

## ІНВЕСТИЦІЙНІ БАНКИ НА РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ: СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА УКРАЇНСЬКИЙ ДОСВІД

*Остапенко І. О., аспірант*

*У статті розглянуто особливості діяльності інвестиційних банків світу на ринку похідних фінансових інструментів в умовах фінансової нестабільності. Охарактеризовано стан та основні тенденції розвитку інвестбанкінгу в Україні та закордоном. Підкреслено необхідність виваженого підходу щодо регулювання інвестиційних операцій банків з похідними фінансовими інструментами.*

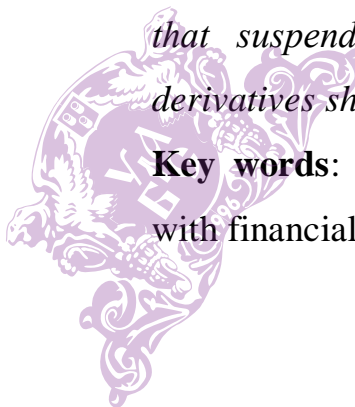
**Ключові слова:** похідні фінансові інструменти, інвестбанкінг, інвестиційні операції банку з похідними фінансовими інструментами, хеджування ризиків банком.

*В статье рассматриваются особенности деятельности инвестиционных банков мира на рынке производных финансовых инструментов. Охарактеризовано состояние и основные тенденции развития инвестбанкинга в Украине и за рубежом. Подчеркивается необходимость взвешенного подхода к регулированию инвестиционных операций банков с производными финансовыми инструментами.*

**Ключевые слова:** производные финансовые инструменты, инвестбанкинг, инвестиционные операции банка с производными финансовыми инструментами, хеджирование рисков банком.

*Article deals with special features in investment banks' activity on financial derivatives markets in financial instability. Current situation and bank investment business tendencies in Ukraine and abroad are characterized. Author underlined, that suspended regulation for banks' investment operations with financial derivatives should be introduced.*

**Key words:** financial derivatives, invest banking, banks' investment operations with financial derivatives, hedging risks by bank.



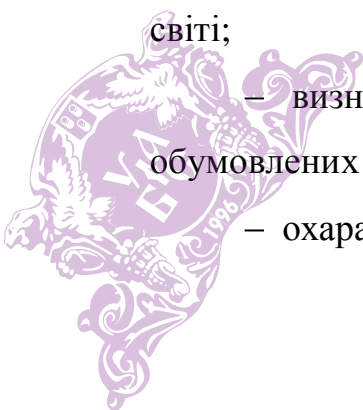
**Постановка проблеми** Ключова роль в міжнародних фінансово-кредитних відносинах та недавніх кризових явищах у світовій фінансовій системі належить інвестиційним банківським установам – як переважаючому типу фінансових посередників у світовому масштабі з інституційного погляду, та похідним фінансовим інструментам (ПФІ) – як найбільш розповсюдженому у вартісному виразі на світових фінансових ринках класу з інструментального. Безпрецедентне зростання обсягів використання ПФІ за останні роки стало не тільки однією з найважливіших рис фінансіалізації світового економічного простору, а й одним з найприбутковіших видів інвестиційного банківського бізнесу. З огляду на кризові події в світовій фінансовій системі і недостатнього розвитку інвестиційної складової української економіки, відсутності розвиненого ринку ПФІ дослідження цієї проблеми є актуальним.

**Аналіз останніх публікацій** Питаннями дослідження інвестиційних операцій банків в Україні почали займатись відносно недавно у контексті досліджень банківських операцій загалом. У той же час вивченню діяльності саме інвестиційних банків присвячено не так багато праць. Серед вчених, які досліджують проблематику функціонування інвестиційних банків в Україні, варто назвати С. Леонова, О.Кириченка, А. Кузнецову, О. Другова. В. Шапрана, Л. Примостку [14, 10, 13, 19, 16]. Діяльність банків на ринку ПФІ взагалі висвітлена недостатньо у порівнянні з зарубіжною науковою думкою.

Відповідно, **мета дослідження** – аналіз сучасних тенденцій розвитку інвестиційного банківського бізнесу на ринках ПФІ в Україні і світі.

З метою пов'язані такі **завдання**:

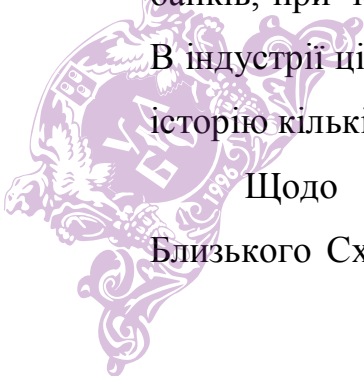
- з'ясувати обсяги ведення інвестиційних операцій банками з ПФІ в світі;
- визначити основні вектори розвитку інвестиційного банкінгу, обумовлених впливом світової фінансової кризи;
- охарактеризувати інвестиційну діяльність українських банків.



**Виклад основного матеріалу** Інвестиційні банки як фінансові посередники виконують свої функції не тільки в обслуговуванні обігу інвестиційних ресурсів – трансформації короткострокових пасивів у довгострокові інвестиційні кредити, не тільки в якості учасників фондового ринку: андерайтерів, брокерів, дилерів, консультантів та учасників в угодах злиття-поглинання, IPO (первинне публічне розміщення), SPO (повторне публічне розміщення), LBO (придбання бізнесу за рахунок позикових коштів), але й у створенні нових фінансових інструментів, зокрема похідних та структурованих, та спекуляціях і хеджуванні ризиків ними. Варто відзначити, що термін “інвестиційний банк” не є загальноживаним у світовій банківській практиці [14]. Найчастіше його використовують для позначення окремих спеціалізованих фінансових інститутів США, що безпосередньо є фінансовими холдингами і здійснюють операції, що не відносяться до комерційних, на відміну від універсальних європейських банківських установ.

Глобалізована банківська система характеризується значною відкритістю та тісними зв'язками між фінансовими інститутами переважно розвинених країн світу; відповідно початок кризи subprime в економіці США змусив і європейські, японські та інші банки переглянути не тільки свою інвестиційну політику, але й вартість своїх активів. Особливо негативні тенденції позначилися на фінансовій стійкості та платоспроможності інвестиційних банків, які з урахуванням названих особливостей побудов американської і європейської фінансових систем, зосереджені переважним чином в США. На долю американських інвестиційних банків в 2007 році припадало 53% від загальносвітового показника доходів інвестиційних банків, при чому даний показник виріс на 80% лише за останнє десятиліття. В індустрії цінних паперів США в 2007 р. було зайнято рекордну за всю його історію кількість чоловік – 849 тис. [17].

Щодо показників європейських інвестиційних банків з країнами Близького Сходу й Африки включно та азіатських інвестиційних банків, їх



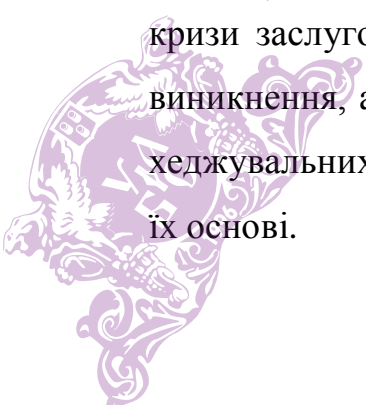
питома вага у світових доходах у 2007 р. та темпи росту за останнє десятиліття склали 32%/217% та 15%/250% відповідно.

У 2007 р. світовий банківський сектор подешевшав в середньому 17-18%, (за вартістю активів, втілених в курсах акцій, що торгуються на біржах), в 2008 р. з наростанням фінансової нестабільності – приблизно на 71% [8]. За величиною втрат лідирували акції страхової компанії AIG та двох незалежних інвестиційних банків Goldman Sachs й Morgan Stanley, які залишилися, з недавньої «великої четвірки» Уолл-стріт.

Серед угод з продажу інвестиційних банків, внаслідок їх неплатоспроможності чи для запобігання «ефекту доміно» в банківських системах, варто назвати придбання низки активів (інвестиційно-банківську діяльність та операції на фондовому ринку у Північній Америці, штаб-квартиру банку в Нью-Йорку та два обчислювальних центри в Нью-Джерсі) американського четвертого за величиною інвестиційного банку Lehman Brothers британським банком Barclays за \$1,75 млрд., купівлі Bank of America (другий за величиною банк США) інвестиційного банку Merrill Lynch всього за \$ 50 млрд., 21% акцій Morgan Stanley японською фінансовою групою Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG) та ін. [11, 15].

Серед європейських банків вдалося уникнути банкрутств завдяки державній підтримці, але все ж таки найбільше збитків зазнали банки, що здійснювали інвестиційні операції з кредитними ПФІ, емітованими банками США в процесі сек'юритизації іпотечних активів Hyporeal Estate, West LB, Bayern LB, Commerzbank (ФРН), Fortis (Бельгія), Allied Irish Bank (Ірландія), Bradford&Bingley, Northern Rock, TSB-Lloyds, HSBC (Великобританія).

На окрему увагу у сучасній науковій дослідженні світової фінансової кризи заслуговує і роль ПФІ не тільки виключно як ймовірної причини її виникнення, а й у контексті діяльності інвестиційних банків, значна частина хеджувальних, а особливо спекулятивних операцій яких була побудована на їх основі.



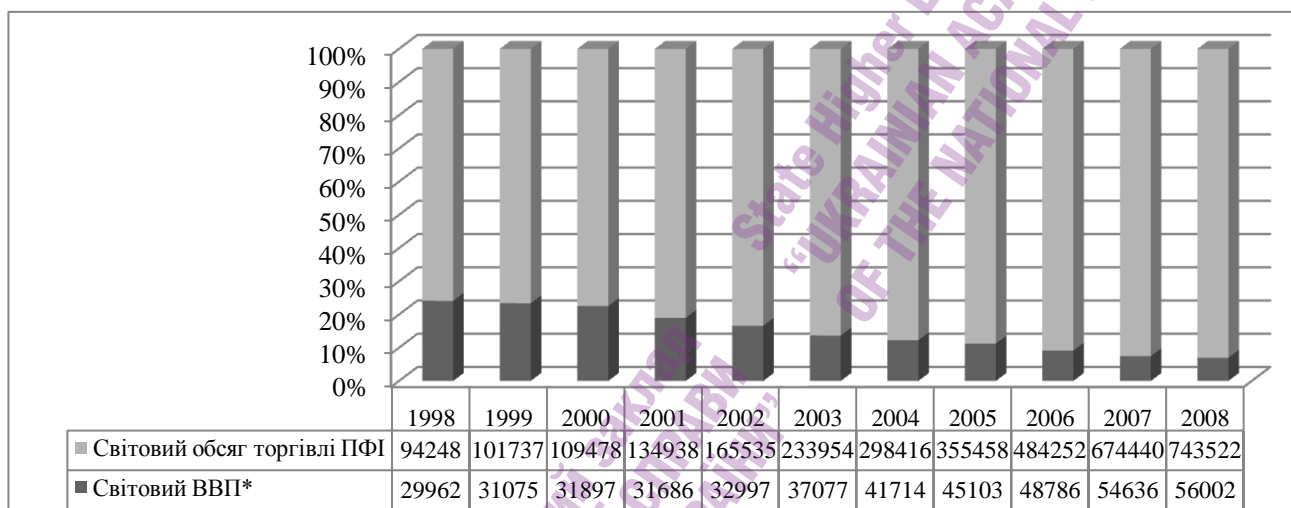
Ми приєднуємось до думки, що ПФІ втілюють значні переваги, доведені численними аналітичними дослідженнями. Так використання ПФІ у якості інструментів хеджування позитивно впливає на зменшення волатильності грошових потоків банку, зниження його ризиків (валютного, процентного, ринкового та ін.), підвищує рівень операційного та фінансового важелів (левериджу), сприяє зростанню доходів та капіталізації [5, 2].

Однак, неконтрольоване використання ПФІ в спекулятивних операціях, заснованих на можливості використовувати дешеві позикові кошти, що в декілька разів перевищують власний капітал банку, призвело до негативних явищ у світовій фінансовій системі. Серед усього різноманіття форм ПФІ в це передусім стосується кредитних їх видів, що випускалися банками на основі пулів своїх сек'юритизованих активів, дозволяли зменшувати розмір регулятивного капіталу і сприяти подальшій кредитній експансії, в умовах високих моральних ризиків, пов'язаних з заниженням ризиків від оцінки позичальників [4]. Першою такою угодою стала угода, що була укладена в 1992 році американським банком «Bunker Trust» зі свопами на дефолт [12].

Останніми роками перед фінансовою кризою спостерігалось бурхливе зростання розмірів та доходності банківського бізнесу. Прибутки банків у світовому масштабі сягнули \$788 млрд. у 2006 році, що на \$150 млрд. більше ніж у наступній найбільш доходній галузі – нафтогазовому та вугільному секторі. Доходи банків у світовому масштабі склали 6% світового ВВП, а прибутки, у перерахунку на одного працівника, у 26 разів перевищували середню суму прибутку працівників усіх інших галузей економіки [7]. На фоні сказаного за останні 16 років (з 1990 по 2006 рр.) прибуток до виплати податків інвестиційних банків виріс в 48 разів і склав \$38,6 млрд. Основними прибутковими статтями інвестиційних банків стали комісійні (брокеридж, консалтинг) та трейдинг (клієнтський, за власні кошти).

Такі масштаби зростання банківського бізнесу пояснюються експертами перш за все недосконалістю фінансових ринків (асиметричністю інформації, браку конкуренції) і конструювання складних

фінансових інструментів, зокрема й кредитних з переважною метою отримання додаткових вигід від операцій з ними. Проте, у порівнянні із зростанням прибутків банківської сфери зростання світового обсягу торгівлі ПФІ, що сконцентрований на позабіржовому ринку є набагато більшим і у вартісному вираженні значно перевищує розмір світового ВВП, що наведено на рис. 1.



\* – дані про Світовий ВВП за 2008 р. наведені оціночно за прогнозом Світового банку про його зростання на 2,5%

Рисунок 1 – Співвідношення світового ВВП та обсягу позабіржових ПФІ за номінальною вартістю, \$ млрд

*Джерело:* Bank for International Settlements. – Quarterly review 1998-2008 [Electronic resource] . – Access mode : <http://www.bis.org/statistics>. – Title from a home page; UN data [Electronic resource] . – Access mode : <http://data.un.org/>. – Title from a home page

Зростання масштабів застосування зарубіжними інвестиційними банками ПФІ у своїй практиці стало наслідком декількох передумов:

а) щодо інвестиційних операцій:

– дерегулювання банківської системи США (відміна закону Гласа-Стігала в 1999 р., прийнятого в 1933 (Glass-Steagall Banking Bill) і прийняття закону Гремма-Ліча-Блайлі в 2000 р.) та лібералізація руху капіталів у світовій фінансовій системі загалом;

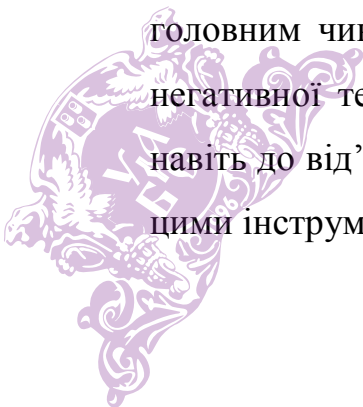
– бурхливий розвиток фінансової (банківської) інженерії, що ознаменувався розробкою формули оцінки опціонів Блека-Шоулза у 1973 р. та створенням теоретичного підґрунтя для оцінки ПФІ;

б) щодо хеджувальних операцій:

– посилення волатильності на світових фінансових ринках внаслідок краху Бреттон-Вудської валютної системи і переходу від фіксованих до плаваючих валютних курсів, азіатської кризи наприкінці 1990-х рр.

На фоні скорочення торгів різноманітними інструментами на біржових ринках, обсяги позабіржових ПФІ за номінальною сумою зросли у 2008 р. на \$88 трлн., до \$683,7 трлн. . Єдиним видом позабіржових ПФІ, що показав зниження, з огляду на світову фінансову кризу і роль в ній цих інструментів стали кредитні похідні фінансові інструменти. Починаючи з 2004 р. – початку публікації статистичних даних про них, і демонструючи середні щорічні темпи зростання обсягу торгів близько 45% у 2008 році номінальна вартість кредитних ПФІ зменшилась на \$579 млрд. після численних списань і оголошення за операціями з ними збитків провідних банків світу.

Проте, можна говорити лише про першу хвилю скорочення капіталу банків при списанні збитків за операціями з ПФІ. За даними останніх офіційних фінансових звітів найбільших банків США (у загальному обсязі ПФІ вони контролюють 95% обсягів торгівлі деривативами), які вже отримали від уряду країни сукупну допомогу у \$145 млрд., їх збитки зросли на 49% головним чином через банкрутства Lehman Brothers і AIG. Найбільш збитковими у портфелях банків стали кредитні дефолтні свопи на іпотечні борги категорії subprime і на борги інших ненадійних позичальників (рис. 2) [3]. Однак з урахуванням складу їх інвестиційних портфелів, орієнтованих в головним чином на ПФІ, з впевненістю можна говорити про продовження негативної тенденції зменшення власного капіталу (чистих активів) банків навіть до від'ємного значення під час списання нових потенційних збитків за цими інструментами.



З урахуванням впливу світової фінансової кризи та широкого розповсюдження ПФІ у діяльності зарубіжних інвестиційних банківських установ в цих умовах можна виділити спільні тенденції:

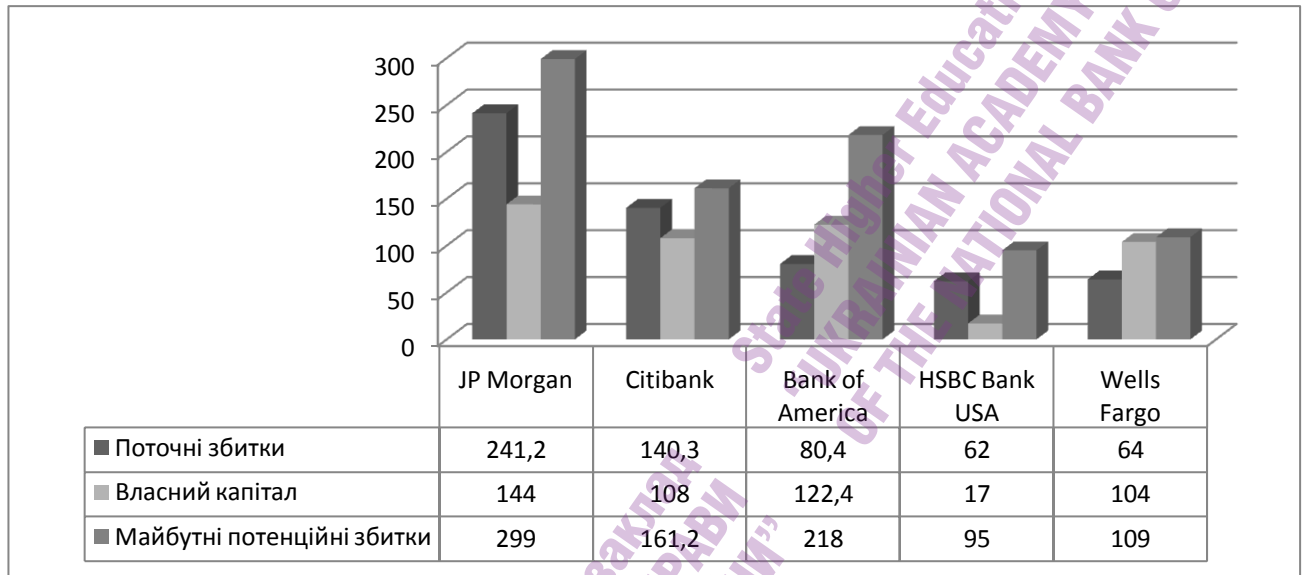


Рисунок 2 – Співвідношення власного капіталу, поточних та потенційних збитків від ПФІ найбільших американських банків станом на 31. 12. 2008, \$ млрд.

– делеверидж як процес, що характерний для тих ризикових банківських операцій на фінансових ринках, які безпосередньо здійснювались за рахунок залучених, а не власних коштів з високим рівнем кредитного плеча (за деякими видами ПФІ його співвідношення становило 1:25);

– звуження масштабів інвестбанкінгу, націоналізація та універсалізація банків – згортання діяльності найбільших інвестиційних банків США та перекваліфікація їх у звичайні банки (викуп частини акції банків UBS та Royal Bank of Scotland урядами Швейцарії та Великобританії, подання заяви Goldman Sachs й Morgan Stanley 21 вересня 2008 р. про зміну свого статусу з інвестиційних банків у звичайні банки-холдинги);

– реорганізація інвестиційного напрямку банківського бізнесу в бік консультативних послуг стосовно супроводження клієнтських угод по злиттю – поглинанню, первинного публічного розміщення їх акцій і



відповідно переорієнтація з високоризикових для банків спекулятивних операцій;

– перегляд облікових методик щодо визнання, оцінки, переоцінки, списання ПФІ, відображення їх поза банківським балансом і впливу цих інструментів на вимоги достатності капіталу, особливо з урахуванням неможливості достовірної оцінки унікальних ПФІ (лише кредитних ПФІ як основних інструментів сек'юритизації нараховується близько 200 видів);

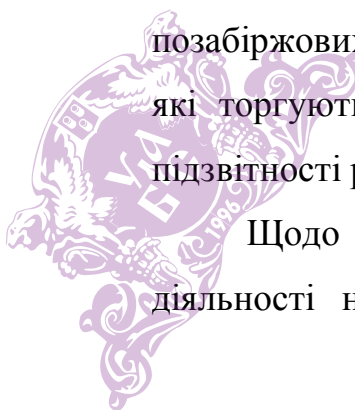
– перегляд критеріїв і процедур надання кредитних рейтингів та рейтингів інвестиційної привабливості з боку рейтингових агенцій як запорука формування достовірних очікувань інвесторів щодо оцінки вартості банківського бізнесу (за оцінками банку Credit Suisse, до кінця 2007 року S&P, Moody's и Fitch понизили з найвищого рівня рейтинг 70% кредитних ПФІ, випущених в 2006 р [1]);

– надання державної допомоги банкам в проведенні рекапіталізації, очищення капіталу банків від проблемних кредитів, зобов'язань за збитковими ПФІ (створення державної структури, що б консолідувала проблемні боргові активи в США на зразок державного фонду Resolution Trust Corporation [11], подібні ініціативи в Швейцарії та Росії);

– посилення рівня контролю і банківського нагляду, зростання вимог до регулятивного капіталу, стандартів щодо банківської ліквідності, посилення системи ризик-менеджменту та прозорості обліку, розроблених у рекомендаціях Базельського комітету з банківського нагляду та втілених в Принципах стабільного ризик-менеджменту ліквідності і нагляду (Principles of Sound Liquidity Risk Management and Supervision 2008 р. [6]);

– зростання ступеню «організованості» і урегульованості світових позабіржових ринків ПФІ, а також певна переорієнтація брокерів і дилерів, які торгують ПФІ, на організовані ринки (розробкою Акту прозорості і підзвітності ринків деривативів в США).

Щодо українського досвіду провадження інвестиційної банківської діяльності на ринках ПФІ, то її обсяги є незначними з урахуванням



системних недоліків у функціонуванні української банківської системи, зосередженні банків на короткостроковому кредитуванні споживчого сектору, недостатній їх капіталізації і відсутності інвестиційних ресурсів, неадекватно низькому потребам економіки рівню розвитку фінансового ринку та його строкового сегменту.

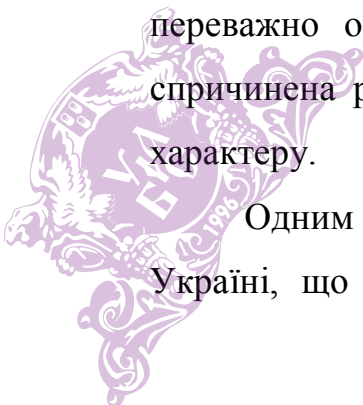
Крім того, відсутні повноцінні статистичні дані, що відображають інвестиційні процеси в економіці України та участь у них банківських посередників. Так, за окремими даними Асоціації українських банків станом на 01. 05. 2008 р. у загальному кредитно-інвестиційному портфелі українських банків частка інвестицій у цінні папери становила всього 4,2% [18]. Розміри інвестиційних портфелів першої десятки банківської системи (рис. 3) не співставні з аналогічними портфелями зарубіжних фінансових інститутів.

Найактивнішими учасниками на інвестиційному ринку поряд з нечисленними вітчизняними банківськими установами є банки з іноземними інвестиціями: Раффайзен Банк Аваль (Австрія), ING Wholesale Banking Україна, Альфа-Банк Україна [10].

Українські банки у зв'язку з нерозвиненістю ринку ПФІ позбавлені можливості не тільки здійснювати високоприбуткові спекулятивні операціями з такими інструментами, але й використовувати їх для управління власними ризиками в хеджувальних операціях, особливо у контексті наростання кредитного ризику, ризику ліквідності.

Низький рівень розвитку ринку ПФІ в Україні втілений в наступних показниках: обсяг торгівлі похідними цінними паперами у 2008 р. склав 0,27 млн. (зменшився на 34,11 млн. грн. у порівнянні з 2007 р.) і представлений переважно операціями з опціонами [9]. На нашу думку, така ситуація спричинена рядом проблем нормативного, методичного та організаційного характеру.

Одним із можливих векторів розвитку інвестиційного банкінгу в Україні, що матиме взаємний позитивний вплив як на реальний сектор



економіки (розширення програм довгострокового інвестиційного кредитування економіки), так і на фінансову стійкість самих банків (впровадження ефективних механізмів хеджування ризиків банку) є подальше формування ринку ПФІ.

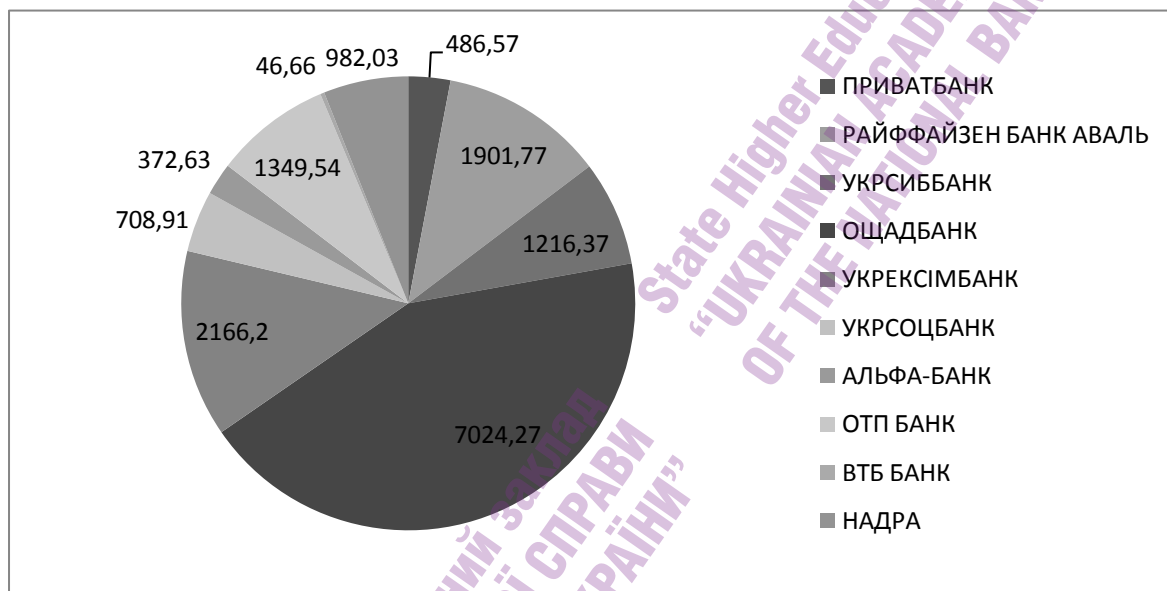


Рисунок 3 – Обсяг інвестицій в цінні папери найбільших 10 українських банків станом на 01. 05. 2009 р., млн. грн.

У той же час, його побудова повинна враховувати світові тенденції в інвестиційному банківському бізнесі та посиленні регулювання ринків ПФІ, і що важливо для інтеграції фінансового ринку України, що формується у світову фінансову систему повинна носити одно направлений характер, який спрямований на встановлення балансу між властивостями фінансових деривативів як засобів управління ризику, підвищення інформаційної ефективності ринку та їх роллю у виникненні кризових явищ унаслідок неналежного застосування в надмірних спекуляціях.

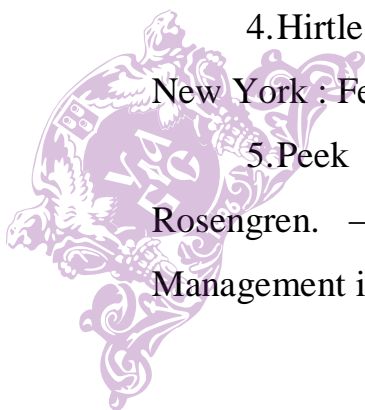
**Висновки** Таким чином, можна говорити про значний вплив ПФІ в інвестиційних операціях банківських установ на розвиток глобальної банківської системи, особливо у контексті їх неналежного, спекулятивного використання, що певною мірою призвело до деструктивних явищ у світовій фінансовій системі.

Ці явища супроводжуються тенденціями делевіриджу, звуження масштабів інвестбанкінгу, націоналізації та універсалізації банків, перегляду облікових методик та процедур рейтингування стосовно ПФІ. Із значним рівнем впевненості на сьогодні можна говорити про перспективну перебудову банківської системи на засадах більш ефективного ризик-менеджменту, адекватності банківського капіталу ризикам установи, посилення його регулювання, а також контрольованості операцій на ринках ПФІ, переосмислення ролі держави у регулюванні банківської системи.

В Україні в силу нерозвиненості ринку ПФІ та низького рівня інвестиційної активності банків, їх операції з цими інструментами не набули поширення. Відповідно посилення державного регулювання інвестиційної діяльності, запобігання прояву негативних тенденцій на ринках ПФІ є ключовими напрямками їх розвитку зокрема та інвестиційної складової економіки в цілому.

#### Список використаних джерел

1. Benmelech E. The alchemy of CDO credit ratings: working paper / Efraim Benmelech, Jennifer Dlugosz // Cambridge: National Bureau of economic research, 2009. – № 14878. – 43 p.
2. Berrospidey J. M. Corporate Hedging, Investment and Value / J. M. Berrospidey, A. Rajanx. – Washington, D.C.: Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, 2008. – 45 p. – Discussion Series Federal Reserve Board
3. Gordon G. Regulatory reports show 5 big banks face huge loss risk [Electronic resource] / Greg Gordon, Kevin G. Hall // McClatchy Newspapers. – Access mode : <http://www.mcclatchydc.com/homepage/story/63606.html>. – Title from a home page
4. Hirtle B. Credit Derivatives and Bank Credit Supply / Beverly Hirtle. – New York : Federal Reserve Bank Staff Reports. – 2007. – № 276. – 44 p.
5. Peek J. Derivatives Activity at Troubled Banks / Joe Peek, Eric S. Rosengren. – Wharton Financial Institutions Center's conference on Risk Management in Banking, at the October 13-15, 1996. – 41 p.



6. Wellink N. Basel Committee initiatives in response to the financial crisis [Remarks by Dr Nout Wellink, President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament (ECON)]. – Brussels, 30 March 2009. – 4 p.

7. Вибираючись із кредитної кризи. Глобальна фінансова криза очима бухгалтерів «Climbing out of the Credit Crunch»: аналітичний звіт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.accaglobal.com/documents/ukraine\\_credit\\_crunch.pdf](http://www.accaglobal.com/documents/ukraine_credit_crunch.pdf). – Заголовок з екрану.

8. Где у нынешнего кризиса дно? Что будет с рынками и инвестбанкингом после кризиса? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.auditit.ru/news/finance/173129.html>. – Загл. с экрана.

9. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // [http://www.ssmc.gov.ua/\(X\(1\)S\(drgkvmz\\_dci\\_2teq55hoypjxvj\)\)/ShowPage.aspx?PageID=12](http://www.ssmc.gov.ua/(X(1)S(drgkvmz_dci_2teq55hoypjxvj))/ShowPage.aspx?PageID=12). – Заголовок з екрану.

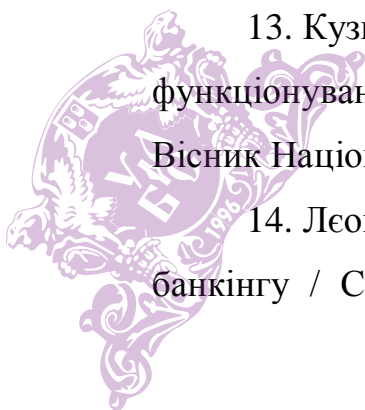
10. Кириченко О. Діяльність інвестиційних банків в Україні: проблеми та перспективи розвитку / О.Кириченко //Банківська справа. – 2008р. – № 2. – С.57-72

11. Кінець ери інвестиційних банків: огляд фондових ринків (15 - 19 вересня 2008 р.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~ /3/0/all/2008/09/22/137900#>. – Заголовок з екрану.

12. Кравчук І. Операції банків з кредитними деривативами / І. Кравчук // Наука молода. – 2007. – № 7. – с. 76-80.

13. Кузнєцова А. Оцінка впливу іноземного капіталу на функціонування банківської системи / А. Кузнєцова, О. Другов, В. Рисін // Вісник Національного банку України. – 2007. – №1. – С. 24-27.

14. Леонов С. В. Сучасні тенденції спеціалізованого інвестиційного банкінгу / С. В. Леонов // Міжнародна банківська конкуренція: Теорія і



практика: Збірник тез доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції (15-16 травня 2008 р.). У 2-х томах. Т. 2. – С. 8-11

15. Напольнов А. Новая реальность инвестбанковского бизнеса / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – 2009. – № 1.– Режим доступа: [http://www.reglament.net/bank/banking/2009\\_1.htm](http://www.reglament.net/bank/banking/2009_1.htm). – Загл. с экрана.

16. Примостка, Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти [Текст] : монографія / Л. О. Примостка ; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с. – ISBN 966-574-233-7

17. Рубцов Б. Б. Фондовый рынок США / Б. Б. Рубцов. // Портфельный инвестор. – 2008 . – №3. – С. 80-85

18. Структура кредитно - інвестиційного портфеля українських банків станом на 01.05.2009 р. [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу: <http://www.aub.com.ua/ua/2009.html?m=publications&t=rec&id=15776>. – Заголовок з екрану.

19. Шапран В. Инвестиционная отрасль США: тенденции в развитии [Электронный ресурс] / В. Шапран. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/bank/banking/2006\\_1\\_article.htm](http://www.reglament.net/bank/banking/2006_1_article.htm). – Загл. с экрана

УДК 336.764

## **ІНВЕСТИЦІЙНІ БАНКИ НА РИНКУ ПОХІДНИХ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ: СВІТОВІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА УКРАЇНСЬКИЙ ДОСВІД**

*Остапенко І. О., аспірант*

*У статті розглянуто особливості діяльності інвестиційних банків світу на ринку похідних фінансових інструментів в умовах фінансової нестабільності. Охарактеризовано стан та основні тенденції розвитку інвестбанкінгу в Україні та закордоном. Підкреслено необхідність виваженого підходу щодо регулювання інвестиційних операцій банків з похідними фінансовими інструментами.*



**Ключові слова:** похідні фінансові інструменти, інвестбанкінг, інвестиційні операції банку з похідними фінансовими інструментами, хеджування ризиків банком.

*В статье рассматриваются особенности деятельности инвестиционных банков мира на рынке производных финансовых инструментов. Охарактеризовано состояние и основные тенденции развития инвестбанкинга в Украине и за рубежом. Подчеркивается необходимость взвешенного подхода к регулированию инвестиционных операций банков с производными финансовыми инструментами.*

**Ключевые слова:** производные финансовые инструменты, инвестбанкинг, инвестиционные операции банка с производными финансовыми инструментами, хеджирование рисков банком.

*Article deals with special features in investment banks' activity on financial derivatives markets in financial instability. Current situation and bank investment business tendencies in Ukraine and abroad are characterized. Author underlined, that suspended regulation for banks' investment operations with financial derivatives should be introduced.*

**Key words:** financial derivatives, invest banking, banks' investment operations with financial derivatives, hedging risks by bank.



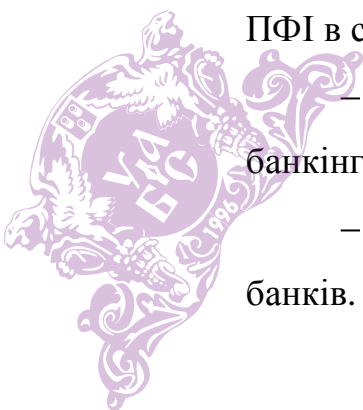
**Постановка проблеми** Ключова роль в міжнародних фінансово-кредитних відносинах та недавніх кризових явищах у світовій фінансовій системі належить інвестиційним банківським установам – як переважаючому типу фінансових посередників у світовому масштабі з інституційного погляду, та похідним фінансовим інструментам (ПФІ) – як найбільш розповсюдженому у вартісному виразі на світових фінансових ринках класу з інструментального. Безпрецедентне зростання обсягів використання ПФІ за останні роки стало не тільки однією з найважливіших рис фінансіалізації світового економічного простору, а й одним з найприбутковіших видів інвестиційного банківського бізнесу. З огляду на кризові події в світовій фінансовій системі і недостатнього розвитку інвестиційної складової української економіки, відсутності розвиненого ринку ПФІ дослідження цієї проблеми є актуальним.

**Аналіз останніх публікацій** Питаннями дослідження інвестиційних операцій банків в Україні почали займатись відносно недавно у контексті досліджень банківських операцій загалом. У той же час вивченню діяльності саме інвестиційних банків присвячено не так багато праць. Серед вчених, які досліджують проблематику функціонування інвестиційних банків в Україні, варто назвати С. Леонова, О.Кириченка, А. Кузнецову, О. Другова. В. Шапрана, Л. Примостку [14, 10, 13, 19, 16]. Діяльність банків на ринку ПФІ взагалі висвітлена недостатньо у порівнянні з зарубіжною науковою думкою.

Відповідно, **мета дослідження** – аналіз сучасних тенденцій розвитку інвестиційного банківського бізнесу на ринках ПФІ в Україні і світі.

З метою пов'язані такі **завдання**:

- з'ясувати обсяги ведення інвестиційних операцій банками з ПФІ в світі;
- визначити основні вектори розвитку інвестиційного банкінгу, обумовлених впливом світової фінансової кризи;
- охарактеризувати інвестиційну діяльність українських банків.

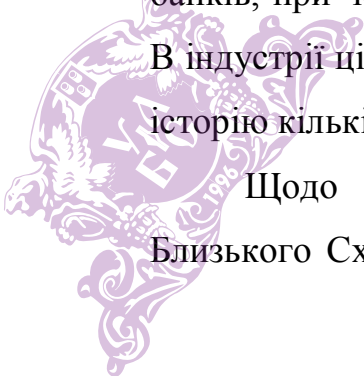




**Виклад основного матеріалу** Інвестиційні банки як фінансові посередники виконують свої функції не тільки в обслуговуванні обігу інвестиційних ресурсів – трансформації короткострокових пасивів у довгострокові інвестиційні кредити, не тільки в якості учасників фондового ринку: андерайтерів, брокерів, дилерів, консультантів та учасників в угодах злиття-поглинання, IPO (первинне публічне розміщення), SPO (повторне публічне розміщення), LBO (придбання бізнесу за рахунок позикових коштів), але й у створенні нових фінансових інструментів, зокрема похідних та структурованих, та спекуляціях і хеджуванні ризиків ними. Варто відзначити, що термін “інвестиційний банк” не є загальноживаним у світовій банківській практиці [14]. Найчастіше його використовують для позначення окремих спеціалізованих фінансових інститутів США, що безпосередньо є фінансовими холдингами і здійснюють операції, що не відносяться до комерційних, на відміну від універсальних європейських банківських установ.

Глобалізована банківська система характеризується значною відкритістю та тісними зв'язками між фінансовими інститутами переважно розвинених країн світу; відповідно початок кризи subprime в економіці США змусив і європейські, японські та інші банки переглянути не тільки свою інвестиційну політику, але й вартість своїх активів. Особливо негативні тенденції позначилися на фінансовій стійкості та платоспроможності інвестиційних банків, які з урахуванням названих особливостей побудов американської і європейської фінансових систем, зосереджені переважним чином в США. На долю американських інвестиційних банків в 2007 році припадало 53% від загальносвітового показника доходів інвестиційних банків, при чому даний показник виріс на 80% лише за останнє десятиліття. В індустрії цінних паперів США в 2007 р. було зайнято рекордну за всю його історію кількість чоловік – 849 тис. [17].

Щодо показників європейських інвестиційних банків з країнами Близького Сходу й Африки включно та азіатських інвестиційних банків, їх



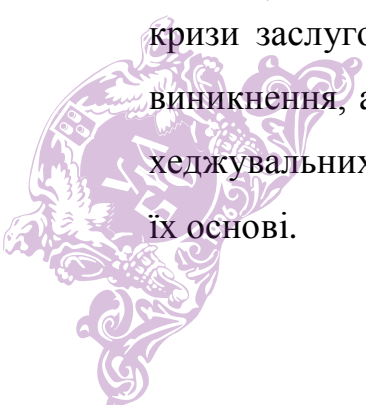
питома вага у світових доходах у 2007 р. та темпи росту за останнє десятиліття склали 32%/217% та 15%/250% відповідно.

У 2007 р. світовий банківський сектор подешевшав в середньому 17-18%, (за вартістю активів, втілених в курсах акцій, що торгуються на біржах), в 2008 р. з наростанням фінансової нестабільності – приблизно на 71% [8]. За величиною втрат лідирували акції страхової компанії AIG та двох незалежних інвестиційних банків Goldman Sachs й Morgan Stanley, які залишилися, з недавньої «великої четвірки» Уолл-стріт.

Серед угод з продажу інвестиційних банків, внаслідок їх неплатоспроможності чи для запобігання «ефекту доміно» в банківських системах, варто назвати придбання низки активів (інвестиційно-банківську діяльність та операції на фондовому ринку у Північній Америці, штаб-квартиру банку в Нью-Йорку та два обчислювальних центри в Нью-Джерсі) американського четвертого за величиною інвестиційного банку Lehman Brothers британським банком Barclays за \$1,75 млрд., купівлі Bank of America (другий за величиною банк США) інвестиційного банку Merrill Lynch всього за \$ 50 млрд., 21% акцій Morgan Stanley японською фінансовою групою Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG) та ін. [11, 15].

Серед європейських банків вдалося уникнути банкрутств завдяки державній підтримці, але все ж таки найбільше збитків зазнали банки, що здійснювали інвестиційні операції з кредитними ПФІ, емітованими банками США в процесі сек'юритизації іпотечних активів Hyporeal Estate, West LB, Bayern LB, Commerzbank (ФРН), Fortis (Бельгія), Allied Irish Bank (Ірландія), Bradford&Bingley, Northern Rock, TSB-Lloyds, HSBC (Великобританія).

На окрему увагу у сучасній наукових дослідженнях світової фінансової кризи заслуговує і роль ПФІ не тільки виключно як ймовірної причини її виникнення, а й у контексті діяльності інвестиційних банків, значна частина хеджувальних, а особливо спекулятивних операцій яких була побудована на їх основі.

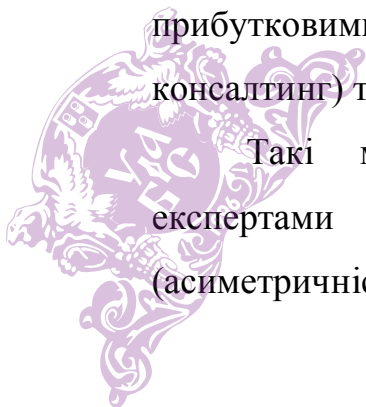


Ми приєднуємось до думки, що ПФІ втілюють значні переваги, доведені численними аналітичними дослідженнями. Так використання ПФІ у якості інструментів хеджування позитивно впливає на зменшення волатильності грошових потоків банку, зниження його ризиків (валютного, процентного, ринкового та ін.), підвищує рівень операційного та фінансового важелів (левериджу), сприяє зростанню доходів та капіталізації [5, 2].

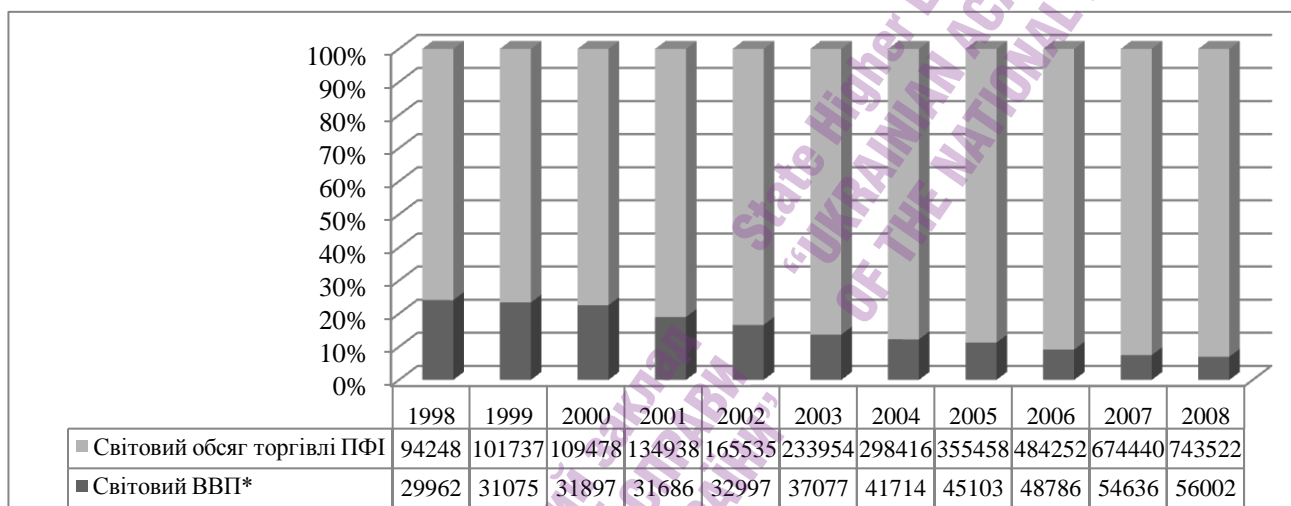
Однак, неконтрольоване використання ПФІ в спекулятивних операціях, заснованих на можливості використовувати дешеві позикові кошти, що в декілька разів перевищують власний капітал банку, призвело до негативних явищ у світовій фінансовій системі. Серед усього різноманіття форм ПФІ в це передусім стосується кредитних їх видів, що випускалися банками на основі пулів своїх сек'юритизованих активів, дозволяли зменшувати розмір регулятивного капіталу і сприяти подальшій кредитній експансії, в умовах високих моральних ризиків, пов'язаних з заниженням ризиків від оцінки позичальників [4]. Першою такою угодою стала угода, що була укладена в 1992 році американським банком «Bunker Trust» зі свопами на дефолт [12].

Останніми роками перед фінансовою кризою спостерігалось бурхливе зростання розмірів та доходності банківського бізнесу. Прибутки банків у світовому масштабі сягнули \$788 млрд. у 2006 році, що на \$150 млрд. більше ніж у наступній найбільш доходній галузі – нафтогазовому та вугільному секторі. Доходи банків у світовому масштабі склали 6% світового ВВП, а прибутки, у перерахунку на одного працівника, у 26 разів перевищували середню суму прибутку працівників усіх інших галузей економіки [7]. На фоні сказаного за останні 16 років (з 1990 по 2006 рр.) прибуток до виплати податків інвестиційних банків виріс в 48 разів і склав \$38,6 млрд. Основними прибутковими статтями інвестиційних банків стали комісійні (брокеридж, консалтинг) та трейдинг (клієнтський, за власні кошти).

Такі масштаби зростання банківського бізнесу пояснюються експертами перш за все недосконалістю фінансових ринків (асиметричністю інформації, браку конкуренції) і конструювання складних



фінансових інструментів, зокрема й кредитних з переважною метою отримання додаткових вигід від операцій з ними. Проте, у порівнянні із зростанням прибутків банківської сфери зростання світового обсягу торгівлі ПФІ, що сконцентрований на позабіржовому ринку є набагато більшим і у вартісному вираженні значно перевищує розмір світового ВВП, що наведено на рис. 1.



\* – дані про Світовий ВВП за 2008 р. наведені оціночно за прогнозом Світового банку про його зростання на 2,5%

Рисунок 1 – Співвідношення світового ВВП та обсягу позабіржових ПФІ за номінальною вартістю, \$ млрд

*Джерело:* Bank for International Settlements. – Quarterly review 1998-2008 [Electronic resource] . – Access mode : <http://www.bis.org/statistics>. – Title from a home page; UN data [Electronic resource] . – Access mode : <http://data.un.org/>. – Title from a home page

Зростання масштабів застосування зарубіжними інвестиційними банками ПФІ у своїй практиці стало наслідком декількох передумов:

а) щодо інвестиційних операцій:

– дерегулювання банківської системи США (відміна закону Гласа-Стігала в 1999 р., прийнятого в 1933 (Glass-Steagall Banking Bill) і прийняття закону Гремма-Ліча-Блайлі в 2000 р.) та лібералізація руху капіталів у світовій фінансовій системі загалом;

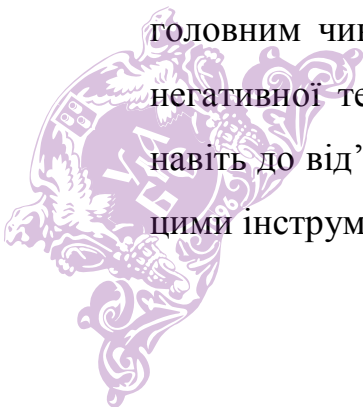
– бурхливий розвиток фінансової (банківської) інженерії, що ознаменувався розробкою формули оцінки опціонів Блека-Шоулза у 1973 р. та створенням теоретичного підґрунтя для оцінки ПФІ;

б) щодо хеджувальних операцій:

– посилення волатильності на світових фінансових ринках внаслідок краху Бреттон-Вудської валютної системи і переходу від фіксованих до плаваючих валютних курсів, азіатської кризи наприкінці 1990-х рр.

На фоні скорочення торгів різноманітними інструментами на біржових ринках, обсяги позабіржових ПФІ за номінальною сумою зросли у 2008 р. на \$88 трлн., до \$683,7 трлн. . Єдиним видом позабіржових ПФІ, що показав зниження, з огляду на світову фінансову кризу і роль в ній цих інструментів стали кредитні похідні фінансові інструменти. Починаючи з 2004 р. – початку публікації статистичних даних про них, і демонструючи середні щорічні темпи зростання обсягу торгів близько 45% у 2008 році номінальна вартість кредитних ПФІ зменшилась на \$579 млрд. після численних списань і оголошення за операціями з ними збитків провідних банків світу.

Проте, можна говорити лише про першу хвилю скорочення капіталу банків при списанні збитків за операціями з ПФІ. За даними останніх офіційних фінансових звітів найбільших банків США (у загальному обсязі ПФІ вони контролюють 95% обсягів торгівлі деривативами), які вже отримали від уряду країни сукупну допомогу у \$145 млрд., їх збитки зросли на 49% головним чином через банкрутства Lehman Brothers і AIG. Найбільш збитковими у портфелях банків стали кредитні дефолтні свопи на іпотечні борги категорії subprime і на борги інших ненадійних позичальників (рис. 2) [3]. Однак з урахуванням складу їх інвестиційних портфелів, орієнтованих в головним чином на ПФІ, з впевненістю можна говорити про продовження негативної тенденції зменшення власного капіталу (чистих активів) банків навіть до від'ємного значення під час списання нових потенційних збитків за цими інструментами.



З урахуванням впливу світової фінансової кризи та широкого розповсюдження ПФІ у діяльності зарубіжних інвестиційних банківських установ в цих умовах можна виділити спільні тенденції:

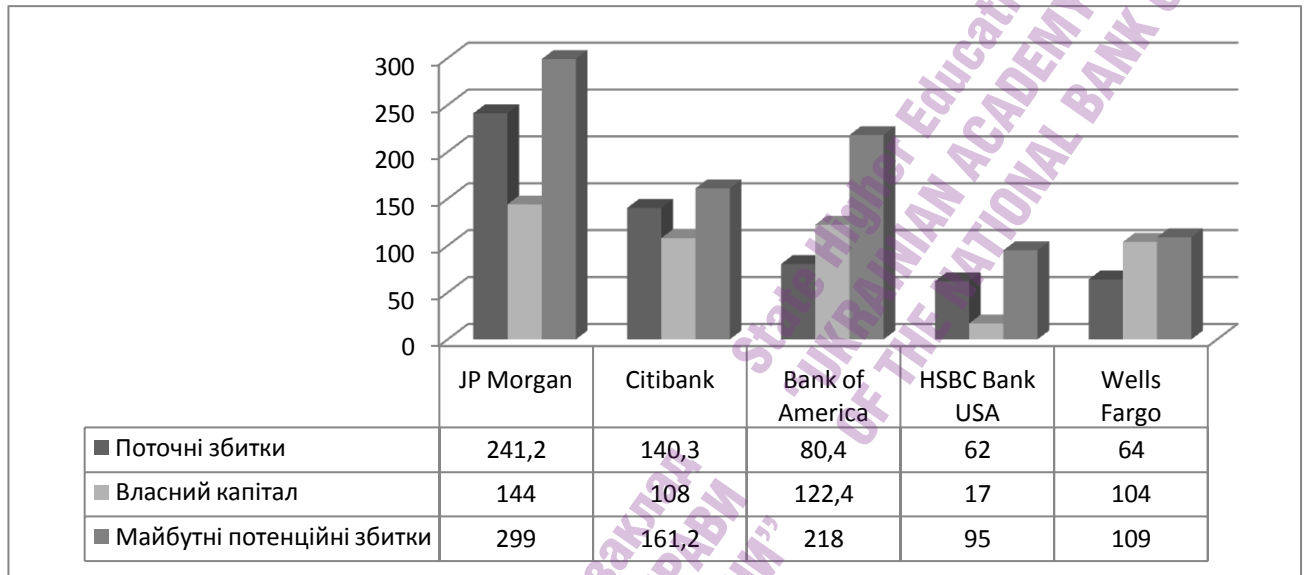


Рисунок 2 – Співвідношення власного капіталу, поточних та потенційних збитків від ПФІ найбільших американських банків станом на 31. 12. 2008, \$ млрд.

– делеверидж як процес, що характерний для тих ризикових банківських операцій на фінансових ринках, які безпосередньо здійснювались за рахунок залучених, а не власних коштів з високим рівнем кредитного плеча (за деякими видами ПФІ його співвідношення становило 1:25);

– звуження масштабів інвестбанкінгу, націоналізація та універсалізація банків – згортання діяльності найбільших інвестиційних банків США та перекваліфікація їх у звичайні банки (викуп частини акції банків UBS та Royal Bank of Scotland урядами Швейцарії та Великобританії, подання заяви Goldman Sachs й Morgan Stanley 21 вересня 2008 р. про зміну свого статусу з інвестиційних банків у звичайні банки-холдинги);

– реорганізація інвестиційного напрямку банківського бізнесу в бік консультативних послуг стосовно супроводження



клієнтських угод по злиттю – поглинанню, первинного публічного розміщення їх акцій і відповідно переорієнтація з високоризикових для банків спекулятивних операцій;

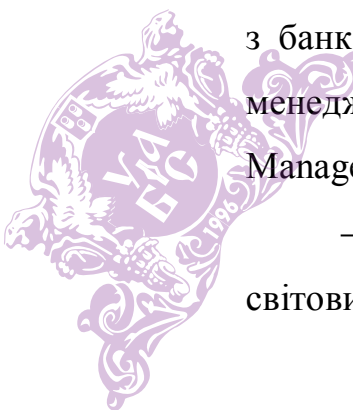
– перегляд облікових методик щодо визнання, оцінки, переоцінки, списання ПФІ, відображення їх поза банківським балансом і впливу цих інструментів на вимоги достатності капіталу, особливо з урахуванням неможливості достовірної оцінки унікальних ПФІ (лише кредитних ПФІ як основних інструментів сек'юритизації нараховується близько 200 видів);

– перегляд критеріїв і процедур надання кредитних рейтингів та рейтингів інвестиційної привабливості з боку рейтингових агенцій як запорука формування достовірних очікувань інвесторів щодо оцінки вартості банківського бізнесу (за оцінками банку Credit Suisse, до кінця 2007 року S&P, Moody's и Fitch понизили з найвищого рівня рейтинг 70% кредитних ПФІ, випущених в 2006 р [1]);

– надання державної допомоги банкам в проведенні рекапіталізації, очищення капіталу банків від проблемних кредитів, зобов'язань за збитковими ПФІ (створення державної структури, що б консолідувала проблемні боргові активи в США на зразок державного фонду Resolution Trust Corporation [11], подібні ініціативи в Швейцарії та Росії);

– посилення рівня контролю і банківського нагляду, зростання вимог до регулятивного капіталу, стандартів щодо банківської ліквідності, посилення системи ризик-менеджменту та прозорості обліку, розроблених у рекомендаціях Базельського комітету з банківського нагляду та втілених в Принципах стабільного ризик-менеджменту ліквідності і нагляду (Principles of Sound Liquidity Risk Management and Supervision 2008 р. [6]);

– зростання ступеню «організованості» і урегульованості світових позабіржових ринків ПФІ, а також певна переорієнтація



брокерів і дилерів, які торгують ПФІ, на організовані ринки (розробкою Акту прозорості і підзвітності ринків деривативів в США).

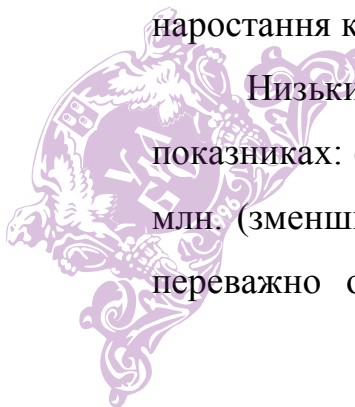
Щодо українського досвіду провадження інвестиційної банківської діяльності на ринках ПФІ, то її обсяги є незначними з урахуванням системних недоліків у функціонуванні української банківської системи, зосередженні банків на короткостроковому кредитуванні споживчого сектору, недостатній їх капіталізації і відсутності інвестиційних ресурсів, неадекватно низькому потребам економіки рівню розвитку фінансового ринку та його строкового сегменту.

Крім того, відсутні повноцінні статистичні дані, що відображають інвестиційні процеси в економіці України та участь у них банківських посередників. Так, за окремими даними Асоціації українських банків станом на 01. 05. 2008 р. у загальному кредитно-інвестиційному портфелі українських банків частка інвестицій у цінні папери становила всього 4,2% [18]. Розміри інвестиційних портфельів першої десятки банківської системи (рис. 3) не співставні з аналогічними портфелями зарубіжних фінансових інститутів.

Найактивнішими учасниками на інвестиційному ринку поряд з нечисленними вітчизняними банківськими установами є банки з іноземними інвестиціями: Раффайзен Банк Аваль (Австрія), ING Wholesale Banking Україна, Альфа-Банк Україна [10].

Українські банки у зв'язку з нерозвиненістю ринку ПФІ позбавлені можливості не тільки здійснювати високоприбуткові спекулятивні операціями з такими інструментами, але й використовувати їх для управління власними ризиками в хеджувальних операціях, особливо у контексті наростання кредитного ризику, ризику ліквідності.

Низький рівень розвитку ринку ПФІ в Україні втілений в наступних показниках: обсяг торгівлі похідними цінними паперами у 2008 р. склав 0,27 млн. (зменшився на 34,11 млн. грн. у порівнянні з 2007 р.) і представлений переважно операціями з опціонами [9]. На нашу думку, така ситуація





спричинена рядом проблем нормативного, методичного та організаційного характеру.

Одним із можливих векторів розвитку інвестиційного банкінгу в Україні, що матиме взаємний позитивний вплив як на реальний сектор економіки (розширення програм довгострокового інвестиційного кредитування економіки), так і на фінансову стійкість самих банків (впровадження ефективних механізмів хеджування ризиків банку) є подальше формування ринку ПФІ.

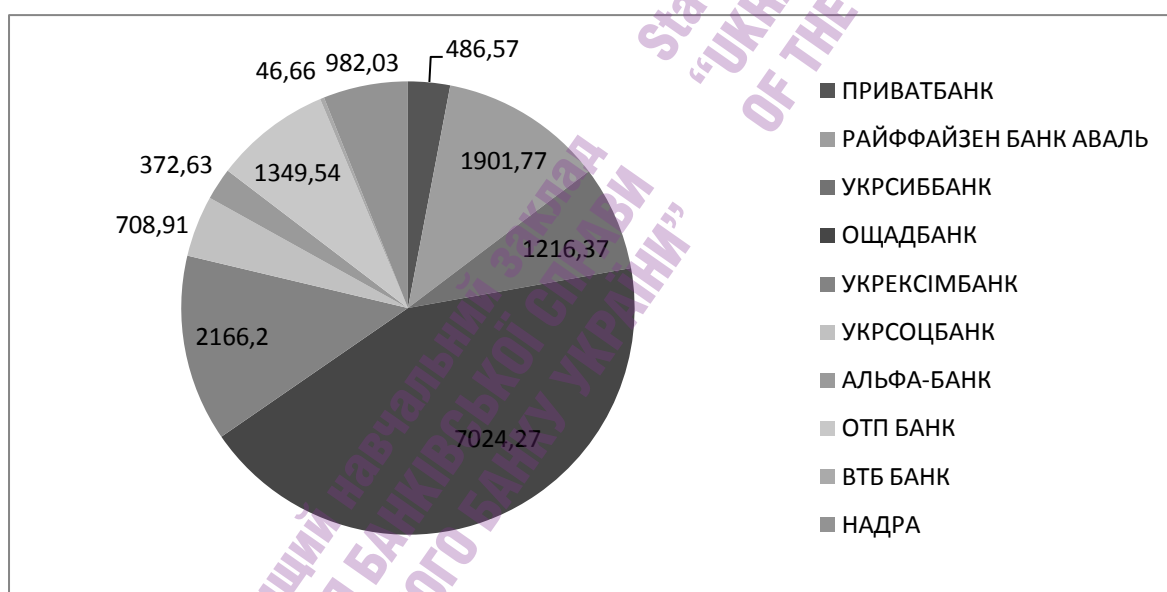


Рисунок 3 – Обсяг інвестицій в цінні папери найбільших 10 українських банків станом на 01. 05. 2009 р., млн. грн.

У той же час, його побудова повинна враховувати світові тенденції в інвестиційному банківському бізнесі та посиленні регулювання ринків ПФІ, і що важливо для інтеграції фінансового ринку України, що формується у світову фінансову систему повинна носити одно направлений характер, який спрямований на встановлення балансу між властивостями фінансових деривативів як засобів управління ризику, підвищення інформаційної ефективності ринку та їх роллю у виникненні кризових явищ унаслідок неналежного застосування в надмірних спекуляціях.

**Висновки** Таким чином, можна говорити про значний вплив ПФІ в інвестиційних операціях банківських установ на розвиток глобальної

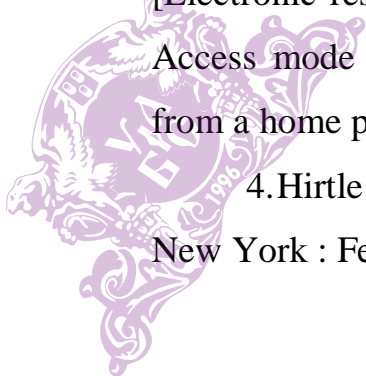
банківської системи, особливо у контексті їх неналежного, спекулятивного використання, що певною мірою призвело до деструктивних явищ у світовій фінансовій системі.

Ці явища супроводжуються тенденціями делевіриджу, звуження масштабів інвестбанкінгу, націоналізації та універсалізації банків, перегляду облікових методик та процедур рейтингування стосовно ПФІ. Із значним рівнем впевненості на сьогодні можна говорити про перспективну перебудову банківської системи на засадах більш ефективного ризик-менеджменту, адекватності банківського капіталу ризикам установи, посилення його регулювання, а також контрольованості операцій на ринках ПФІ, переосмислення ролі держави у регулюванні банківської системи.

В Україні в силу нерозвиненості ринку ПФІ та низького рівня інвестиційної активності банків, їх операції з цими інструментами не набули поширення. Відповідно посилення державного регулювання інвестиційної діяльності, запобігання прояву негативних тенденцій на ринках ПФІ є ключовими напрямками їх розвитку зокрема та інвестиційної складової економіки в цілому.

#### **Список використаних джерел**

1. Benmelech E. The alchemy of CDO credit ratings: working paper / Efraim Benmelech, Jennifer Dlugosz // Cambridge: National Bureau of economic research, 2009. – № 14878. – 43 p.
2. Berrospidey J. M. Corporate Hedging, Investment and Value / J. M. Berrospidey, A. Rajanx. – Washington, D.C.: Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, 2008. – 45 p. – Discussion Series Federal Reserve Board
3. Gordon G. Regulatory reports show 5 big banks face huge loss risk [Electronic resource] / Greg Gordon, Kevin G. Hall // McClatchy Newspapers. – Access mode : <http://www.mcclatchydc.com/homepage/story/63606.html>. – Title from a home page
4. Hirtle B. Credit Derivatives and Bank Credit Supply / Beverly Hirtle. – New York : Federal Reserve Bank Staff Reports. – 2007. – № 276. – 44 p.



5. Peek J. Derivatives Activity at Troubled Banks / Joe Peek, Eric S. Rosengren. – Wharton Financial Institutions Center's conference on Risk Management in Banking, at the October 13-15, 1996. – 41 p.

6. Wellink N. Basel Committee initiatives in response to the financial crisis [Remarks by Dr Nout Wellink, President of the Netherlands Bank and Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision, before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament (ECON)]. – Brussels, 30 March 2009. – 4 p.

7. Вибираючись із кредитної кризи. Глобальна фінансова криза очима бухгалтерів «Climbing out of the Credit Crunch»: аналітичний звіт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.accaglobal.com/documents/ukraine\\_credit\\_crunch.pdf](http://www.accaglobal.com/documents/ukraine_credit_crunch.pdf). – Заголовок з екрану.

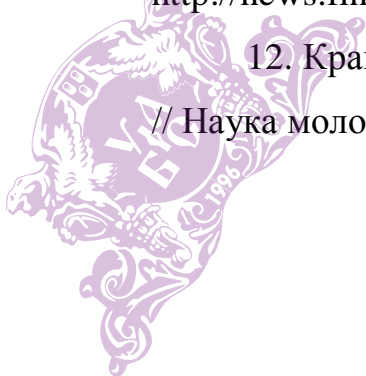
8. Где у нынешнего кризиса дно? Что будет с рынками и инвестбанкингом после кризиса? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.auditit.ru/news/finance/173129.html>. – Загл. с экрана.

9. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : // [http://www.ssmsc.gov.ua/\(X\(1\)S\(drgkvmz dci 2teq55hoypjxvj\)\) /ShowPage.aspx?PageID=12](http://www.ssmsc.gov.ua/(X(1)S(drgkvmz dci 2teq55hoypjxvj)) /ShowPage.aspx?PageID=12). – Заголовок з екрану.

10. Кириченко О. Діяльність інвестиційних банків в Україні: проблеми та перспективи розвитку / О.Кириченко //Банківська справа. – 2008р. – № 2. – С.57-72

11. Кінець ери інвестиційних банків: огляд фондових ринків (15 - 19 вересня 2008 р.) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~ /3/0/all/2008/09/22/137900#>. – Заголовок з екрану.

12. Кравчук І. Операції банків з кредитними деривативами / І. Кравчук // Наука молода. – 2007. – № 7. – с. 76-80.



13. Кузнєцова А. Оцінка впливу іноземного капіталу на функціонування банківської системи / А. Кузнєцова, О. Другов, В. Рисін // Вісник Національного банку України. – 2007. – №1. – С. 24-27.

14. Лєонов С. В. Сучасні тенденції спеціалізованого інвестиційного банкінгу / С. В. Лєонов // Міжнародна банківська конкуренція: Теорія і практика: Збірник тез доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції (15-16 травня 2008 р.). У 2-х томах. Т. 2. – С. 8-11

15. Напольнов А. Новая реальность инвестбанковского бизнеса / А. Напольнов // Инвестиционный банкинг. – 2009. – № 1. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/bank/banking/2009\\_1.htm](http://www.reglament.net/bank/banking/2009_1.htm). – Загл. с экрана.

16. Примостка, Л. О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти [Текст] : монографія / Л. О. Примостка ; Мін-во освіти і науки України, КНЕУ. – К. : КНЕУ, 2001. – 263 с. – ISBN 966-574-233-7

17. Рубцов Б. Б. Фондовый рынок США / Б. Б. Рубцов. // Портфельный инвестор. – 2008. – №3. – С. 80-85

18. Структура кредитно - інвестиційного портфеля українських банків станом на 01.05.2009 р. [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу: [http://www.aub.com.ua/ua/2009.html?\\_m=publications&\\_t=rec&id=15776](http://www.aub.com.ua/ua/2009.html?_m=publications&_t=rec&id=15776). – Заголовок з екрану.

19. Шапран В. Инвестиционная отрасль США: тенденции в развитии [Электронный ресурс] / В. Шапран. – Режим доступа: [http://www.reglament.net/bank/banking/2006\\_1\\_article.htm](http://www.reglament.net/bank/banking/2006_1_article.htm). – Загл. с экрана

