / И. В. Ивашковская, С. А. Шамраева, Е. Е. Григориади // Экономический журнал ВШЭ. 2009. Т. 13. № 3. С. 360–382.
86. Івасів Б. С. Гроші та кредит [Текст] : підручник / Б. С. Івасів. – Тернопіль : Карт-бланш, К. : Кондор, 2008. – 528 с.
87. Ільченко-Сюйва Л. В. До проблеми використання потенціалу кредитних спілок у забезпеченні економічного зростання [Текст] / Л. В. Ільченко-Сюйва // Економіка та держава. – 2009. - № 1. – С. 66-69.
88. Інвестиції в основний капітал за 2000-2009 рр. [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
89. Іноземні інвестиції в економіку України [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
90. Калач Г. М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілу фінансових ресурсів [Текст] / Г. М. Калач // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 62-69.
91. Кидуэлл Д.С. Финансовые институты, рынки и деньги [Текст] / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. - СПб: Издательство «Нитер», 2000. - 752 с.
92. Кныш М. И. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности [Текст] / Кныш М. И., Перекатов Б. А., Тютиков Ю. П. – Санкт-Петербург : Изд. Дом «Бизнес-пресса», 1998. – 115 с.
93. Ковалев В. В. Финансовый анализ [Текст] / В. В. Ковалев // Финансы и кредит. – 1998. – С.36.
94. Козьменко, С. М. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі [Текст] / С. М. Козьменко, Ф. І. Шпиг // Вісник Української академії банківської справи. - 2006. - № 2. - С.105-109.
95. Козьменко, С. Н. Проблемы слияний и поглощений коммерческих бан-



- ков [Текст] / С. Н. Козьменко, Ф. Линсли // Банківська система України: теорія і практика становлення: В 2 т. Т.1. - С.55-62.
96. Колодізев О.М. Фінансовий менеджмент у банках: концептуальні засади, методологія прийняття рішень у банківській сфері : навчальний посібник [Текст] / О. М. Колодізев, І. М. Чмутова, І. О. Губарєва. - Х.: ВД "ІНЖЕК", 2004. - 408 с. - ISBN 996-8327-82-9: 32.90, грн.
97. Комарницька Р. Г. Інвестиційна діяльність комерційних банків : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Комарницька Руслана Георгіївна – Тернопіль, 2003. –213 с.
98. Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія[Текст] / В. В. Корнєєв, – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
99. Корнєєв В.В. Фінансові посередники: інституційна роль та інструментарій / В. В. Корнєєв // Фінанси України. - 2000. - № 2. - С.37-45.
100. Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку : монографія / В. В. Корнєєв. – К. : Основа. – 2007. – 192 с.
101. Кредитна система України і банківські технології. У 3 кн.Кн.1: Кредитна система України [Текст] : навчальний посібник / ; ред. І. В. Сало ; НБУ. - Львів : ЛБІ НБУ, 2002. - 580 с. - ISBN 966-7330-37-0.
102. Крейдич І. М. Перспективи розвитку інститутів спільного інвестування в Україні [Текст] / І. М. Крейдич // Інвестиції: практика та досвід. – 2007. – № 19. – С. 4-7.
103. Кремень В.М. Діяльність фінансових конгломератів на фінансовому ринку України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Кремень Вікторія Михайлівна. – Суми, 2009 р. – 243 с.
104. Кумановский А.В. Надзор за банковскими и финансовыми группами в условиях конвергенции финансовых рынков : автореф. дис. на соискание ученой степени канд. екон. наук : спец. 08.00.10 [Текст] / Кумановский Андрей Владимирович. – Санкт- Петербург, 2008. – 24 с.



105. Курно А. Исследование математических принципов теории богатства. Естественные монополии: теория и проблемы регулирования [Текст] / А. Курно. – М. : Новый век, 2003. – 452 с.
106. Лазаревский А. А. Велика Британія пенсiонною системою / А. А. Лазаревский [Текст] // Финансы и кредит. – 2002. - №3. – С. 18-20.
107. Лазепка В. І. Спеціалізовані банки: напрями та перспективи розвитку в Україні : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / Лазепка Валентин Ігорович. – Київ, 2005. – 214 с.
108. Логвинова Н. Банк и лизинговая компания – брак по расчету / Н. Логвинова [Текст] // Банковское обозрение. – 2007. – № 3. – С. 100-105.
109. Леонов С.В. Інвестиційний потенціал банківської системи : методологія формування та використання : дис. ... докт. екон. наук : 08.00.08 / Леонов Сергій Вячеславович. – Суми, 2010. – 462 с.
110. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія [Текст] / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – 375 с.
111. Леонов С.В. Науково-методичні підходи до розуміння сутності економічної категорії "інвестиції" [Текст] / Леонов С.В. // Інструменти інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку міста / Монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова та д-ра екон. наук Т. А. Васильєвої ; [А. О. Єпіфанов, Т. А. Васильєва, С.М.Козьменко та ін.]. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ». 2009. – 264 с.
112. Леонов С.В. Оцінка вартості банківського бізнесу [Текст] / Леонов С.В., Олексіч Д. В. // Вісник СумДУ. – 2008. – №1. – С.155-160.
113. Луців Б. Банківська складова в економічному зростанні України [Текст] / Б. Луців // Світ фінансів. – 2007. - № 1 (10). – С. 35-40.
114. Луців Б. Л. Кредитно-інвестиційні діяльність банків України : дис. ... докт. екон. наук : 08.04.01 / Луців Богдан Любомирович. – Київ, 2004. – 467 с.



115. Львовичкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи [Текст] / С. Львовичкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. - № 11. – С. 57-71
116. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. [Текст] / Т. В. Майорова. – Київ : Центр початкової літератури. – 2004. – 376 с.
117. Маршалл А. Принципы экономической науки [Текст] / А. Маршалл. – М. : Прогресс, 1993. – 415 с.
118. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран [Текст] / Ж. Матук. – М. : Инфра, 1994. – 320 с.
119. Мещеряков А. А. Організація діяльності комерційного банку: навч. посіб. [Текст] / А. А. Мещеряков. - К. : Центр учбової літератури, 2007. – 608 с.
120. Миллер Роджер Лерой Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. [Текст] / Роджер Лерой Миллер, Д. Ван-Хуз. Дэвид - М. : ИНФРА-М, 2000. - XXIV, 856 с.
121. Мильнер Б.З. Теория организации [Текст] / Б. З. Мильнер. –М. : Изд-во «Перспектива», 1999. - 279 с.
122. Мина Т.И. Роль банков в формировании и развитии ФПГ России. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, М., 2000. С. 31
123. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. [Текст] / Я. М. Миркин. – М.: Изд-во «Перспектива», 1995. – 536 с.
124. Москвін С. Інвестиційний ринок України: передумови та проблеми формування у контексті світової фінансової кризи [Текст] / С. Москвін // Фінансовий ринок. – 2009. – № 3 (65). – С. 8-12.
125. Москвін С. Інвестиційний ринок України та проблеми його державного регулювання [Текст] / С. Москвін // Фінансовий ринок України. – 2010. - № 2 (76). – С. 3-9



126. Мошенец Е. Трое из ларца [Текст] / Е. Мошенец // Инвестгазета. – 2009. – 15-21.06. – С. 53-55.
127. Науменкова С. В. Інституційний розвиток фінансового сектору України [Текст] / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2008. - № 7. – С. 53-71
128. Никифорова А. С. Немецко-русский словарь по бизнесу. Изд. 2-е, перераб. и доп. [Текст] / А. С. Никифорова. – М. : Цитадель-трейд, Рипол классик, 2003. – 448 с.
129. Новини ринку лізингу [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації «Українське об'єднання лізингодавців». – Режим доступу : <http://www.leasing.org.ua/ua/news>.
130. Новини УАІБ [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.
131. Основи інвестиційно-іноваційної діяльності : навч. посіб. [Текст] / ред. В. Г. Федоренка. – К. : Алерта, 2004. –
132. Огляд ринку ІСІ [Електронний ресурс] / – Режим доступу http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf
133. Огляд ситуації в банківському секторі України [Електронний ресурс] / Національний банк України . – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Publication/pres_service/2010/bank_sektor_200510.pdf
134. Орехов С.А. Методология статистического исследования деятельности диверсифицированных корпоративных объединений в России. Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук, М., 2002. С. 321
135. Основні показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/dynamics.htm



136. Основні показники діяльності банків України на 1 березня 2010 року / Вісник НБУ. – 2010. - № 4. – С. 51.
137. Пересада А. А. Фінансові інвестиції: Підручник. [Текст] / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К.: КНЕУ, 2006. – 728 с.
138. Підсумки діяльності кредитних установ у 2009 році [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/ks_2009_01.pdf
139. Підсумки діяльності фінансових компаній, ломбардів та юридичних осіб (лізингодавців) за 2009 рік [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/fk_2009.pdf
140. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення України за 2009 рік [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу: http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/dpn/npf_2009_01.pdf
141. Пікус Р. В. Страхові ринки України й Росії в умовах фінансової кризи / Р. В. Пікус, Н. В. Приказюк [Текст] // Фінанси України. – 2009. - № 12. – С. 47-55.
142. Подшиваленко П. Д. Совершенствование экономических отношений в строительстве и финансы [Текст] / П. Д. Подшиваленко. – М. : Финансы и статистика, 1986. – 221 с.
143. Показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу : <http://www.aub.com.ua/ua/2009.html>
144. Показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=1549&menu=104&Itemid=112

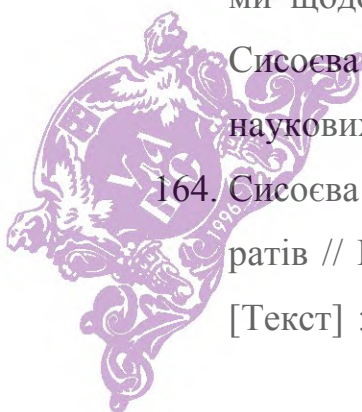


145. Показники діяльності ІСІ [Електронний ресурс] Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку / Режим доступу : <http://ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
146. Полозенко Д. В. Розвиток пенсійної системи України [Текст] / Д. В. Полозенко // Фінанси України. – 2009.- № 10. – С. 18-26.
147. Попередні підсумки діяльності банків України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Publication/bank_sup/Results/2010/01012010.htm
148. Попова Т. Роль ФПГ в промисловій і інвестиційній політиці в Росії [Текст] / Т. Попова // Политэконом. - 1996. - № 4. - С.56.
149. Правдивцев П. А. Інституціональні інвестори – специфічна система фінансування сучасної ринкової економіки : дис. ... канд. екон. наук : 08.01.01 / Правдивцев Павло Анатолійович. – Донецьк, 2003. – 186 с.
150. Прасад И. Парадокс капитала [Текст] / И. Прасад, Р. Раджан, А. Субраманьян // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 16-19.
151. Результати дослідження ринку лізингу України - 2007 [Електронний ресурс] // Офіційний сайт Асоціації «Українське об'єднання лізингодавців». – Режим доступу : <http://www.leasing.org.ua/ua/news/?pid=872&print=1>.
152. Рейтман Л.И. Страхование дело [Текст] / Л. И. Рейтман. – М. , 1992. – 524с.
153. Річні звіти Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України [Електронний ресурс] / Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/742.html>
154. Роуз Питер С. Банковский менеджмент [Текст] / Питер С. Роуз. – М. : Дело, 1997. – 768 с.
155. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм (George A. Akerlof. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism [Текст] // The Quarterly Journal of Economics, v.84,



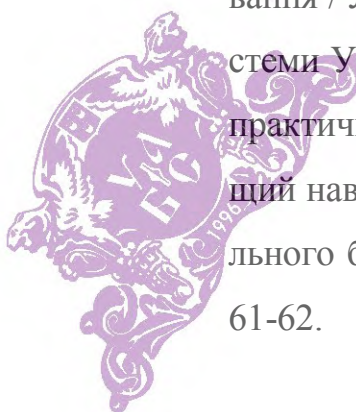
August 1970, p.488-500. Перевод Е. И. Николаенко)
http://igiti.hse.ru/data/413/313/1234/5_1_4Akerl.pdf

156. Савлук М. І. Вступ до банківської справи [Текст] / М. І. Савлук. – К. : Лібра, 1998. – 240 с.
157. Сало І. В. Проблеми українського ринку М&А на сучасному етапі його розвитку [Текст] / І. В. Сало, Ю. М. Петренко // Вісник Української академії банківської справи. - 2007. - № 1. - С.96-103.
158. Самуельсон П. Економикс : у 2 т. Т.1 [Текст] / П. Самуельсон ; пер.с англ. – М. : АЛГОН, Машиностроение, 1997. – 334 с.
159. Сафронов С.Б. Финансовая конвергенция и финансовые конгломераты в мировом хозяйстве : автореф. дис. на соискание ученой степени к.э.н. : 08.00.14 / Сафронов Сергей Борисович. – СПб, 2010. – 21 с.
160. Смоляр Ю. О. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід і вітчизняна практика [Текст] / О. Ю. Смоляр, Г. М. Терещенко // Фінанси України. – 2008. - № 3. – С. 30-39.
161. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія банків з недержавними пенсійними фондами [Текст] / Л. Ю. Сисоєва // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2008. – Випуск 244. – Том III. – С. 769-773.
162. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія банків та інститутів спільного інвестування в Україні: проблеми та перспективи [Текст] / Л. Ю. Сисоєва // Механізм регулювання економіки. – 2008. – № 3. – Т. 2 – С. 267-271. – 0,40 д. а.
163. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія лізингових компаній з банківськими установами щодо інвестиційного забезпечення відтворення економіки / Л. Ю. Сисоєва [Текст] // Формування ринкових відносин в Україні : Збірник наукових праць. – 2010. – № 4 (107). – С. 96-100. – 0,50 д. а.
164. 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.

165. 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.
166. 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 І. – С. 190-194.
167. Сисоєва Л. Ю. Механізми державного регулювання інвестиційного ринку України / Л. Ю. Сисоєва // Вісник Хмельницького національного університету. – 2010. – № 2. – Т.2 (149). – С. 151-154.
168. 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.
169. 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.



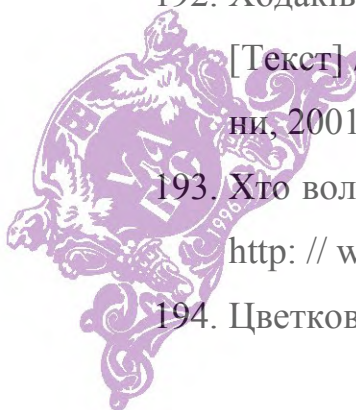
170. Сисоєва Л. Ю. Напрямки взаємодії страхових компаній з банківськими установами на інноваційному ринку / Л. Ю. Сисоєва // Конкурентоспроможність та інновації: проблеми науки та практики. Тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції 27-28 листопада 2008 р. – Х.: ФОП Александрова К. М.; ВД «ИНЖЕК», 2008. – С. 78-80.
171. 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.
172. 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.
173. Сисоєва Л. Ю. Роль та місце банків в промислово-фінансових групах / Л. Ю. Сисоєва // Матеріали за 5-а міжнародна научна практична конференція «Найновітє научни постижения – 2009» (17-25 март, 2009). Том 1. Икономики. София. "Бял ГРАД-БГ" ООД – С. 5-7.
174. 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.
175. Сисоєва Л. Ю. Специфіка функціонування інвестиційного ринку міста / Л. Ю. Сисоєва // Інвестиційне забезпечення соціально-економічного розвитку міста [Текст] : монографія : у 2т. – Том 2. Інструменти інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку міста / [за заг.



- редакцією 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 д.а.
176. Сисоєва Л. Ю. Сутність та особливості формування інтегрованих фінансових посередників / Л. Ю. Сисоєва // Стратегія економічного розвитку країн в умовах глобалізації : матеріали Всеукраїнської наук.-практ. конференції молодих учених та студентів, 26-27 листопада 2009 р. : В 4 т. – Т. 2. – Дніпропетровськ : Біла К.О., 2009. – С. 105-106.
177. 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 д. а.
178. 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 д. а. *Особистий внесок: аналіз науково-методичних підходів до визначення сутності ФПГ* (0,21 друк. арк.).
179. Станіва К.М. Формування стратегічних альянсів у міжнародному економічному просторі [Електронний ресурс] : / НБУ ім. Вернадського, НІБ України, Наукова бібліотека ім. М. Максимовича Київ. Нац. ун-ту ім. Т.Г.Шевченка. – Режим доступу : www.nbuv.gov.ua/portal/Soc.../ECON_03_2009_Stanima.pdf
180. Стародубровская И. ФПГ: иллюзии и реальность / И. Стародубровская // Вопросы экономики. - 1995. - №5. с. 38.
181. Структура кредитно-інвестиційного портфеля на 01.01.2010 р. [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу : http://www.aub.com.ua/ua/2008.html?_m=publications&_t=rec&id=14717
182. Терещенко Г. М. Перспективи розвитку кредитних спілок в Україні / Г. М. Терещенко // Фінанси України. – 2009. - № 5. - С. 87- 94.



183. Ткаченко Н. В. Інвестиційні діяльність страхових компаній України : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / Ткаченко Наталія Володимирівна. – Київ, 2004. – 196 с.
184. Туган-Барановський М.І. Політична економія. Курс популярний [Текст] / М. І. Туган-Барановський. - К.: Наукова думка, 1994. - 264 с.
185. Уманців Г.В. Холдингові компанії та фінансово-промислові групи. Київ, ВІРА-Р –Альтерпрес”, 2002, 429с.
186. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк : Управление и операции / В. М. Усоскин. – Москва : ИПЦ –Вазар-Ферро”, 1994. –
187. Федоренко В. Г. Инвестознаводство : Підручник / В. Г. Федоренко, А. Ф. Гойко. – К. : МАУП, 2000. – 408 с.
188. Федоренко А. В. Діяльність банків та страхових організацій з недержавного пенсійного забезпечення [Текст] / А. В. Федоренко // Економічна теорія. – 2009. – № 2. – С. 61–72.
189. Федосов В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3-21.
190. Фоменко А.В. Становлення промислово-фінансових об'єднань в Україні (теоретико-методологічні аспекти): Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.06.01 / Київський національний економічний ун-т. – К., 2001. – 20с.
191. Фурдичко Л. Є. Інститути спільного інвестування: міжнародний досвід, специфіка та розвиток в Україні / Л. Є. Фурдичко // Регіональна економіка. – 2009. - № 1. – С. 81-88.
192. Ходаківська В.П. Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник [Текст] / В. П. Ходаківська, О.Д. Данілов. - Ірпінь: Академія ДПС України, 2001.- 501с.
193. Хто володіє банками України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.aub.org.ua/index2.php?option=com>
194. Цветков В.А. ФПГ в системе рычагов стабилизации экономики России.



Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук, Институт проблем рынка (РАН)

195. Шаповалов О.В. Інтернаціоналізація світової економіки через створення транснаціональних фінансово-промислових груп : дис. ... докт. канд. екон. наук : 08.00.02 / Шаповалов Олександр Володимирович. – Донецьк, 2008. – 188 с.
196. Шарп У. Инвестиции [Текст] / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли / Пер. с англ. – М. : МФРА – М, 1997. – XII, 1024 с.
197. Шелудько В. М. Фінансовий ринок [Текст] / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2006. – 535 с.
198. Школьник І. О. Вплив міжнародних фінансових конгломератів на розвиток фінансового ринку України [Текст] / І. О. Школьник, В. М. Кремень // Фінанси України. – 2009. – № 9. С. 34–42.
199. Школьник І. Міжнародні фінансові конгломерати у банківському секторі України / І. Школьник // Вісник НБУ. – 2010. - № 2. – С. 32-35
200. Школьник, І. О. Роль банків у процесі формування національної моделі фінансового ринку [Текст] / І. О. Школьник // Вісник Української академії банківської справи. - 2008. - № 1. - С.64-70.
201. Школьник І.О. Стратегія розвитку фінансового ринку України : дис. ... докт. екон. наук : 08.00.08 [Текст] / Школьник Інна Олександрівна. – Суми, 2008. – 440 с.
202. Школьник, І. О. Фінансовий ринок України : сучасний стан і стратегія розвитку [Текст] : монографія / І. О. Школьник. - Суми : ВВП «Мрія-1» ТОВ, УАБС НБУ, 2008. - 348 с.
203. Щукін Б. М. Інвестування : курс лекцій / Б. М. Щукін. – К. : МАУП, 2004. – 214 с.
204. Ahn S. Internal Capital Markets and Investment Policy / Ahn S., Denis D.J. // Journal of Financial Economics. — 2004. — № 71, pp.489–516.



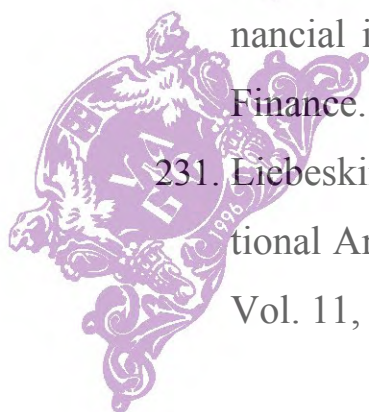
205. Allen F. Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing / Allen F., Gale D. // *Journal of Political Economy*. 1997. Vol. 105. P. 523–546;
206. Badrinath S.G. On the Measurement of Tobin's q / Badrinath S.G., Lewellen W.G. // *Journal of Financial Economics*. — 2004. — №44, pp.77–122.
207. Berger P.G. Diversification's Effect on Firm Value / Berger P.G., Ofek E. // *Journal of Financial Economics*. — 1995. — №37, pp. 39–65.
208. Calomiris C.W. The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Bank Arrangement / Calomiris C.W., Kahn C.M. // *American Economic Review*. 1991. Vol. 81. N 4. P. 497–513.
209. Gautier A. Internal Capital Market Efficiency of Belgian Holding Companies / Gautier A., Hamadi M. // 2005. — Режим доступа к статье: http://www.ires.ucl.ac.be/DP/IRES_DP/2004-37.pdf
210. Chevalier J. What Do We Know About Cross-subsidization? Evidence from Merging Firms // *Advances in Economic Analysis & Policy (The Berkeley Electronic Journal)*. — 2004. — Vol. 4(1), Article 3.
211. Colak G. Spin-offs, Divestitures and Conglomerate Investment / Colak G., Whited T. M. // *The Review of Financial Studies (Oxford Journal)*. RFS Advance Access. — 2006. — Режим доступа к статье: http://webs.wichita.edu/gcolak/ColakWhited_RFS.pdf
212. Daley, L. Corporate focus and value creation: evidence from spinoffs. / Daley, L., Mehrotra, V., Sivakumar, R. // *Journal of Financial Economics* №45, 1997, pp. 257–281.
213. Desai H. Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. / Desai H., Jain P.C. // *Journal of Financial Economics* №54, 1999, pp. 75–101.



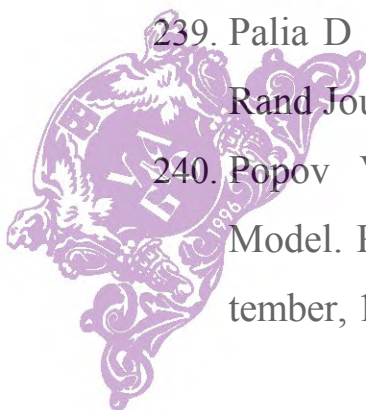
214. Diamond D.W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring / Diamond D.W. // Review of Economic Studies. 1984. Vol. 51. P. 393–414.
215. Diamond D.W. Liquidity, Banks, and Markets / Diamond D.W. // Journal of Political Economy. 1997. Vol. 105. P. 928–956;
216. Diamond D. W. Liquidity Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking / Diamond D. W., Rajan R. G. // Journal of Political Economy. 2001. Vol. 109. P. 287–327;
217. Dittmar A. Divestitures and Divisional Investment Policies / Dittmar A., Shivdasani A. // Journal of Finance. — 2003. — Vol. 58, №6., pp. 2711–2744.
218. Erickson T. Measurement Error and the Relationship Between Investment / Erickson T., Whited T. M. // Journal of Political Economy. — 2000. — Vol. 108, №5, pp. 1027–1057.
219. Fama E. What's Different about Banks? / Fama E. // Journal of Monetary Economics. - Jan85. - Vol. 15 Issue 1, p29-39.
220. Flannery M. J. Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimal Financing Banking Firms / Flannery M. J. // American Economic Review. 1994. Vol. 84. N 2. P. 320–331.
221. Gertner R. Learning about Internal Capital Markets from Corporate Spin-offs / Gertner R., Powers E., Scharfstein D. // The Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57, № 6, pp. 2479–2506.
222. Hovakimian G. Do Financial Constraints Affect Internal Capital Markets? / Hovakimian G. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968305



223. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. By: Bhattacharya, Sudipto. *Bell Journal of Economics*, Spring 79, Vol. 10 Issue 1, p259-270, 12p.
224. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. By: Leland Hayne E.; Pyle, David H.. *Journal of Finance*, May 77, Vol. 32 Issue 2, p371-387, 17p, 1 Diagram.
225. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. — 1986. — №76, pp. 323–329. та Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // *Journal of Finance*. — 1993. — Vol. 48, № 3, pp. 831–880.
226. John K. Asset sales and increase in focus. / John, K., Ofek, E. // *Journal of Financial Economics*. — №37. — 1995, pp. 105–126.
227. Kashyap A. Banks as Liquidity Provider: An Explanation for the Coexistence of Lending and Deposit Taking / Kashyap A., Rajan R., Stein J. C. // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. P. 33–73.
228. Lamont O. Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets // *Journal of Finance*. — 1997. — Vol. 52, № 1, pp. 83–109.
229. Lang L. Tobin's Q. Corporate Diversification and Firm Performance / Lang, L., Stulz R.M. // *Journal of Political Economy*. — 1994. — № 102, pp. 1248–1280.
230. Leland Hayne E. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation / Leland Hayne E, Pyle, David H. // *Journal of Finance*. — 1977. — №5. — 77. — Vol. 32. — Issue 2, p371–387.
231. Liebeskind J.P. Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements / Liebeskind J.P. // *Organization Science*. — 2000. — Vol. 11, № 1, pp. 58–76.



232. MacKinlay A.C. Event Studies in Economic and Finance / MacKinlay A.C. // Journal of Economic Literature. March 1997. Vol. XXXV. ... 13–39.
233. Maksimovic V. Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Eviden / Maksimovic V., Phillips G. // Journal of Finance. — 2002. — Vol. 57, pp. 721–767.
234. Maksimovic V. Conglomerate firms and internal capital markets / Maksimovic V., Phillips G. // 2006. — mba.tuck.dartmouth.edu/.../CH8-Conglomerates%2005-24-06.pdf
235. Megginson W. L. Changes in Corporate Focus, Ownership Structure, and Long-Run Merger Returns / Megginson, W.L., Morgan, A., Nail, L. // Unpublished manuscript, Michael Price College of Business, University of Oklahoma October 2000. P. 53.
236. Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets / Mishkin Frederic S. Sixth Edition. Columbia University, 2001.- 737 p.
237. Mudambi R. MNE Internal Capital Markets and Subsidiary Strategic Independence / Mudambi R. // International Business Review. — 1999. — № 8, pp. 197–211.
238. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. By: Grossman, Sanford J.; Stiglitz, Joseph E. // American Economic Review, Jun80, Vol. 70 Issue 3, p393, 16p, 1 Graph; (AN 4503384)
239. Palia D The Impact of Regulation on CEO Labor Markets / Palia D // Rand Journal of Economics, 31 (Spring 2000), 165-179.
240. Popov V. Economies : Anglo-American Versus German-Japanese Model. Popov V. // Universität Kaiserslautern. – Kaiserslautern. – September, 1998. – 41 p.



241. Ram T. S. Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation. / Ram T. S. Ramakrishnan, Anjan V. Thakor. // The Review of Economic Studies. - Vol. 51. - No. 3 (Jul., 1984), pp. 415-432
242. Rajan R. The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment / Rajan R., Servaes H., Zingales L. // Journal of Finance. — 2000. — № 55, pp. 35–80.
243. Rajan R. G. The Past and Future of Commercial Banking Viewed Through an Incomplete Contract Lens / Rajan R. G. // Journal of Money, Credit and Banking. 1998. Vol. 30. N 3 (Part 2). P. 524–550
244. Scharfstein D.S. The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence From Diversified Conglomerates / Scharfstein D.S. // NBER Working Paper 6352 (NBER, Cambridge, MA). — 1998.
245. Shin H-H. Are Internal Capital Markets Efficient? / Shin H-H., Stulz R. // Quarterly Journal of Economics. — 1998. — Vol. 113, № 2, pp. 531–552.
246. Spence M. Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution / Spence M. // Journal of Economic Theory, 7, 296-332.
247. Stein J. Agency, Information and Corporate Investment / Stein J. // Handbook of the Economics of Finance. Elsevier Science B.V. — 2003. — Режим доступа к статье: <http://post.economics.harvard.edu/faculty/stein/papers/handbook-chapter-2003.pdf>
248. The Theory of 'Screening', Education, and the Distribution of Income. By: Stiglitz, Joseph E. // American Economic Review. - Jun75. - Vol. 65 Issue 3, p283, 18p.



249. Weston F. Takeovers, restructuring and corporate governance / Weston F., Siu A, Johnson B.A. // Prentice Hall. - 2002. - pp. 171—184.
250. Whited T. M. Is It Inefficient Investment That Causes the Diversification Discount? / Whited T. M. // Journal of Finance. — 2001. — Vol. 56, № 5, pp. 1667–1691.



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

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

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

Додаток А

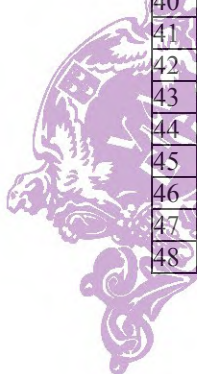
Окремі характеристики діяльності банків України
на інвестиційному ринку

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

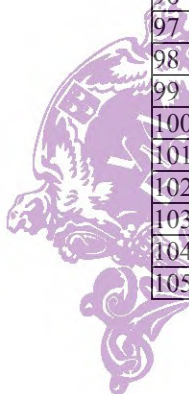


Капітал вітчизняних банків станом на 01.01.2010 р. [144]

№ п/п	Банк	Капітал з урахуванням субординованого боргу	У % до 01.01.09	Капітал (млн. євро)	Питома вага капіталу кожного банку у загальному обсязі (%)	Статутний капітал (млн. євро)
	ВСЬОГО	143926,031		12514,328	100,000	9771,185
1	ОЩАДБАНК	16380,426	105,78	1424,273	11,381	1235,687
2	УКРЕКСІМБАНК	13844,276	265,26	1203,756	9,619	869,803
3	ПРИВАТБАНК	10810,295	124,09	939,952	7,511	679,153
4	УКРСОЦБАНК	7922,150	131,95	688,829	5,504	110,426
5	УКРСИББАНК	7224,970	122,75	628,209	5,020	459,095
6	РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	7126,732	91,35	619,667	4,952	210,413
7	АЛЬФА-БАНК	4876,777	131,75	424,034	3,388	258,811
8	ВТБ БАНК	4856,420	166,75	422,264	3,374	254,543
9	ОТП БАНК	4445,696	138,14	386,552	3,089	249,388
10	РОДОВІД БАНК	4385,280	297,81	381,299	3,047	731,186
11	ФОРУМ	2828,736	129,97	245,958	1,965	196,470
12	ПУМБ	2629,406	75,23	228,626	1,827	219,360
13	СВЕДБАНК	2561,737	103,05	222,742	1,780	187,733
14	БРОКБІЗНЕСБАНК	2312,772	99,05	201,095	1,607	170,908
15	ФІНАНСИ ТА КРЕДИТ	2187,817	83,59	190,230	1,520	173,899
16	КРЕДИТПРОМБАНК	1970,995	104,46	171,377	1,369	117,382
17	УКРГАЗБАНК	1695,088	111,83	147,387	1,178	330,409
18	ФІНАНСОВА ІНІЦІАТИВА	1606,099	126,56	139,650	1,116	134,772
19	ПІВДЕННИЙ	1550,282	119,86	134,797	1,077	75,331
20	БТА БАНК	1540,517	98,99	133,948	1,070	130,425
21	СБЕРБАНК РОСІЇ	1515,000	123,95	131,729	1,053	73,032
22	НАДРА	1424,495	51,37	123,859	0,990	33,942
23	ІНГ БАНК УКРАЇНА	1399,207	165,51	121,661	0,972	63,586
24	ПРАВЕКС-БАНК	1294,203	91,64	112,531	0,899	135,783
25	КИЇВ	1182,801	199,48	102,844	0,822	310,197
26	ВІЕЙБІ Банк	1083,629	115,03	94,221	0,753	47,182
27	УНІВЕРСАЛ БАНК	1053,573	93,46	91,608	0,732	90,229
28	АСТРА БАНК	1051,963	100,14	91,468	0,731	91,297
29	ДОНГОРБАНК	1011,994	82,32	87,993	0,703	67,095
30	УНІКРЕДИТ БАНК	914,921	96,19	79,552	0,636	56,822
31	ЕРСТЕ БАНК	900,154	70,28	78,268	0,625	118,295
32	ДЕЛЬТА	853,936	139,70	74,249	0,593	44,344
33	ІМЕКСБАНК	824,603	98,28	71,699	0,573	69,125
34	МЕГАБАНК	804,810	211,07	69,978	0,559	43,475
35	КРЕДОБАНК	734,550	100,49	63,869	0,510	134,856
36	КАЛІОН БАНК УКРАЇНА	716,592	121,67	62,307	0,498	15,036
37	СІТІБАНК УКРАЇНА	711,821	82,47	61,893	0,495	5,782
38	ІНДУСТРІАЛБАНК	696,155	125,34	60,530	0,484	35,458
39	ПРЕУС БАНК МКБ	687,529	146,72	59,780	0,478	44,344
40	ХРЕЩАТИК	648,570	86,15	56,393	0,451	53,714
41	БАНК КІПРУ	617,811	95,99	53,718	0,429	47,040
42	КРЕДИТ-ДНІПРО	594,698	109,70	51,709	0,413	27,389
43	КЛІРІНГОВИЙ ДІМ	585,075	112,47	50,872	0,407	38,231
44	ПЛАТИНУМ БАНК	577,013	114,00	50,171	0,401	33,090
45	АКТИВ-БАНК	517,186	100,07	44,969	0,359	27,194
46	ІНДЕКС-БАНК	516,934	126,44	44,947	0,359	47,822
47	МОРСЬКИЙ ТРАНСПОРТНИЙ БАНК	497,885	95,94	43,291	0,346	28,693
48	КРЕДИТ ЄВРОПА БАНК	493,870	96,67	42,942	0,343	43,910



49	ФОЛЬКСБАНК	487,279	124,64	42,369	0,339	22,607
50	КИЇВСЬКА РУСЬ	475,854	126,96	41,375	0,331	24,005
51	УКРАЇНСЬКИЙ ПРОФЕСІЙНИЙ БАНК	469,822	105,95	40,851	0,326	33,041
52	УНІКОМБАНК	468,123	688,27	40,703	0,325	40,046
53	ПРОКРЕДИТ БАНК	458,389	135,79	39,857	0,318	19,738
54	СЕБ-БАНК	394,862	139,98	34,333	0,274	31,797
55	УКРІНБАНК	378,666	87,08	32,925	0,263	17,775
56	ЕКСПРЕС-БАНК	367,377	96,54	31,943	0,255	21,630
57	БМ Банк	367,274	102,24	31,934	0,255	29,620
58	ХОУМ КРЕДИТ БАНК	351,827	106,88	30,591	0,244	26,724
59	БАНК РЕНЕСАНС КАПІТАЛ	326,158	114,42	28,359	0,227	17,512
60	ЮНЕКС	324,770	99,97	28,239	0,226	25,389
61	ФОРТУНА-БАНК	314,914	174,14	27,382	0,219	13,912
62	ЕНЕРГОБАНК	298,231	144,24	25,931	0,207	19,081
63	ЕКСПОБАНК	295,402	103,03	25,685	0,205	17,410
64	ЗЛАТОБАНК	292,453	179,63	25,429	0,203	16,738
65	АРКАДА	284,717	127,63	24,756	0,198	17,429
66	ДІАМАНТБАНК	280,391	158,71	24,380	0,195	18,259
67	БГ БАНК	274,564	96,39	23,873	0,191	23,042
68	ЗЕМЕЛЬНИЙ БАНК	260,049	100,34	22,611	0,181	19,998
69	УКРБІЗНЕСБАНК	248,145	214,10	21,576	0,172	11,665
70	СОЦКОМБАНК	245,678	137,30	21,362	0,171	13,497
71	ТАВРІКА	244,355	119,11	21,247	0,170	15,651
72	ПЕРШИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК	237,514	88,28	20,652	0,165	17,390
73	БАНК ІНВЕСТИЦІЙ, ЗАОЩАДЖЕНЬ	228,427	126,79	19,862	0,159	13,042
74	КЛАСИКБАНК	222,883	508,00	19,380	0,155	19,129
75	ПОЛТАВА-БАНК	218,325	104,52	18,983	0,152	6,130
76	БАЗИС	197,915	134,04	17,209	0,138	7,600
77	УКРАЇНСЬКИЙ ФІНАНСОВИЙ СВІТ	197,111	107,52	17,139	0,137	12,434
78	НАЦІОНАЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ	192,120	159,61	16,705	0,133	6,521
79	ЄБРФ	190,913	100,55	16,600	0,133	13,303
80	ДЕМАРК	189,270	100,72	16,457	0,132	13,216
81	БАНК БОГУСЛАВ	182,939	105,62	15,907	0,127	14,781
82	ПЛЮС БАНК	182,892	98,83	15,902	0,127	12,782
83	А-БАНК	181,464	117,18	15,778	0,126	10,917
84	БІЗНЕС СТАНДАРТ	180,131	173,62	15,662	0,125	14,347
85	ГЛОБУС	176,576	106,49	15,353	0,123	13,912
86	ЛЬВІВ	172,857	130,99	15,030	0,120	8,722
87	ПІВДЕНКОМБАНК	172,658	123,50	15,013	0,120	7,391
88	КАПІТАЛ	166,499	145,15	14,477	0,116	11,658
89	СОЮЗ	156,790		13,633	0,109	13,564
90	УКРГАЗПРОМБАНК	150,822	116,80	13,114	0,105	2,887
91	МІСТО-БАНК	149,036	100,21	12,959	0,104	10,867
92	ПЕТРОКОММЕРЦ-УКРАЇНА	148,237	94,84	12,889	0,103	9,829
93	ЄВРОГАЗБАНК	142,903	139,36	12,425	0,099	9,999
94	СІГМАБАНК	141,933	101,83	12,341	0,099	11,825
95	МЕРКУРІЙ	137,851	119,77	11,986	0,096	7,956
96	АВТОКРАЗБАНК	135,463	129,47	11,778	0,094	6,956
97	ЗОЛОТІ ВОРОТА	134,138	113,50	11,663	0,093	10,389
98	ЗАХІДНОКОМБАНК	132,646	74,44	11,534	0,092	0,081
99	ПРОФІН БАНК	132,032	165,13	11,480	0,092	8,369
100	АРТЕМ-БАНК	130,653	126,06	11,360	0,091	6,000
101	ФІНБАНК	127,468	100,01	11,083	0,089	7,395
102	ІНТЕГРАЛ	122,546	145,44	10,655	0,085	5,452
103	РЕАЛ-БАНК	120,616	100,64	10,488	0,084	8,695
104	АЛЕКС - БАНК	119,814		10,418	0,083	10,434
105	ГК-КРЕДИТ	118,408	99,41	10,296	0,082	8,854



106	АГРОКОМБАНК	116,116	100,11	10,096	0,081	8,096
107	ДАНІЕЛЬ	115,850	100,54	10,073	0,080	5,079
108	КОНКОРД	113,549	101,29	9,873	0,079	9,391
109	ГРАНТ	112,075	105,45	9,745	0,078	5,217
110	МЕТАБАНК	111,411	106,90	9,687	0,077	1,700
111	ПОРТО-ФРАНКО	111,354	98,21	9,682	0,077	8,621
112	МІЖНАРОДНИЙ ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК	107,096		9,312	0,074	6,586
113	ЕРДЕ БАНК	105,228	104,44	9,150	0,073	8,429
114	СИНТЕЗ	102,769	98,84	8,936	0,071	8,166
115	Д-М Банк	102,658		8,926	0,071	8,695
116	КАМБІО	99,705	112,96	8,669	0,069	5,233
117	УКРАЇНСЬКИЙ КАПІТАЛ	99,253	101,26	8,630	0,069	5,217
118	ТЕРРА БАНК	97,664	151,32	8,492	0,068	4,968
119	АКОРДБАНК	97,530	121,59	8,480	0,068	8,382
120	ІНТЕРБАНК	96,089	103,42	8,355	0,067	3,135
121	ПАРТНЕР-БАНК	95,870		8,336	0,067	8,412
122	ЛЕГБАНК	93,416	127,29	8,122	0,065	4,913
123	УКРКОМУНБАНК	93,214	99,98	8,105	0,065	4,321
124	КОМІНВЕСТБАНК	91,773	104,58	7,980	0,064	6,956
125	ПРОМИСЛОВО-ФІНАНСОВИЙ БАНК	90,392	134,94	7,860	0,063	6,086
126	ЧОРНОМ.БАНК РОЗВИТКУ ТА РЕКОНСТРУКЦІЇ	90,388	108,62	7,859	0,063	4,096
127	ТММ-БАНК	90,334	190,11	7,854	0,063	5,739
128	РАДАБАНК	89,157	102,61	7,752	0,062	6,956
129	КОМЕРЦІЙНИЙ ІНДУСТРІАЛЬНИЙ	89,016	119,29	7,740	0,062	5,633
130	МОТОР-БАНК	86,834	100,36	7,550	0,060	7,391
131	ПОЛКОМБАНК	86,785	100,80	7,546	0,060	3,000
132	УКООПСПІЛКА	86,582	108,47	7,528	0,060	3,221
133	ВОЛОДИМИРСЬКИЙ	86,431	114,80	7,515	0,060	7,305
134	ТРАСТ-КАПІТАЛ	85,235	118,79	7,411	0,059	2,891
135	МОРСЬКИЙ	84,979	116,54	7,389	0,059	5,953
136	ЄВРОБАНК	84,239	299,38	7,325	0,059	2,319
137	ФІНРОСТБАНК	83,060	98,09	7,222	0,058	6,086
138	ПРОМЕКОНОМБАНК	82,245	95,16	7,151	0,057	6,626
139	Банк Руский Стандарт	80,385		6,989	0,056	6,260
140	УКР. БАНК РЕКОНСТРУКЦІЇ ТА РОЗВИТКУ	78,549	100,05	6,830	0,055	6,260
141	Банк ТРАСТ	76,857	94,86	6,683	0,053	6,000
142	ПРЕМІУМ	76,527	107,34	6,654	0,053	6,086
143	ПРИВАТІНВЕСТ	76,352	91,73	6,639	0,053	5,216
144	ІНВЕСТБАНК	75,787	126,05	6,590	0,053	3,763
145	БАНК 3/4	75,004		6,522	0,052	6,521
146	ЄВРОПРОМБАНК	74,793	100,40	6,503	0,052	6,478
147	СТОЛИЧНИЙ	74,272	101,64	6,458	0,052	6,290
148	БАНК ВЕЛЕС	74,113	126,20	6,444	0,051	5,043
149	ОЛІМПІЙСЬКА УКРАЇНА	69,507	108,33	6,044	0,048	4,835
150	КРЕДИТ-ОПТИМА	67,234	100,21	5,846	0,047	5,478
151	ФІНЕКСБАНК	64,893	97,83	5,642	0,045	6,302
152	БАНК ФАМІЛЬНИЙ	63,327	105,24	5,506	0,044	2,920
153	НОВИЙ	62,636	115,21	5,446	0,044	4,782
154	РЕГІОН-БАНК	60,855	101,24	5,291	0,042	3,157
155	ЗЕМЕЛЬНИЙ КАПІТАЛ	59,134	146,46	5,142	0,041	3,323
156	СХІДНО-ПРОМИСЛОВИЙ БАНК	52,795	122,17	4,591	0,037	3,361
157	СТОЛИЦЯ	1,593	1,02	0,139	0,001	10,872
158	АРМА	-218,815		-19,026	-0,152	6,521
159	СКБ ДНІСТЕР	-466,665		-40,576	-0,324	5,347

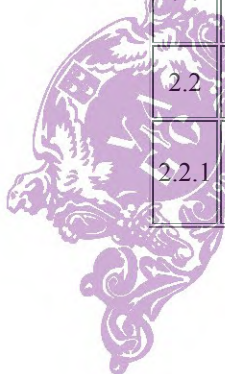


Таблиця А.2

Основні показники діяльності комерційних банків України [135]

№ з/п	Показники	Дата						
		01.01.2005	01.01.2006	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011
1.	Кількість зареєстрованих банків	181	186	193	198	198	197	194
2.	Виключено з Державного реєстру банків	4	1	6	1	7	6	6
3.	Кількість банків, що знаходиться у стадії ліквідації	20	20	19	19	13	14	18
4.	Кількість банків, що мають ліцензію НБУ на здійснення банківських операцій	160	165	170	175	184	182	176
4.1	з них: з іноземним капіталом	19	23	35	47	53	51	55
4.1.1	у т.ч. зі 100% іноземним капіталом	7	9	13	17	17	18	20
5.	Частка іноземного капіталу у статутному капіталі банків, %	9.6	19.5	27.6	35.0	36.7	35.8	40.6
	АКТИВИ							
I.	Активи банків	134348	213878	340179	599396	926086	880302	942088
	Загальні активи (не скориговані на резерви під активні операції)	141497	223024	353086	619004	973332	1001626	1090248
1.	Готівкові кошти та банківські метали	5622	7628	11430	18313	20668	21725	26749
2.	Кошти в Національному банку України	8305	17382	15280	19120	18768	23337	26190
3.	Кореспондентські рахунки, що відкриті в інших банках	9921	11589	18535	26293	40406	51323	67596
4.	Кредити надані	96945	156268	268294	485368	792244	747348	755030
	з них:							
4.1	кредити, що надані суб'єктам господарської діяльності	72875	109020	167661	276184	472584	474991	508288

	ті							
4.2	кредити надані фізичним особам	14599	33156	77755	153633	268857	222538	186540
5.	Довгострокові кредити	45531	86227	157224	291963	507715	441778	420061
5.1	з них: довгострокові кредити суб'єктам господарювання	34693	58528	90576	156355	266204	244412	262199
6.	Прострочена заборгованість за кредитами	3145	3379	4456	6357	18015	69935	84851
7.	Вкладення в цінні папери	8157	14338	14466	28693	40610	39335	83559
8.	Резерви під активні операції банків	7250	9370	13289	20188	48409	122433	148839
	% виконання формування резерву	99.7	100.1	100.1	100.04	100.1	100.05	100.01
8.1	з них: резерв на відшкодування можливих втрат за кредитними операціями	6367	8328	12246	18477	44502	99238	112965
	ПАСИВИ							
II.	Пасиви, усього	134348	213878	340179	599396	926086	880302	942088
1.	Власний капітал	18421	25451	42566	69578	119263	115175	137725
1.1	з нього: сплачений зареєстрований статутний капітал	11648	16144	26266	42873	82454	119189	145857
1.2	Частка капіталу у пасавах	13.7	11.9	12.5	11.6	12.9	13.1	14.6
2.	Зобов'язання банків	115927	188427	297613	529818	806823	765127	804363
	з них:							
2.1	кошти суб'єктів господарювання	40128	61214	76898	111995	143928	115204	144038
2.1.1	з них: строкові кошти суб'єктів господарювання	15377	26807	37675	54189	73352	50511	55276
2.2	кошти фізичних осіб	41207	72542	106078	163482	213219	210006	270733
2.2.1	з них: строкові кошти фізичних осіб	33204	55257	81850	125625	175142	155201	206630



Таблиця А.3

Абсолютні та відносні показники динаміки вкладів населення
в банках України, в національній валюті на кінець періоду
(складено автором на основі [43])

Роки	Всього		До запитання		Строкові		З них довготер- мінові	
	млн. грн.	у % до поперед- нього року	млн. грн.	у % до поперед- нього року	млн. грн.	у % до поперед- нього року	млн. грн.	у % до попере- днього року
1996	951	189	389	151	562	227	-	-
1997	1612	170	578	149	1035	184	-	-
1998	1824	113	581	101	1243	120	241	-
1999	2167	119	744	128	1423	114	282	117
2000	3315	153	1171	157	2143	151	467	166
2001	6368	192	1997	170	4371	204	1533	328
2002	11601	182	3526	177	8076	185	2027	132
2003	18875	163	5220	148	13655	169	3623	179
2004	22116	114	6000	115	16115	118	5286	146
2005	43688	198	15424	257	28264	175	19232	364
2006	59889	137	20360	132	39529	140	29817	155
2007	102379	171	31795	156	70583	179	54187	184
2008	110016	108	27971	88	82045	116	58175	107
2009	101081	92	35325	126	65756	80	27464	47



Таблиця А.4

Абсолютні та відносні показники динаміки вкладів населення в банках України в іноземній валюті (складено автором на основі [43])

Роки	Всього		До запитання		Термінові		З них довготермінові	
	млн. грн.	у % до попереднього року	млн. грн.	у % до попереднього року	млн. грн.	у % до попереднього року	млн. грн.	у % до попереднього року
1996	276	249	91	186	185	298	-	-
1997	685	248	166	182	519	281	-	-
1998	1265	185	253	152	1012	195	168	-
1999	2115	167	507	200	1608	159	236	141
2000	3266	154	858	169	2408	150	440	187
2001	4715	144	1052	123	3662	152	1085	247
2002	7701	163	1475	140	6226	170	1356	125
2003	13521	176	1972	134	11549	186	3124	230
2004	19495	144	1911	97	17584	152	6024	193
2005	31090	159	3236	169	27854	158	17861	296
2006	48970	158	5580	172	43390	156	30249	169
2007	64860	132	8328	149	56532	130	40424	134
2008	107844	166	12607	151	95237	168	63229	156
2009	113016	105	21939	174	91077	96	31213	49



Таблиця А. 5

Характеристика найбільших випусків облігацій,
емітованих вітчизняними банками за період з 2001 по 2008 рр.

	<i>Банк-емітент</i>	<i>Обсяг емісії, тис. грн.</i>	<i>Купонна ставка</i>	<i>Дата випуску</i>	<i>Дата погашення</i>
2001	АКБ «Райффайзенбанк Україна»	23 000	17,00%	27.06.2001	27.06.2002
2002	АКБ «ВАБанк»	10 000	17,00%	02.07.2002	02.01.2003
			19,00%	02.07.2002	02.07.2003
			20,00%	02.07.2002	02.01.2004
	АКБ «Райффайзенбанк Україна»	23 000	13,00%	19.08.2002	19.08.2003
	ТОВ «Аркада фонд»	70 000	25,00%	15.04.2002	25.10.2002
			18,00%	15.04.2002	25.10.2002
			19,00%	15.04.2002	24.01.2003
			21,00%	15.04.2002	24.01.2003
			10,00%	08.02.2002	08.08.2004
			10,00%	08.02.2002	08.08.2012
2003	КБ «Хрещатик»	10 000	19,00%	20.11.2002	20.11.2003
			16,00%	20.11.2002	26.04.2004
	АКБ «Укрсоцбанк»	17 500	12,00%	25.02.2003	25.01.2005
	АКБ «Райффайзенбанк Україна»	13 000	13,00%	21.02.2003	21.08.2003
АТ «Кредит Банк (Україна)»	25 000	11,00%	22.04.2003	20.01.2004	
		12,00%	22.04.2003	20.04.2004	
		14,00%	22.04.2003	19.10.2004	
КБ «Надра»	13 500	13,50%	20.05.2003	20.05.2004	

	АКБ «Кредитпромбанк»	27 000	15,00%	27.05.2003	22.05.2006 22.08.2005
	АКБ «Мікрофінансовий банк»	9 000	14,00%	20.05.2003 20.06.2003 21.07.2003	19.05.2005 20.06.2005 20.07.2005
2004	КБ «Хрещатик»	15 000	15,00%	05.07.2004	05.07.2006
	АКБ «ВАБанк»	15 000	14,00%	08.09.2004	01.11.2006
2005	ЗАТ «ПроКредит банк»	50 000	13,5%	11.04.2005	07.04.2008
2006	ЗАТ «Комерційний банк ПриватБанк»	500 000	11,00%	11.09.2006	11.09.2009
	ВАТ «АКБ соціального розвитку «Укрсоцбанк»	300 000	10,25%	10.05.2006	06.05.2009
	ВАТ «Державний експортно-імпортний банку України»	300 000	10,50%	09.10.2006	09.10.2009
2007	ВАТ «АКБ соціального розвитку «Укрсоцбанк»	750 000	12,00%	22.10.2007	15.10.2012
	ЗАТ «Комерційний банк ПриватБанк»	500 000	11,50%	26.11.2007	26.05.2009
	ВАТ «Державний експортно-імпортний банку України»	500 000	9,75%	20.06.2007	16.06.2010
2008	ВАТ АКБ «Форум»	500 000	12,00%	21.07.2008	15.07.2013
	ВАТ АКБ «УкрСиб-банк»	500 000	12,00%	25.04.2008	22.04.2011



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

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

Додаток Б

Окремі характеристики діяльності страхових компаній
на інвестиційному ринку України



Таблиця Б.1

Основні показники діяльності страховиків [153]

Показники	2006	2007	2008	2009	Темпи приросту	Темпи приросту	Темпи приросту
					2007/2006	2008/2007	2009/2008
<i>Кількість договорів страхування, укладених протягом звітного періоду, одиниць</i>							
Кількість договорів, у тому числі:	16931429	20179940	22828731	22343235	19,2 %	13,1 %	- 2,1 %
- зі страхувальниками - фізичними особами	13686682	16447339	18685470	19187351	20,2 %	13,6 %	2,7 %
- зі страхувальниками – юридичними особами	2999121	3310115	4103175	552628982	10,4 %	24,0 %	- 15,4 %
Кількість договорів з обов'язково-го особистого страхування від нещасних випадків на транспорті	537647432	579587052	653168827	552628982	7,8 %	12,7 %	- 14,9 %
<i>Страхова діяльність, млн. грн.</i>							
Валові страхові премії	13829,9	18008,2	24008,6	20442,1	30,2 %	33,3 %	- 14,9 %
Валові страхові виплати	2599,6	4213	7050,7	6737,2	62,1 %	67,4 %	- 4,4 %
Рівень валових виплат, %	18,8	23,4	29,4	33,0	24,5 %	25,6 %	12,2 %
Чисті страхові премії	8769,4	12353,8	15981,8	12658,0	40,9 %	29,4 %	- 20,8 %
Чисті страхові виплати	2326,2	3884	6546,1	6056,4	62,1 %	67,4 %	- 7,4 %
Рівень чистих виплат, %	26,5	31,4	41,0	50,0	18,5 %	30,6 %	2,0 %

<i>Страхові резерви, млн. грн.</i>							
Обсяг сформованих страхових резервів, у тому числі :	6014,1	8423,3	10904,1	10141,3	40,1 %	29,5 %	- 7,0 %
- резерви зі страхування життя	608,3	991,3	1609,0	1789,2	63,0 %	62,3 %	11,2 %
- технічних резервів	5405,8	7432,0	9295,1	8352,1	37,5 %	25,1 %	- 10,1 %

Таблиця Б.2

Активи та статутний капітал страхових компаній, млн. грн.

<i>Показники</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>Темпи приросту 2007/2006</i>	<i>Темпи приросту 2008/2007</i>	<i>Темпи приросту 2009/2008</i>
Загальні активи страховиків	23995	32213	41930,5	41970,1	34,2 %	30,2 %	0,1 %
Активи, визначені ст.31 Закону України «Про страхування»	17488,2	19330,3	23904,9	23690,9	10,5 %	23,7 %	- 0,9 %
Обсяг сплачених статутних фондів	8391,2	10633,6	13206,4	14876,0	26,7 %	24,2 %	12,6 %

Таблиця Б.3

Концентрація страхового ринку у 2009 році

<i>Перші (Топ)</i>	<i>Страховання «Life»</i>		<i>Страховання «non-Life»</i>	
	<i>Надходження премій (млн. грн.)</i>	<i>Частка на ринку, %</i>	<i>Надходження премій (млн. грн.)</i>	<i>Частка на ринку, %</i>
Топ 3	449,1	54,3	2193,2	11,2

Top 10	669,3	80,9	5741,4	29,3
Top 20	787,5	95,2	9612,5	49,0
Top 50	827,8	100,1	14742,7	75,2
Top 100	-	-	17702,6	90,3
Top 200	-	-	19352,2	98,7
Всього	827,3	100,0	19614,7	100,0

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"

Додаток В

Окремі характеристики діяльності недержавних пенсійних фондів
 на інвестиційному ринку України



Таблиця В.1

Структура активів НПФ України станом на 01.01.2010 р.[153]

<i>Активи НПФ</i>	<i>Розміщення інвестицій, млн.грн.</i>	<i>Частка розміщених інвестицій, % від інвестиційного портфелю</i>	<i>Встановлені нормативи за законодавством, % від загальної вартості пенсійних активів</i>
Банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати	108,4	40	40
Придбання цінних паперів, доходи за якими гарантовано КМУ	3,6	1,3	50
Придбання цінних паперів АРК та облигації місцевих позик	4,1	1,5	20
Придбання облигацій українських емітентів	66,8	24,6	40
Придбання акцій ук-раїнських емітентів	70260	25,95	40
Придбання цінних паперів іноземних емітентів	0	0	20
Придбання іпотечних цінних паперів	0,7	0,25	40
Інвестування в об'єкти нерухомості	2,4	0,9	10
Інвестування в банківські метали	7,6	2,8	10
Інвестування в інші активи	7,4	2,7	5

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"



Додаток Д

Окремі характеристики діяльності лізингових компаній
на інвестиційному ринку України

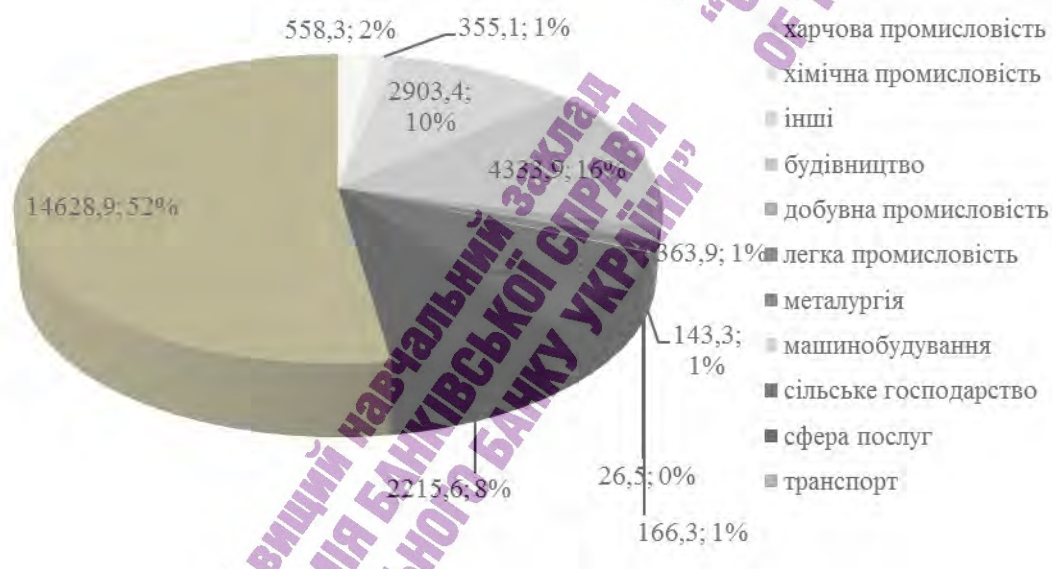


Рис. Д.1. Розподіл вартості договорів лізингових угод за галузями станом на 1.01.2009 р. (млн. грн., %) [139]



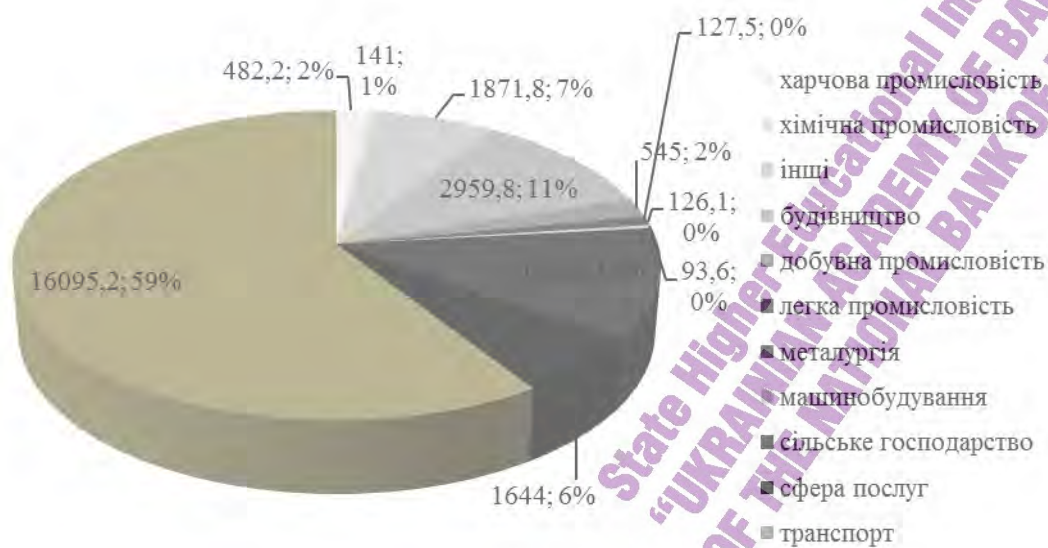


Рис. Д.2. Розподіл вартості договорів лізингових угод за галузями станом на 1.01.2010 р. (млн. грн., %) [139]

Додаток Ж

Окремі характеристики діяльності кредитних спілок на інвестиційному ринку України





**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”**

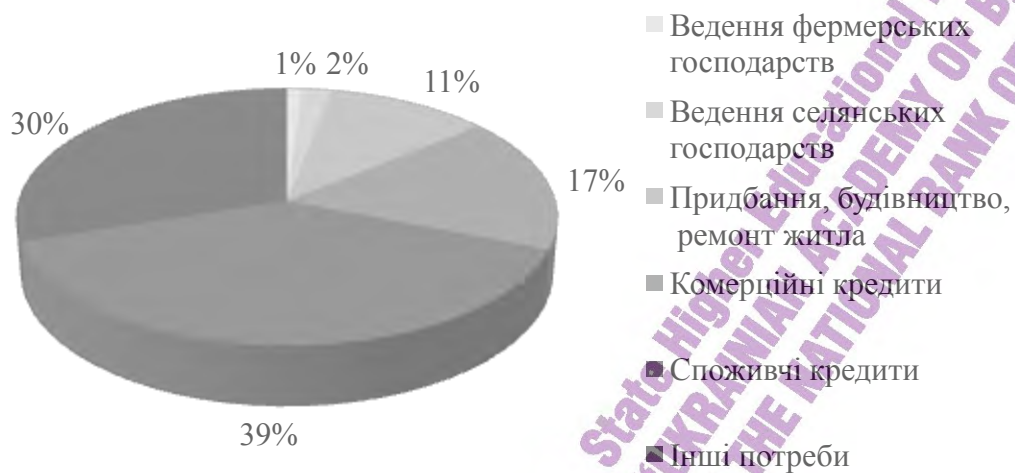


Рис. Ж. 1. Структура кредитів кредитних спілок станом на 1.01.2010 р. [138]



Рис. Ж. 2. Динаміка кредитування та залучення внесків членів кредитних спілок у 2005-2009 рр. [138]



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

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

Додаток 3

Окремі характеристики діяльності інститутів спільного інвестування на
інвестиційному ринку України



Таблиця 3.1

Обсяг та структура виконаних договорів торговцями цінних паперів
(за видами фінансових інструментів) у 2004 – 2009 рр. [145]

	Роки									
	2005		2006		2007		2008		2009	
	млрд. грн.	пито- ма ва- га, %	млрд. грн.	пито- ма вага, %	млрд. грн.	пито- ма вага, %	млрд. грн.	пито- ма ва- га, %	млрд. грн.	пи- тома вага, %
Акції	179,79	44,53	225,65	45,79	283,54	37,59	352,82	39,94	470,73	44,11
Векселі	133,12	32,97	142,23	28,86	212,64	28,19	191,84	21,72	268,76	25,18
Депозитні сертифікати НБУ	18,57	4,60	1,08	0,22	14,85	1,97	15,94	1,80	0,00	0,00
Державні облігації	27,32	6,77	40,85	8,29	59,86	7,94	62,49	7,07	98,99	9,28
Облігації підприємств	32,62	8,08	62,38	12,66	134,73	17,86	205,21	23,23	81,13	7,60
Ощадні сертифікати	2,37	0,59	3,10	0,63	3,20	0,42	7,68	0,87	70,35	6,59
Інвестиційні сертифікати	5,72	1,42	14,24	2,89	40,43	5,36	43,94	4,97	76,31	7,15
Деривативи	2,02	0,50	0,26	0,05	0,15	0,02	0,27	0,03	0,10	0,01
Облігації мі- сцевих позик	2,23	0,55	2,85	0,58	4,31	0,57	2,20	0,25	0,66	0,06
Іпотечні цін- ні папери	0,00	0,00	0,11	0,02	0,56	0,07	0,67	0,08	0,10	0,01
Заставні цін- ні папери	0,00	0,00	0,03	0,01	0,04	0,01	0,36	0,04	0,14	0,01
Усього	403,76	100,00	492,78	100,00	754,31	100,00	883,42	100,00	1067,27	100,00

Таблиця 3. 2

Динаміка вартості та структури активів ІСІ (за видами)
протягом 2009 р.[145]

Вид фондів	31.12.2008		31.12.2009		Приріст за рік	
	млн. грн.	питома вага, %	млн. грн.	питома вага, %	Відносний приріст вартості, %	Абсолютний приріст питомої ваги, %
Відкриті	593,31	0,94	240,72	0,29	-59,43	-0,65
Інтервальні	185,05	0,29	256,19	0,31	38,44	0,02
Закриті (невенчурні)	3785,99	5,98	6015,80	7,29	58,9	1,31
Венчурні	58694,30	92,78	76028,21	92,11	29,53	-0,67
Інші	6,40	0,01	-	-	100	-0,01

Усього	63265,05	100,00	82 540,93	100,00	30,47	0
--------	----------	--------	-----------	--------	-------	---

Таблиця 3.3

Структура портфеля цінних паперів ІСІ за галузями інвестування за видами фондів станом на 31.12.2009 р. за галузевою класифікацією ПФТС [132]

<i>Галузь</i>	<i>Відкриті</i>	<i>Інтервальні</i>	<i>Закриті</i>	<i>Венчурні</i>	<i>В середньому по всіх фондах</i>
Фінанси	26,68	10,01	9,52	5,22	12,86
Споживчі товари	6,50	7,52	3,49	5,80	5,83
Споживчі послуги	7,96	3,12	1,03	2,01	3,53
Сировинні матеріали	19,24	14,38	3,33	2,52	9,87
Промисловість	10,81	20,35	10,06	3,67	11,22
Комунальні послуги	18,52	10,80	4,24	2,33	8,97
Змішана	0,00	10,49	9,16	4,10	5,94
Не визначена	10,30	23,33	59,17	74,36	41,79
Всього	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Таблиця 3.4

Структура активів ІСІ за типами фондів станом на 31.12.2009 р. [132]

	<i>Відкриті ІСІ</i>	<i>Інтервальні ІСІ</i>	<i>Закриті невенчурні ІСІ</i>	<i>Венчурні ІСІ</i>
Грошові кошти та банківські депозити	23,36	25,28	7,67	4,34
Цінні папери	76,55	74,01	81,86	70,2
- ОВДП	8,57	3,91	0,52	0,03
- Облігації місцевих позик	6,26	1,87	0,09	0,01
- Акції	42,92	56,24	61,88	20,45
- Облігації підприємств	18,8	9,85	15,9	22,81
- Ощадні сертифікати	0,0	0,0	1,2	0,19
- Інші	0,0	2,14	2,29	26,51
Нерухомість	0,0	0,0	0,28	1,12

Інші	0,09	0,7	10,18	24,34
------	------	-----	-------	-------

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

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

ДОДАТОК К

Систематизація науково-методичних підходів до розуміння
сутності інтеграційних об'єднань



Таблиця К1

Науково-методичні підходи до розуміння економічних категорій «фінансово-промислова група», «диверсифіковане корпоративне об'єднання», «інтегроване об'єднання підприємств»

Автор, джерело	Сутність підходу
Стародубровська І.[180]	Фінансово-промислова група – це об'єднання підприємств різних галузей і сфер народного господарства, пов'язаних технологічно і капіталом, їх функціонування направлене на досягнення конкурентних переваг на основі підвищення ефективності виробництва і конкурентоспроможності продукції, розширення ринків збуту
Попова Т.[148]	Фінансово-промислова група створюється на основі об'єднання матеріальних, фінансових і інформаційних ресурсів, розвитку старих і створення нових економічних відносин, реалізації ефективної структурної і інвестиційної політики, підвищення якості старих видів і освоєння нових видів конкурентоспроможної продукції
Мовсенян А.Г. [122]	Фінансово-промислова група є результатом процесу інтеграції банківського та промислового капіталів, в рамках якого раніше відокремлені форми промислової, торгової та банківської діяльності поєднуються в єдину органічну цілісність
Чибриков Г.Г. [122]	Під фінансово-промисловою групою в економіці розуміють достатньо широке коло інтегрованих структур, що мають різні назви, включаючи промислово-фінансові та фінансові групи, які функціонують в певних організаційно-правових формах, зокрема як великі національні та транснаціональні концерни, обов'язково мають системоутворююче ядро та зазвичай являють собою значну економічну та навіть політичну силу
Цвєтков В.А. [194]	Фінансово-промислова група – це фінансово-індустріальний комплекс, в рамках якого відбувається злиття промислових підприємств та фінансових установ на основі встановлення між ними відносин економічної та фінансової взаємозалежності, розподілу праці та його координації з метою здійснення господарської діяльності
Мініна Т.І.[122]	Фінансово-промислова група – це форма інтеграції незалежних юридичних осіб, включаючи промислові, торгові підпри-



	ємства та кредитно-фінансові інститути, які об'єднали свої ресурси (виробничі, фінансові, трудові та нематеріальні), характеризується централізованим управлінням з метою забезпечення найбільш ефективної виробничої, господарської, фінансової та іншої діяльності
Мильнер Б.[121]	Фінансово-промислова група – це диверсифікована багатофункціональна структура, утворена в результаті об'єднання капіталів підприємств, кредитно-фінансових та інвестиційних інститутів, а також інших організацій з метою максимізації прибутку, підвищення ефективності виробничих і фінансових операцій, посилення конкурентноздатності на внутрішньому й зовнішньому ринках, зміцнення технологічних і коопераційних зв'язків, росту економічного потенціалу учасників
Закон України «Про промислово-фінансові групи в Україні»[76]	Промислово-фінансова група – об'єднання ... підприємств та організацій усіх форм власності, що мають на меті отримання прибутку, та яке створюється за рішенням Уряду України на певний термін з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва і структурної перебудови економіки України, включаючи програми згідно з міжнародними договорами України, а також виробництва кінцевої продукції
Господарський Кодекс України, п.2 ст.125[25]	Промислово-фінансова група – об'єднання, яке створюється за рішенням Кабінету Міністрів України на певний строк з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва і структурної перебудови економіки України, включаючи програми згідно з міжнародними договорами України, а також з метою виробництва кінцевої продукції
Бесараб Є.[7]	Фінансово-промислова група – це господарські суб'єкти, які володіють інтегрованим капіталом в його різних функціональних формах, що постійно відтворюється з метою отримання доходу
Фоменко А.[190]	Під фінансово-промисловою групою розуміє організаційну форму об'єднання промислового та фінансового капіталу, яка дозволяє забезпечити поєднання процесів залучення фінансових ресурсів із процесами їх вкладень і концентрації на напрямках, що забезпечують максимізацію консолідованого прибутку всіх учасників групи та розширення власного сектору на внутрішньому і просування на зовнішні ринки
Уманців Г.[185]	Фінансово-промислова група – це диверсифіковані багатофункціональні структури, створені на основі об'єднання капіталів підприємств, кредитно-фінансових установ та інших організацій з метою максимізації прибутку, підвищення ефективності виробничих і фінансових операцій, посилення конкурентноздатності на внутрішньому та зовнішньому ринках, зростання економічного потенціалу усієї групи у цілому та кожного з її учасників окремо
Шаповалов О.В.[195]	Транснаціональна фінансово-промислова група – велика господарська структура корпоративного типу, що об'єднує ряд промислових підприємств та хоча б одну банківську установу,



	<p>ключовою характеристикою якої виступає система управління за допомогою центральної компанії та діяльність якої поширюється на ринки двох та більше країн.</p> <p><i>Латентна фінансово-промислова група</i> – група фінансових і промислових підприємств, що де-юре не пов'язані між собою правами власності й не мають загальних засновників із частками понад 10 %, а де-факто мають всі ключові ознаки фінансово-промислової групи</p>
Орехов С.О.[134]	Диверсифіковане корпоративне об'єднання (ДКО) – це інтегроване підприємницьке середовище, в якому в рамках загальної стратегії і з використанням єдиного фінансового і інформаційного потоку діє горизонтально інтегрована сукупність вертикально інтегрованих бізнесів
Ємелін Ю.[Е5]	Інтегроване об'єднання підприємств – стійка група коопераційно пов'язаних між собою юридичних осіб (учасників), об'єднаних на основі добровільної передачі всіх або частини своїх прав одному з учасників і підпорядкування спільним інтересам інтегрованого об'єднання в цілому
Шаповалов О.В.[49]	Інтегроване об'єднання підприємств – об'єднання юридично самостійних підприємств з метою створення нових конкурентних переваг за рахунок оптимізації товарно-грошових потоків, створення потужних науково-дослідних баз, нових інформаційних технологій



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

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

Додаток Л

Індикатори розвитку вітчизняних та міжнародних
фінансових конгломератів



Таблиця Л.1

Міжнародні фінансові конгломерати та їх представництва в Україні,
станом на 1.09.2010 р. [193, 199]

<i>Назва</i>	<i>Місце знаходження</i>	<i>Представництво в Україні</i>	<i>Частка власника у статутному капіталі банку України, %</i>
BNP Paribas	Франція	Укрсиббанк	81,42
UniCredit	Італія	Укрсоцбанк	94,2
Societe Generale	Франція	Профінбанк	94,79
Raiffaisen International	Австрія	Райффайзен Банк Аваль	96,17
SEB Group	Швеція	СЕБ Банк	99,79
ING	Нідерланди	ІНГ Банк Україна	100
Citigroup	США	Сітібанк	100
Credit Agrigole	Франція	Каліон банк Україна	100
Intesa San Paolo	Італія	Правекс-банк	100

Таблиця Л.2

Активи міжнародних фінансових конгломератів
у банківському секторі України у 2008-2010 рр. [144]



№ з/п	Банк (Фінансовий конгломерат)	Частка міжнародного фінансового конгломерату у статутному капіталі, %	Активи, млн. грн.		
			01.01.2010	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010
1	Райфайзен банк Аваль (RZB-UNIQA)	96,17	44458	65361	54048
2	Укрсиббанк (BNP Paribas)	81,42	37664	55697	46348
3	ІНГ банк Україна (ING)	100	5511	9506	9700
4	Правекс банк (Intesa Sanpaolo S.P.A.)	100	6075	7268	7541
5	Каліон банк Україна (Credit Agricole)	100	3041	5250	4503
6	Сітібанк Україна (Citigroup)	100	3612	5090	4168
7	Індустріально-Експортний банк (Credit Agricole)	100	3003	4510	3452
8	СЕБ банк (SEB)	99,79	1380	2496	3384
10	Профінбанк / Ікар-банк (Societe Generale)	94,79	164	247	208

Таблиця Л.3

Активи міжнародних фінансових конгломератів
на страховому ринку України у 2008р. [153]

№ з/п	Страхова компанія (Фінансовий конгломерат)	Частка міжнародного фінансового конгломерату у статутному капіталі, у %	Активи, тис. грн.	Частка активів, %	
				у активах страхових організацій	у ВВП
Компанії з ризикового і майнового страхування					
1	Альянс (Allianz)	-	155141,9	0,05	0,02
2	АХА Страхування (АХА; BNP Paribas)	28,5783; 49,9974	277268,4	0,09	0,04
3	Дженералі Гарант (Generali)	52,3861	550065,0	0,18	0,08
4	Кредо-Класик (RZB-UNIQA)	61,0429	267100,0	0,09	0,04
5	Український страховий альянс (АХА; BNP Paribas)	28,5783; 49,9974	283716,3	0,09	0,04
Компанії зі страхування життя					
6	Аліко АІГ	99,9990	398798,7	0,13	0,06

	Життя (AIG)				
7	Граве Україна (GRAWE)	99,9170	209668,5	0,07	0,03
8	УНІКА Життя (RZB-UNIQA)	80,5302	33992,1	0,01	0,005
9	Разом	–	2175750,9	0,71	0,31

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

Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

Додаток М

Довідки про впровадження
результатів дисертаційного дослідження





НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ

**УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ**

40000, м. Суми, вул. Кірова, 21, тел. (0542) 67-56-09, телетайп 174115, факс 67-56-10

24.09.2010 № 12-016/3788

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

На № _____

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Сисоевої Лариси Юрївни
на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку»,
представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Функції та права територіальних управлінь НБУ реалізуються у різних сферах діяльності Національного банку як центрального банку країни, зокрема у сфері регулювання інвестиційної діяльності комерційних банків та напрямків їх фінансово-інвестиційної взаємодії з небанківськими посередниками.

Результати наукового дослідження Сисоевої Л.Ю. щодо формалізації загальних тенденцій і системних проблем інвестиційної діяльності комерційних банків України враховані фахівцями Управління Національного банку України в Сумській області при розробці відповідних пропозицій до юридичного департаменту Національного банку України щодо вдосконалення чинних нормативно-правових актів НБУ.

Також при підготовці окремих аналітичних звітів Управління Національного банку України в Сумській області використовуються оціночні дані щодо участі банків в інтеграційних процесах на фінансовому ринку, наведені в дисертаційній роботі Сисоевої Л.Ю.

Начальник Управління Національного
банку України в Сумській області

Фоменко О. В.



ДЕРЖАВНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ

Сумське територіальне управління
40011, м. Суми, просп. Шевченка, 15
3 поверх
Тел. (0542) 22-31-44, 22-15-35
Факс (0542) 22-31-44



SECURITIES AND STOCK
MARKET STATE
COMMISSION

Sumy Regional Office
15, Shevchenko sq., 40011, Sumy,
The Ukraine
Tel. (0542) 22-31-44, 22-15-35
Fax (0542) 22-31-44

«26» 10 20 10 року № 1315

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Єфіфанову А.О.

ДОБІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження
виконаного аспіранткою кафедри фінансів ДВНЗ УАБС НБУ
Сисоевою Ларисою Юріївною
на тему «Банки України в інтеграційних процесах
на інвестиційному ринку»
та поданого в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01
на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук
за спеціальністю 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит

Фахівцями Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку було розглянуто результати наукового дослідження Сисоевої Лариси Юріївни на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку».

Результати даного дослідження використовуються при підготовці відповідних аналітичних звітів, розробці концептуальних пропозицій щодо вдосконалення державних програмних документів з формування державної політики розвитку фондового ринку. Зокрема, враховані зроблені Сисоевою Л. Ю. висновки щодо формування політики співпраці банку з страховими компаніями.

Фахівцями Сумського територіального управління Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про розробці відповідних пропозицій щодо вдосконалення чинних нормативно-правових актів, які врегульовують діяльність учасників фондового ринку використовується запропонований в дисертаційній роботі методичний підхід до формування інвестиційних конгломератів, зокрема, пропозиції дисертантки щодо методики та організаційних форм здійснення спільної інвестиційної діяльності фінансовими посередниками на основі використання спільних ресурсів та досвіду та інформованості банків про їх розміщення.

Т.в.о. начальника
територіального управління

О.С. Степаненко





**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”**

№ 21-51-1295«24» 09 2000 год

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Спіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Фахівцями Сумського управління АТ «УкрСиббанк» було розглянуто результати наукового дослідження Сисоевої Лариси Юріївни на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Результати даного дослідження щодо визначення найбільш оптимальної організаційної форми співпраці банків з фінансовими посередниками використовуються при розробці окремих практичних заходів щодо формування стратегії та тактики управління інвестиційною діяльністю АТ «УкрСиббанк». Зокрема, в поточній діяльність банку враховано рекомендації та висновки, сформульовані в дисертаційному дослідженні Сисоевої Л.Ю., щодо методів оцінки ефективності об'єднань банків та інших інвестиційних посередників та визначення на основі цього оптимальної структури об'єднання. Це дозволить керівництву АТ «УкрСиббанк» більш обґрунтовано підійти до удосконалення системи управління розвитком банку та співпраці з партнерськими страховими та інвестиційними компаніями.

Начальник Сумського управління

АТ «УкрСиббанк»

Д.В. Римарчук





СТОЛИЧНИЙ

ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО АКЦІОНЕРНИЙ БАНК «СТОЛИЧНИЙ»
PUBLIC JOINT-STOCK COMPANY JOINT STOCK BANK "STOLICHNYI"

УКРАЇНА, 40024, СУМИ, вул. Харківська, 1, тел./факс +380 542 659815, код ЄДРПОУ 20028816
К/Р 32000101400 УПРАВЛІННЯ НБУ В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ, МФО 337308

01-07/1295
24.09.2010

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Спіфанову А.О.

ДОВІДКА

*про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Сисоевої Лариси Юрієвни
на тему «Банки України в інтеграційних процесах
на інвестиційному ринку»,*

представленого на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Аналіз наукових результатів, отриманих авторкою дисертаційного дослідження – Сисоевою Л.Ю., дозволив дійти висновку, що вони є науково-обґрунтованими та можуть використовуватися у практичній діяльності вітчизняних комерційних банків.

Так, зокрема, при роботі ПАТ АБ «СТОЛИЧНИЙ» з метою підвищення ефективності політики інвестування коштів враховано пропозиції дисертантки щодо делегування банку функцій розміщення коштів та контролю за інвестиційними проектами від інших фінансових посередників (страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, інвестиційних фондів тощо). Фахівцями відповідних відділів банку ПАТ АБ «СТОЛИЧНИЙ» в поточній діяльності враховуються висновки дисертантки щодо переваг банків на інвестиційному ринку України, зроблені виходячи з теорії фінансового посередництва. Такий підхід дозволить керівництву ПАТ АБ «СТОЛИЧНИЙ» значно підвищити як обсяги залучених коштів від суб'єктів нефінансового та фінансового секторів економіки України, так і об'єми здійснення операцій кредитування та інвестування.

Голова Правління
ПАТ АБ «СТОЛИЧНИЙ»



Г. М. Шульженко





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

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



№ 13-22/345

24.09.2010

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА
про впровадження результатів дисертаційної роботи
«Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку»
здобувача кафедри фінансів
Державного вищого навчального закладу
«Українська академія банківської справи Національного банку України»
Сисоевої Лариси Юріївни

Ознайомлення з основними науковими результатами, викладеними в дисертаційній роботі Сисоевої Л.Ю. на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку», поданій в спеціалізовану вчену раду Д55.081.01 на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит, дозволяє дійти висновку, що вона містить цілий ряд наукових положень, які є суттєвими при вирішенні поточних задач функціонування Сумського Регіонального Управління «Дельта Банк».

Так, зокрема, Сумським Регіональним Управлінням «Дельта банк» при розробці стратегії обслуговування корпоративних клієнтів враховано висновки та пропозиції Сисоевої Л.Ю. щодо зміни організаційної форми співпраці зі страховими та інвестиційними компаніями. Зокрема, в діяльність Сумського Регіонального Управління «Дельта Банк» впроваджено методику визначення ефективності та оптимальних меж співпраці між банком, страховими компаніями, інститутами спільного інвестування, недержавними пенсійними фондами тощо через оцінку ефективності внутрішнього ринку капіталу.

Начальник Сумського Регіонального Управління

АТ «Дельта Банк»

Курило В. М.



Україна, 01133, м. Київ, вул. Щорса, 36-Б, тел./факс +38 (044) 590-03-80
e-mail: info@deltabank.com.ua, www.deltabank.com.ua



Україна, 04053, м. Київ, вул. Обсерваторна, 17а
 тел./факс: (044) 486-68-16, 272-41-38, 272-57-28; e-mail: omega@omega.ua
 р/р 26502030024980 у ВАТ Банк "Фінанси та Кредит", МФО 300131, ЄДРПОУ 21626809

№45 лог 20.09.10

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
 Української академії банківської справи
 Національного банку України
 д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА
про впровадження результатів наукового дослідження

Керівництвом та фахівцями Сумського обласного управління страхової компанії "Омега" розглянуто результати наукового дослідження Сисоєвої Лариси Юріївни на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Результати дисертації використовуються при розробці окремих практичних заходів щодо формування інвестиційної політики страхової компанії "Омега"

Зокрема, враховано рекомендації та висновки, сформульовані в дисертаційному дослідженні Сисоєвої Л.Ю., щодо делегування банківським установам функції контролю за інвестиціями страхової компанії.

В поточній діяльності страхової компанії "Омега" враховується запропонований у науковому дослідженні підхід до вибору напрямків та організаційних форм розміщення коштів страхових резервів.

На основі рекомендацій, розроблених Сисоєвою Л.Ю., скориговано перелік вимог страхової компанії "Омега" до банків, в яких розміщуються фінансові ресурси.

Фахівцями страхової компанії "Омега" розпочато роботу щодо зміни форми розміщення коштів страхових резервів з метою підвищення рівня інвестиційної спрямованості та рівня прибутковості інвестиційних вкладень.

Начальник Сумського обласного
 обласного управління АСК "Омега" Легкодух В. А.





**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”**



ТОВ "Компанія з управління активами "АОІА"

04050, Київ, вул. Тарасовичівка, 17
 тел./факс: +38(044) 359 00 81, 359 00 78
 oia@aoia.com.ua

Голові спеціалізованої вченої ради Д55.081.01
 Української академії банківської справи
 Національного банку України
 д.е.н., проф. Стефанову А.О.

*Вих. № 77
 big 24.09.10*

ДОВІДКА
 про впровадження результатів наукового дослідження
 Сисоевої Лариси Юріївни
 на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному
 ринку»

Інститути спільного інвестування є дієвим інструментом, який здатний нагромаджувати ресурси, забезпечувати їх обіг та спрямовувати на забезпечення інвестиційних потреб національної економіки. Для налагодження ефективної взаємодії між покупцями та продавцями інвестиційних ресурсів, акумуляції вільних коштів та трансформації їх у продуктивний капітал, що має інвестиційну спрямованість, різні форми співпраці між банками та небанківськими посередниками набувають особливої актуальності.

Фахівцями Компанії з управління активами «АОІА» було розглянуто результати наукового дослідження Сисоевої Лариси Юріївни на тему «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

У процесі аналізу було встановлено, що дослідження Сисоевої Л.Ю. містить цілий ряд науково обґрунтованих результатів. Зокрема, фахівцями КУА «АОІА» з метою підвищення ефективності прийняття інвестиційних рішень при формуванні стратегії та тактики розміщення ресурсів на вітчизняному інвестиційному ринку враховуються пропозиції дисертантки щодо врахування асиметрії інформації при здійсненні операцій інвестиційного посередництва.

Зроблені в дисертаційній роботі висновки дозволять керівництву КУА «АОІА» більш обґрунтовано підійти до оцінки доцільності здійснення фінансових інвестицій в умовах інтернаціоналізації інвестиційного ринку, зростання рівня застосування інформаційних технологій, впровадження фінансових інновацій, загострення конкурентної боротьби за клієнтів.

Президент



Мазур М.Л.



Ректору Державного вищого навчального закладу
«Українська академія банківської справи
Національного банку України», д.е.н., проф.



А.С.Спіфанов

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Сисоевої Лариси Юріївни
на тему: «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку»
у навчальний процес обліково-фінансового факультету
та факультету банківських технологій
ДВНЗ «Українська академія банківської справи
Національного банку України»

від 7 09 2010р.

м. Суми

Акт складено комісією у складі:

Голова – декан факультету банківських технологій, к.е.н., доц. Гончарук Т.І.

Члени комісії:

— декан обліково-фінансового факультету, к.п.н., доц.. Головань М.С.

завідувач кафедри банківської справи, д.е.н., проф. Сало І.В.

Комісія провела роботу по визначенню фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Сисоевої Лариси Юріївни «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку» у навчальний процес факультету банківських технологій та обліково-фінансового факультету ДВНЗ «УАБС НБУ».





**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”**

Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну Сисоевої Лариси Юріївни «Банки України в інтеграційних процесах на інвестиційному ринку» .
2. Робочі програми наступних дисциплін:
 - «Гроші та кредит» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки бакалаврів за напрямом підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», спеціалізації «Банківські технології і процеси» та «Фінанси»);
 - «Банківська справа.» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки бакалаврів за напрямом підготовки 6.030502 «Економічна кібернетика»);
 - «Інвестування» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки бакалаврів за напрямом підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», спеціалізації «Банківські технології і процеси»);
 - «Фінансовий ринок» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки бакалаврів за напрямом підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит», спеціалізації «Банківські технології і процеси» та «Фінанси»);
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Сисоевої Лариси Юріївни науково-теоретичні положення та практичні рекомендації впроваджені як розділи курсів таких дисциплін:
 - «Гроші та кредит»: Тема 5 «Грошовий ринок»; Тема 4 (13) «Фінансове посередництво»;
 - «Банківська справа»: Тема 2 «Організація та облік окремих видів кредитних операцій»; Тема 4 «Емісійні та посередницькі операції банків на ринку цінних паперів»;
 - «Інвестування»: Тема 2 «Структура інвестиційного ринку»; Тема 7 «Фінансові інвестиції»;



- «Фінансовий ринок»: Тема 2 «Регулювання фінансового ринку»;
Тема 3 «Інфраструктура фінансового ринку».

2. Застосування в навчальному процесі факультету банківських технологій та обліково-фінансового факультету ДВНЗ «УАБС НБУ» матеріалів дисертаційного дослідження Сисоевої Лариси Юріївни дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку – підвищити якість підготовки фахівців.

Голова комісії



Т.І. Гончарук

Члени комісії



М.С. Головань



І.В. Сало



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
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”**

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