

ІНТЕГРАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Монографія

За загальною редакцією
доктора економічних наук А. О. Єпіфанова,
доктора економічних наук І. О. Школьник
і доктора економічних наук Ф. Павелки

Суми
ДВНЗ “УАБС НБУ”
2012

УДК 336.76:339.924

ББК 65.261-18

I-73

Рекомендовано до друку вченою радою Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України”, протокол № 7 від 02.04.2012

Рецензенти:

Т. В. Футало, доктор економічних наук, професор,
завідувач кафедри фінансів Львівської комерційної академії;

В. П. Унінець-Ходаківська, кандидат економічних наук,
професор, завідувач кафедри фінансових ринків
Національного університету Державної податкової служби України;

І. В. Сало, доктор економічних наук, професор,
ДВНЗ “Українська академія банківської справи НБУ”

Інтеграційні процеси на фінансовому ринку України [Текст] :
I-73 монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова,
д-ра екон. наук І. О. Школьник і д-ра екон. наук Ф. Павелки ;
[А. О. Єпіфанов, І. О. Школьник, Ф. Павелка та ін.]. – Суми : ДВНЗ
“УАБС НБУ”, 2012. – 258 с.

ISBN 978-966-8958-86-1

У монографії досліджено концептуальні основи та особливості розвитку інтеграційних процесів у фінансовому посередництві, обґрунтовано ефективність інтеграційних об'єднань на фінансовому ринку.

Видання рекомендоване для фахівців з банківської справи, викладачів, аспірантів, студентів економічних спеціальностей.

УДК 336.76:339.924

ББК 65.261-18

ISBN 978-966-8958-86-1

© ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”, 2012

© Єпіфанов А. О., Школьник І. О., Павелка Ф., 2012

ЗМІСТ

ВСТУП.....	5
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ФІНАНСОВОМУ ТА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКАХ.....	9
1.1. Фінансова інтеграція та фінансова конвергенція як сучасні тенденції розвитку фінансового ринку	9
1.2. Роль фінансової інтеграції у трансформації фінансового посередництва.....	16
1.3. Особливості ризиків у діяльності інтегрованих фінансових посередників.....	32
РОЗДІЛ 2. РОЗВИТОК ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ.....	44
2.1. Сучасні тенденції розвитку інвестиційного ринку в Україні	44
2.2. Формалізація напрямів створення інтеграційних об'єднань за участю банків на інвестиційному ринку України.....	76
2.3. Оцінка відповідності традиційних організаційних форм інтеграційних об'єднань вимогам ефективного інвестування.....	90
2.4. Концептуальні основи формування та функціонування інвестиційних консорціумів як сучасного типу інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку	100
РОЗДІЛ 3. ОСОБЛИВОСТІ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ У ФІНАНСОВОМУ ПОСЕРЕДНИЦТВІ.....	110
3.1. Основні передумови формування фінансових конгломератів як висококонвергентних інтегрованих посередників на фінансовому ринку	110
3.2. Особливості організації діяльності фінансового конгломерату як інтегрованого фінансового посередника	123
3.3. Особливості становлення фінансових конгломератів на фінансовому ринку України.....	134
3.4. Засади використання стратегії конвергенції в діяльності інтегрованих фінансових посередників.....	154
3.5. Оцінювання впливу міжнародних фінансових конгломератів на розвиток фінансового ринку України....	166

РОЗДІЛ 4. ЕФЕКТИВНІСТЬ ФУНКЦІОНУВАННЯ ДИВЕРСИФІКОВАНИХ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ	185
4.1. Методичний інструментарій обґрунтування ефективності функціонування інтеграційних об'єднань як позичальників на фінансовому ринку з асиметрією інформації	185
4.2. Формалізація умов ефективності делегування організатору інтеграційного об'єднання функції моніторингу за проектами при розміщенні ресурсів на фінансовому ринку	194
4.3. Методичні засади оцінки доцільності участі фінансових посередників в інтеграційних об'єднаннях на фінансовому ринку в контексті зменшення витрат на отримання достовірної інформації	201
4.4. Розвиток методичних підходів до оцінки оптимальної структури та рівня диверсифікованості інтеграційного об'єднання посередників на фінансовому ринку	211
ВИСНОВКИ.....	227
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	230

ВСТУП

Сучасний стан розвитку фінансового ринку поряд із зростанням конкуренції на фінансовому ринку, активізацією М&А-процесів і скасуванням обмежень щодо переливу капіталу між різними сферами фінансової системи характеризується посиленням фінансової інтеграції і фінансової конвергенції та виникненням їх нових форм. Усе це знаходить своє відображення у трансформації фінансового посередництва.

Саме тому вкрай актуальним є дослідження теоретичних засад і практичних механізмів фінансової інтеграції та конвергенції, а також оптимальної і органічної взаємодії банківських і небанківських фінансових посередників з позиції розвитку і стабільності фінансового ринку України та виконання ним основних функцій.

З огляду на викладене в монографії висвітлено концептуальні засади інтеграційних процесів на фінансовому та інвестиційному ринках, зокрема проаналізовано сутність фінансової інтеграції та фінансової конвергенції як сучасних форм розвитку фінансового ринку, обґрунтовано роль фінансової інтеграції у трансформації механізму фінансового посередництва. Об'єднання діяльності фінансових посередників на конвергентно-інтеграційних засадах призводить до концентрації ризиків окремими фінансовими посередниками та виникнення нових форм проявів ризиків. У дослідженні визначено та систематизовано ризики висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників.

Сталий економічний розвиток країни можливий лише за умови залучення достатніх обсягів інвестиційних ресурсів для здійснення структурної перебудови економіки. В сучасних умовах якісного удосконалення ринкових відносин все більш вагомую роль в забезпеченні розвитку економіки країни і особливо її реального сектору, нарівні із розробкою та запровадженням сучасних технологій та нової техніки, відіграє інвестиційний ринок.

В Україні сьогодні має місце тенденція щодо формування банкоцентричної моделі розвитку інвестиційного ринку, про що свідчить значне переважання активів банківських установ з-поміж загальних активів інших посередників, що здатні акумулювати тимчасово вільні ресурси в країні з метою забезпечення потреб економіки в інвестиціях. Тому в системі відтворення української економіки банківські інвестиції відіграють важливу роль у відновленні і збільшенні економічного потенціалу, а отже, у забезпеченні високих темпів економічного зростання.

Досягнення макрофінансової рівноваги для ефективної реалізації програм інституційного та інвестиційного розвитку країни потребує підвищення рівня концентрації інвестиційного капіталу через залучення коштів учасників фінансового ринку, капіталізацію їхнього прибутку, злиття та макроінтеграцію капіталів.

Питання створення інтеграційних об'єднань інвестиційної спрямованості особливо гостро постало в умовах розгортання кризових явищ в економіці країни, коли провідні фінансові установи відчували кризу ліквідності, внаслідок якої відбулося суттєве скорочення, а в багатьох випадках і згорання інвестиційної діяльності. На сьогодні одним із головних завдань державного регулювання економіки є поліпшення інвестиційного клімату, активізація інвестиційної діяльності вітчизняних посередників, створення умов для стимулювання банків до утворення інтеграційних структур з іншими учасниками фінансового ринку з метою концентрації інвестиційних ресурсів та їх спрямування в реальний сектор економіки. Тому сьогодні дуже важливим є дослідження методичних засад та практичних механізмів участі банків України в інтеграційних об'єднаннях на фінансовому ринку.

Ефективність виконання фінансовим ринком своєї основної функції з мобілізації розрізаних 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. Водночас обмеженість можливостей більшості банків самостійно 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 фінансового ринку.

Важливою складовою дослідження, представленого в монографії, є аналіз інтеграційних процесів у фінансовому посередництві. Відповідно до цього розглянуто основні передумови формування фінансових конгломератів як висококонвергентних інтегрованих посередників на фінансовому ринку та особливості організації діяльності фінансового конгломерату як інтегрованого фінансового посередника. Активізація та інтенсифікація процесів фінансової інтеграції та фінансової конвергенції

на вітчизняному фінансовому ринку України пов'язані з приходом в Україну потужного міжнародного фінансового капіталу, насамперед у банківський і страховий сектори. З огляду на це здійснено ґрунтовний аналіз становлення, розвитку та масштабів діяльності фінансових конгломератів на банківському та страховому ринках України. Високий рівень конкуренції на фінансовому ринку призводить до того, що структура фінансових посередників змінюється від спеціалізованих фінансових інститутів до інтегрованих потужних фінансових посередників. При цьому відбувається зближення різних видів фінансових посередників та виникнення комплексних фінансових продуктів. Враховуючи цей факт, важливе місце в монографії відведено дослідженню засад взаємодії між банківськими і небанківськими фінансовими посередниками і реалізації на практиці об'єднаннями фінансових посередників стратегії конвергенції. Конвергентно-інтеграційний характер діяльності фінансових конгломератів зумовлює застосування додаткових вимог з боку органів фінансового нагляду до їхньої діяльності. В умовах економічної системи країни, що розвивається чи перебуває у трансформації, міжнародні фінансові конгломерати здатні посилювати залежність внутрішнього фінансового сектору від зовнішніх чинників, його нестабільність та некерованість у кризові періоди. У процесі дослідження вищезгадане знайшло відображення у проведенні оцінювання впливу міжнародних фінансових конгломератів на розвиток фінансового ринку України, зокрема систематизації їх впливу з позиції переваг і недоліків, розроблення індикаторів впливу міжнародних фінансових конгломератів на банківський і страховий ринки, а також проведення кореляційно-регресивного аналізу впливу кількості фінансових конгломератів на фінансовий розвиток країни.

У сучасних умовах розвитку фінансового ринку інтеграційне об'єднання є більш ефективною структурою не тільки для залучення, а й для розміщення фінансових ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі банки, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, кредитні спілки, фінансові компанії тощо. Кожен із зазначених посередників має переваги вступу до інтеграційного об'єднання в контексті оптимізації витрат на отримання достовірної інформації, її оцінку та інформування ринку стосовно якості фінансових інструментів та надійності позичальників.

Монографія може бути корисною для фахівців банківської справи, працівників регуляторних і наглядових органів, викладачів, аспірантів і студентів економічних спеціальностей.

Монографія створена авторським колективом під загальною редакцією д-ра екон. наук, проф. А. О. Єпіфанова, д-ра екон. наук, проф. І. О. Школьник та д-ра екон. наук, доц. Ф. Павелки у такому складі: д-р екон. наук, проф. А. О. Єпіфанов (загальна редакція, підрозділи 1.2, 2.1, 2.4), д-р екон. наук, проф. І. О. Школьник (загальна редакція, підрозділи 1.3, 3.2, 3.3), CSc., Doc., Ing. Ф. Павелка (загальна редакція, підрозділи 1.1, 3.5), д-р екон. наук, проф. Т. А. Васильєва (підрозділи 4.1, 4.3), д-р екон. наук, проф. С. В. Леонов (підрозділи 4.2, 4.4), канд. екон. наук В. М. Кремень (підрозділи 1.3, 3.1, 3.2, 3.3, 3.4, 3.5), канд. екон. наук Л. Ю. Сисоєва (підрозділи 2.2, 2.3, 2.4, 4.1, 4.2, 4.3, 4.4), Н. А. Алексеєнко (підрозділ 3.4).

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ФІНАНСОВОМУ ТА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКАХ

1.1. ФІНАНСОВА ІНТЕГРАЦІЯ ТА ФІНАНСОВА КОНВЕРГЕНЦІЯ ЯК СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

Функціонування і розвиток глобального фінансового ринку на сьогоднішній день характеризується двома основними взаємопов'язаними процесами – фінансовою інтеграцією та фінансовою конвергенцією. В сучасних умовах діяльності фінансових посередників виникають нові форми фінансової інтеграції і фінансової конвергенції.

Інтеграція є явищем, що об'єктивно властиве людським спільнотам, і супроводжувала їхній розвиток від початку існування людини, виявляючись на різних рівнях суспільної організації – від міжособистісного до міждержавного. В історичному аспекті первинними були процеси внутрішньої інтеграції (консолідації), які стали передумовою для зовнішньої (міжнародної та міждержавної) інтеграції [209].

У загальному розумінні інтеграція (від лат. слів *integer* – цілий та *integratio* – відновлювати, поповнювати) означає поєднання в ціле окремих частин, елементів, які набувають деяких ознак цілого, а отже функцію систем. Як цивілізаційне явище вона пов'язана з прагненням до впорядкованості суспільних відносин та людського соціуму загалом [209]. Т. Парсонс розуміє інтеграцію як структури та процеси, за допомогою яких відносини між частинами системи впорядковуються способом, що забезпечує їхнє гармонійне функціонування в системі [3, с. 364]. Загалом, як системне явище, інтеграція може бути інтерпретована як стан пов'язаності окремих диференційованих частин в ціле, як процес, у результаті якого такий стан досягається, а також як процес входження в систему окремого елемента. Інтеграція – це завжди свідомо взаємодія (*interaction*) елементів, а не односторонні дії (*action*). Результатом інтеграційних взаємодій є виникнення цілісності, що має нову якість та сутність. У процесі взаємодії відбувається формування, примусово або органічно, інтересів, цілей, які усвідомлюються як спільні для цієї цілісності. В такому сенсі інтеграцію Йохан Галтунг справедливо визначає як злиття [231, с. 67].

Поняття фінансової інтеграції є багатозначним та має багаторівневий характер. Фінансова інтеграція базується на принципі гомогенності, що стосовно фінансового ринку означає однорідність суб'єктів фінансового ринку за одним або декількома ознаками. Ці ознаки можуть

стосуватися як фінансової послуги – її виду, складу, корисності, форми надання і розповсюдження, так і сутності та виду діяльності посередників фінансового ринку – це може бути банківська, страхова діяльність, операції з цінними паперами, діяльність у сфері пенсійного забезпечення та ін. [111].

На практиці фінансова інтеграція реалізується через формування однорідності фінансових посередників, а також об'єднання однорідних суб'єктів фінансових посередників. Під впливом глобалізації фінансових ринків в останні десятиліття активізувалися процеси об'єднання суб'єктів фінансового ринку різних країн.

Основним принципом фінансової конвергенції є гетерогенність, яка означає неоднорідність суб'єктів фінансового ринку. Неоднорідність фінансових посередників проявляється через їхню різноманітність за походженням, стратегіями розвитку і управління, особливостями їхнього фінансового продукту.

У функціонуванні фінансових посередників фінансова конвергенція реалізується на основі їх взаємного проникнення і асиміляції. У цьому контексті конвергенція на фінансовому ринку має декілька форм прояву (рис. 1.1).

Конвергенція суто банківської діяльності з інвестиційною діяльністю, притаманною для ринку капіталу, означає, що, з одного боку, банки здійснюють інвестиції в цінні папери на ринку капіталу, а з іншого – ринок капіталу забезпечує надходження коштів банкам у результаті емісії ними цінних паперів.

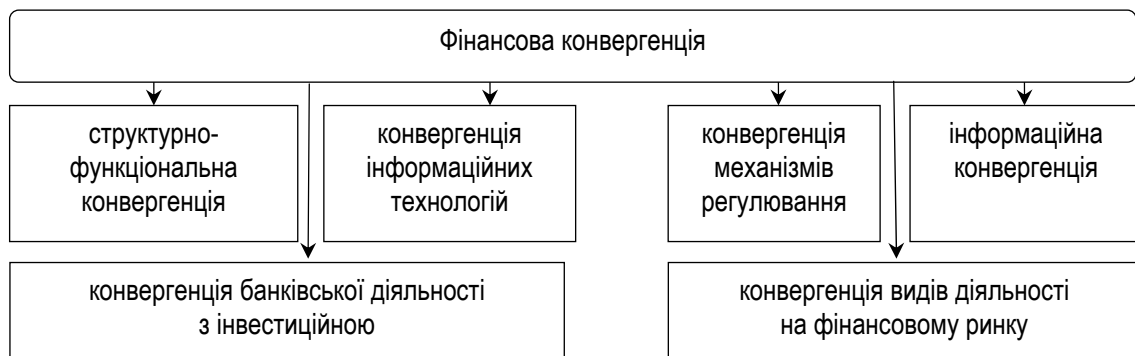


Рис. 1.1. Форми фінансової конвергенції

Джерело: [227, с. 180]

Конвергенція видів діяльності проявляється в тому, що банки активно працюють як торговці цінними паперами і андеррайтери. Дедалі частіше банки посідають провідні позиції в операціях з корпоративними облігаціями, і водночас діяльність інвестиційних компаній багато в чому схожа на діяльність інвестиційних банків.

Структурно-функціональна конвергенція ґрунтується на тому, що банки можуть бути засновниками фінансових інститутів, і водночас фінансові інститути можуть ставати засновниками банківських установ.

Інформаційна конвергенція передбачає, що банки формують свої інформаційні системи з урахуванням необхідності отримання даних про стан ринку цінних паперів та результати біржових торгів, і водночас професійні учасники ринку цінних паперів формують свої інформаційні системи з урахуванням необхідності отримання і оброблення інформації про банки, цінні папери яких знаходяться в обігу на ринку капіталу. Крім того, банки, професійні учасники, емітенти та інвестори зацікавлені в отриманні інформації про всіх учасників фінансового ринку.

Конвергенція інформаційних технологій призводить до того, що одні і ті ж технічні та технологічні рішення щодо створення систем електронних баз даних використовуються у діяльності різних видів фінансових посередників.

Основним проявом конвергенції механізмів регулювання сфер діяльності є дублювання різних нормативно-правових документів органами державного регулювання фінансового ринку, оскільки кожний вид фінансових посередників охоплює дедалі ширший спектр видів фінансової діяльності та фінансових продуктів [227, с. 179–180].

Виходячи із всього вищезазначеного, можна зробити висновок про те, що банківська система та фінансові інститути, з одного боку, є конкурентами, але з іншого – шляхом конвергенції наближаються та отримують спільні риси у своїй діяльності. У зв'язку з цим на сучасному етапі розвитку фінансового ринку формуються, на нашу думку, дві основні тенденції, по-перше, розвиток банківської системи сприяє розвитку ринку капіталу, створюючи при цьому певні обмеження для власної інвестиційної діяльності, по-друге, розвиток ринку капіталу сприяє розширенню можливостей банку із залучення інвестицій, але водночас обмежує можливості їх кредитної діяльності, сприяючи зниженню ставки відсотків по кредитах, збільшенню термінів кредитування і розробці та впровадженню нових фінансових інструментів та продуктів.

Слід зазначити, що на початку XXI ст. спостерігається високий рівень конкуренції на міжнародному фінансовому ринку між його учасниками. Розвиток міжнародних ринків призвів до того, що світова фінансова система стала функціонувати на глобальному рівні. Фактично виникла єдина мережа, що об'єднала провідні фінансові центри – Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Франкфурт-на-Майні, що призвело до перетворення національних ринків в єдиний світовий фінансовий простір [227, с. 181].

Фінансова гетерогенність відбиває неоднорідність суб'єктів за однією або декількома ознаками і означає різнорідність фінансових посередників за складом, стратегіями управління, обсягом послуг, що ними пропонуються.

У фінансовій практиці фінансова інтеграція призводить до горизонтальної інтеграції капіталу, що характеризується формуванням внутрішньогалузевих зв'язків, тобто об'єднання компаній відбувається на рівні ринку з метою збільшення своєї частки ринку, освоєння нового сегмента ринку чи з метою протистояння конкурентам [110, с. 442].

Активізація фінансової конвергенції у свою чергу проявляється у процесах вертикальної інтеграції капіталу, які характеризуються розвитком міжгалузевих зв'язків і спрямовані на отримання стратегічних можливостей завдяки об'єднанню двох та більше фінансових структур різних видів.

Основним проявом фінансової конвергенції на практиці є взаємопроникнення і асиміляція фінансових посередників, що може відбуватися без утворення єдиної організації та з її створенням. Без утворення єдиної організації кожен фінансовий посередник поряд із випуском власних фінансових продуктів забезпечує розповсюдження фінансових продуктів інших учасників об'єднань. У випадку об'єднання фінансових посередників зі створенням єдиної організації може передбачатися створення холдингу, спільного підприємства, фінансової групи на чолі з холдинговою компанією, банком чи страховою компанією. При цьому можливий варіант, коли кожен фінансовий посередник, який входить до єдиної організації, може випускати та розповсюджувати виключно свій фінансовий продукт, а також варіант, коли кожен фінансовий посередник поряд із випуском власних фінансових продуктів забезпечує розповсюдження фінансових продуктів інших учасників об'єднань.

Асиміляція фінансових посередників на основі гетерогенності призводить, з одного боку, до синергетичного ефекту, а з іншого – до формування якісно нової сукупності ризиків усередині фінансової структури, яка є складною та поєднує в собі декілька секторів фінансового ринку [111].

На думку фінансових аналітиків, однією з причин зростання активізації процесів конвергентно-інтеграційної взаємодії між фінансовими посередниками є посилення конкуренції на фінансовому ринку. Розвитку цих процесів також сприяє посилення законодавчих вимог до нарощування капіталізації фінансових посередників. Окрім цього,

дослідження показали, що основним стимулом до інтеграції організації є прагнення досягти ефекту синергії. Під синергією розуміють кумулятивний позитивний ефект, що піднімає сумарні результати різних бізнесів порівняно з рівнем ефективності кожного з учасників [63]. Вітчизняний дослідник О. Гошовська вважає, що синергія відображає об'єднання якісно відмінних типів поведінки економічної системи за рахунок нелінійних динамічних взаємозв'язків між елементами самої системи і її середовищем. Наслідком впливу таких зв'язків є виникнення специфічних режимів еволюції складників системи, що дає змогу досягти результатів у її діяльності, які неможливі за відсутності таких взаємозв'язків [38, с. 5].

На думку І. М. Кривцун та А. В. Панченко, синергія – це сумарний позитивний результат, котрий отримують учасники інтеграційного процесу за рахунок досягнення маркетингових, управлінських та фінансових ефектів синергії [110, с. 444].

Маркетингові ефекти синергії, що виникають під час взаємодії компаній, можна розділити на дві групи: синергію витрат і синергію доходів. За оцінками компанії McKinsey, саме економія на масштабі і операційна економія стали однією з основних причин інтеграції бізнесу в 90-ті роки ХХ ст. Наприклад, для дочірньої страхової компанії це може проявлятися у вигляді зниження ціни на страхові продукти за рахунок реалізації більшої кількості контрактів. Стратегію скорочення витрат експерти зараховують до короткострокових ефектів синергії, що дає для організації низку переваг. Але, якщо немає росту продажів, то економія не відіграє важливого значення. Інтеграція компаній проводиться передусім для подальшого розвитку дохідних синергетичних ефектів, що сприяють збільшенню продажу, виведенню на ринок нових продуктів, росту цільової аудиторії [85]. Прикладом інтеграції такого типу може бути об'єднання страхової компанії з банком чи іншим фінансовим інститутом (фінансовою групою, інвестиційним фондом тощо). У цьому випадку інтеграційний процес не загострює конкуренцію, а сприяє об'єднанню зусиль. Як банк, так і страховик займаються на ринку взаємодоповнюючою діяльністю, що дає змогу надавати повний спектр послуг і продуктів. Крім того, у деяких випадках така взаємодія може призвести до створення абсолютно нового продукту, що дасть змогу не тільки отримати конкурентні переваги на ринку, а також сприятиме залученню додаткової кількості клієнтів.

Окрім маркетингових ефектів, досить важливу роль відіграють і управлінські ефекти синергії, які проявляються у зниженні рівня ризику ведення бізнесу. За ринкових умов надзвичайно важливо знижувати

рівень впливу ризикових обставин на діяльність компанії, проте переважна більшість ризиків не підлягає повному усуненню чи уникненню. Тому традиційною практикою стало те, що провідні підприємства, банки, фінансово-промислові групи вважають за доцільне страхувати власний бізнес через залучення у портфель акцій страховика. Така інтеграція дає материнській компанії змогу отримати одразу дві переваги: по-перше, знизити рівень впливу ризикових обставин на діяльність організації за рахунок диверсифікації активів та кооперації фінансових посередників і по-друге, дає можливість страхувати ризики діяльності організації у страховому кептиві з високим рівнем надійності і конфіденційності.

Управлінський ефект синергії сприяє оптимальному використанню трудових ресурсів. Досвід останніх років підтвердив, що ефективна кадрова політика дає змогу максимально використовувати потенціал кожного робітника для створення послуги чи товару. Для того, щоб досягти ефекту синергії, потрібно, щоб всі працівники були не лише обізнані із стратегічними цілями організації, але й відчували причетність до розвитку організації. Своєрідним двигуном кадрової синергії є мотивація працівників, не стільки матеріальна, як емоційна, на досягнення результату. Значну роль в роботі персоналу відіграють працівники, наділені лідерськими якостями. Наприклад, при об'єднанні компаній лідери потрібні для того, щоб об'єднати кращий досвід, добитися поставлених цілей та забезпечити ефективне функціонування бізнесу [208].

Фінансові ефекти синергії передбачають розширення можливостей, які отримує об'єднана організація при успішній реалізації інтеграційного процесу. До них зараховують, зокрема, можливість збільшення ринкової ціни інтегрованої компанії. Об'єднання двох компаній чи навіть намір щодо підписання договору зумовлює зміну ціни акцій.

До основних фінансових переваг об'єднання компаній належить і можливість значної акумуляції ресурсів, які надалі можна інвестувати у розвиток певних учасників об'єднання. Наприклад, у такій ситуації дочірня страхова структура чи будь-який інший актив материнської компанії може отримувати на пільгових засадах додаткові ресурси для фінансування певних програм чи проектів. Ефект синергії виникає завдяки скороченню просторово-часових процесів руху капіталу, тобто дає змогу за мінімальних часових втрат отримувати потрібні ресурси різної тривалості. Під час взаємодії індивідуальних капіталів з різними оборотами та різною циклічністю відбувається їхнє взаємне доповнення

і збільшення. На рівні об'єднаної компанії формується нині ринок капіталу, який перерозподіляє внутрішні фонди від бізнесу з граничними можливостями до перспективних сегментів [110, с. 445].

Впливовою перевагою, яку отримують учасники інтеграції, є також фінансова диверсифікація. Як відомо, диверсифікація – спосіб зменшення ризиків і управління ними. У фінансовому менеджменті вважається, що здійснення диверсифікації за допомогою інтеграції стабілізує зростання прибутковості операцій, а також зменшує ризик, пов'язаний з інвестиціями у цінні папери цього об'єднання [112, с. 132].

І. М. Кривцун та А. В. Панченко стверджують, що синергія, яка виникає після інтеграції компаній, може проявлятися у всіх сферах життєдіяльності новоствореної організації [110, с. 445]. Однак, як свідчить статистика, близько 60 % усіх здійснених в Україні операцій із злиття не виправдовують очікування власників компаній. Безуспішність операцій, на думку експертів, значною мірою пояснюється поганим фінансовим і організаційним плануванням угоди [49]. До причин невдалої інтеграції можна зарахувати і неправильну оцінку переваг угоди, що надалі може спричинити негативні наслідки.

Тотальна реструктуризація бізнесу – це ще одна проблема, з якою стикається власник після інтеграції компаній. Перебудова, наприклад, фінансового обліку відповідно до прийнятих головним офісом стандартів може надовго вибити компанію з колії. Тим більше, що доводиться не лише переводити на єдині стандарти всю фінансову документацію, а й навчати працівників новим правилам, здійснювати їхню ротацію та шукати нових фахівців. Проблеми можуть виникнути і через негативне ставлення ринку до укрупненого гравця, що може проявитися у погіршенні ставлення споживачів до бренда, невдоволення з боку дистриб'юторів тощо. Але основною проблемою невдалих об'єднань експерти вважають різницю у бізнес-менталітеті і відсутність взаєморозуміння між колегами об'єднаних компаній [221, с. 19]. Страх втратити робоче місце є вирішальним фактором опору персоналу при інтеграції компаній.

Наведені причини невдалих поглинань підкреслюють той факт, що осередком переваг та недоліків інтеграції є одні і ті самі чинники: управління, кадрова політика та маркетингові заходи.

Таким чином, без ефективної діяльності у всіх трьох напрямках ефекту синергії у процесі конвергентно-інтеграційної взаємодії фінансових посередників практично неможливо досягти.

Н. П. Кузнєцова і Г. В. Чернова справедливо зазначають, що піонером процесів фінансової інтеграції і фінансової конвергенції є банк

[111]. При цьому до основних передумов і факторів провідної ролі банківських установ у розвитку конвергентно-інтеграційної співпраці між фінансовими посередниками належать:

- визначальна роль банків у виконанні посередницьких операцій на фінансовому ринку. Історично з початком формування всеохоплюючого ринкового господарства банки перетворилися на ядро фінансової системи;
- виникнення нових форм реалізації посередницької функції банків. У 90-х рр. ХХ ст. активізувалися процеси заміни традиційного банківського кредитування іншими джерелами фінансування та відтоку депозитів у нові фінансові продукти, що змусило банки брати участь у запровадженні і реалізації цих фінансових послуг;
- створення системи дочірніх фінансових організацій банків. Розвиток фінансової конвергенції активізувався з початком заснування дочірніх небанківських посередників для надання таких фінансових послуг, як лізинг, споживче кредитування, фінансовий інжиніринг, страхові, брокерські, консультаційні послуги та ін.;
- посилення вимог до платоспроможності банків і насамперед до адекватності капіталу, викликане диверсифікацією банківської діяльності з огляду на зниження прибутковості банківських операцій, що призвело до пошуків нових джерел прибутку;
- зрушення в попиті в бік фінансових послуг. Зростання частки осіб пенсійного віку в розвинених країнах, а також зростання добробуту населення визначили рух банків у бік страхового, пенсійного та інвестиційного бізнесу через високу привабливість відповідних фінансових продуктів та послуг [111, с. 130–132].

1.2. РОЛЬ ФІНАНСОВОЇ ІНТЕГРАЦІЇ У ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА

У середині 80-х рр. ХХ ст. на основі скасування обмежень щодо переливу капіталу між різними сферами фінансової системи та відкриття кордонів країн для його проникнення змінився характер фінансового посередництва: діяльність фінансових посередників на сучасному етапі набуває висококонвергентного та інтеграційного характеру. Це проявляється у процесі консолідації активів з метою забезпечення глобального масштабу діяльності та представництва у всіх сегментах фінансового ринку.

У процесі розвитку фінансових посередників відбувається зміна їхньої структури, і паралельно триває постійний пошук ефективної

організаційної форми бізнесу, який відбувається вже понад століття. У процесі розв'язання цієї проблеми фінансові посередники останнім часом звернулися до фінансової інтеграції.

На сьогоднішній день світова практика сформувала різноманітні форми інтеграції, які вирізняються залежно від цілей співпраці та характеру фінансово-господарських зв'язків між учасниками. Отже, фінансові посередники віддають перевагу інтегрованій структурі як організаційно-економічній формі діяльності порівняно зі спеціалізованою. Фінансова інтеграція дедалі частіше стає запорукою виживання і подальшого розвитку фінансових посередників в умовах загострення конкуренції на фінансовому ринку.

Розвиток фінансової конвергенції призводить до того, що фінансові посередники перетворюються із спеціалізованих на універсальні, а згодом – на висококонвергентні. Універсалізація як загальносвітова тенденція функціонування фінансового ринку насамперед проявляється у діяльності окремих видів фінансових посередників, зокрема розширенні ряду фінансових послуг на основі охоплення суміжних сегментів фінансового ринку.

Розгляд особливостей конвергентно-інтеграційних форм фінансового посередництва має ґрунтуватися на визначенні їх місця в загальній системі фінансових посередників. З цією метою розглянемо підходи до класифікації фінансових посередників.

Традиційним підходом до класифікації фінансових посередників є їхній розподіл за характером проведення операцій. За цим критерієм виділяють групу депозиторних установ, до яких належать класичні комерційні банки, ощадні установи, кредитні спілки. Їхня основна діяльність полягає у залученні тимчасово вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб і подальшому їх перерозподілі відповідно до потреб економічних суб'єктів. Ощадні установи контрактного типу включають страхові компанії зі страхування життя, страхові компанії, що забезпечують інші види страхування, та недержавні пенсійні фонди. Зазначені фінансові установи залучають кошти насамперед фізичних осіб, враховуючи те, що для більшості з них найближчим часом не потрібно буде здійснювати виплати, і таким чином формують саме довгострокові інвестиційні кошти. Слід зазначити, що в Україні такі фінансові установи мають значно менші обсяги активів, ніж банки. Третя група представлена інвестиційними фінансовими посередниками, до яких належать інвестиційні банки, різноманітні інвестиційні фонди та компанії з управління активами, які безпосередньо працюють на ринку капіталу з цінними паперами емітентів [4].

Однак у цій класифікації не враховуються інститути інфраструктури фінансового ринку, які безпосередньо забезпечують ефективне

проведення операцій з цінними паперами, кліринг, зберігання [227]. Виходячи з цього, доцільно всіх фінансових посередників поділити на дві групи – інституційних та інфраструктурних фінансових посередників. Такий поділ ґрунтується на тому, що вони виконують принципово різні функції і належать до різних структурних елементів механізму фінансового ринку. Завдання інституційних фінансових посередників полягає в акумулюванні тимчасово вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб, як правило в невеликих обсягах, і їх перетворенні на потужні інвестиції для емітентів – суб'єктів господарювання, місцевих органів самоврядування та уповноважених державних органів. Такими інституційними інвесторами слід вважати банки, інститути спільного інвестування, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди і страхові компанії.

Основним завданням інфраструктурних посередників є обслуговування потоків фінансових ресурсів, надання інформації та послуг фінансового характеру, спрямованих на створення оптимальних умов пошуку продавців та покупців. До таких посередників належать фондові біржі, реєстратори, зберігачі, депозитарії, брокери, дилери, андеррайтери, компанії з управління активами інституційних інвесторів та ін. [227, с. 142–144].

Російський вчений Ю. Б. Власенкова запропонувала розподілити фінансових посередників на спеціалізованих та інтегрованих. До інтегрованих фінансових посередників Ю. Б. Власенкова включає фінансові супермаркети, які, на її думку, ототожнюються з фінансовими конгломератами [28, с. 27–28].

На нашу думку, види фінансових посередників, що виділяються у представлених класифікаціях, лише фрагментарно відображають аспекти у трансформації фінансових посередників, які пов'язані із процесами фінансової інтеграції і фінансової конвергенції. Для вирішення цієї проблеми в процесі класифікації фінансових посередників необхідно поєднати два критерії: спектр фінансових продуктів та послуг і їх участь у процесах фінансової інтеграції.

Традиційно за асортиментом фінансових послуг банківські установи поділяють на спеціалізовані та універсальні. Щодо фінансових посередників у цілому, то більш правильним, на нашу думку, буде їх поділ на спеціалізовані і висококонвергентні, оскільки в процесі розвитку фінансового ринку відбувається не тільки поєднання фінансових послуг, що надаються різними посередниками, в комплексні та інтегровані продукти, а й тісна взаємодія фінансових посередників.

Окрім того, важливою характеристикою діяльності сучасних фінансових посередників є рівень їх фінансово-господарської самостійності. За цим критерієм вони поділяються на унітарних та інтегрованих.

Ми пропонуємо будувати класифікацію фінансових посередників на основі поєднання вищезгаданих характеристик (табл. 1.1), що дозволить виділити такі види посередників на фінансовому ринку:

- спеціалізовані унітарні;
- висококонвергентні унітарні;
- спеціалізовані інтегровані;
- висококонвергентні інтегровані.

Таблиця 1.1

Класифікація посередників фінансового ринку

№ пор.	Групи фінансових посередників за критерієм інтеграції	Групи фінансових посередників за критерієм конвергенції	
		спеціалізовані	висококонвергентні
1	Унітарні	Спеціалізовані банки: - ощадні; - інвестиційні; - іпотечні; - клірингові. Небанківські фінансові посередники: - страхові компанії; - інвестиційні компанії; - компанії з управління активами; - лізингові компанії; - недержавні пенсійні фонди; - інститути спільного інвестування; - факторингові компанії та ін.	Універсальні банки
2	Інтегровані	Банківські консорціуми, інвестиційні консорціуми, страхові пули, страхові бюро	Фінансові групи, фінансові конгломерати

Така класифікація фінансових посередників враховує вплив на їхню діяльність фінансової інтеграції і фінансової конвергенції. У результаті розширення спектру фінансових продуктів, виходу на ринок цінних паперів, тісної співпраці зі страховими компаніями банківські установи поступово перетворюються на висококонвергентних фінансових посередників. Цей процес призводить до ослаблення спеціалізації банківських установ і перетворення їх на універсальні банки.

Найяскравішим прикладом спеціалізованих інтегрованих фінансових посередників є банківські консорціуми. В Україні їх функціонування визначає Закон України “Про банки і банківську діяльність”. Так, ст. 49 цього Закону передбачає укладання угоди між банками про консорціумне кредитування з метою проведення спільного фінансування. У цій угоді банками-учасниками встановлюються умови надання кредиту та відповідальний банк [164].

Важливе місце серед спеціалізованих інтегрованих посередників належить інвестиційним консорціумам. Інвестиційними консорціумами ми пропонуємо вважати 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, з метою консолідації довгострокових та середньострокових інвестиційних ресурсів, їх координації у просторі та часі, врівноваження за рівнем ризику та розміщення їх на інвестиційному ринку.

Інвестиційні консорціуми можна розглядати як спеціалізовані інститути згладжування протиріч у характері інвестування та споживання у часі та між поколіннями інвесторів, виключна діяльність яких полягає в ефективному розміщенні акумульованих його учасниками фінансових ресурсів на інвестиційному ринку.

Інвестиційний консорціум є інтегрованим посередником, оскільки 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, лізингова компанія тощо).

Створення інвестиційних консорціумів сприятиме забезпеченню стабільності функціонування банків і фінансових установ, підвищенню рентабельності їх діяльності та збільшенню обсягів інвестування, що створить підґрунтя для подальшого зростання вітчизняної економіки. У межах інвестиційних консорціумів банки та інші посередники досліджуваного ринку мають значно більше можливостей для спільного здійснення інвестиційної діяльності на взаємовигідних умовах.

Інтегрованими спеціалізованими фінансовими посередниками можна також вважати страхові пули та страхові бюро. Відповідно до ст. 13 Закону України “Про страхування” страховики, які мають дозвіл на страхування відповідальності операторів ядерних установок за шкоду, що може бути заподіяна внаслідок ядерного інциденту, зобов’язані утворити ядерний страховий пул, який має бути юридичною особою, що утримується коштом страховиків. Також страховики, яким дозволено займатися страхуванням авіаційних ризиків, та страховики, яким дозволено займатися страхуванням морських ризиків,

можуть створити Авіаційне страхове бюро та Морське страхове бюро [172]. Приналежність страхових пулів та страхових бюро до спеціалізованих інтегрованих фінансових посередників ґрунтується на тому, що відповідно до чинного законодавства вони утримуються коштом засновників, хоча і є юридичними особами.

Запропонований нами підхід до ранжування фінансових посередників дозволяє визначити, що висококонвергентними та інтегрованими фінансовими посередниками поряд із фінансовими групами є фінансові конгломерати. На сучасному фінансовому ринку – це найбільш динамічні фінансові посередники.

Функціонування фінансових конгломератів у сучасних умовах розвитку світового господарства створює нову форму конкуренції, яка у фінансовому секторі стає дедалі гострішою. Крім того, фінансові конгломерати зумовлюють підвищення рівня самостійності фінансового ринку, оскільки у таких фінансових посередників значно зростає обсяг внутрішніх фінансових потоків, які не спрямовані на обслуговування реального сектору економіки.

На сьогоднішній день у світовій фінансово-економічній науці немає єдиного підходу до тлумачення поняття “фінансовий конгломерат”. Для вітчизняної науки це поняття відносно нове, оскільки у вітчизняній науково-практичній літературі сутність та особливості діяльності фінансових конгломератів практично не досліджуються. Фінансові конгломерати виникли і функціонують на фінансовому ринку. При цьому змістом їхньої діяльності є фінансове посередництво.

На нашу думку, поняття фінансового конгломерату як суб’єкта фінансового посередництва необхідно розглядати у декількох взаємопов’язаних аспектах (рис. 1.2), що дозволить найбільш повно визначити його сутність і відмінності від інших фінансових посередників загалом і, зокрема, від інших видів фінансових груп.

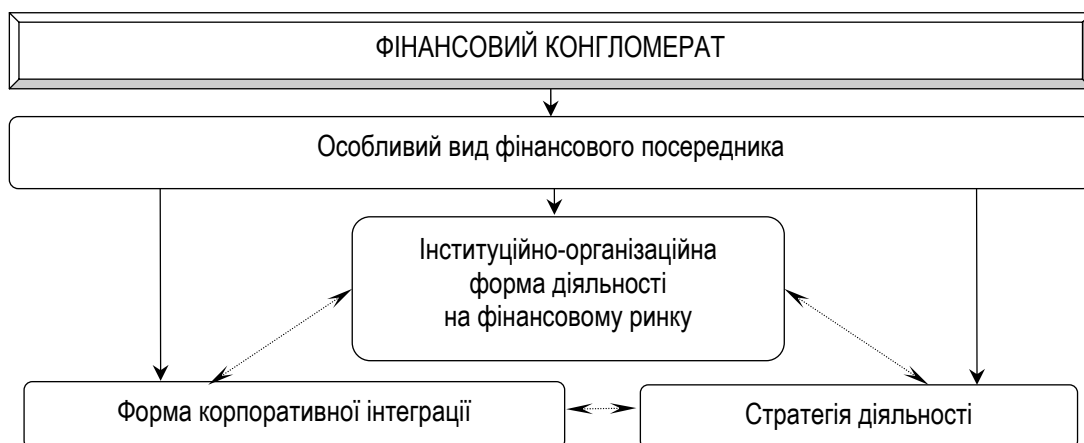


Рис. 1.2. Підходи до розуміння сутності поняття “фінансовий конгломерат”

Фінансовий конгломерат – це сучасна інституційно-організаційна форма діяльності фінансових посередників на фінансовому ринку, яка в історичному аспекті є синтезом двох моделей організації фінансових систем.

На основі аналізу діяльності фінансових конгломератів як інститутів фінансового ринку можна виділити такі етапи їх розвитку (рис. 1.3):

- перший – виникнення та становлення фінансових конгломератів (1910–1930 рр.);
- другий – обмеження діяльності державними органами (30-60-ті рр. ХХ ст.);
- третій – відновлення діяльності та формування основних засад сучасної моделі функціонування фінансових конгломератів (1970–2000 рр.);
- четвертий – інтенсифікація їхньої діяльності та суттєве зростання впливу на розвиток світового фінансового ринку (з 2001 р. і понині).

Батьківщиною фінансових конгломератів є Сполучені Штати Америки, де цей вид фінансових посередників з'явився ще на початку ХХ ст. Однак у сучасному варіанті функціонування фінансові конгломерати вперше виникли в Європі.

Аналіз процесів становлення та розвитку фінансових конгломератів дозволяє зробити висновок про те, що найважливішим фактором наявності та успішності реалізації концепції фінансового конгломерату в різних країнах є особливості національного законодавства.

В окремих країнах не існує жодних законодавчих заборон щодо участі банків у страховому та інвестиційному бізнесі. Водночас у більшості розвинутих країн світу до 90-х рр. діяло обмеження щодо такої діяльності банків. Наявність цього обмеження ґрунтується на тому, що така співпраця призводить до значного впливу банків на розвиток фінансового ринку [32].

Припинення діяльності фінансових конгломератів у США в 30-х рр. минулого століття пояснюється наслідками Великої депресії – масовим банкрутством банків, які були залучені в індустрію інвестиційних послуг.

У 1933 р. було ухвалено Закон Гласса–Стігалла (Glass–Steagall Act), який визначив різницю між комерційними та інвестиційними банками. З цього моменту банки повинні були обрати напрям спеціалізації – банківську справу або інвестиційний бізнес.

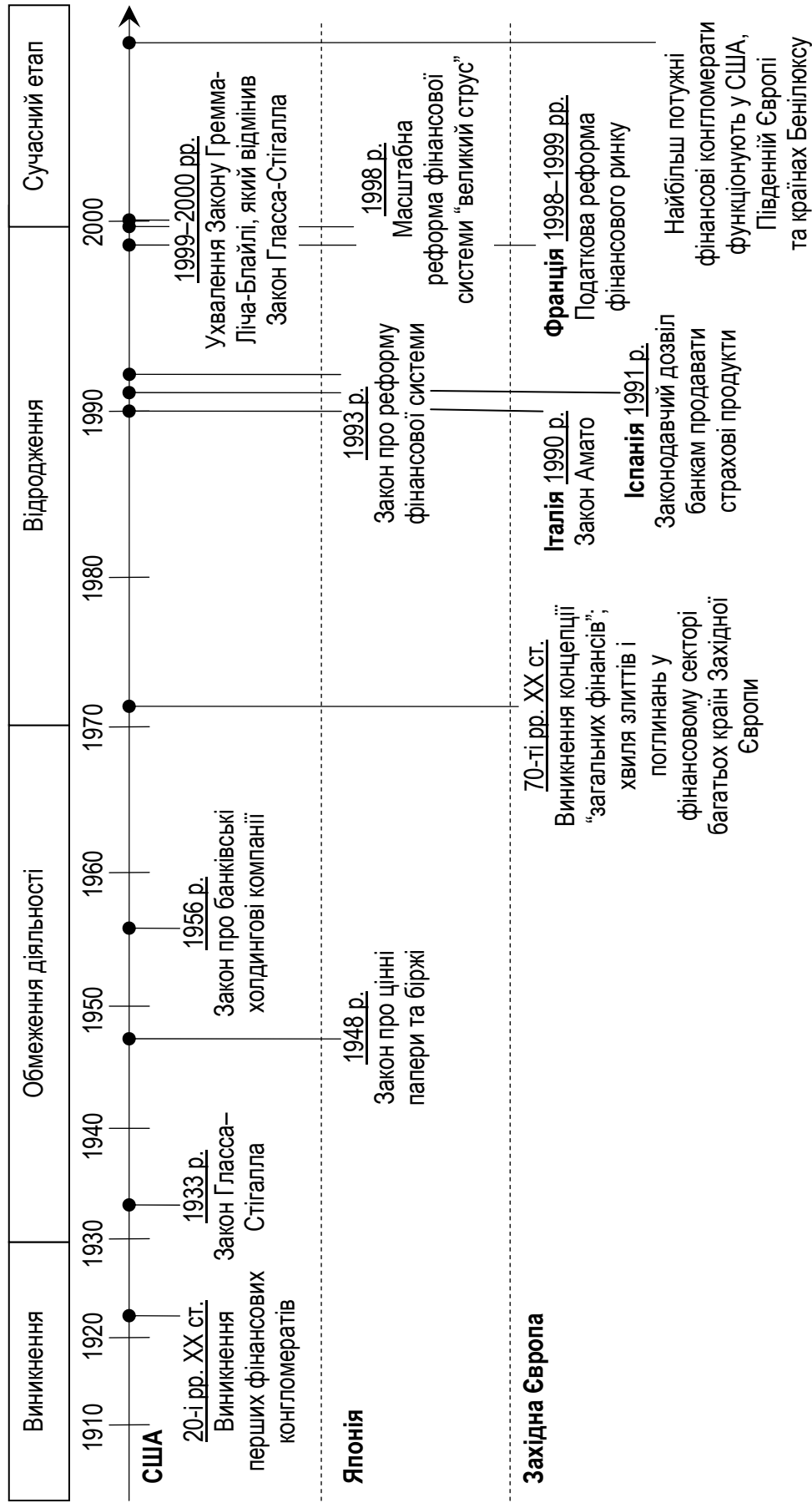


Рис. 1.3. Становлення та розвиток фінансових конгломератів у світі

У 1956 р. існуючі обмеження було доповнено Законом про банківські холдингові компанії (Bank Holding Company Act), яким були створені бар'єри між банками та страховими компаніями. Цей закон акцентував увагу на ризиках страхових компаній, які виникають при їхній співпраці з банками і складні для кількісного оцінювання. Наприкінці 90-х рр. відбулося реформування системи регулювання фінансового ринку. Так, один із великих комерційних банків "Chase Manhattan", незважаючи на існуючу заборону, подав прохання регуляторам на дозвіл злиття з інвестиційним банком "J.P. Morgan". Після відмови керівництво "Chase Manhattan" попередило Федеральну резервну систему про те, що у разі створення перешкод у процесі злиття акціонери "Chase Manhattan" підуть на безпрецедентний крок – його самоліквідацію.

Таким чином, у 2000 р. у США з'явилася установа "J.P. Morgan-Chase", а також набув чинності Закон Гремма–Ліча–Блайлі (Gramm–Leach–Bliley Act), який замінив Закон Гласса–Стігалла. Новий закон дозволяв банківським холдинговим компаніям злиття з компаніями лише фінансового сектору, до яких належали інвестиційні банки, компанії з управління активами, страхові компанії, а також інші небанківські компанії, діяльність яких на фінансовому ринку має професійний характер [245].

У 1948 р. в Японії набув чинності ухвалений за участі американської адміністрації Закон про цінні папери та біржі, який встановив заборону банківським установам щодо брокерсько-дилерських та андеррайтингових операцій з корпоративними цінними паперами. У ті часи виконання цих операцій покладалося на так звані інвестиційні будинки та брокерсько-дилерські фірми.

На початку 90-х рр. у фінансовій системі Японії відбулися серйозні зміни. 1 квітня 1993 р. було ухвалено Закон про реформу фінансової системи. Цим законом були усунуті бар'єри між банками та брокерсько-дилерськими фірмами. Спочатку банки, що спеціалізуються на довгостроковому кредитуванні, а потім і всі інші почали здійснювати андеррайтинг цінних паперів з фіксованою дохідністю, а брокерсько-дилерським фірмам у свою чергу було дозволено виконувати довірчі банківські операції. Фактично це означало відміну закону 1948 р.

Широкомасштабна реформа фінансової системи Японії розпочалася у квітні 1998 р. і була розрахована на 5 років. Головною метою реформи була лібералізація фінансової системи. Для забезпечення реалізації поставленої мети до нормативно-правових актів були внесені такі зміни:

- дозволялося створювати фінансові холдингові компанії, заборона на діяльність яких діяла з повоєнних часів;

- комерційні, довірчі банки та компанії з цінних паперів отримали право займатися бізнесом один одного;
- скасовувалися заборони банкам і компаніям з цінних паперів надавати страхові послуги і навпаки.

Зміни у законодавстві, які відбулися у ці часи, сприяли створенню фінансових конгломератів у Японії.

В Італії після ухвалення Закону Амато 30 липня 1990 р. та кількох директив банкам було дозволено вкладати капітал у страхові компанії [32]. Для цього законодавством визначалися такі форми:

- придбання банком частки в капіталі страхової компанії і навпаки;
- створення банком і страховою компанією спільного відділення;
- продаж банком страхових полісів однієї або декількох партнерських страхових компаній.

У 1991 р. в Іспанії усунуто законодавчу заборону щодо продажу банками страхових продуктів.

У Франції каталізатором створення фінансових конгломератів стали фінансові та податкові стимули, встановлені наприкінці 90-х рр. У 1998 р. законодавством знижений рівень оподаткування доходів від продажу страхових продуктів строком понад 8 років. На продовження податкової реформи такі страхові послуги були взагалі звільнені від оподаткування [245]. Внаслідок цього страховими продуктами зацікавилися банківські установи. Крім того, відсутність заборони банкам купувати акції страхових компаній або створювати власні страхові компанії призвела до активного процесу створення фінансових конгломератів. У Франції фінансові конгломерати, як правило, функціонують у формі банкострахових груп.

Особливої уваги потребує питання діяльності банків на фондовому ринку. У Швейцарії, Італії, Німеччині, Франції та Нідерландах діяльність з цінними паперами розглядається як суто банківська і в рамках фінансового конгломерату здійснюється банками або їхніми дочірніми компаніями. У США до відміни Закону Гласса–Стігалла банки могли здійснювати операції з цінними паперами лише за межами країни, і лише їхні окремі філіали могли здійснювати операції з борговими корпоративними цінними паперами.

Таким чином, на початку ХХІ ст. склалися як законодавчі, так і організаційні передумови для лібералізації діяльності фінансових установ на фінансовому ринку.

Фінансовий конгломерат як форма корпоративної інтеграції є організацією, що включає групу компаній, які пов'язані спільним або взаємним контролем. У міжнародній практиці склався підхід, відповідно

до якого фінансовий конгломерат повинен включати принаймні два з трьох фінансових інститутів:

- банк;
- страхова компанія;
- інвестиційна компанія [130].

Сучасний розвиток фінансового ринку вимагає розгляду сутності фінансового конгломерату як стратегії діяльності. У цьому сенсі фінансовий конгломерат, на нашу думку, має розглядатися у декількох аспектах (рис. 1.4).

Мета створення фінансового конгломерату полягає в поєднанні низькорентабельних операцій, але таких, які приносять стабільний операційний дохід, з високорентабельними операціями, які характеризуються високим рівнем ризику.

Фінансовий конгломерат є організаційно-економічною формою поєднання банківського і небанківського бізнесу, що дозволяє конкурувати на різних сегментах фінансового ринку на основі пропозиції клієнту інтегрованого фінансового продукту. Як форма поєднання кредитного та інвестиційного напрямів діяльності у межах одного фінансового посередника концепція фінансового конгломерату базується на більш ефективній координації фінансових потоків та більш ефективному використанні фінансових ресурсів.

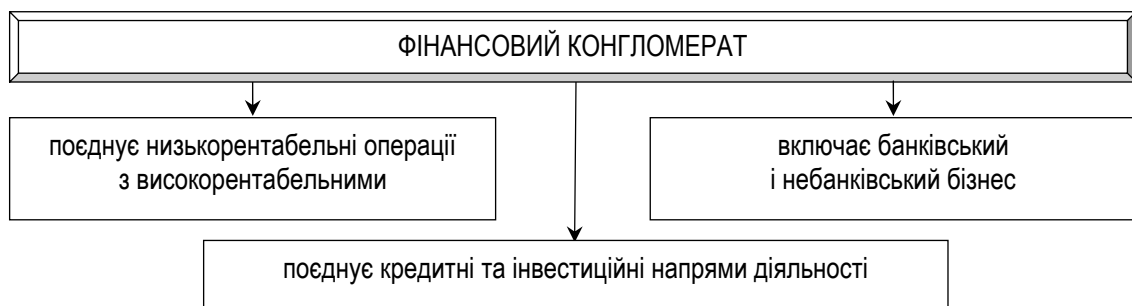


Рис. 1.4. Засади реалізації стратегії діяльності фінансового конгломерату

Усі вищезазначені засади реалізації стратегії діяльності у фінансовому конгломераті дозволяють забезпечити контроль, з одного боку, над механізмом надання послуг, а з іншого – над рухом капіталу.

Про посилення ролі фінансових конгломератів як суб'єктів фінансового ринку свідчить те, що ще у першій половині 90-х рр. минулого століття на проблематику їхньої діяльності звернули увагу міжнародні організації. У 1993 р. об'єднаними зусиллями Базельського комітету, Технічного комітету міжнародної комісії з цінних паперів та

Міжнародної асоціації органів страхового нагляду було проведено дослідження особливостей нагляду за фінансовими групами, у рамках якого надані визначення фінансового конгломерату. Це поняття було визначене як група організацій під спільним контролем, основною або переважною діяльністю якої є надання значного обсягу послуг на двох секторах фінансового ринку – банківському, страховому ринку та ринку цінних паперів [282]. На початку 90-х рр. минулого століття Організація з економічної співпраці та розвитку провела та опублікувала дослідження з питань розвитку фінансового ринку “Страховання та інші фінансові послуги: структурні зміни” (1992 р.) та “Фінансові конгломерати” (1993 р.). У грудні 2002 р. Європейським Парламентом та Радою Європейського Союзу була ухвалена Директива 2002/87/ЄС про здійснення додаткового нагляду за кредитними установами, страховими та інвестиційними фірмами, що входять до фінансового конгломерату. Ця директива акцентує увагу на фінансовому конгломераті як на об’єкті фінансового нагляду. Ст. 2 Директиви 2002/87/ЄС визначає, що фінансовий конгломерат є групою суб’єктів господарювання, до складу якої входять материнська компанія, її дочірні компанії та суб’єкти, в яких материнська компанія та її дочірні компанії володіють участю [261]. Європейська практика використовує підхід, відповідно до якого на основі системи критеріїв і ознак, визначених ст. 3 Директиви 2002/87/ЄС, наглядовими органами діагностується належність різних видів фінансових об’єднань і фінансових груп до фінансового конгломерату (рис. 1.5).

Окремо слід наголосити, що ст. 2 Директиви 87/2002/ЄС визначає, що принаймні один із суб’єктів, що входять до фінансового конгломерату, належить до сектору страхування і принаймні один – до банківського сектору чи сектору інвестиційних послуг [261]. Це вирізняє загальноєвропейський підхід з-поміж інших: поєднання у фінансовій групі банківського та інвестиційного бізнесу не надає їй ознак фінансового конгломерату. Як вже зазначалося, найбільш поширене трактування сутності фінансового конгломерату у міжнародній практиці передбачає, що фінансовий конгломерат повинен включати два з трьох фінансових посередників – банк, страхову компанію та інвестиційну компанію.

Такий підхід до організаційної структури фінансового конгломерату дозволяє обґрунтувати його відмінності від інших видів висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників.

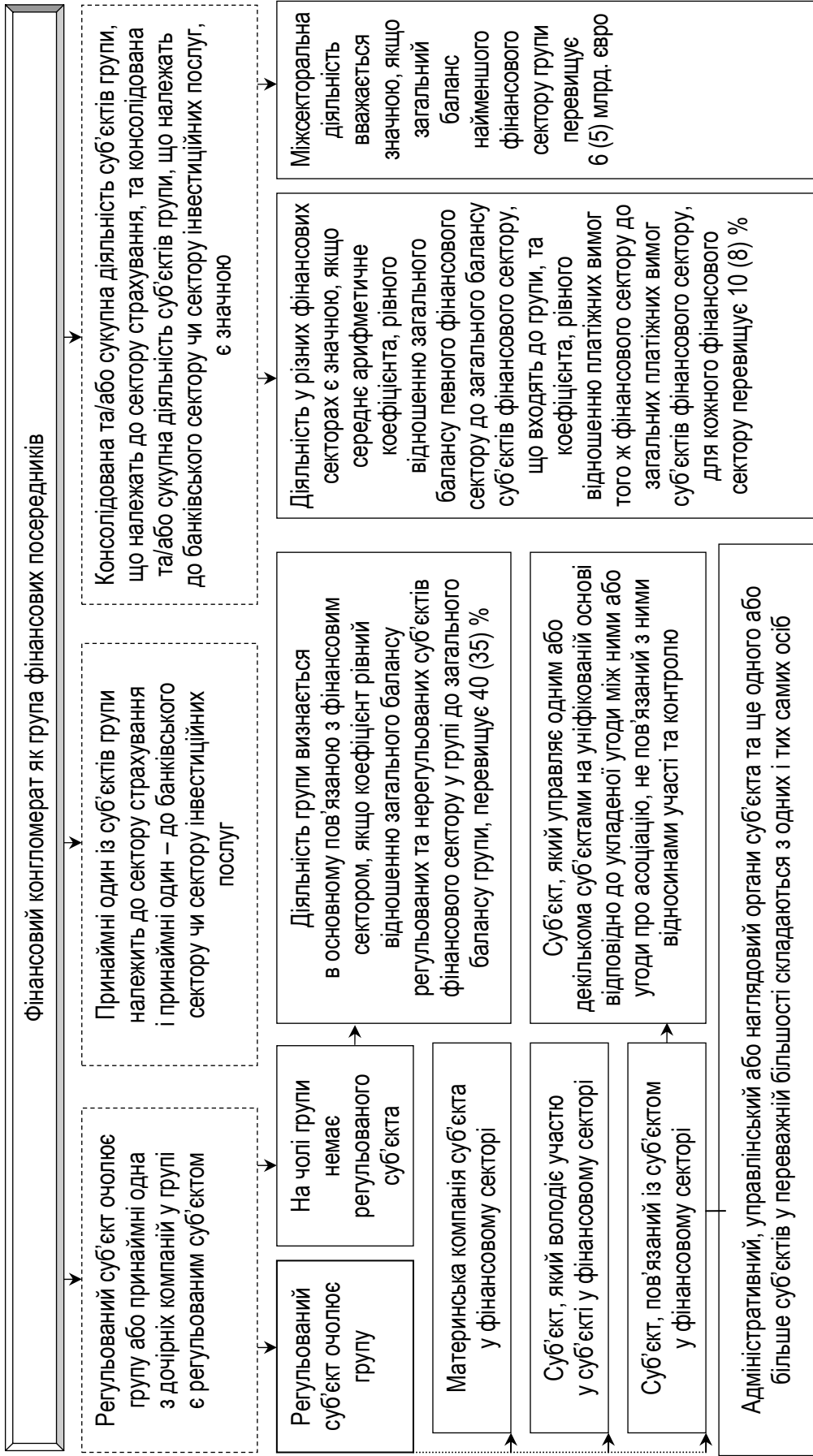


Рис. 1.5. Критерії ідентифікації фінансового конгломерату відповідно до загальноєвропейського законодавства

Аналіз сутності фінансового конгломерату відповідно до Директиви 2002/87/ЄС дозволяє зробити висновок про те, що фінансовий конгломерат розглядається як об'єкт фінансового нагляду, і за умови відповідності його ознакам ним може бути як фінансова група, так і фінансово-промислова група. Водночас не кожна фінансово-промислова група або фінансова група є фінансовим конгломератом (рис. 1.6). Варто підкреслити, що відповідно до Директиви 2002/87/ЄС фінансовий конгломерат може поєднувати діяльність на банківському і страховому сегментах фінансового ринку, а також на страховому та інвестиційному [261]. Це означає, що фінансові групи, які здійснюють діяльність на трьох вищезазначених сегментах, за умов дотримання інших критеріїв є фінансовими конгломератами, у той час як фінансові групи, що займаються одночасно банківським та інвестиційним бізнесом, не відповідають критеріям фінансового конгломерату.

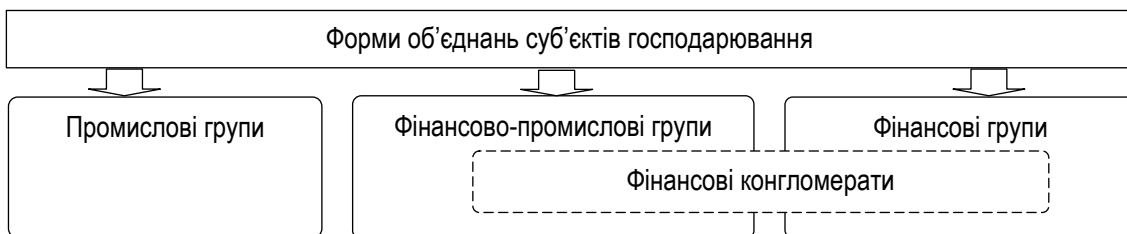


Рис. 1.6. Співвідношення між різними формами об'єднань суб'єктів господарювання і фінансовим конгломератом

Оцінювання приналежності фінансових груп до фінансових конгломератів в Європейському співтоваристві покладається на Тимчасовий робочий комітет з фінансових конгломератів (The Interim Working Committee on Financial Conglomerates – IWCFC).

З погляду на фінансову глобалізацію, виникнення фінансових конгломератів є глобалізацією організаційних форм, яка проявляється в укрупненні організаційних структур фінансових посередників, формуванні глобальних операторів на фінансовому ринку. Вищезазначені процеси призводять до формування складної інституційної структури фінансового ринку.

В українському законодавстві відсутні чіткі підходи та критерії щодо визначення фінансового конгломерату. У Господарському кодексі України такої форми об'єднання підприємств як конгломерат взагалі не передбачено [37]. Певна спроба вирішити це питання зроблена у Законі України “Про банки і банківську діяльність” [164].

У результаті аналізу особливостей банківських об'єднань, визначених вітчизняним законодавством (табл. 1.2), можна зробити висновок про те, що організаційно-правовою формою фінансового конгломерату може бути визнано фінансову холдингову групу.

Це твердження ґрунтується на тому, що до складу фінансової холдингової групи, на відміну від банківської корпорації і банківської холдингової групи, окрім банків входять й інші установи, що надають фінансові послуги. Водночас у ст. 12 Закону України “Про банки і банківську діяльність” визначено, що до складу фінансової холдингової групи може входити щонайменше один банк, тобто банків у складі цього об’єднання може бути декілька [164].

Таблиця 1.2

Порівняльна характеристика банківських об’єднань в Україні

№ пор.	Критерій порівняння	Вид банківського об’єднання		
		Банківська корпорація	Банківська холдингова група	Фінансова холдингова група
1	Учасники	Банки	Банки	Установи, що надають фінансові послуги, у т.ч. щонайменше один банк
2	Особливості материнської компанії	Банківська корпорація – це юридична особа, засновниками та акціонерами якої є лише банки, які зберігають свою юридичну самостійність	Банк, якому належить не менше, ніж 50 % акціонерного (пайового) капіталу дочірніх банків	Фінансова установа, яка володіє не менше, ніж 50 % акціонерного (пайового) капіталу учасників
3	Особливості нагляду		Материнська установа зобов’язана надавати наглядовим органам консолідовано-фінансовий та статистичний звіти групи	
4	Особливості управління	Наявність централізованих функцій	Спільна діяльність є об’єктом управління, на головний банк покладаються організаційні функції стосовно членів групи	Материнська компанія з метою управління та координації діяльності групи може встановлювати правила, що є обов’язковими для членів групи

Перелік вітчизняних нормативних документів, у яких міститься словосполучення “фінансовий конгломерат”, на сьогодні досить невеликий (табл. 1.3).

Проведений аналіз змісту вищенаведених законодавчих актів дозволяє стверджувати, що в Україні відсутнє визначення фінансового конгломерату, а також не обґрунтовані засади нагляду за їхньою діяльністю. Відповідні документи найчастіше мають планово-перспективний або методичний характер. Серед них немає наказів, постанов, указів, а також законів – нормативно-правових актів, що мають найвищу юридичну силу.

На підставі проведеного аналізу фінансовим конгломератом можна вважати висококонвергентний інтегрований фінансовий посередник, що створюється в результаті конвергентно-інтеграційної взаємодії з метою розширення спектру фінансових послуг шляхом впровадження і реалізації спільних та інтегрованих продуктів, що дозволяє одночасно охопити різні сегменти фінансового ринку.

Таблиця 1.3

Нормативно-правові акти України з питань регулювання діяльності фінансових конгломератів

№ пор.	Нормативно-правовий акт	Норми регулювання діяльності фінансових конгломератів	
		Номер розділу, статті	Зміст
1	Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.11.2007 № 976-р [173]	Розділ "Реформування системи державного регулювання ринків капіталу"	Оскільки в рамках фінансових конгломератів та промислово-фінансових груп відбувається об'єднання компаній, що належать до різних фінансових ринків, на період до утворення об'єданого регулятора нагальним і необхідним завданням є вирішення питання взаємодії регуляторних органів, обміну інформацією для забезпечення нагляду за фінансовою групою на консолідованій основі
2	Про затвердження плану заходів щодо виконання у 2007 р. Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу. Розпорядження Кабінету Міністрів України від 07.03.2007 № 90-р [168]	Розділ I	У сфері правового регулювання банківського нагляду Національному банку (за згодою) і Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку доручається підготувати проект Закону України "Про внесення змін до Закону України "Про банки і банківську діяльність" щодо корпоративного управління та консолідованого нагляду відповідно до змісту вимог Директиви 2002/87/ЄС
3	Про затвердження Методичних рекомендацій щодо загальних підходів до застосування страховиками стрес-тестів. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 05.12.2006 № 6496 [166]	Розділ 5, п. 5.4	Серед факторів загального характеру, що впливають на природу та обсяги стрес-тестів, рекомендується враховувати поточну позицію в групі (конгломераті)

№ пор.	Нормативно-правовий акт	Норми регулювання діяльності фінансових конгломератів	
		Номер розділу, статті	Зміст
4	Про затвердження Стратегічних напрямів діяльності Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України на період до 2008 р. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 05.04.2005 № 3841 [170]	Розділ II	До нагальних проблем, які необхідно подолати, належать: слабкість координації дій між фінансовими регуляторами (НБУ, ДКЦПФР та Держфінпослуг) як на рівні формування регуляторної бази, так і в процесі повсякденної наглядової діяльності (неузгодженість при ухваленні нормативно-правових актів; слабкість координації дій в умовах системних фінансових криз; відсутність систематичного обміну інформацією; невідпрацьованість механізмів взаємодії при здійсненні нагляду за діяльністю фінансових конгломератів чи пов'язаних з ними осіб)
5	Про затвердження Методичних рекомендацій щодо системи управління та розкриття інформації фінансовими установами. Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 27.12.2005 №5207 [167]	Розділ III, п. 3.2	До звіту про корпоративне управління рекомендується включати інформацію про проведені операції з пов'язаними особами, у тому числі проведені в одному фінансово-промисловому конгломераті (групі)

Конвергентно-інтеграційні засади діяльності фінансових конгломератів і значні обсяги внутрішніх міжсекторальних фінансових операцій зумовлюють особливості режиму фінансового нагляду за їхньою діяльністю: фінансові посередники, що входять до їхнього складу, підлягають додатковому фінансовому нагляду.

1.3. ОСОБЛИВОСТІ РИЗИКІВ У ДІЯЛЬНОСТІ ІНТЕГРОВАНІХ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ

Сучасне світове господарство розвивається в умовах фінансово-економічної асиметрії, проявом якої є випереджальний розвиток фінансових ринків. Хоча тенденція економічної глобалізації спершу виникла на товарних ринках внаслідок діяльності транснаціональних корпорацій, надалі економічна глобалізація розвивалася переважно

у формі фінансової глобалізації. Цьому сприяє вільний рух капіталів, в якому немає обмежень, притаманних ринкам товарів, робочої сили та нефінансових послуг.

Глобалізація фінансового світу стала переважною тенденцією розвитку міжнародних економічних відносин. Усі сегменти світового фінансового ринку (грошовий ринок, кредитний ринок, фондовий ринок, ринок страхових послуг та ін.) перетворюються на самостійні системи.

Значну роль у формуванні сучасної ситуації на світовому фінансовому ринку відіграли такі мотиви об'єднання фінансових посередників, як прагнення до диверсифікації та кооперації.

Модель інтегрованого фінансового посередництва може нести в собі низку конкурентних переваг порівняно із звичайними фінансовими посередниками, а саме:

- більш широкий продуктовий ряд, адаптований до вимог клієнтів, що забезпечує зростання лояльності клієнтів;
- можливість створення інтегрованого продукту з урахуванням вимог клієнта;
- зростання обсягів продажу послуг через запровадження партнерських програм фінансового обслуговування і розширення клієнтської бази;
- оптимізація бізнес-процесів та адміністрування між банком та його партнерами, страховими компаніями, лізинговими компаніями, інвестиційними компаніями та іншими фінансовими інститутами;
- зниження рівня витрат завдяки зниженню собівартості трансакцій між партнерами шляхом економії адміністративних, управлінських, маркетингових і технологічних ресурсів, що призводить до здешевлення тарифної політики і підвищення рівня конкурентоспроможності фінансового супермаркету на фінансовому ринку;
- створення інтегрованих інформаційних систем, що знижує ризик функціонування фінансових посередників і таким чином сприяє підвищенню їхньої конкурентоспроможності;
- підвищення конкурентоспроможності завдяки енергетичному ефекту об'єднання різних фінансових компаній [227];
- акумулювання фінансових ресурсів з метою здійснення кредитних та інвестиційних програм;
- використання репутації найбільш успішних підрозділів для розвитку нових напрямів і конгломерату в цілому, що суттєво підвищує ефективність маркетингових заходів;
- ефект охоплення завдяки значним розмірам фінансових конгломератів та можливості координації дій фінансових посередників.

Ефективність моделі інтегрованого високонвергентного посередництва підтверджується результатами досліджень, проведених Асоціацією американських банків. Так, у разі відкриття поточного рахунку та розміщення коштів на депозиті ймовірність утримання клієнта складає відповідно 50 % та 66 %. Але в разі поєднання цих послуг 90 % клієнтів, що скористалися послугами банку, стануть постійними, а в разі надання інтегрованого фінансового продукту, який складатиметься з відкриття поточного рахунку, розміщення коштів на депозитному рахунку та страхової послуги, ймовірність утримання клієнта складає 99 % [119].

Поряд з багатьма позитивними ефектами від кооперації і координації фінансових посередників така модель доволі часто може призводити до посилення ризикової складової у діяльності інтегрованого фінансового посередника у цілому і фінансових посередників, що входять до його складу.

Наприклад, з одного боку, розширення діяльності фінансових конгломератів спрямоване на мінімізацію ризиків, оскільки основою їх створення є диверсифікація, яка полягає у якомога ширшому охопленні усіх сегментів фінансового ринку. З іншого боку, фінансові конгломерати зазвичай є великими системними компаніями, що відповідно зумовлює наявність специфічних ризиків.

Найбільш вагомим фактором виникнення і реалізації ризиків як інтегрованих універсальних, так і інтегрованих спеціалізованих фінансових посередників є внутрішні переплетіння діяльності фінансових посередників, що проводять спільну діяльність, які проявляються у наявності взаємних вкладень і фінансових зобов'язань та розширенні міжсекторальної діяльності.

В узагальненому вигляді систему ризиків інтегрованих фінансових посередників представлено на рис. 1.7. Найбільш вагомими ризиками інтегрованих фінансових посередників є ризики, пов'язані з основною діяльністю фінансових посередників – здійсненням операцій на фінансовому ринку. Традиційно такими ризиками є кредитний, ринковий і операційний ризики.

Кредитний ризик пов'язаний з можливістю невиконання суб'єктами кредитних зобов'язань відповідно до визначених в угоді умов. Наприклад, найбільшою мірою кредитний ризик у фінансовому конгломераті як інтегрованому універсальному посереднику сконцентровано у банківських установах. На думку О. Вімена, кредитний ризик є найбільш потужним джерелом ризиків у цілому. Водночас для страхових компаній та інвестиційних компаній він складає 5–10 % загального ризику діяльності [316].

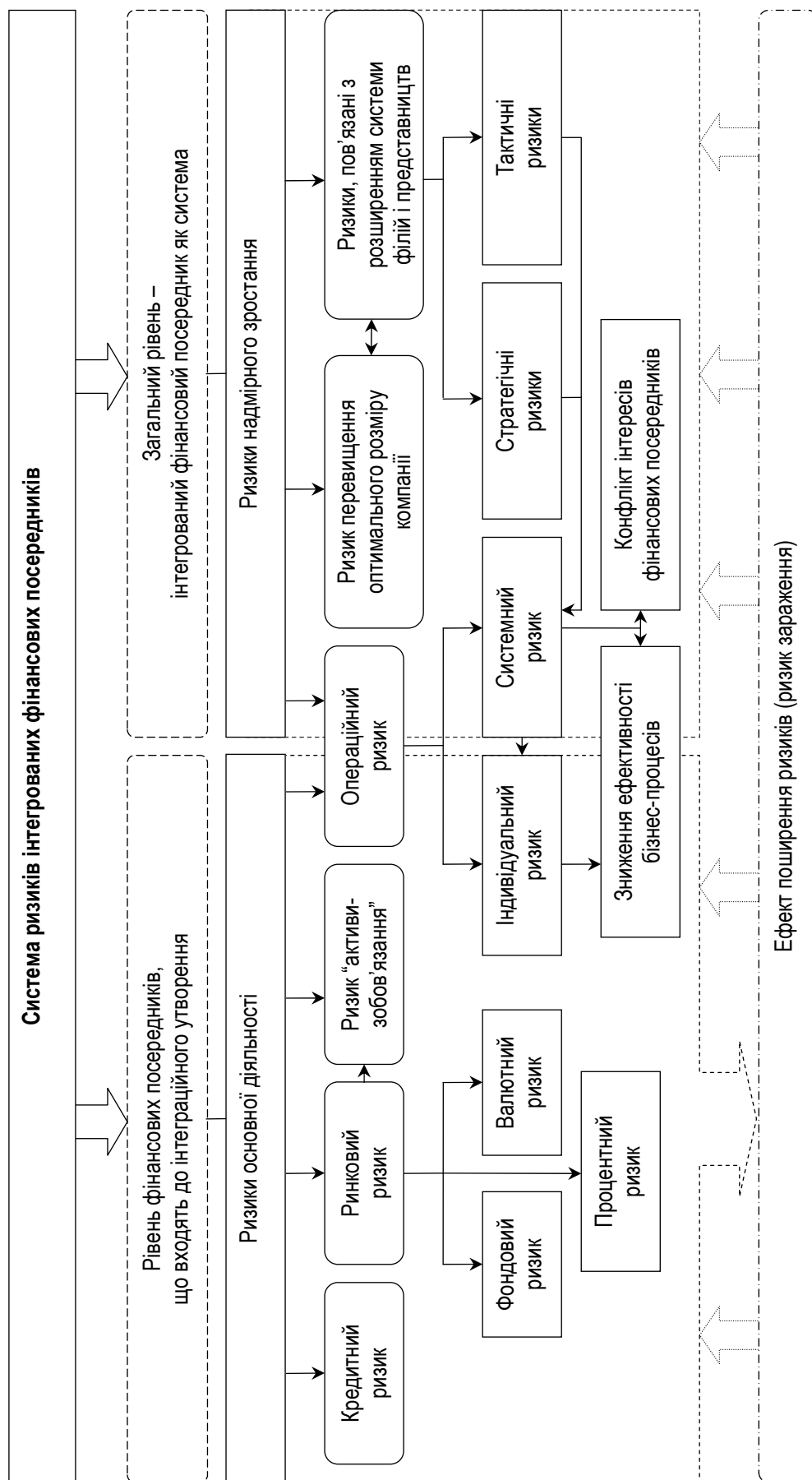


Рис. 1.7. Систематизація ризиків інтегрованих фінансових посередників

Традиційно під ринковим ризиком розуміють можливість несприятливої зміни ринкової вартості фінансових інструментів і перш за все цінних паперів, зміни курсів валют, ставки відсотка. Традиційним підходом до оцінювання ринкового ризику є врахування в ньому фондового, валютного і процентного ризиків.

Фондовий ризик означає можливість виникнення фінансових втрат внаслідок зміни ринкових цін на цінні папери і похідні фінансові інструменти під впливом факторів, пов'язаних як з їх емітентами, так із загальними коливаннями ринку цінних паперів.

Управління фондовим ризиком потребує особливої уваги для фінансових посередників, які мають значні вкладення в цінні папери і активно здійснюють операції з ними. Серед посередників, що входять до інтегрованих фінансових посередників, цей ризик має найбільший вплив на діяльність компаній інвестиційного і страхового секторів.

Валютний ризик означає небезпеку понесення збитків і втрат, пов'язаних зі зміною курсу однієї іноземної валюти щодо іншої, в тому числі національної валюти при проведенні фінансових операцій.

Процентний ризик пов'язаний зі зміною характеру динаміки процентних ставок. Протягом певного періоду вартість залучених і позикових коштів фінансових посередників може перевищити середню дохідність їхніх активів. Основними джерелами цього ризику для фінансових посередників є:

- перевищення пасивів зі змінною ставкою над активами з фіксованою ставкою при зростанні процентних ставок;
- перевищення активів зі змінною ставкою над пасивами з фіксованою ставкою при падінні процентних ставок.

Ринковий ризик найбільшою мірою характерний для компаній зі страхування життя та інвестиційних компаній і меншою мірою – для банків та компаній з ризикового і майнового страхування.

Щодо управління ринковим ризиком у фінансовому конгломераті як виді інтегрованого конвергентного посередника більш правильним, на нашу думку, є розгляд ринкового ризику у тісному зв'язку з ризиком “активи–зобов'язання”, оскільки фінансові посередники здійснюють управління активами і зобов'язаннями на основі їх координації і співвідношення.

Загостренню ризику “активи–зобов'язання” для банків сприяє те, що коштом короткострокових зобов'язань фінансуються довгострокові пасиви. Страхові компанії стикаються з протилежною ситуацією: зобов'язання є більш тривалими у часі порівняно з активами. Останнім часом, за оцінками експертів, відбувається зростання ризику

фінансових посередників “активи–зобов’язання” через розширення використання похідних фінансових інструментів.

Таким чином, управління і мінімізація ризику “активи–зобов’язання” однаково актуальні для банків і страхових компаній як учасників фінансового конгломерату. Серед страхових компаній цей ризик більше впливає на діяльність компаній, що надають послуги зі страхування життя, а небезпека ризику “активи–зобов’язання” для компаній з ризикового страхування є дещо меншою.

Накладання процентного ризику на ризик “активи–зобов’язання” може призвести до виникнення ефекту доходу і ринкового ефекту. Ефект доходу проявляється у випереджальному зростанні дохідності зобов’язань порівняно з дохідністю активів. Ринковий ефект проявляється у випереджальному зниженні ринкової вартості активів порівняно з вартістю зобов’язань. Ці ефекти можуть врешті-решт знизити вартість бізнесу фінансових посередників.

У науковій літературі відсутній єдиний підхід до визначення поняття операційного ризику, оскільки фахівці по-різному підходять до його охоплення і змістовного наповнення. Найбільш поширеним підходом є трактування сутності цього ризику як можливості настання несприятливої події в результаті неадекватних внутрішніх процесів [227, с. 198–199].

Слід зазначити, що одне з найбільш повних визначень, на наш погляд, наведене в матеріалах Міжнародної комісії з цінних паперів (International Organisation of Securities Commission – IOSCO), а саме: операційний ризик – це ризик, який полягає у ймовірності фінансових витрат через здійснення невідповідних операцій при проведенні фінансових угод або через невідповідність функціонування системи управління. Останнім часом дедалі більш важливою стає проблема ідентифікації та уникнення саме операційного ризику, особливо в межах фінансового конгломерату, де здійснюється суттєвий обсяг операцій, проконтролювати які значно складніше. Це також підтверджується тим, що в 1998 р. Базельський комітет ініціював проведення досліджень операційного ризику [307]. Було визначено, що проблема існування операційного ризику здебільшого є проблемою внутрішнього характеру, яка залежить від рівня корпоративної культури і пов’язана із завданнями загального менеджменту компанії.

У Базельській угоді “Міжнародна конвергенція вимірювання капіталу і стандартів капіталу: нові підходи” (Базель II) операційний ризик визначено як ризик збитків внаслідок невідповідних або неефективних процесів, дій працівників і систем або зовнішніх подій [241].

На нашу думку, операційний ризик в інтегрованих фінансових посередниках слід розглядати у контексті індивідуальної і системної форм прояву. Індивідуальний операційний ризик проявляється у діяльності кожного фінансового посередника, що входить до складу інтегрованого фінансового посередника. У цьому контексті операційний ризик включає ризик втрат через помилки при проведенні внутрішніх операцій компанії, а саме: перевищення встановлених лімітів при проведенні операцій, несанкціоновані операції, обман з боку службовців компанії, помилки внутрішнього аудиту, некваліфікований персонал, збої в комп'ютерній мережі. Операційний ризик в індивідуальному аспекті по-різному впливає на діяльність банківських установ і страхових компаній: ймовірність його настання для банківських установ, компаній зі страхування життя та компаній інвестиційного сектору є вищою порівняно зі страховими компаніями, що надають послуги з ризикового і майнового страхування.

Реалізація фінансових ризиків всередині універсального інтегрованого фінансового посередника відрізняється від механізму їх реалізації всередині спеціалізованих інтегрованих фінансових посередників. Розглянувши ці особливості на прикладі фінансового конгломерату (табл. 1.4), можна стверджувати, що однакові фінансові ризики різною мірою притаманні усім фінансовим посередникам, що входять до фінансового конгломерату. Ці особливості мають враховуватися в процесі організації системи ризик-менеджменту на рівні фінансового конгломерату.

Системний операційний ризик, на нашу думку, реалізується як на рівні окремих фінансових посередників, так і на рівні інтегрованого посередника як системи і належить до ризиків надмірного зростання інтегрованого фінансового посередника. Цей ризик проявляється у таких формах:

- зниження ефективності бізнес-процесів;
- конфлікт інтересів серед фінансових посередників, що входять до складу інтегрованого фінансового посередника.

Ризик зниження ефективності бізнес-процесів може призвести до недостатньої керованості інтегрованого фінансового посередника як системи в цілому. Із розростанням корпорації більш проблемною стає реалізація рішень, спільних для усіх учасників інтегрованого фінансового посередника, ускладнюється розподіл повноважень і відповідальності між керівними органами, а також виникають проблеми з координацією розвитку інтегрованого фінансового посередника. Окрім того, ускладнюються схеми і процедури взаємодії між структурними

підрозділами інтегрованого фінансового посередника. Усе це може значно знизити ефективність бізнес-процесів у кожному з фінансових посередників, що входять до інтегрованого фінансового посередника.

Таблиця 1.4

**Оцінка ступеня кореляції ризиків фінансових посередників,
що входять до фінансового конгломерату, і загального ризику
його основної діяльності**

№ пор.	Категорія ризику	Види фінансових посередників			
		Банківські установи	Компанії зі страхування життя	Компанії з ризикового і майнового страхування	Компанії інвестиційного сектору
1	Кредитний ризик	дуже високий	незначний	незначний	незначний
2	Ринковий ризик	високий	дуже високий	високий	дуже високий
3	Ризик “активи–зобов’язання”	високий	дуже високий	середній	дуже високий
4	Операційний ризик (індивідуальний)	високий	високий	середній	високий

Іншою формою системного операційного ризику є конфлікт інтересів фінансових посередників, які є його учасниками. Цей ризик пов’язаний із специфікою діяльності інтегрованих спеціалізованих та інтегрованих висококонвергентних посередників, а також зі складнощами в процесі управління ними, які обумовлені їхніми ключовими ознаками – інтегрованість та висококонвергентність. У такому разі при визначенні параметрів розвитку структурних підрозділів і розподілі фінансових ресурсів між ними може не враховуватись фінансово-економічна доцільність. На нашу думку, ризик конфлікту інтересів, з одного боку, виникає внаслідок ускладнення внутрішніх організаційних процесів в інтегрованому фінансовому посереднику, а з іншого – цей ризик посилюється за умови постійного розширення діяльності фінансових посередників, що входять до його складу, на фінансовому ринку.

Як уже зазначалося, в останні десятиріччя головною рушійною силою інтернаціоналізації світової економіки стали міжнародні фінанси, що призвело до інтенсивного розвитку фінансових посередників, у тому числі на основі реалізації ними стратегії формування фінансових конгломератів.

Так, фінансові конгломерати, особливо глобального масштабу, здійснюють діяльність відповідно до стратегії постійного зростання. Це призводить до виникнення у діяльності фінансових конгломератів ризиків надмірного розвитку. Окрім вищезгаданого системного операційного ризику, до таких ризиків, на нашу думку, необхідно включити ризик перевищення оптимального розміру компанії і ризику, пов'язані з розширенням мережі філій і представництв. Ризик перевищення оптимального розміру компанії виникає і особливо загострюється у процесі діяльності фінансових конгломератів, які є транснаціональними корпораціями, адже постійне розширення ними мережі своїх представництв і фінансова конвергенція мають певні межі. Ризики, пов'язані з розширенням системи філій і представництв, виникають в результаті того, що діяльність фінансових конгломератів передбачає побудову глобальної мережі надання фінансових послуг. На нашу думку, ця група ризиків має включати стратегічні ризики, які пов'язані з розробленням стратегії розвитку мережі філій та представництв корпорації, і тактичні, які виникають у процесі реалізації розробленої стратегії.

Ризики розширення системи філій і представництв, на нашу думку, можуть призводити до посилення системного операційного ризику, а також підвищувати ймовірність настання ризику перевищення оптимального розміру компанії. Ризики, пов'язані з розширенням системи філій і представництв, ми пропонуємо розглядати як ризики угод про злиття і поглинання (M&A), оскільки останнім часом злиття і поглинання стали провідною моделлю створення глобальної мережі інтегрованих фінансових посередників, а укладання і виконання таких угод складні у процедурному сенсі. За оцінками аналітиків, позитивний ефект є тільки у 30–40 % M&A-угод. У разі угоди про злиття і поглинання стратегічні ризики пов'язані з вибором компанії-цілі і оцінюванням угоди щодо її вартості та майбутніх переваг, а тактичні – з організаційно-правовими механізмами процедури злиття і поглинання, формуванням системи фінансових потоків, а також проведенням інтеграційних заходів (табл. 1.5).

Особливістю діяльності інтегрованих фінансових посередників, на нашу думку, є можливість виникнення ефекту поширення ризиків або ризику зараження, коли ризик, що виникає в одній компанії, переноситься на інші. Механізм реалізації ефекту поширення ризиків значною мірою залежить від моделі організації інтегрованого фінансового посередника. Наприклад, ризики функціонування фінансових посередників, що входять до складу фінансового конгломерату, побудованого за американською моделлю, прямо не впливають один на одного, але у будь-якому разі подібні ризики нестинуть власники конгломерату в особі холдингової компанії. У банкоцентричних і фінансовоцентричних конгломератах

ризик, що виникає в одному структурному підрозділі, частково буде перекладений на інших фінансових посередників, що входять до складу конгломерату.

Таблиця 1.5

Ризики угоди про злиття і поглинання

Група	Підгрупа	Особливості прояву ризику	
Ризики, пов'язані із розробкою стратегії угоди	Неправильний напрям розвитку компанії	Стратегії зовнішнього зростання не завжди забезпечують зростання вартості компанії	
	Неадекватне визначення необхідного типу зв'язку між компаніями	Вибір більш витратного варіанта інтеграції і конвергенції	
	Неправильний вибір об'єкта для придбання	Недостатня інформація про альтернативні компанії – цілі	
	Неправильна оцінка привабливості об'єкта придбання	Неповна інформація про компанію-ціль, її фінансовий стан та перспективи розвитку, а також про можливості синергії з бізнесом компанії-покупця	
	Помилки при визначенні вартості угоди	Неправильна оцінка співвідношення між ціною компанії і потенційними можливостями та перевагами	
	Помилки у процесі переговорів	Зростання вартості угоди, зниження лояльності менеджменту компанії – цілі, втрата зацікавленості акціонерів, виникнення протидії угоді	
Ризики, пов'язані із реалізацією угоди	Ризики, пов'язані з капіталом компанії	Зниження капіталізації об'єднаної компанії порівняно з сумарною капіталізацією її структурних підрозділів	
		Перерозподіл корпоративного контролю	
	Ризики, пов'язані з ресурсами компанії:	Інфраструктурні	Втрати персоналу, зниження його лояльності, опір змінам
			Зниження операційної ефективності і якості бізнес-процесів
			Протистояння корпоративних культур
			Несумісність інформаційних систем
	Фінансові	Збільшення обсягів податкових платежів	
		Зниження середньої норми прибутку	
		Погіршення умов отримання позикових коштів і розміщення цінних паперів	
	Операційні	Виникнення негативного ефекту масштабу	
Порушення зв'язків між компаніями і зниження їхньої міцності			

Фінансові посередники, які є ядром банкоцентричних і фінансово-центричних фінансових конгломератів, є підвищеним джерелом ризику, пов'язаного з їхньою провідною роллю у конгломераті, оскільки настання ризику для таких фінансових посередників породжує ризик для усіх учасників фінансової групи і відповідно погіршує негативні наслідки для всього конгломерату.

При посиленні міжсекторальної діяльності можливість виникнення ефекту поширення ризиків серед фінансових посередників, що входять до інтегрованих фінансових посередників, стосується насамперед фінансових посередників, що тісно співпрацюють один з одним. Ефект поширення ризиків найчастіше викликають ризики основної діяльності фінансових посередників. Водночас при його реалізації посилюються ризики як на рівні окремих фінансових посередників, так і на рівні інтегрованого фінансового посередника. Факторами, що викликають ефект поширення ризиків серед фінансових посередників, які входять до інтегрованого фінансового посередника, є:

- взаємні фінансові зобов'язання;
- взаємна участь у капіталі.

Наявність взаємних зобов'язань між фінансовими посередниками призводить до того, що вони наражаються на ризик, не властивий для їхнього конкретного сектору бізнесу. Так, комерційний банк, що бере участь у капіталі страхової компанії, є уразливим для ризиків, які має ця страхова компанія. Якщо ж банк має взаємні зобов'язання з інвестиційним підрозділом інтегрованого фінансового посередника, що працює на ринку капіталу, тоді він стає залежним від всіх його ризикованих операцій. Досвід показує, що проблеми, які виникають в одній частині інтегрованого фінансового посередника, можуть вплинути на інші компанії, що входять до інтегрованого фінансового посередника. Ризик може зростати особливо гостро для компаній з торгівлі цінними паперами, банків або компаній, що спеціалізуються на венчурному інвестуванні. Проблеми, з якими стикається одна з компаній у випадку, якщо інші частини групи мають фінансові труднощі, загострюються, якщо останні мають перед цією компанією фінансові зобов'язання. Виникає ситуація, коли кошти, які належать компанії, не повертаються своєчасно, і відповідно для зниження фінансового ризику компанії необхідно мати додаткові фінансові ресурси, щоб забезпечити стабілізацію діяльності всього інтегрованого фінансового посередника [227, с. 196]. З підвищенням рівня, на якому виникають і реалізуються ризики, відбувається зниження і зникнення позитивних аспектів ефекту диверсифікації та кооперації. Це означає, що за неефективної системи ризик-менеджменту відбувається агрегування ризиків,

і диверсифікація та кооперація як головні цілі створення інтегрованих фінансових посередників починає працювати проти цієї моделі діяльності на фінансовому ринку.

Окрім того, на діяльність інтегрованих фінансових посередників, як і інших фінансових посередників, впливають ризики, пов'язані із зовнішнім середовищем. Ці ризики виникають внаслідок змін законодавчого забезпечення, заходів державного регулювання, економічної і політичної ситуації тощо.

РОЗДІЛ 2 РОЗВИТОК ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Роль інвестиційного ринку в економічному розвитку країни надзвичайно важлива, адже саме за допомогою інвестиційного ринку можливо вирішити ряд 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.

У загальному розумінні *ринком* – досить широке наукове поняття, що потребує всебічної характеристики. Французький економіст А. Курно [113] 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 [131], 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 [190], 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 у вигляді єдиної системи, яка складається з багатьох структур, зокрема 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, який рівень ціни тощо.

Враховуючи 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” [151]. Згідно з німецьким перекладом термін “investitionen” [143] трактується як “розміщення капіталу”. Українською мовою слово “інвестиція” перекладається як вкладення в капітал з метою його збільшення та отримання прибутків. Нобелівський лауреат з економіки У. Шарп роз’яснює слово “інвестувати” як “розлучатися з грошима сьогодні, щоб одержати більшу їх суму в майбутньому” [220].

У 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 орієнтованої. В радянській економічній літературі було розповсюджено поняття “капітальні вкладення”, яке означало витрати на технічне переоснащення та вдосконалення основних фондів або на придбання нових виробничих потужностей [157].

У загальному розумінні інвестиціями вважаються економічні ресурси, що вкладаються з метою подальшого збільшення реального капіталу суспільства. Це в першу чергу пов’язано з розширенням та модернізацією виробництва. За усталеним визначенням, інвестиції – це 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 – це всі види активів (коштів), що вкладаються у господарську діяльність з 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 сьогоднішніх потреб на очікуване задоволення їх у майбутньому за допомогою інвестиційних благ. Дж. Кейнс розуміє під інвестиціями “поточний приріст цінності капітального майна в результаті виробничої діяльності даного періоду” [86].

У Податковому кодексі інвестиція трактується як господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав і цінних паперів замість коштів або майна [156].

Згідно із Законом України “Про інвестиційну діяльність” [165] інвестиції включають: грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції, інші цінні папери; рухоме та нерухоме майно; інтелектуальні

права, пов'язані з авторським правом та досвідом; технічні, технологічні та інші знання (“ноу-хау”); права користувачів природними ресурсами – землею, водою тощо.

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

Рис. 2.1 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'єкта; на останньому етапі реалізується мета інвестицій – отримання доходу від інвестиційного процесу.



Рис. 2.1. Основні етапи інвестиційної діяльності

Джерело: [123]

Залежно від типу активів існують капітальні та фінансові інвестиції. Капітальні інвестиції – це вкладення в матеріальні та нематеріальні активи. Згідно із Законом України [165] 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.

У російській економічній літературі найбільш вдалим є визначення І. О. Бланка [7], який зауважує, що інвестиційний ринок являє собою ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу виступають різноманітні інвестиційні товари, послуги та інструменти, а також інвестиційні послуги, що забезпечують процес реального і фінансового інвестування.

Деякі автори [126] на підставі класичного визначення ринку Макконнелла 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 [43] додає, що інвестиційний ринок – це складна система економічних відносин купівлі-продажу інвестиційних ресурсів, в рамках якої формується попит та пропозиція, а також ціна на них.

Б. М. Щукін [230] пропонує визначати інвестиційний ринок як механізм узгодження інтересів учасників ринку щодо володіння об'єктами інвестування, місцем здійснення операцій з їх купівлі та продажу.

А. А. Пересада [154] дає тлумачення інвестиційного ринку як такого, що формується суб'єктом господарювання, який має інвестиційні ресурси, але в якого виникає попит на додаткові інвестиції та інвестиційні товари.

За визначенням Б. Л. Луціва [123], інвестиційний ринок – це специфічний сегмент ринкового середовища суспільства, на якому формується інвестиційна пропозиція та інвестиційний попит на об'єкти вкладень різних форм.

С. Москвін [142] дає визначення інвестиційного ринку як ринку економічних відносин між інвесторами та учасниками інвестиційної діяльності щодо інвестиційних активів.

О. Д. Вовчак [30] розглядає його як ринок, на якому об'єктами купівлі-продажу є різноманітні інвестиційні товари та інструменти, а також інвестиційні послуги, що забезпечують процес реального і фінансового інвестування.

На думку Т. А. Васильєвої, 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 і 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” [12].

Інвестиційний ринок слід розуміти 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 середньочисловості довгострокового реального та фінансового інвестування, що дозволяє встановити справедливу вартість інвестиційних ресурсів та відповідність між попитом на них і їх пропозицією.

Наявність багатьох підходів до сегментації та класифікації інвестиційного ринку вимагає систематизації. Якщо під базовим поняттям "інвестиції" розуміти капітальне і фінансове інвестування, то інвестиційний ринок слід розглядати 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 з Директивою Європейського Союзу до фінансових інструментів належать: цінні папери (акції, облігації та інші обігові цінні папери); інструменти грошового ринку (державні боргові зобов'язання, депозитні сертифікати, векселі, 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. 2.2.

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. Національний інвестиційний ринок включає: 1) зовнішній, на якому резиденти пропонують різні фінансові інструменти як об'єкти інвестування для резидентів у 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.

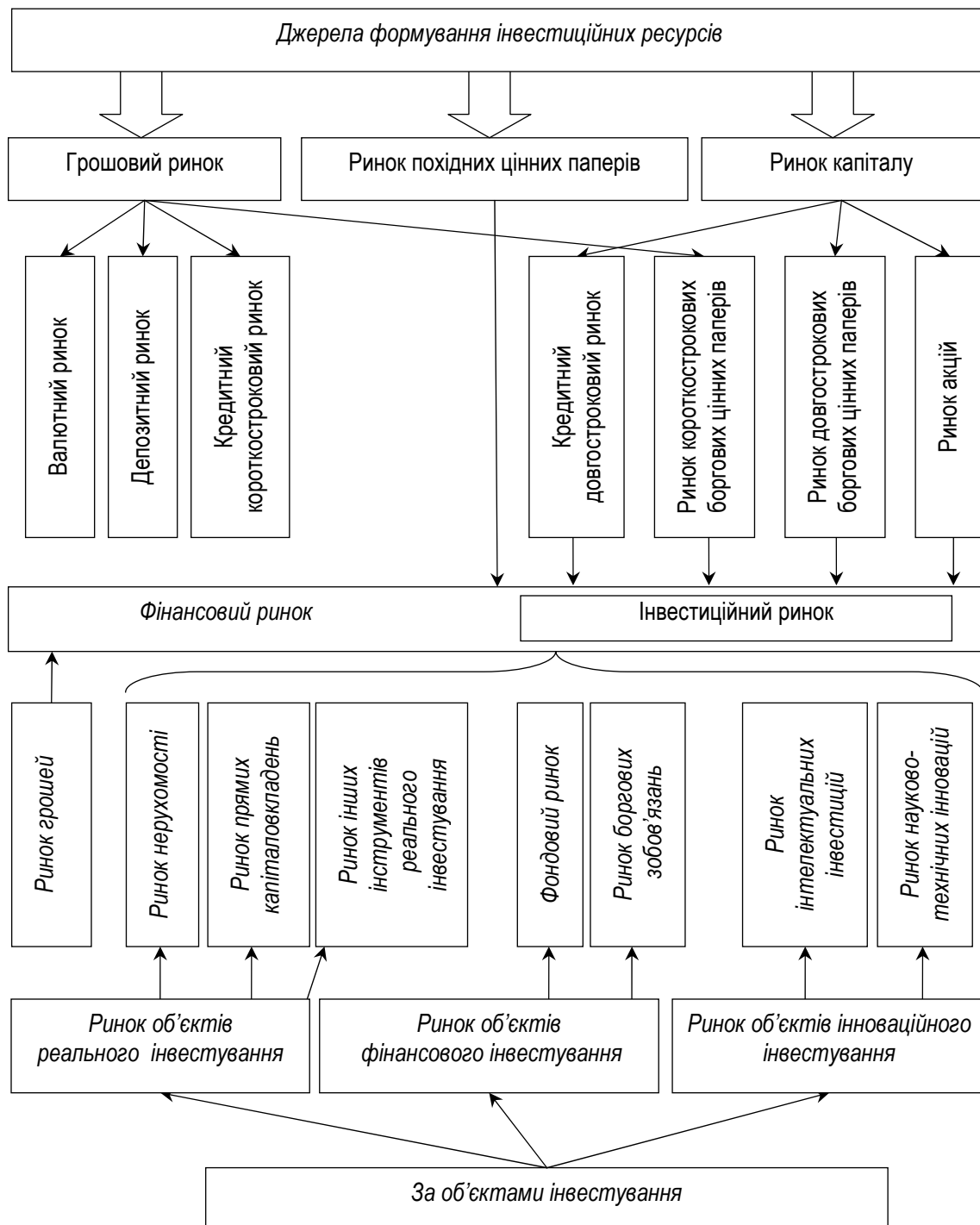


Рис. 2.2 . Класифікація інвестиційного ринку за об'єктами торгів

Джерело: [13; 116; 154]

За умовами передачі інвестиційних ресурсів у межах інвестиційного ринку можна виділити ринок позикового капіталу та ринок акціонерного капіталу. В першому випадку інвестиційні ресурси передаються на середньостроковий та довгостроковий термін за допомогою опосередкування 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 у 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 векселі. Джерелом фінансування інвестицій є довгострокові кредити;
- валютний ринок – сфера економічних відносин, що регулює операції купівлі-продажу іноземної валюти і цінних паперів, а також операції з інвестування [43].

Суб'єктами інвестиційної діяльності є інвестори, які вкладають цінності і виступають як вкладники, які купують інвестиції, а також інші учасники, що опосередковують інвестиційний процес [164]. Сторона інвестора формує пропозицію на інвестиційні ресурси, а сторона покупця – попит. На інвестиційному ринку формується пропозиція продавців і попит покупців на товар – інвестиційні ресурси. Товаром на інвестиційному ринку є інвестиційні ресурси в матеріальній і нематеріальній формах, а також у вигляді різних фінансових інструментів. Один потік – інвестиційні ресурси, яких потребують покупці, інший – інвестиційні товари та 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 водночас є різними елементами капітального майна (табл. 2.1).

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 за К. Марксом, товар має споживчу вартість, вартість (цінність) та ціну [131].

Класифікація інвестиційного ринку

№ пор.	Критерій класифікації	Структура
1	Об'єкт інвестування	- ринок основних фондів; - ринок нематеріальних активів; - ринок фінансових інструментів; - ринок похідних фінансових інструментів
2	Форма участі капіталу у відтворювальному процесі	- ринок інвестиційних товарів; - ринок фінансових ресурсів
3	Період обігу фінансових інструментів інвестування	- ринок грошей; - ринок капіталу
4	Механізм трансформації заощаджень в інвестиції	- кредитний ринок; - фондовий ринок
5	Місце знаходження	- національний: зовнішній; внутрішній; - місцевий; - міжнародний
6	Джерела мобілізації ресурсів	- ринок власного капіталу; - ринок позичкового капіталу
7	Інструменти продажу інвестиційних ресурсів	- валютний ринок; - кредитний ринок; - фондовий ринок
8	Умови обігу фінансових інструментів інвестування	- первинний ринок - вторинний ринок
9	Суб'єкти інвестиційної діяльності	- ринок інвесторів; - ринок позичальників
10	Організаційна форма функціонування	- організований - неорганізований

Джерело: [7; 12; 43; 141; 142]

Особливістю формування ціни на інвестиційні ресурси є те, що інвестор повинен не тільки вивчити ситуацію на інвестиційному ринку на даному етапі, а й спрогнозувати майбутні відхилення (інфляцію, неочікуваний ризик, зміну законодавства). Ціна, за якою 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'єкта вкладення

дуже часто є сигналом його високої дохідності для потенційного інвестора. Якщо ринок конкретного інвестиційного товару насичується інвестиційними ресурсами, привабливість даного інвестиційного товару знижується, а інвестор змушений шукати нові фінансові інструменти для максимізації свого прибутку.

Багато вчених у 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 до визначення інвестиційного ринку як складового елемента або об'єднуючої системи інших ринків (табл. 2.2).

У межах *першого підходу* автори взагалі окремо не виділяють поняття інвестиційного ринку, ведучи мову про ринок капіталів. Зокрема Світовий банк та Міжнародний валютний фонд розглядають ринок капіталів як одну із складових фінансового ринку (рис. 2.3).

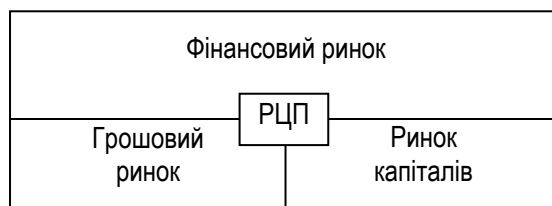


Рис. 2.3. Структура фінансового ринку

Джерело: [137]

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, неправомірним є ототожнення інвестиційного ринку з ринком капіталу. Слід погодитися з Т. А. Васильєвою [12; 13], яка вважає, що інвестиційний ринок являє собою тільки базову підсистему ринку капіталу.

Підходи до визначення інвестиційного ринку як складового елемента або об'єднуючої системи інших ринків

Підходи	Автори	Сутність
I	В. В. Ковальов [78], Я. Міркін [137], зарубіжні вчені-економісти [50]	Оперують не поняттям “інвестиційний ринок”, а дефініцією “ринок капіталів”, причому ринок капіталів розділяють на ринок позичкового капіталу і ринок власного капіталу
II	М. І. Книш, Б. А. Перекатов, Ю. П. Лютиков [77], І. О. Бланк [7]	Інвестиційний ринок розуміється як сукупність ринків об'єктів реального та фінансового інвестування або як сукупність ринків реальних активів та фінансових ресурсів
III	А. А. Пересада [154]	Інвестиційний ринок розглядається як окремий ринок, на якому формується попит і пропозиція на інвестиції та інвестиційні товари
IV	В. Г. Федоренко, А. Ф. Гойко [211]	Оперують поняттям “фінансовий ринок інвестицій”
V	Т. А. Васильєва [12], І. О. Школьник [223], А. Д. Шеремет, Р. С. Сайфуліна, Т. Н. Данилова [43], І. В. Ворошилова [31]	Інвестиційний ринок досліджується як складовий сегмент фінансового ринку
VI	Є. Л. Логінов [121]	Інвестиційний ринок прирівнюється до категорій “ринок інвестицій” та “ринок інвестиційних товарів”
VII	В. Кучеренко [114]	Інвестиційний ринок трактується як сукупність довгострокового кредитного ринку, ринку цінних паперів та ринку капіталу
VIII	Б. Рубців [71]	Інвестиційний ринок розглядається як сегмент ринку цінних паперів
IX	Російська школа [2]	Інвестиційний ринок – ринок банківських кредитів і цінних паперів
X	С. Москвін [141,142]	Межі поширення інвестиційного ринку у структурі фінансового ринку розглядаються з позиції інституцій, що представлені на цьому ринку

Джерело: складено автором

Наведемо класифікацію шведського економіста К. Еклунда [50], який розділяє ринок капіталів на ринок позичкового капіталу (кредитний ринок) і ринок власного капіталу (ринок акцій як часток участі у власності). Ринок позичкового капіталу він у свою чергу розділяє на грошовий ринок (короткотермінові кошти) та ринок облігацій (довготермінові кошти).

У 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, І. Бланк [7] досліджує інвестиційний ринок через об'єкти інвестування, розділяючи його на:

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

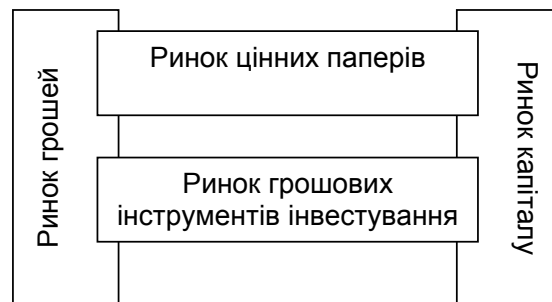


Рис. 2.4. Система взаємозв'язку основних ринків фінансових інструментів інвестування [7]

У рамках *третього підходу* вчені розуміють інвестиційний ринок як економічну категорію, що являє собою збалансованість попиту і пропозиції на інвестиції та інвестиційні товари, а також формується суб'єктом (інвестором).

Представники *четвертого підходу* оперують не терміном “фінансовий ринок”, а поняттям “фінансовий ринок інвестицій” в контексті того, що фінансовий ринок проходить декілька стадій еволюції форм капіталу: від грошового – до позичкового, від позичкового – до фінансового.

У межах *п'ятого 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 [43] в контексті досліджуваної проблеми акцентують увагу насамперед на фінансових активах (золото та дорогоцінні метали, національна валюта, іноземна валюта, кредити, цінні папери). Саме тому фінансовий ринок розглядають як сукупність ринку дорогоцінних металів, ринку національних грошових коштів, валютного ринку та фондового, що відображено на рис. 2.5.

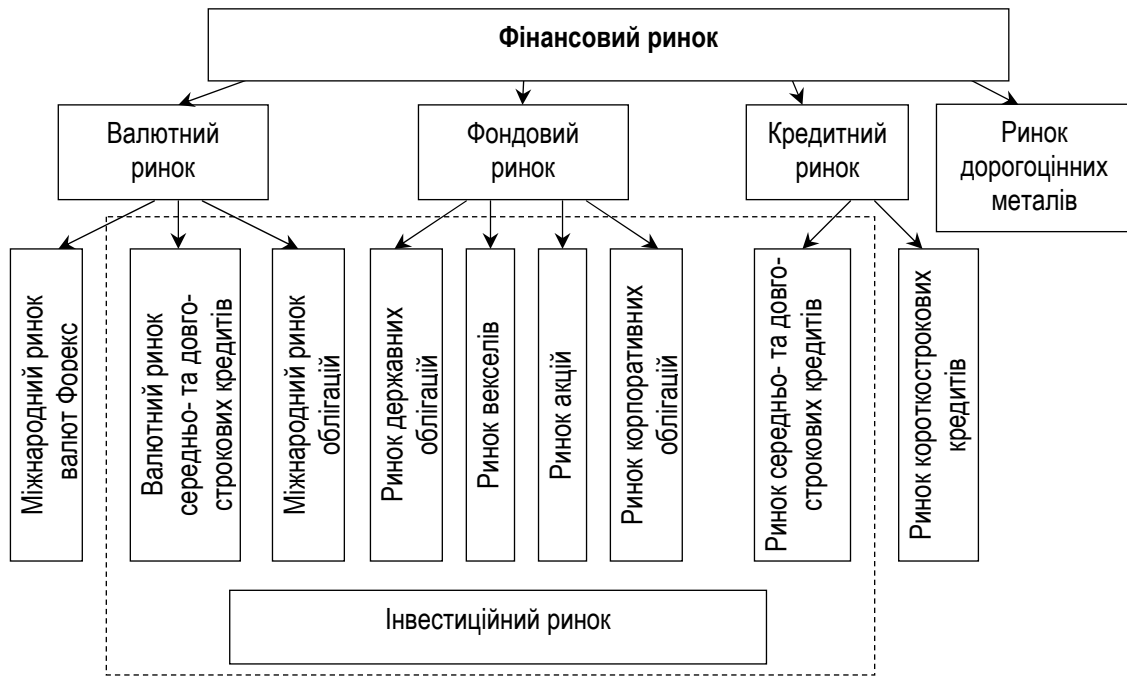


Рис. 2.5. Місце інвестиційного ринку в структурі фінансового ринку [12; 43]

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

- валютний ринок (середньострокові та довгострокові валютні ресурси та валютні фінансові активи);
- фондовий ринок (акції, довгострокові корпоративні облігації, державні облігації, вексельні кредити);
- кредитний ринок (середньострокові та довгострокові кредити);
- ринок дорогоцінних металів.

У наукових джерелах [12] (*шостий підхід*) досить часто відбувається прирівнювання категорії “інвестиційний ринок” до таких понять як “ринок інвестицій” та “ринок інвестиційних товарів”.

У рамках *сьомого підходу* основним критерієм структуризації ринків вважається часовий механізм реалізації майнових прав. Так, в роботі [114] наводиться структура ринку інвестицій у межах ринків капіталів (фондовий ринок), ринку цінних паперів та довгострокового кредитного ринку (рис. 2.6).

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

Представники *дев'ятого підходу* стверджують, що залежно від того, в яких формах обертаються грошові ресурси, фінансовий ринок поділяється на ринок банківських кредитів і ринок цінних паперів” [2].

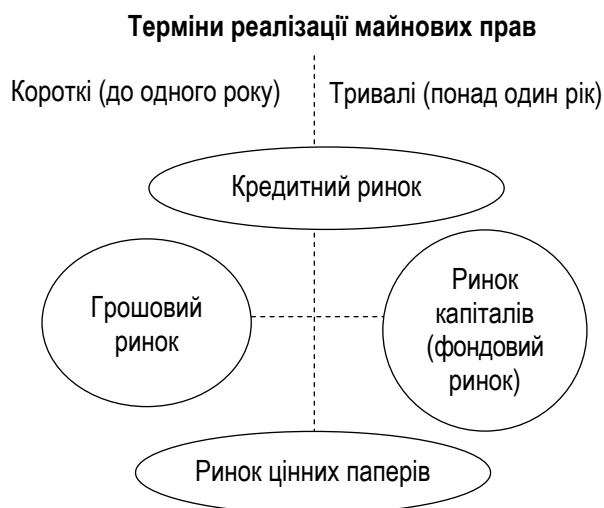


Рис. 2.6. Структура фінансового ринку [114]

С. Москвін (дев'ятий підхід) підкреслює, що виокремлення інвестиційного ринку зі структури фінансового ринку має надважливе значення для вдосконалення державного регулювання інвестиційного процесу. Автор звертає увагу на те, що як на фінансовому ринку функціонують універсальні інститути, наприклад, банки, так і на інвестиційному ринку мають функціонувати універсальні інвестиційні інститути з виключними видами діяльності, що вимагатиме встановлення загальних вимог і правил, а також здійснення нагляду за діяльністю інвестиційних інститутів. На даний момент автор констатує інституційний зв'язок двох ринків: фінансового та інвестиційного (рис. 2.7).

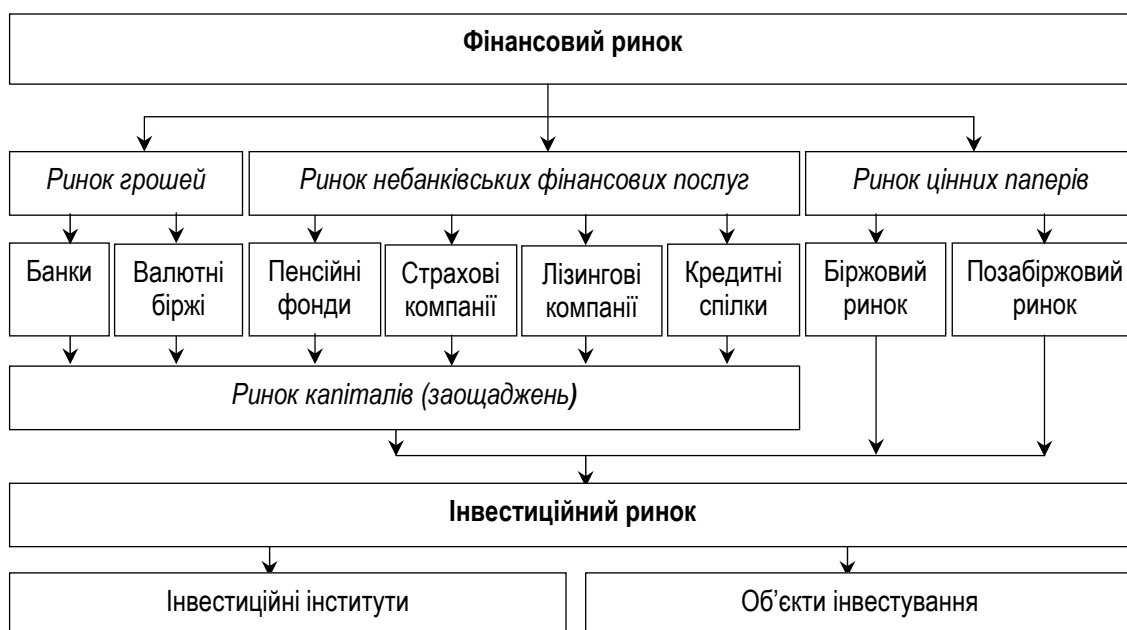


Рис 2.7. Інституційний зв'язок фінансового та інвестиційного ринків [141; 142]

Щоб виокремити сфери впливу фінансового та інвестиційного ринків, звернемо увагу на визначення фінансового ринку у роботах І. О. Школьник [223; 226]: “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”. Неможливо провести чітку межу між двома ринками, але виділити розбіжності можна (табл. 2.3).

Таблиця 2.3

Порівняння фінансового та інвестиційного ринків

№ пор.	Критерій	Характеристика особливостей	
		Фінансовий ринок	Інвестиційний ринок
1	Об’єкт купівлі-продажу	Фінансові активи	- інвестиційні товари; - фінансові інструменти
2	Вартість об’єкта	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

Джерело: [7; 77; 221; 223; 226]

Об’єктом торгів на інвестиційному ринку є фінансові інструменти як сегменти 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 джерел формування інвестиційних ресурсів виступають заощадження населення. На макроекономічному рівні величина заощаджень 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”.

Ефект мультиплікатора полягає в тому, що збільшення реальних інвестицій призводить до зростання рівня зайнятості, доходів, споживчого попиту та заощаджень, внаслідок чого відбувається збільшення національного доходу в країні. 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) залежно від обсягів інвестицій, що здійснюються в даний час, то інвестиційний акселератор характеризує ступінь можливої інвестиційної активності підприємств від приросту національного доходу, що формується” [7].

Для ефективного акумулювання тимчасово вільних грошових коштів, які мають велике 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, що демонструє рис. 2.8. До інституціональної мережі інвестиційного ринку належать інститути, що формують взаємозв’язки між економічними агентами і встановлюють сукупності законів та нормативних документів, що регулюють ці зв’язки. Інституційна структура складається, з одного боку, з фінансових інституцій, до яких належать страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, банки, фінансові компанії, інститути спільного інвестування та з іншого – з обслуговуючих організацій, а саме: брокерських фірм, бірж, дилерських контор, аудиторських та консалтингових фірм, системи міжбіржових і міжброкерських агенцій.

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

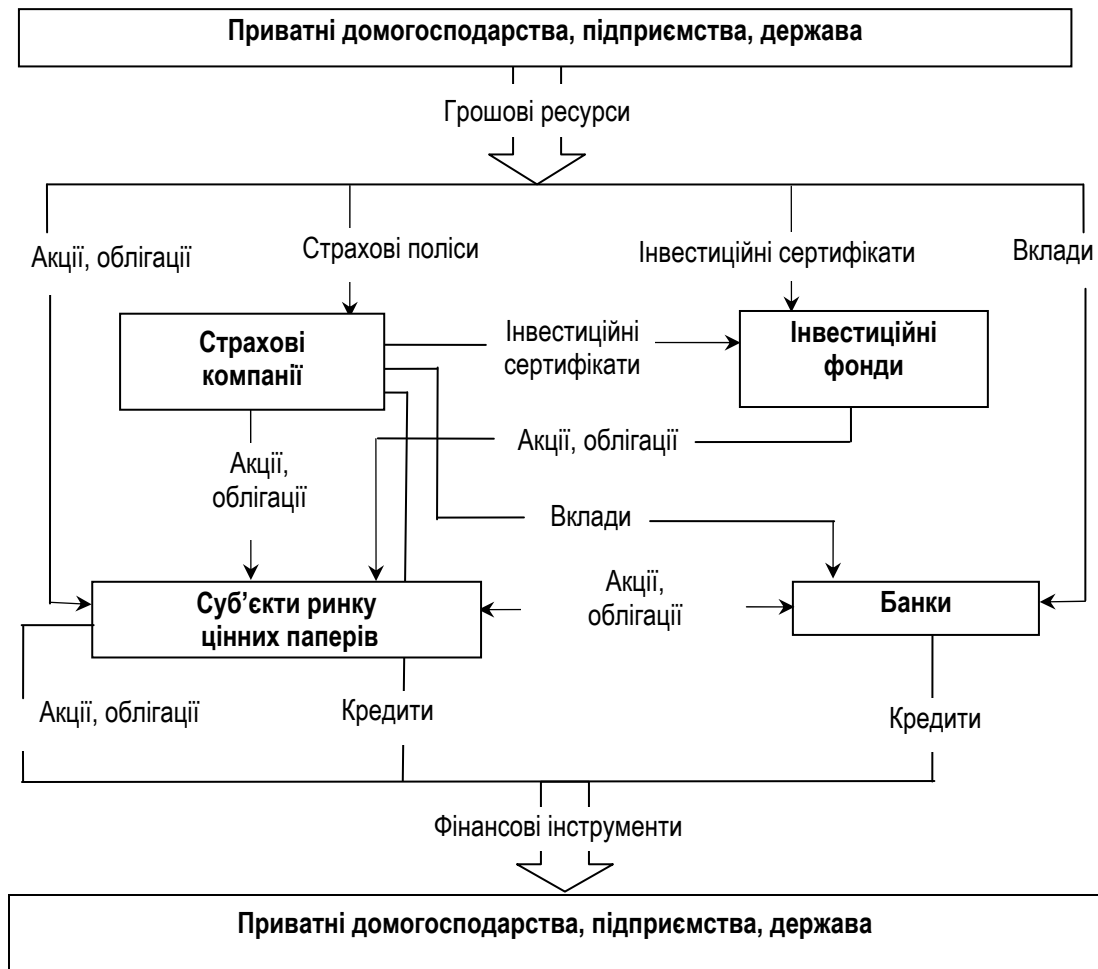


Рис. 2.8. Структура інвестиційного ринку

Дослідження економічної природи інвестиційного ринку дозволяє зробити такі 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.

Передумовою дослідження інтеграційних процесів на інвестиційному ринку та їх специфіки в Україні має бути формалізація моделі, за якою він розвивається. Інвестиційний ринок є сегментом фінансового ринку, тому логічно припустити, що інвестиційний ринок продублює модель, за якою функціонує вітчизняний фінансовий ринок.

У науковій літературі вирізняють дві моделі фінансового ринку – банкоцентричну (романо-німецька, континентальна) та модель “з широкою участю” (англосаксонська, англо-американська). У 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 такі 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 [115].

Модель “з широкою участю” в свою чергу розповсюджена в таких країнах, як Сполучені Штати Америки, Великобританія, Канада, Австралія, Мексика та ін. і характеризується такими 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.);
- поділ банків на комерційні, що здійснюють кредитно-депозитні, розрахункові та інвестиційні операції, діяльність яких пов'язана з операціями на ринку цінних паперів. Однак в останні роки такий підхід переглядається і набуває поширення концепція універсалізації банківської системи;
- роль банків зводиться до діяльності як 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 високо-ризикові компанії;
- наявність жорстких норм регулювання, високий рівень законодавчого захисту інтересів учасників ринку, особливо дрібних інвесторів [115].

На жаль, незважаючи на значний ступінь опрацювання проблеми розвитку вітчизняного фінансового ринку, 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.

Не тільки фінансовий, але й інвестиційний ринок України розвивається за банкоцентричною моделлю, що підтверджується такими даними:

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. 2.9 і 2.10, 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. 2.11, на якому наведена структуру основних джерел фінансування суб'єктів господарювання на 01.01.2010. Як видно з рис. 2.9, за досліджуваний період обсяг кредитів, наданих банками, зріс практично в 37 разів та на 01.01.2011 вказана величина склала 732,823 млрд. грн. При дослідженні специфіки функціонування не всього фінансового ринку, а лише його окремого сегмента – *інвестиційного ринку релевантною*,

скоріше за все, є інформація про довго- та середньострокові кредити, оскільки саме строковість вкладень традиційно розмежовує інвестиційну діяльність та операційну.



Рис. 2.9. Динаміка обсягів кредитів та залучених депозитів, за 2000–2010 рр.[41]



Рис. 2.10. Динаміка обсягів довгострокових/середньострокових кредитів та залучених депозитів за 2005–2010 рр. [41]

Як свідчать дані рис. 2.10, динаміка довгострокових кредитів/депозитів дублює загальноринкові тенденції. Зокрема, за досліджуваний період обсяг наданих банками довгострокових/середньострокових кредитів зріс практично в 9 разів і склав на кінець 2008 р. 587 млрд. грн., а обсяг залучених депозитів строком більше одного року за період 2005–2008 рр. підвищився в 3,2 раза. Однак слід зауважити, що зростання довгострокових депозитів відбувалося більш високими темпами в порівнянні із загальною величиною депозитів у банківській системі.

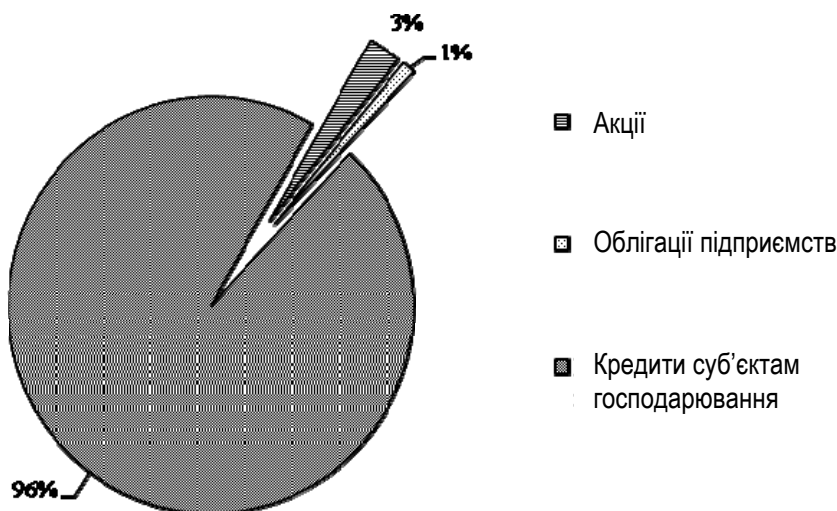


Рис. 2.11. Структура основних джерел фінансування суб'єктів господарювання України за станом на 01.01.2011 [41]

2. Банківська система України є кредитоорієнтованою, про що свідчить *структура кредитно-інвестиційного портфеля вітчизняних банків*, представлена на рис. 2.12. Зокрема, як свідчать наведені дані, частка кредитів фізичним та юридичним особам в кредитно-інвестиційному портфелі банків на 01.01.2011 склала 84,87 %.

3. Аналіз активів банків України показав, що продовжується постійне, хоч і незначне, збільшення активів.

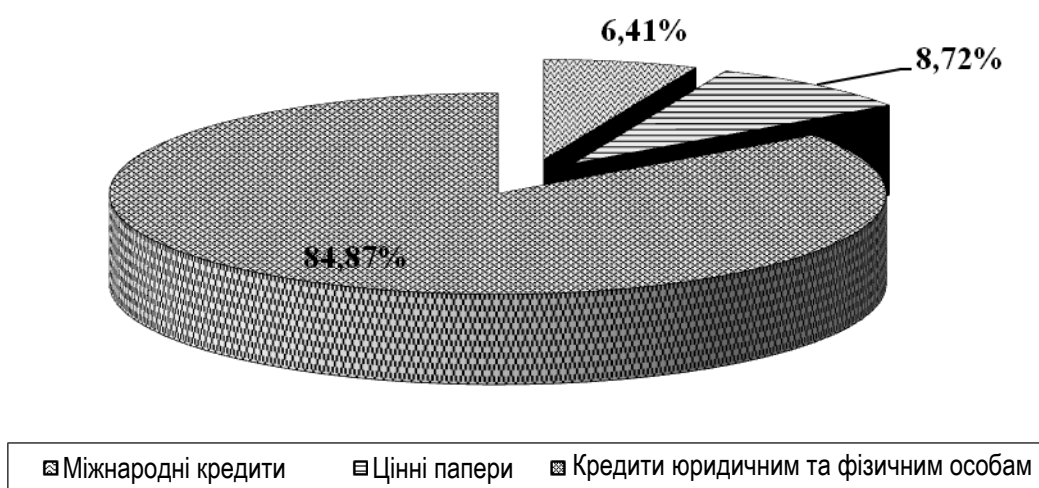


Рис. 2.12. Структура кредитно-інвестиційного портфеля банків України за станом на 01.01.2011 [202]

Таблиця 2.4

**Активи банків в Україні за період з 2006 по 2010 р.
за станом на кінець року [152]**

№ пор.	Показники	2006	2007	2008	2009	2010
	Активи банків	340 179	599 396	926 086	880 302	942 088
	Загальні активи (нескориговані на резерви під активні операції)	353 086	619 004	973 332	1 001 626	1 090 248
1	Готівкові кошти та банківські метали	11 430	18 313	20 668	21 725	26 749
2	Кошти в Національному банку України	15 280	19 120	18 768	23 337	26 190
3	Кореспондентські рахунки, що відкриті в інших банках	18 535	26 293	40 406	51 323	67 596
4	Кредити надані	269 294	485 368	792 244	747 348	755 030
4.1	З них: кредити, що надані суб'єктам господарської діяльності	167 661	276 184	472 584	474 991	508 288
4.2	кредити, що надані фізичним особам	77 755	153 633	268 857	222 538	186 540
5	Довгострокові кредити	157 224	291 963	507 715	441 778	420 061
5.1	З них: довгострокові кредити суб'єктам господарювання	90 576	156 355	266 204	244 412	262 199
6	Прострочена заборгованість за кредитами	4 456	6 357	18 015	69 935	84 851
7	Вкладення в цінні папери	14 466	28 693	40 610	39 335	83 559
8	Резерви під активні операції банків	13 289	20 188	48 409	122 433	148 839
	% виконання формування резерву	100,1	100,04	100,1	100,05	100,01
8.1	З них: резерв на відшкодування можливих втрат за кредитними операціями	12 246	18 477	44 502	99 238	112 965

Зростання пасивів має постійну тенденцію. При цьому адекватно збільшуються як кошти суб'єктів господарювання, так і фізичних осіб. Власний капітал банків на 01.01.2010 знизився, але потім мав тенденцію до збільшення (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

**Пасиви банків в Україні за період з 2006 по 2010 р.
за станом на кінець року [152]**

№ пор.	Показники	2006	2007	2008	2009	2010
	Пасиви, усього	340 179	599 396	926 086	880 302	942 088
1	Власний капітал	42 566	69 578	119 263	115 175	137 725
1.1	З нього: сплачений зареєстрований статутний капітал	26 266	42 873	82 454	119 189	145 857
1.2	Частка капіталу у пасивах	12,5	11,6	12,9	13,1	14,6
2	Зобов'язання банків	297 613	529 818	806 823	765 127	804 363
2.1	З них: кошти суб'єктів господарювання	76 898	111 995	143 928	115 204	144 038
2.1.1	З них: строкові кошти суб'єктів господарювання	37 675	54 189	73 352	50 511	55 276
2.2	кошти фізичних осіб	106 078	163 482	213 219	210 006	270 733
2.2.1	З них: строкові кошти фізичних осіб	81 850	125 625	175 142	155 201	206 630

Основні обсяги операцій на кредитному ринку обумовлені активністю саме банківських установ. Так, упродовж 2005–2007 рр. статутний капітал банків щороку зростав на 55 %, обсяги залучених кредитних ресурсів – на 50 %, кредитний портфель – на 69 %. При цьому обсяг наданих кредитів зменшився у 2010 р., але в 2011 р. тенденція дещо змінилася до збільшення, водночас як прострочена заборгованість постійно збільшується.

На рис. 2.13 представлено співвідношення ресурсного потенціалу банків II рівня і обсягів наданих ними кредитів.

Протягом жовтня-листопада 2008 р. ситуація в банківській сфері загострилася, і банки відчули проблеми щодо збільшення власного ресурсного потенціалу. Протягом 2008–2010 рр. кредитна активність банків визначалася як досить слабка.

4. 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, андерайтинг, 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 ринку досить значні.

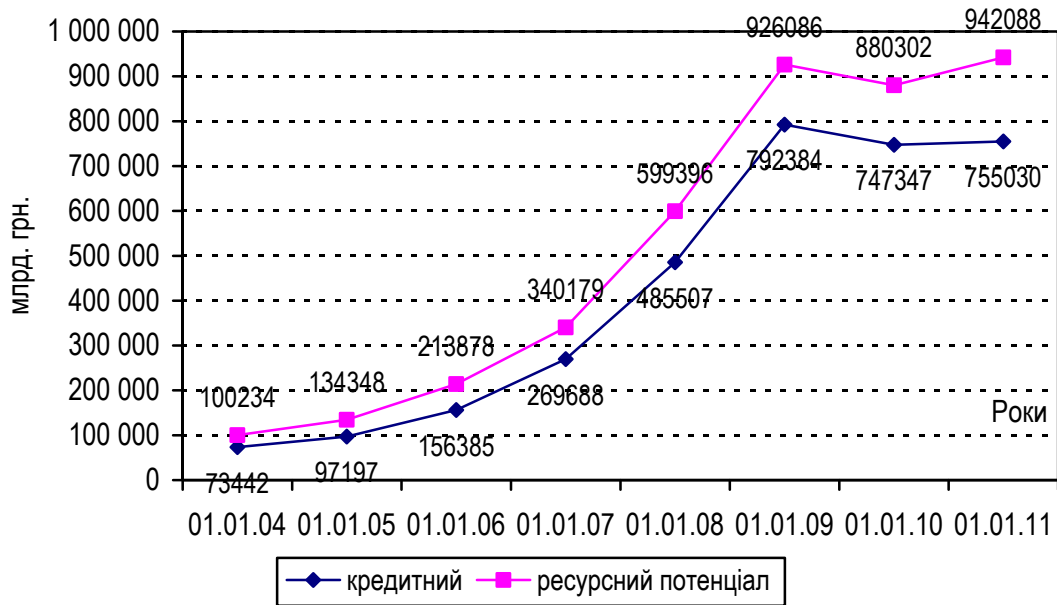


Рис. 2.13. Динаміка зміни співвідношення ресурсного потенціалу і кредитних вкладень банків України в 2004–2010 рр. [158]

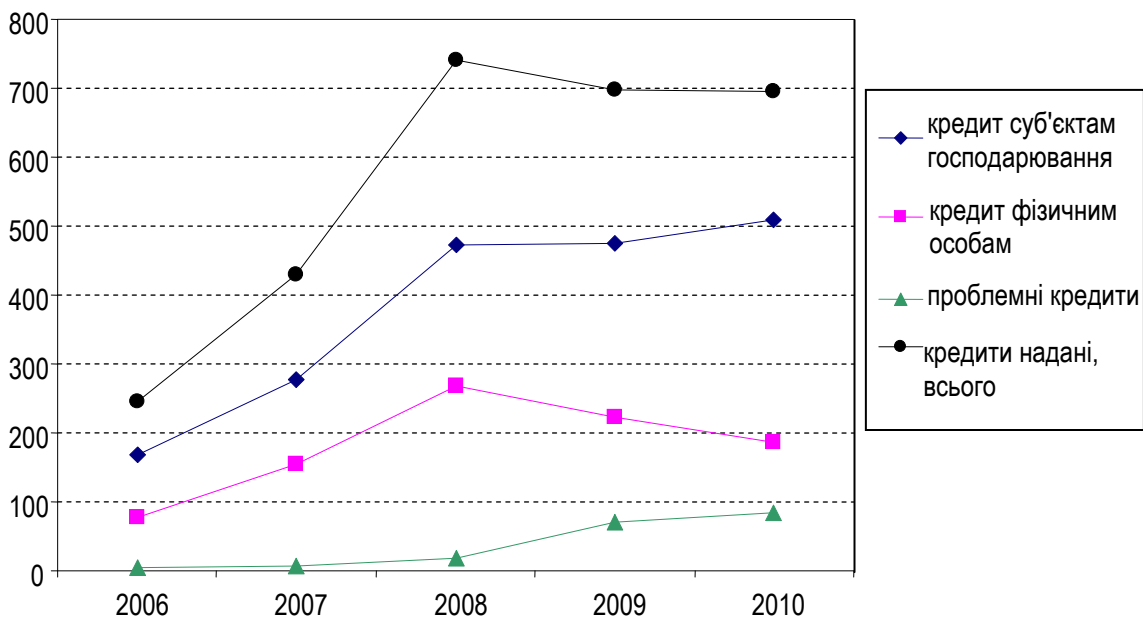


Рис. 2.14. Динаміка кредитних вкладень та рівень проблемних кредитів за період 2006–2010 рр. [158]

Як свідчать дані табл. 2.6, 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 27,71 % в 2010 р.

Таблиця 2.6

Динаміка участі банківських установ України у функціонуванні інвестиційного ринку як емітентів у 2001–2010 рр. [41]

Показники	Роки									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Загальний обсяг зареєстрованих емісій цінних паперів, млн. грн.	22 670	17 090	23 622	39 034	88 075	104 445	135 250	153 050	162 680	95 550
Обсяг цінних паперів, емітованих банками (акцій та облігацій), млн. грн.	1 008	1 306	1 668	3 021	10 665	15 994	24 930	32 786	60 760	26 480
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	27,71

Крім того, банки беруть активну участь в торгівлі цінними паперами. Саме банківські установи за період з 2003 по 2006 р. 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., у 2007 р. – 18,9 млрд. грн., у 2008 р. – 7,1 млрд. грн., а в 2009 р. не було зареєстровано жодного випуску облігацій банківськими установами, в 2010 р. – на суму 3,15 млрд. грн.

Незважаючи на скорочення в 2009 р. банківських інвестицій в цінні папери, їх частка в чистих активах дещо збільшилась у порівнянні з минулим періодом, хоча це відбулося на фоні загального скорочення останніх (рис. 2.15). На початку 2011 р. частка портфеля цінних паперів у сукупних активах банків швидко зростала протягом усього періоду. За станом на 01.01.2011 вона становила 8,87 % та досягла найвищого рівня з початку 2003 р.

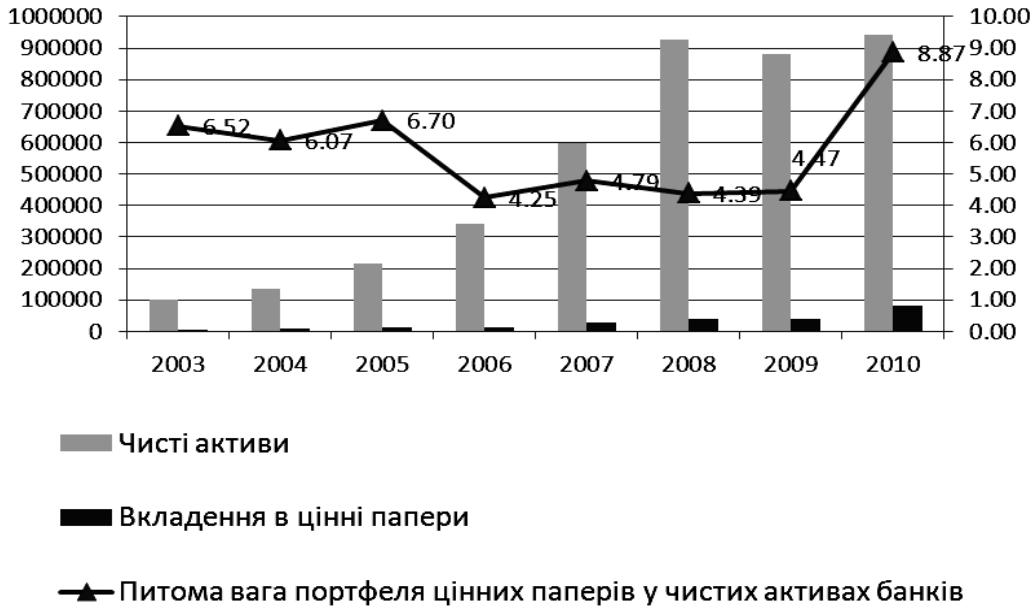


Рис. 2.15. Питома вага портфеля цінних паперів у чистих активах банків у 2003–2010 рр. за станом на кінець року [41]

За строками погашення найбільша питома вага збереглася за цінними паперами понад 2 роки – 48,57 %, що зумовлено зростанням цінних паперів на вимогу сектору загального державного управління. Враховуючи високу ліквідність цінних паперів сектору загального державного управління, зросла їх частка в банківських портфелях (рис. 2.16).

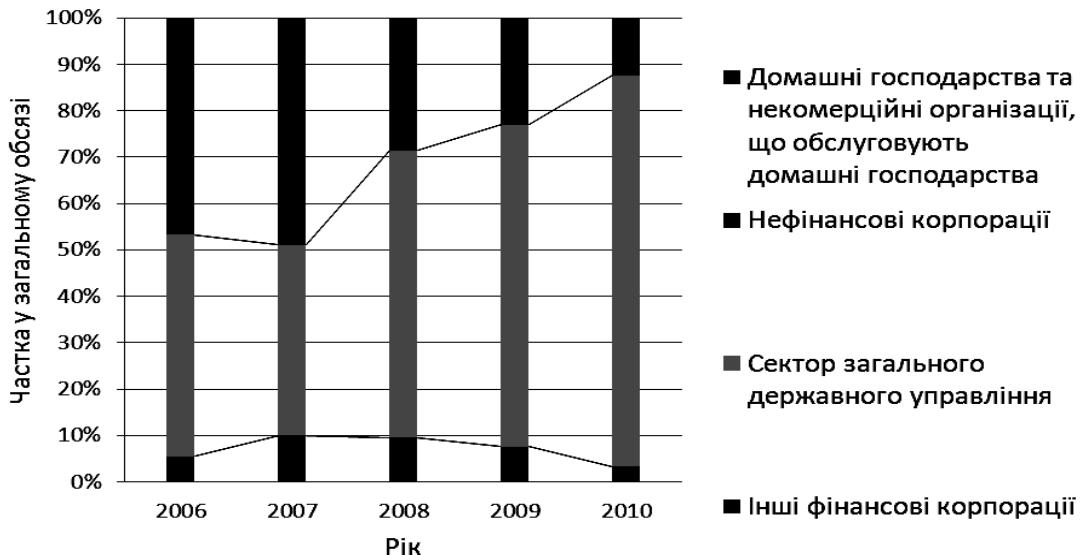


Рис. 2.16. Розподіл цінних паперів, крім акцій, у портфелі банків за секторами економіки [41]

Найбільшу частку в портфелі банків склали в 2010 р. цінні папери на продаж (45,24 %), в другу чергу – в асоційовані та дочірні компанії (близько 29 %), і в останню – інвестиції в торговельний портфель (25,77 %).

Незважаючи на те, що динаміка банківських інвестицій в 2011 р. в цінні папери мала позитивний характер, частка цінних паперів у сукупних банківських активах традиційно залишається на низькому рівні, не перевищуючи навіть їх десятої частини (рис. 2.17). Вкладення у цінні папери, крім акцій, випущені резидентами, за станом на 01.03.2011 склали 71,3 млрд. грн. і зросли незначно (на 0,1%). У річному обчисленні їх приріст становив 147,9 % порівняно із 143,1 % у попередньому місяці.

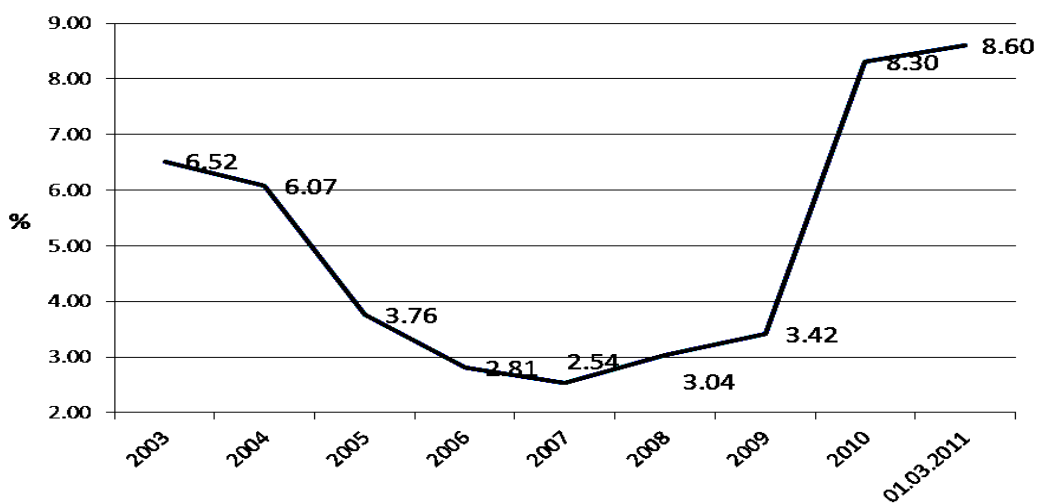


Рис. 2.17. Питома вага портфеля цінних паперів, крім акцій, у вимогах банків у 2003–2010 рр. за станом на кінець року

5. Аналіз співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ, результати якого наведені в табл. 2.7, підтверджує той факт, що саме банки виконують роль основного інвестиційного посередника. Як видно з цих даних, активи банків у 2004 р. перевищували активи небанківських фінансових установ приблизно в 6,5 раза, натомість в 2007 р. таке перевищення склало приблизно 13 разів, у 2008 р. досягло 20 разів, у 2009 р. – знизилося до майже 16 разів.

Досліджуючи структуру активів інвестиційних посередників України за 2005–2009 рр., що представлена в табл. 2.8, можна відмітити, що найбільша питома вага в сумарному обсязі активів припадає на банки. Зокрема, на 01.01.2010 вказана величина склала 94,3 %. Крім того, слід відмітити, що частка активів банків у загальній величині активів інвестиційних посередників кожного року поступово збільшується. За період з 2005 по 2009 р. даний показник підвищився з 90 % до 94,3 %.

Таблиця 2.7

Динаміка зміни співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ України у 2004–2010 рр. [158]

Показник	Рік						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Співвідношення активів банків та небанківських фінансових установ	6,53	9,00	10,97	12,62	20,08	16,55	16,67

6. Наступним аргументом, що підтверджує банкоцентричність інвестиційного ринку України, є недостатній розвиток вітчизняного фондового ринку, що обумовлено такими причинами:

- для формування ефективного фондового ринку потрібний 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 [110].

Від розвитку інвестиційного ринку залежить ступінь 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 у сучасних умовах.

Для аналізу інвестиційного ринку першочергове значення мають джерела формування інвестиційних ресурсів. Їх динаміка протягом 2000–2010 рр. продемонстрована в табл. 2.9, з якої видно, що у 2000 р. головним джерелом інвестиційних ресурсів були власні кошти підприємства, хоча їх частка у сукупному обсязі відчутно зменшилась – з 63,2 % у 2009 р. до 55,7 % у 2010 р. Банківське інвестування також зменшило свою присутність з 17,3 % у 2008 р. до 13,7 % у 2010 р. Дані табл. 2.8 також підтверджують, що сукупний обсяг інвестування зменшився у 2010 р. більш ніж на 1,1 млрд. грн. у порівнянні з попереднім періодом та склав 150,6 млрд. грн.

Таблиця 2.8

**Динаміка зміни вартісних та відносних характеристик активів окремих інвестиційних посередників
України в сумарному обсязі їх активів за 2005–2010 рр. за станом на кінець року
[179; 180; 181; 182; 183; 184; 185; 186]**

Інвестиційні посередники	Роки											
	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	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, %	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	942 088	94,37
Страхові компанії	20 920	8,44	23 995	6,23	32 213	5,35	41 930,5	4,43	41 970	4,5	45 235	4,54
Недержавні пенсійні фонди	46	0,02	137	0,04	281	0,05	612	0,01	857,9	0,09	1 144,3	0,11
Кредитні спілки	1 940	0,78	3 241	0,84	5 261	0,87	6 064,9	0,68	6 480	0,69	3432,2	0,34
Фінансові компанії	1 871	0,76	4 825	1,25	3 274	0,54	6 011,8	0,67	3 890,6	0,42	6 407,9	0,64
Загальна сума активів	247 801	100	385 284	100	602 162	100	947 165,2	100	933 500,5	100	998 307,4	100

**Динаміка зміни інвестицій в основний капітал за джерелами фінансування у 2000–2010 рр. в Україні
за станом на кінець року, млн. грн. [67]**

	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
Всього	23 629	32 573	37 178	51 011	75 714	93 096	125 254	188 486	233 081	151 776	150 667
У тому числі за рахунок:											
- коштів державного бюджету	1 210	1 749	1 863	3 570	7 945	5 077	6 846	10 458	11 576	6 686,7	9 479
- коштів місцевих бюджетів	975	1 332	1 365	2 095	3 544	3 915	5 446	7 324	9 918,2	4 161,2	4 357
- власних коштів підприємств та організацій	16 198	21 770	24 470	31 306	46 685	53 424	72 337	106 520	132 138	96 019	83 997
- коштів іноземних інвесторів	1 400	1 413	2 068	2 807	2 695	4 688	4 583	6 660	7 591,4	6 859,3	3 429
- коштів населення на будівництво власних квартир	-	-	-	-	-	-	7 019	9 879	9 495,2	4 791,7	4 653
- коштів населення на індивідуальне житлове будівництво	1 176	1 415	1 573	1 822	2 577	3 091	5 110	8 549	11 589	5 502,3	16 176
- кредитів банків та інших позик	391	1 400	1 985	4 196	5 735	13 740	19 406	31 182	404 50,9	21 581,3	20 611
- інших джерел фінансування	2 279	3 494	3 854	5 215	6 533	9 161	4 507	7 914	4 646,8	3 566,9	7 965
Всього, % до загального обсягу	100,0	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	6,29
- коштів місцевих бюджетів	4,1	4,1	3,7	4,1	4,7	4,2	4,3	3,9	4,26	2,74	2,89
- 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	55,75
- коштів іноземних інвесторів	5,9	4,3	5,6	5,5	3,6	5,0	3,7	3,5	3,3	4,5	2,28
- коштів населення на будівництво власних квартир ¹	-	-	-	-	-	-	5,6	5,2	4,1	3,2	3,09
- 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	10,74
- 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	13,68
- інших джерел фінансування	9,6	10,7	10,4	10,2	8,5	9,8	3,5	4,2	1,99	2,35	5,29

Наступним джерелом формування інвестиційних ресурсів є заощадження населення. Аналіз взаємодії між заощадженнями та інвестиціями в Україні дозволяє зробити висновки про те, що в Україні ефект інвестиційного мультиплікатора та інвестиційного акселератора почав діяти з 1996 р. Після зниження інфляційного тиску в країні вперше спостерігалася тенденція 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. Як результат – зростання ВВП у 2000–2007 рр.

Вплив інвестиційного ринку на економічний розвиток в Україні можна дослідити через темпи приросту ВВП, обсягів інвестицій в основний капітал та темпів приросту обсягів промислового виробництва. Як свідчить аналіз динаміки показників, представлених на рис. 2.18, їх значення були доволі низькими в 2005 р., на що суттєво вплинула політична нестабільність в країні. У 2006 р. показники розвитку економіки в цілому погналились, і порівняно з 2005 р. 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, причому кращим був 2004 р. – з 12,1 %. У листопаді 2008 р. зафіксовано значне уповільнення темпів інвестиційних процесів, внаслідок чого ВВП знизився відносно листопада 2007 р. на 14,4 %, що призвело до уповільнення темпів зростання. Економічну ситуацію в Україні протягом 2000–2009 рр. не можна розглядати як стабільну, оскільки відзначаються досить суттєві коливання в показниках темпів зростання обсягу реального ВВП, темпів зростання обсягу промислового виробництва та інвестицій в основний капітал.

Прямі іноземні інвестиції за останні роки показують приріст. Так, за станом на 01.01.2009 в економіку України іноземними інвесторами вкладено прямих інвестицій на суму 35 723,4 млн. дол. США, що складає 774 дол. на одну особу. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, внесених в Україну, за станом на 1 січня 2011 р. дорівнював 44 708 млн. дол. США, що на 11,6 % більше від обсягів прямих іноземних інвестицій на початок 2010 р., та становить 978,5 дол. США у розрахунку на одну особу. Інвестиції надійшли із 125 країн світу. Серед десяти основних країн-інвесторів, на які припадає більше 82 % загального обсягу прямих інвестицій, знаходяться: Кіпр – 99 14,6 млн. дол., Німеччина – 7 076,9 млн. дол., Нідерланди – 4 707,8 млн. дол., Російська Федерація – 3 402,8 млн. дол., Австрія – 2 658,2 млн. дол., Франція – 2 367,1 млн. дол., Сполучене Королівство – 2 298,8 млн. дол., Швеція – 1 729,9 млн. дол.,

Віргінські Острови, Британські Острови – 1 460,8 млн. дол. та Сполучені Штати Америки – 1 192,4 млн. дол. (рис. 2.19).

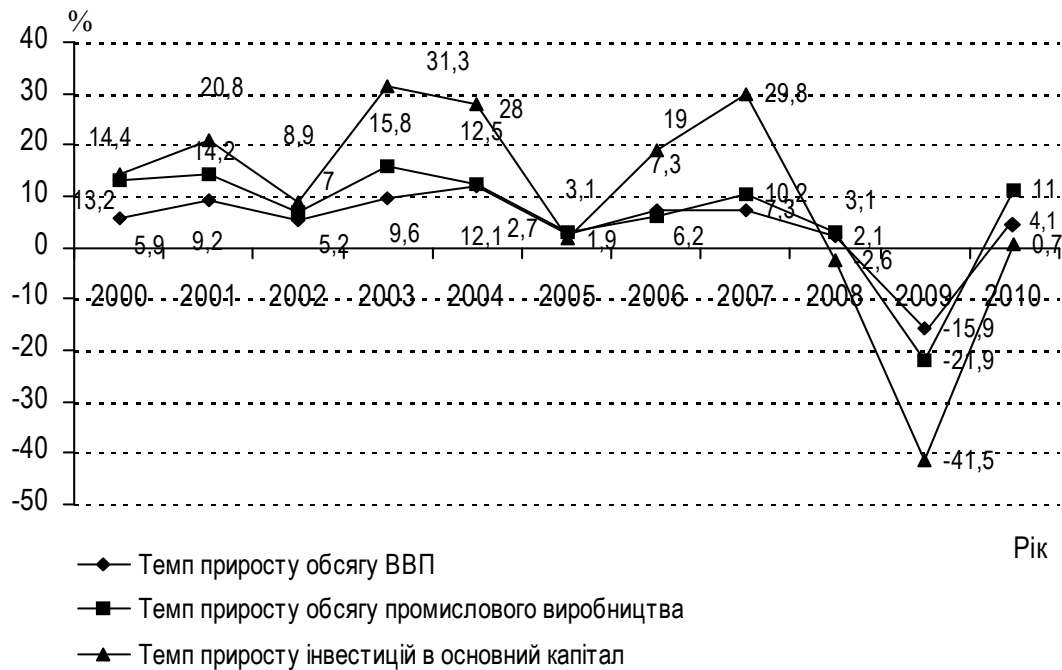


Рис. 2.18. Темпи приросту обсягів ВВП, промислового виробництва та інвестицій в основний капітал в Україні за 2000–2010 рр. [67]

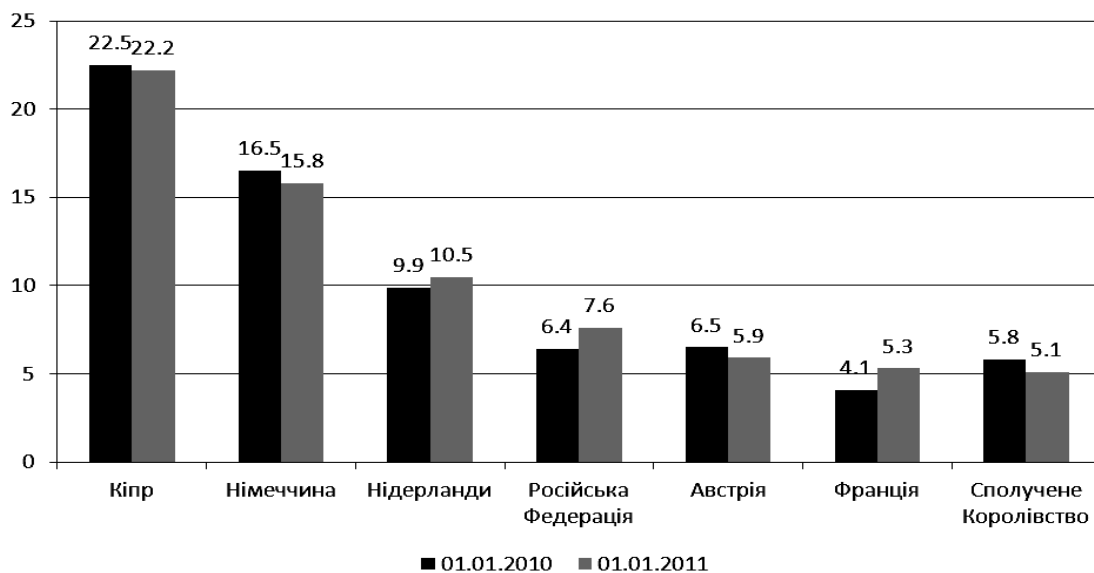


Рис. 2.19. Розподіл прямих інвестицій в Україну за основними країнами-інвесторами в 2009–2010 рр. за станом на кінець року, % до загального обсягу [67]

Аналізуючи структуру капітальних інвестицій, слід відмітити, що за станом на 01.01.2011 інвестиції в матеріальні активи складають 96,3 % у структурі загального обсягу інвестицій, а інвестиції в нематеріальні активи – лише 3,69 % (рис. 2.20), що свідчить про недостатній розвиток сегмента інвестування в права інтелектуальної власності, винаходи, розробки тощо та відсутність інвестиційного інтересу до цього сегмента з боку інвесторів, що в подальшому унеможлиблює вчасне технічне переоснащення, використання новітніх технологій та модернізацію виробництва.

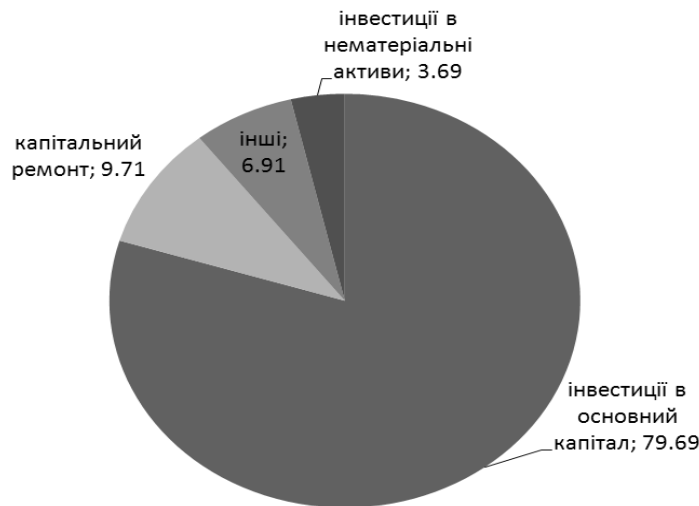


Рис. 2.20. Структура капітальних інвестицій в Україні за станом на 01.01.2011 [67]

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

- недостатня капіталізація банківського сектору;
- погіршення показників ліквідності за 2008–2009 рр.;
- дефіцит довгострокових ресурсів у банківській системі;
- слаборозвинена мережа небанківських інвестиційних посередників;
- зниження платоспроможності населення.
- відсутність постійної взаємодії між усіма учасниками інвестиційного ринку;
- недовіра покупців та продавців до посередників, що діють на ринку;
- непрозорість участі посередників в розподілі інвестиційних ресурсів;
- недосконалість законодавчих норм щодо організації інвестиційного ринку тощо;

- недостатність розвитку ринку цінних паперів через низький рівень акціонерної культури в країні, незахищеність і недотримання прав акціонерів та невелику частку акцій у вільному обігу.

Наслідком вищезазначених 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 доходів населення та поліпшення кон'юнктури на зовнішніх ринках. Для покращення економічної ситуації в державі необхідно підтримувати іноземних інвесторів, повернути довіру населення до банків з метою збільшення обсягів депозитів, стимулювати банки щодо проведення активної кредитної політики.

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.

2.2. ФОРМАЛІЗАЦІЯ НАПРЯМІВ СТВОРЕННЯ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ ЗА УЧАСТЮ БАНКІВ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

У сучасних умовах пошуку додаткових джерел інвестиційних ресурсів мотиви інтеграції банків з іншими фінансовими посередниками не обмежуються лише потребами оптимізації поточної діяльності та комплексного обслуговування клієнтів.

Провідну роль в інвестиційному посередницькому процесі в Україні відіграють банківські установи, але в останні роки відбувається зростання кількості інвесторів небанківського типу, провідне місце серед яких займають страхові компанії. Конкуруючи з приводу залучення інвестиційних процесів, банки і страхові компанії водночас повинні 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 повинні 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 повинна пройти декілька етапів. Спочатку страховій компанії необхідно здійснити комплекс заходів, спрямований на те, щоб бути відповідним чином представленою на ринку, потім пройти відповідні процедури ризик-менеджменту, і тільки після цього вона отримає шанс бути акредитованою компанією. На основі договору між страховою компанією і банківською установою сплачуються комісійні платежі банку, який виступає агентом з продажу страхових продуктів.

Нині 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. Саме тому деякі банки і страхові компанії взаємодіють в цьому напрямку.

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 через низьку ліквідність цінних паперів та нестабільність 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. 2.10).

**Динаміка зміни структури інвестування страхових компаній України в 2007–2010 рр.
за станом на кінець року [183; 184; 185; 186]**

Страхові резерви	Загальна сума сформованих страхових резервів							
	2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.	
	обсяг, млн. грн.	питома вага, %	обсяг, млн. грн.	питома вага, %	обсяг, млн. грн.	питома вага, %	обсяг, млн. грн.	питома вага, %
Всього	19 330,3	100,0	23 904,9	100,0	23 841,3	100,0	27 695	100,0
В тому числі за напрямками інвестування:								
Кошти на поточних рахунках в банках	1 429,7	7,39	1 937,5	8,1	1 540,6	6,8	1 788,6	6,0
Банківські вклади (депозити)	6 171,5	31,93	6 963,7	29,1	6 103,7	25,8	6 464,6	23,3
Банківські метали	72,5	0,37	150,9	0,6	105,3	0,4	79,3	0,3
Нерухоме майно	1 157,6	5,99	1 877,8	7,9	1 997,8	7,9	2 182,6	8,0
Акції	7 078,7	36,62	8 177,0	34,21	9 521,8	40,6	10 905,8	39,4
Облігації	517,8	2,68	825,8	3,45	556,5	1,9	652,7	2,0
Цінні папери, що емітовані державою	210,2	1,09	387,8	1,62	869,5	3,7	1 523,4	5,5
Права вимоги до перестраховиків	2 582,7	13,36	3 498,9	14,6	3 067,7	12,8	3 940,1	14,2
Інші категорії активів відповідно до законодавства	109,9	0,57	85,5	0,42	23,8	0,1	360,0	1,3

У 2010 р. банківські вклади страхових компаній становили 31,4 % від 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.

Взаємодія банківських та страхових установ в інвестиційному просторі визначається організацією проникнення страхових компаній в банківські групи.

Слід виділити переваги банківсько-страхової інтеграції в таких сферах: розрахунково-касове обслуговування (страхові компанії відкривають рахунки в банках та користуються їх послугами з розрахунково-касового обслуговування); спільна діяльність з надання комплексних послуг клієнтам (разом з банками страхові компанії надають комплексні послуги клієнтам – страхові та послуги з банківського обслуговування) (рис. 2.21).



Рис. 2.21. Напрямки та форми взаємодії банків і страхових компаній в сфері інвестування

Перевагами для страхових компаній від банківсько-страхової інвестиційної інтеграції є отримання ними можливості:

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

Для банків такими перевагами пропонується вважати:

- 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.

Розвиток недержавних пенсійних фондів (НПФ) набуває вагомого значення для активізації інвестиційного клімату в Україні, але низький рівень дохідності 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 фондом як інвестором та банком як найрозвинутішим інститутом із залучення 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 повинна включати стратегічне планування портфеля 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.

Інвестиційна співпраця НПФ та банківських установ не має обмежуватися тільки інвестиціями в банківські депозити, а повинна втілюватися в різних формах, а саме:

- інвестування активів НПФ у банківські депозити;

- інвестування активів НПФ у корпоративні цінні папери банків;
- інвестування активів НПФ у 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 з управління інвестиційними ресурсами.

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

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

У 2009 р. частка активів НПФ на банківських депозитах склала 40 %. Зменшення в період фінансово-економічної кризи обсягів виробництва основних видів промислової продукції та послуг значно погіршили умови інвестиційної діяльності, у тому числі недержавних пенсійних фондів, що негативно вплинуло на рівень дохідності пенсійних активів. На сьогодні актуальною проблемою для недержавних пенсійних фондів є забезпечення дохідності пенсійних активів, яка вища від рівня інфляції.

За результатами 2010 р., переважними напрямками інвестування пенсійних активів є депозити в банках (34,7 % інвестованих активів), акції українських емітентів (18,1 %), облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України (15,4 %), цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України (14,9 %) (табл. 2.11). Тенденція розміщення коштів керуючими активами на депозитах у банках пов'язана, по-перше, з позицією компанії з управління активами НПФ мінімізувати ризики, а по-друге, – з нестабільністю ситуації на фондовому ринку та на ринку державних цінних паперів.

Таблиця 2.11

Структура активів НПФ України за станом на 01.01.2011 [186]

Активи НПФ	Розміщення інвестицій, млн. грн	Частка розміщених інвестицій, % від інвестиційного портфеля	Встановлені нормативи за законодавством, % від загальної вартості пенсійних активів
Банківські депозитні рахунки та ощадні сертифікати	396,8	34,7	40,0
Придбання або додаткове інвестування в цінні папери, доходи за якими гарантовано КМУ	170,4	14,9	50,0
Придбання або додаткове інвестування в цінні папери АРК та облігації місцевих позик	5,1	0,4	20,0
Придбання облігацій українських емітентів	175,7	15,4	40,0
Придбання акцій українських емітентів	206,9	18,1	40,0
Придбання цінних паперів іноземних емітентів	0,0	0,0	20,0
Придбання іпотечних цінних паперів	0,0	0,0	40,0
Інвестування в об'єкти нерухомості	64,6	5,6	10,0
Інвестування в банківські метали	31,7	2,8	10,0
Інвестування в інші активи	57,4	5,0	5,0
Кошти на поточному рахунку	35,7	3,1	–

Для НПФ характерним є високий рівень інвестування активів у банківські депозити, що пояснюється їх бажанням мінімізувати ризики, невисоким рівнем розвитку й нестабільністю вітчизняного ринку цінних паперів та відсутністю високонадійних і високоліквідних фондів інструментів довгострокового характеру. 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.

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

Для стимулювання активізації взаємовигідної інвестиційної співпраці між банками та НПФ держава повинна створити цілий ряд умов, основними з яких є такі:

- 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 до НПФ через розвинуту дилерську мережу комерційних банків;
- розробка мотиваційних механізмів у напрямку підвищення ролі банків для 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.

Інвестиційна інтеграція банків та НПФ матиме як економічний ефект у вигляді накопичення та залучення довгострокового капіталу в інвестиційну сферу, так і соціальний ефект у контексті підвищення матеріального забезпечення людей пенсійного віку і забезпечення соціальних гарантій для пенсіонерів.

Позиціонування інститутів спільного інвестування (ІСІ) як ефективних посередників на інвестиційному ринку надає можливості для вкладання коштів в інвестиційні проекти населенням та юридичними особами на правах спільного інвестування. Це, з одного боку, дозволяє збільшити обсяги інвестиційних ресурсів в економіку України, а з іншого – не тільки забезпечити захист грошових коштів населення від інфляції, а й примножити ці кошти.

Досвід зарубіжних банків доводить можливість виходу банківських установ через ІСІ на такий сегмент інвестиційного ринку, як ринок корпоративних цінних паперів. На відміну від промислово розвинутих країн, де ІСІ мають великий попит серед інвесторів та населення, в Україні вони внаслідок реалізації банкоцентричної моделі інвестиційного ринку виступають лише доповненням, а не альтернативою банкам на інвестиційному ринку.

Конкуруючи з банківськими установами з приводу залучення грошових ресурсів, ІСІ мають можливість запропонувати своїм клієнтам більшу дохідність, ніж ті можуть отримати за банківськими депозитами.

Різниця в ставках за дольовими інструментами ІСІ і банківськими депозитами є головним фактором припливу коштів до інвестиційних фондів. У результаті зростання обсягів операцій на ринку цінних паперів у 2009 р. частка вартості активів ІСІ у ВВП збільшилася з 5,82 % до 9,02 %, водночас як частка коштів, залучених до банківської системи, у ВВП зменшилася з 39,92 % до 35,86 % (–8,32%) (табл. 2.12).

**Динаміка зміни обсягів активів ІСІ та коштів, залучених
у банківську систему України, у 2008–2010 рр. [145]**

Показник	Період, за станом на								2010/2009	
	01.01.2008		01.01.2009		01.01.2010		01.01.2011		зміна, %	зміна частки у ВВП, %
	млн. грн.	частка у ВВП, %	млн. грн.	частка у ВВП, %	млн. грн.	частка у ВВП, %	млн. грн.	частка у ВВП, %		
Кошти, залучені банками	279 738	39,92	357 768	37,74	327 996	35,86	416 650	38,06	27,03	6,15
Активи ІСІ	40 780	5,82	63 265	6,67	82 541	9,02	105 867	9,67	28,26	7,18

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.

За даними Української асоціації інвестиційного бізнесу [145], на частку компаній з управління активами інвестиційних фондів припадає в середньому більше ніж 90 % ринку колективних інвестицій.

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

Створення банками власних компаній з управління активами дозволяє їм отримати додаткові конкурентні переваги, що обумовлені:

- широкою розвиненістю банківської мережі на всій території України;
- значно вищим рівнем довіри до банків з боку масового інвестора, тобто населення, ніж до ІСІ, які на сьогодні мають невеликий досвід з обслуговування широких верств населення;
- концентрацією корпоративних прав;
- виникненням додаткових можливостей для інвестування в нерухомість;
- підвищенням ліквідності завдяки механізмам спільного інвестування;
- здешевленням кредитних ресурсів за рахунок активів ІСІ;
- збільшенням можливостей для інвестування грошових коштів за кордон;

- збільшенням можливостей для залучення інвестиційних ресурсів у більш масштабні проекти.

Згідно із Законом України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)” банкам не дозволено виконувати функції з управління активами ІСІ, тому вони часто беруть участь в проектах ІСІ опосередковано, тобто в незалежних інвестиційних фондах як партнери з обмеженою відповідальністю. Такі фонди можуть об’єднувати грошові ресурси не тільки банківських установ, але й інших посередників – недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, заощадження приватних інвесторів, власні кошти корпорацій.

Інтеграційне об’єднання, крім цілого ряду очевидних переваг для банків, дає йому значні преференції в сфері оподаткування. Зокрема, банк може вийти з одного інвестиційного проекту та вкласти гроші в інший без будь-якого податкового навантаження, заощаджуючи при цьому 21 % при сплаті податку на прибуток. Крім того, дивіденди банку, що зачислені на рахунок ІСІ, також звільнюються 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, внаслідок інвестиційної інтеграції ІСІ з банками потенційні клієнти отримують весь комплекс інвестиційних послуг в одному місці.

Принциповим моментом при дослідженні інтеграційної взаємодії інвестиційних компаній з банками є не тільки можливість ефективно мобілізувати та використовувати інвестиційні ресурси, але й аналізувати рівень ризику. Необхідно враховувати, що ступінь ризику при спільному інвестуванні є значно більшим, ніж у 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 тис. грн. з депозитних рахунків у випадку банкрутства банку; по-третє, з недостатнім професіоналізмом фахівців окремих компаній з управління активами ІСІ.

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”, потім у 2003 р. Закону України “Про фінансовий лізинг”.

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 афілійованих лізингових компаній при банківських структурах. За станом на кінець 2010 р. ємність ринку лізингових послуг в Україні зросла в декілька разів (табл 2.13).

Таблиця 2.13

Динаміка зміни обсягів лізингових та банківських послуг в Україні у 2005–2010 рр. за станом на кінець року [144]

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
2010	613,285	30,5	84,8	112,1

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

Частка банківських кредитів у структурі фінансування лізингових операцій в Україні у 2007 р. становила 70 %, у 2008 р. – 76,2 %, у 2009 р. – 64,5 %, у 2010 р. – 86,85 %, що показано на табл. 2.14.

Таким чином, коли під впливом наслідків світової фінансової кризи в 2009 р. вітчизняні банки припинили свою діяльність як основні постачальники ресурсів в економіку, лізингові компанії відразу відчували 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 [61], Україна потребує інвестицій на оновлення основних засобів у розмірі щонайменше 172 млрд. дол. США. Рівень зносу основних засобів в Україні нині становить у середньому 50 %, а в сільському господарстві, промисловості, будівництві,

соціальної сфері, на водному і авіаційному транспорті – 60 % і 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.

Таблиця 2.14

Динаміка зміни частки банківських кредитів у загальній структурі фінансування лізингових угод в Україні у 2005–2010 рр. за станом на кінець року [144]

Показник	Роки					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Частка позичкових коштів, у т. ч. банківських кредитів у загальній структурі фінансування лізингових угод, %	67,20	71,90	70,00	76,20	64,50	86,85

Інструментом реалізації інвестиційного процесу в межах таких інтеграційних об'єднань може стати випуск облігацій та євробондів. Наприклад, у 2007 р. у Росії в результаті інтеграційної взаємодії лізингової компанії “Магістраль Финанс” та інвестиційного банку “КИТ Финанс” була проведена сек'юритизація лізингових зобов'язань і отриманий достатній обсяг фінансових ресурсів – 12,57 млрд. рос. рублів за заниженою ставкою 7,875 % (середня ставка на банківські кредити становила на той час 14 %). В єдиний пул були зібрані зобов'язання за договорами лізингу Російської залізниці, які були перепродані емітенту облігацій – іноземній компанії Red Arrow International Leasing PLC. У 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 такий: падіння платоспроможності підприємств; криза в інвестиційній сфері; складна ситуація на світових фінансових ринках; недоступність вітчизняних банківсько-кредитних ресурсів. Тому, на нашу думку, в майбутньому лізингові компанії будуть зацікавлені в створенні інвестиційних груп разом з більш потужними інвестиційними посередниками, тобто з банками.

Одним із перших банків, що створив підконтрольну собі лізингову компанію, був АКБ “Україна”. У 1996 р. розпочав свою діяльність Фінансово-лізинговий дім “Україна” для надання послуг на ринку лізингового кредитування. Про інтерес вітчизняних банківських установ до створення афільованих лізингових компаній свідчить те, що провідні лізингові компанії є підконтрольними банківським групам (табл. 2.15).

**Топ-10 лідерів надання лізингових послуг в Україні
за станом на 01.01.2011 [144]**

№ пор.	Назва лізингової компанії	Портфель лізингових угод, млн. грн.
1	ВТБ Лізинг Україна	5 230,3
2	УніКредит Лізинг	1 462,6
3	ІНГ Лізинг Україна	1 420,0
4	Райффайзен Лізинг Аваль	1 329,9
5	Хьюпо Альпе Адрія Лізинг	796,8
6	Євро Лізинг	429,5
7	Ерсте Груп Імморент Україна	353,5
8	ВіЕйБі Лізинг	328,1
9	СГ Еквіпмент Лізинг Україна	317,4
10	Перша лізингова компанія	294,6

Інвестиційна інтеграція банків та лізингових компаній надає ряд суттєвих переваг для лізингових компаній. Основними з них є такі:

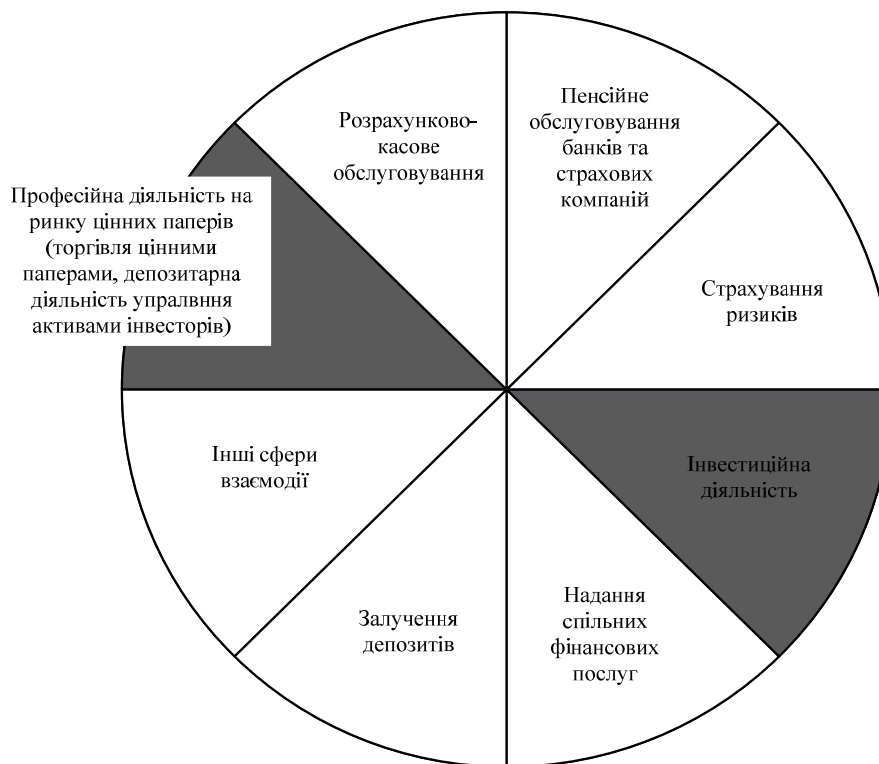
- лізингова фірма, що створена банком, отримує можливість залучати пільгові кредити для розширення своєї діяльності, за якими фінансується й інша діяльність банківської установи;
- лізингова фірма, що створена банком, отримує цілий ряд додаткових можливостей в сфері управління ліквідністю. Для спеціалізованих лізингових компаній особливо актуальним є ризик ліквідності, оскільки обіговість фінансування в лізингу досить складно спрогнозувати. У банку, для якого лізинг не є основним видом діяльності, ризики ліквідності створеної при банківській структурі компанії покриваються ліквідними активами банку;
- банки мають великі можливості для 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 необхідно вважати такі:

- для більшості банків лізингові операції досить вигідні, оскільки передбачають використання короткострокових або середньострокових кредитних ресурсів;

- для багатьох банків розроблена окрема стратегія щодо лізингового бізнесу, оскільки обсяги кредитування останнім часом дещо знизились, тому лізинг може стати тим інструментом, в який банки може направляти тимчасово вивільнені короткострокові ресурси при досить високій дохідності;
- у заставу до банку потрапляє предмет лізингу, майнові права на лізингові платежі за договором лізингу;
- лізингова компанія виконує ряд функцій, зокрема 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;
- відбувається збільшення клієнтської бази та нарощування кредитного портфеля.

Поряд з традиційними напрямками взаємодії банків та інших фінансових посередників можна назвати ряд додаткових, які мають чітку інвестиційну спрямованість. Саме тому необхідно розглядати лише ті сфери інтеграційної взаємодії, які здійснюються на інвестиційному ринку, що продемонстровано на рис. 2.22.



■ сфери взаємодії банків та небанківських посередників у межах інвестиційного ринку

Рис. 2.22. Сфери взаємодії банків та небанківських посередників на фінансовому ринку

Отже, вітчизняний інвестиційний ринок розвивається за банкоцентричною моделлю. Саме банки повинні брати на себе ініціативу при здійсненні механізмів інтеграції з іншими посередниками – страховими компаніями, пенсійними фондами, фінансовими компаніями тощо. Аналіз показав, що вказані фінансові інститути, крім 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.

2.3. ОЦІНКА ВІДПОВІДНОСТІ ТРАДИЦІЙНИХ ОРГАНІЗАЦІЙНИХ ФОРМ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ ВИМОГАМ ЕФЕКТИВНОГО ІНВЕСТУВАННЯ

У науковій літературі за способом та цілями об'єднань виділяють такі види інтегрованих господарських структур: 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, 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 вітчизняних та зарубіжних досліджень, зокрема монографії та дисертаційні роботи російських науковців.

У науковій літературі поряд з поняттям “фінансово-промислова група” широко використовуються такі: інтегрована корпоративна структура, інтегроване об'єднання підприємств, диверсифіковане корпоративне об'єднання. Аналіз науково-методичних підходів до розкриття змісту поняття “фінансово-промислова група” дозволяють виокремити загальні суттєві характеристики даного типу інтеграційних об'єднань, а саме:

- фінансово-промислова група об'єднує промисловий та банківський капітал. Деякі експерти відстоюють ідею існування як мінімум однієї банківської установи в рамках групи. При цьому варто зазначити, що залежно від того, який домінує капітал – промисловий чи фінансовий (банківський), 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. Однак 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, 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, разом 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.

Доцільність створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі фінансово-промислових груп з погляду ефективності їх спільної інвестиційної діяльності для кожної із сторін та для економіки в цілому полягає у такому:

- у випадку, коли інвестиційний ринок в країні або зовсім не розвинутий, або розвинутий слабо, існування фінансово-промислових груп та їх внутрішнього інвестиційного ринку може 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 фінансуванням в умовах обмеженості ресурсів та невизначеності зовнішнього середовища, непрозорих відносин між бізнесом та державою, недосконалого ринку праці, нестабільного та слабкого правового середовища, непрозорого формування звітності та розкриття інформації тощо. Такий висновок підтверджують і результати дослідження, проведеного в 2005 р. Дж. Ховакіміаном [281] щодо дисциплінуючої ролі фінансових обмежень. Він довів, що за умов обмеженої величини фінансових ресурсів інвестування в межах ФПГ у 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 у межах ФПГ здійснюється більш ефективно та злагоджено, ніж на зовнішньому інвестиційному ринку, через те, що материнська компанія (головний офіс) краще проінформована про інвестиційні можливості компаній ФПГ, ніж зовнішні постачальники ресурсів;
- компанії, що входять до фінансово-промислових груп, здатні значно знижувати власні трансакційні витрати, що забезпечує підвищення ефективності їх діяльності порівняно з компаніями, які функціонують незалежно одна від одної;
- діяльність компаній, що входять до складу ФПГ, в цілому значно ефективніша, ніж діяльність незалежних (окремих) компаній. Такий висновок підтверджується в роботах окремих дослідників, зокрема Є. Григоріаді.

За результатами аналізу наукових напрацювань М. Дженсена [288], Ф. Бергера і Е. Офека [289], Х.-Х. Шина і Р. Шульца [321], Д. Шарфштайна [317], Р. Раджана, Х. Серваеса і Л. Зінгалеса [314], Дж. Лібіскінда [296], О. Ламонта [293], Дж. Штайна [325] та ін., а також досліджень авторів доведено, 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, дослідження, здійснені У. Мегісоном, А. Морганом та Л. Нейлом [300], доводять, що 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 цими 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 [303], Е. Дітмаром і А. Шивдасані [259], Р. Раджаном, Х. Серваесом та Л. Зінгалесом [314]. Систематизація їх наукових здобутків, а також дослідження авторів дозволяють стверджувати, що після надання стратегічної самостійності дочірнім підрозділам значно підвищується ефективність інвестиційної діяльності материнської компанії, зростає її сукупна вартість. Це також є додатковим аргументом, який ставить під сумнів можливості створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі ФПГ.

Створення інвестиційного інтеграційного об'єднання у формі ФПГ зумовлює недостатньо ефективний розподіл інвестованого капіталу між підрозділами та підприємствами, що входять до 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 в підрозділи, що зазнають збитків. Управляючи найбільш слабкими підрозділами в такий спосіб, керівники можуть позбавитися можливості скористатися вигодами від прискореного та ефективного кругообігу інвестиційного капіталу в межах ФПГ та інвестування фінансових ресурсів у прибуткові проекти. Все це в сукупності завдасть непоправної шкоди акціонерам та зменшить 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 перетікання 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 неефективного перерозподілу інвестиційних ресурсів у межах такого типу інтеграційних структур тим вища, чим менше пов'язана винагорода менеджера із загальними результатами діяльності ФПГ [308]. З огляду на це, для уникнення конкурентоорієнтованої поведінки власних менеджерів компанії слід більшою мірою пов'язувати їх винагороду із 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.

Зауважимо також, що 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 функціонування. Керівники ФПГ також виступають агентами щодо 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 враховувати 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 Х. Десай, П. Джайн [254], К. Джон, Е. Офек [289], що присвячені проблемам декоагломератизації.

Окрім фінансово-промислових груп, які широко популярні в країнах СНД, існує цілий ряд інших можливих організаційних форм формування інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку. Залежно 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, 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 створюються у формі товариств з обмеженою відповідальністю, акціонерних товариств та ін. Вони можуть бути тимчасовими і постійними. Дії учасників зазвичай координуються лідером, який отримує за це відповідну винагороду. Як правило, консорціум очолює великий банк або банківська монополія, 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. Водночас 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.

Щодо асоціацій та союзів, то вказані інтегровані корпоративні структури являють собою добровільні об'єднання компаній, створені на засадах 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 і можуть мати самостійний баланс, розрахунковий та інші рахунки, товарні знаки, власну символіку. Однак асоціація або союз не має права втручатися у виробничу та комерційну діяльність будь-кого з її учасників.

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

Асоціація та союз як неприбуткові громадські об'єднання не проводять 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 такі:

- створення стратегічних альянсів не передбачає злиття компаній;
- стратегічні союзи мають на меті встановлення довгострокових відносин між партнерами, тоді як партнерські відносини контрактного типу передбачають встановлення співпраці на обмежений термін 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 можуть бути не тільки постачальники і клієнти, а й конкуренти. В такому випадку учасники альянсу спрямовують загальні зусилля більшою мірою проти спільних конкурентів, ніж один проти одного;
- у рамках стратегічних союзів здійснюється координація стратегічного планування й управління спільною 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 [199];
- 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.

Як показав аналіз, діяльність стратегічних альянсів у більш ніж 70 % випадків характеризується як неефективна та закінчується їх розпадом або ліквідацією, що зумовлено:

- громіздкою структурою стратегічного альянсу та пов'язаними з цим труднощами координації діяльності учасників альянсу (партнери можуть приймати неоптимальні рішення для стратегічного альянсу в цілому);
- складнощами контролю (нестача автономії в учасників стратегічних альянсів спричиняє внутрішні конфлікти);
- культурною диференціацією (мовні, культурні бар'єри, партнери можуть не погодитися з шляхами досягнення стратегічних цілей);
- різними початковими очікуваннями з боку партнерів альянсу (тоді як одна компанія прагне уникнути конкуренції, інша прагне отримати доступ до технологій та досвіду першої).

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.

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.

Необхідно наголосити, що через те, що картель ускладнює функціонування ринкових механізмів, його діяльність потрапляє під дію антимонopolного 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, який 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 рамках синдикату здійснюється через спеціально створену збутову контору.

У 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 виник такий тип інтегрованих господарських структур, як трест. 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. Залежно 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 перетікання 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 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 акцій. Іншими словами, концерн – це акціонерне товариство, що контролює підприємства-учасники через систему участі. Доцільність створення інтеграційних об'єднань інвестиційного спрямування відображена в табл. 2.16.

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

Назва	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 з метою досягнення цілей в процесі реалізації спільного проекту; - у разі досягнення мети створення консорціум припиняє свою діяльність
Асоціація, союз	<ul style="list-style-type: none"> - не має права втручатися у виробничу та комерційну діяльність будь-кого з учасників; - неприбуткове громадське об'єднання, не проводить комерційної діяльності; - свобода в прийнятті рішень учасниками внаслідок основної мети – координація підприємницької діяльності учасників, захист та лобювання їх інтересів, більш ефективна організація робіт з консалтингу та інформаційного забезпечення; - тимчасове об'єднання
Стратегічний альянс	<ul style="list-style-type: none"> - форма співпраці двох або більше незалежних компаній, в тому числі потенційних чи реальних конкурентів, у 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 в учасників стратегічних альянсів спричиняє внутрішні конфлікти); - різні початкові очікування з боку партнерів альянсу, тоді як одна компанія прагне уникнути конкуренції, інша прагне отримати доступ до технологій та знань першої; - тимчасове об'єднання
Картель	<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
Синдикат	<ul style="list-style-type: none"> - монополістична угода між підприємствами однієї галузі, учасники якої втрачають власність на виготовлений продукт; - внутрішня конкуренція за клієнтів чи за квоту у виробництві
Трест	<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

Назва	Фактори невідповідності умовам ефективної діяльності на інвестиційному ринку
Концерн	<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; - централізація функцій науково-технічного і виробничого розвитку, інвестиційної, фінансової, зовнішньоекономічної та іншої діяльності; - внутрішня конкуренція за клієнтів чи за квоту у виробництві
Конгломерат	<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 в табл. 2.17.

Таблиця 2.17

Переваги та недоліки формування інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку у формі консорціумів

Переваги	Недоліки
<ul style="list-style-type: none"> - до складу включаються декілька безпосередньо не пов'язаних між собою за галузевим та технологічним принципами підприємств та фінансово-кредитних установ; - не відбувається централізація науково-технічної, виробничої, фінансової, зовнішньоекономічної та іншої діяльності; - зниження підприємницького ризику за рахунок концентрації значних фінансових ресурсів і значної диверсифікації виробництва продукції, що випускається; - поєднання різних видів діяльності дозволяє здійснювати координацію фінансових потоків, оптимальний їх перерозподіл та забезпечує ефективне використання фінансових ресурсів; - функціонування відповідно 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

Систематизація конвергентно-інтеграційних механізмів взаємодії між інвестиційними посередниками дозволила стверджувати, що питання визначення організаційних форм спільного інвестування все ще залишається дискусійним. На основі критичного узагальнення переваг та недоліків ФПГ, консорціуму, асоціації, союзу, стратегічного альянсу, картелю, синдикату та тресту визначено основні фактори невідповідності цих організаційних форм створення інтеграційних об'єднань умовам ефективної діяльності на інвестиційному ринку.

2.4. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ТА ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНИХ КОНСОРЦІУМІВ ЯК СУЧАСНОГО ТИПУ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ НА ІНВЕСТИЦІЙНОМУ РИНКУ

У межах інвестиційних консорціумів банки та інші посередники інвестиційного ринку мають значно більше можливостей для спільного здійснення інвестиційної діяльності на взаємовигідних умовах. Враховуючи банкоцентричну модель вітчизняного інвестиційного ринку, посередники тісно співпрацюють в інвестиційному просторі в аспекті інвестування своїх фінансових ресурсів в депозити та корпоративні цінні папери банків. На рис. 2.23 представлений механізм інвестування активів вітчизняних фінансових установ, що діє сьогодні в Україні.



Рис. 2.23. Механізм інвестування активів небанківських фінансових установ та банків на інвестиційному ринку, що діє сьогодні в Україні

Звідси можна зробити такі 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.

Механізм взаємовигідної співпраці інвестиційних посередників в межах інвестиційних консорціумів відображений на рис. 2.24.

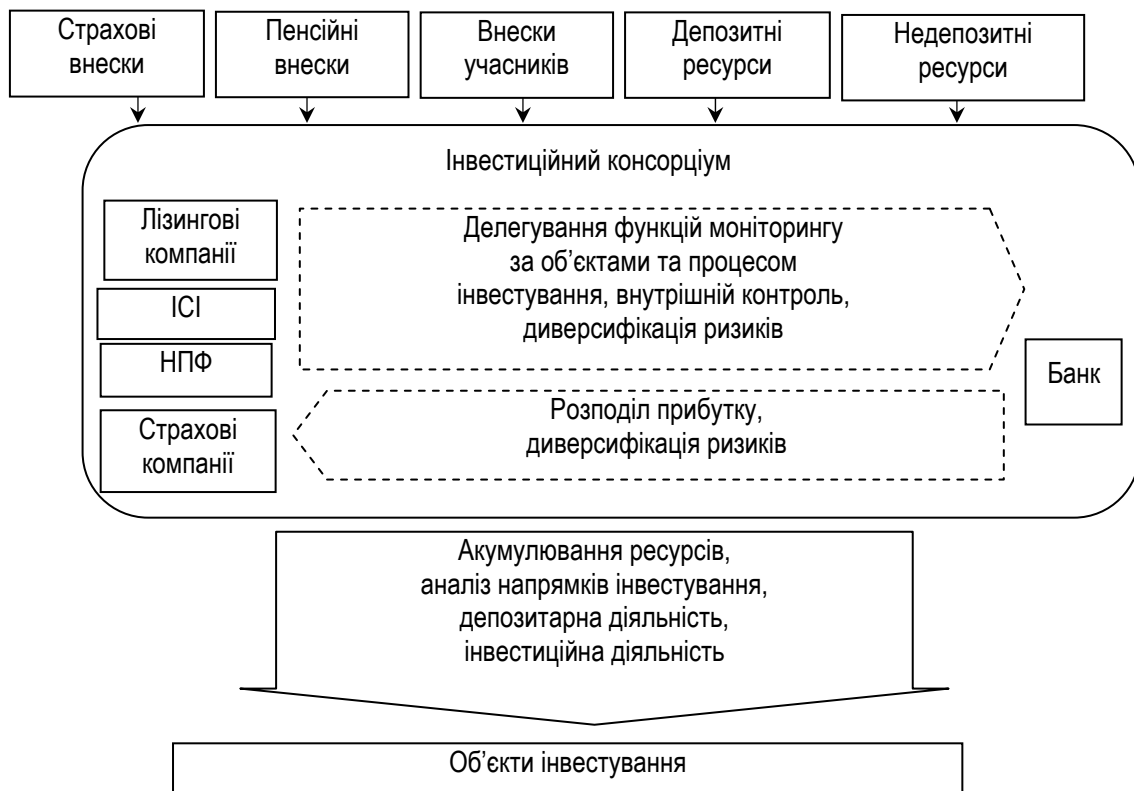


Рис. 2.24. Механізм інвестування в рамках інвестиційного консорціуму

Отже, 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 необхідно розуміти 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.

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 учасниками коштів на інвестиційному ринку. У межах інвестиційного консорціуму має поєднуватися кредитна та інвестиційна діяльність, що дозволить здійснювати координацію фінансових потоків, оптимальний їх перерозподіл та забезпечить ефективне використання фінансових ресурсів. Переваги механізму спільного інвестування в межах інвестиційних консорціумів наведені в табл. 2.18.

Таблиця 2.18

Порівняння механізму відокремленого інвестування та спільного інвестування в межах інвестиційного консорціуму

Відокремлене інвестування	Спільне інвестування
<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 активіву банки є значною. 2. Банки втрачають частину фінансових ресурсів, які фінансові установи направляють на ринок цінних паперів. 3. Обсяг фінансових ресурсів, що інвестується значно менший, ніж у процесі сумісного інвестування. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Банки втрачають частину прибутку від інвестування, яка розподіляється між усіма 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 з управління 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.

Відокремлене інвестування	Спільне інвестування
<p>4. Фінансові установи не завжди мають доступ до повної актуальної інформації стосовно найбільш вигідних об'єктів інвестування та змушені витратити додаткові кошти на її отримання, що в результаті знижує вигідність їх вкладень.</p> <p>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</p>	<p>5. Взаємодія фінансових інститутів з банком в розрізі інвестування дозволяє їм отримати весь перелік послуг з банківського обслуговування та інвестиційного банкінгу в одному місці.</p> <p>6. Спільне інвестування надає цілий ряд переваг з позиції об'єднання інвестиційних посередників навколо власників інформації щодо прибутковості інвестиційних проектів.</p> <p>7. Інтеграційні структури можна розглядати як інститути згладжування споживання.</p> <p>8. Спільне інвестування збільшує можливості щодо делегування моніторингу за інвестиційними проектами.</p> <p>9. У межах спільного інвестування банки значно розширюють можливості щодо забезпечення ліквідності.</p> <p>10. У межах спільного інвестування банки значно розширюють можливості щодо використання нових іпотечних та пенсійних інструментів.</p> <p>11. У межах спільного інвестування банки значно розширюють можливості щодо управління ризиками</p>

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. 2.25. З нього видно, що на інвестиційному ринку функціонують не тільки організаційні, але й інформаційні посередники, які надають та постачають інформацію про якість інвестиційних проектів.

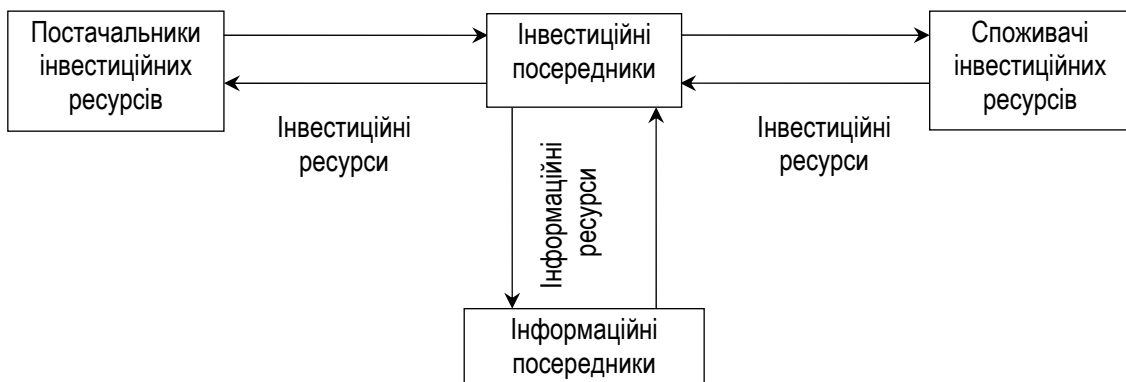


Рис. 2.25. Схема функціонування посередників на інвестиційному ринку

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

- адекватних професійних навичок;
- значних трансакційних можливостей.

Якщо досить 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 проєктів поганої якості на інвестиційному ринку з асиметрією інформації необхідне втручання не просто відокремленого інформаційного посередника, який вміє проводити експертизу проєктів і готовий вкласти кошти в зазначені дослідження, а й інтегроване об'єднання інвестиційних посередників, які при злагодженій спільній роботі отримують значно більші можливості для подолання асиметрії інформації. Саме це, на нашу думку, можна вважати однією із заповорок забезпечення стабільного функціонування інвестиційного ринку.

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

По-перше, банки володіють значно більшими обсягами інформації про об'єкти інвестування, що пояснюється таким:

- банки як інститути платіжної системи, що мають доступ до кредитної історії підприємств, отримують інформацію про діяльність підприємств не тільки з даних щодо реалізації інвестиційних проєктів, але й виходячи з власноруч зібраного і обробленого великого обсягу інформації про поточну діяльність позичальника;
- між банком і його клієнтами встановлюються довготривалі стосунки, завдяки яким банк має у своєму розпорядженні надійні відомості про їх фінансове становище і здатність ефективно здійснювати інвестиційні проєкти;
- банки отримують неофіційну інформацію на основі довгострокових відносин, а з огляду на неофіційний характер цієї інформації тільки банкір може нею скористатися, що забезпечує йому переваги 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 про реалізацію 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 отримання коштів від інших фінансових посередників зобов'язані оприлюднювати дані про свій проект, наприклад, в процесі емісії 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 інвестування, або отримати доступ до банківського кредиту. Причому відповідно до досліджень, здійснених Е. Фамою [219], останній спосіб для позичальника менш дорогий.

Іншими словами, при об'єднанні інвестиційних посередників в межах інвестиційного консорціуму формується так звана "коаліція власників інформації", що дозволяє 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.

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. Водночас клієнти, які звертаються до інвестиційних 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 вилученні вкладень, не чекаючи закінчення термінів інвестицій.

Згідно з роботами 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 більш ефективно завдяки зусиллям 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. Наприклад, банки, виконуючи свою класичну функцію “створення нових грошей” під забезпечення строкових депозитів, можуть, з одного боку, інвестувати у певні фінансові інструменти, а з іншого – задовольняти потреби клієнтів у споживанні. Ще одним прикладом є іпотечне кредитування, що дозволяє сьогодні набувати майно (право на житло), яке без інвестиційного посередництва могло бути недоступним 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 сьогоднішнім поколінням, відмовившись від споживання, передати це право майбутнім поколінням. Прикладом цієї тези можуть бути 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. Водночас, на нашу думку, поодиначі інвестиційні посередники, враховуючи специфіку кожного з них, не зможуть повноцінно виконати цю функцію, адже непередбачувані коливання потреб у споживанні клієнтів можуть підірвати стійкість фінансових установ. Саме тому ми стверджуємо, що об’єднання їх в інтегровані структури дозволяє підвищити їх 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 враховувати також і бажання посередників отримати вигоди з управління ліквідністю. Зокрема, відповідно до новітньої теорії фінансового посередництва бажання посередників забезпечити належний рівень ліквідності пояснює цілий ряд новітніх змін в архітектоніці фінансового розвитку. Наприклад, незважаючи на істотні зміни у фінансово-кредитній системі і песимістичні прогнози багатьох теоретиків, банки не були витіснені з фінансової арени, а лише переглянули базові засади своєї діяльності в напрямку зміни форми реалізації фінансових продуктів. Практика підтверджує, що більшість банків сьогодні спрямовують свої зусилля на вихід на ринки інвестиційних, страхових, іпотечних та пенсійних інструментів. Тому можна впевнено стверджувати, що створення інвестиційних консорціумів з 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 в управлінні 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. Насправді для інвестиційних посередників неефективно самотійно управляти ризиком з використанням сучасних фінансових технологій, адже це вимагає багато часу, великих професійних знань, досвіду і правильного 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. Водночас на основі досліджень, здійснених Дугласом В. Даймондом [257], можна стверджувати про значний потенціал для отримання ефекту масштабу і на інвестиційному ринку. Інтегровані об'єднання інвестиційних посередників можуть більш якісно виконувати функцію моніторингу, виходячи з їх можливостей мінімізувати витрати на моніторинг.

Державне регулювання і нагляд за діяльністю посередників не завжди створює оптимальні умови для мінімізації витрат на “моніторинг за монітором” у зв'язку з тим, що діяльність посередників з моніторингу і кредитування 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 з 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.

РОЗДІЛ 3

ОСОБЛИВОСТІ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ У ФІНАНСОВОМУ ПОСЕРЕДНИЦТВІ

3.1. ОСНОВНІ ПЕРЕДУМОВИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВИХ КОНГЛОМЕРАТИВ ЯК ВИСОКОКОНВЕРГЕНТНИХ ІНТЕГРОВАНИХ ПОСЕРЕДНИКІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

Фінансові посередники під впливом змін і викликів фінансового ринку перебувають у процесі постійної трансформації. Трансформаційні процеси у сфері посередництва на фінансовому ринку ґрунтуються на внутрішній необхідності упорядкування та постійного вдосконалення організації діяльності, насамперед в частині оптимізації бізнес-процесів, визначення пріоритетів розвитку, відповідності кон'юнктури фінансово-го ринку, підвищення якості фінансового обслуговування.

Основною метою трансформації фінансових посередників є їх перетворення на структури, які є більш ефективними та керованими, а також посилення їхніх конкурентних позицій на ринку.

Важливим аспектом у діяльності фінансових посередників є удосконалення і розширення спектру фінансових послуг, що в сучасних умовах є запорукою стабільного функціонування і розвитку.

На сьогоднішній день сегментація ринку фінансових послуг посилюється, що призводить до ускладнення структури фінансового посередництва. Саме тому розширення діяльності фінансових посередників відбувається завдяки їх виходу на суміжні сегменти фінансового ринку. Загострення конкуренції на фінансовому ринку призвело, з одного боку, до посилення конкурентної боротьби між банками і небанківськими фінансовими інститутами, а з іншого – відбувається їхнє активне зближення і уніфікація діяльності шляхом конвергенції.

У цьому контексті реалізацію фінансової інтеграції і фінансової конвергенції в діяльності фінансових посередників необхідно розглядати як сучасну форму їх трансформації.

Найбільш поширеною і активною формою співпраці фінансових посередників є співпраця банківських установ і страхових компаній, яка базується на одній з концепцій загальних фінансів “bancassurance”.

На нашу думку, сутність “bancassurance” повинна розглядатися у вузькому та широкому сенсі (рис. 3.1). Основною метою впровадження цієї концепції в діяльність фінансових посередників є створення організації “bancassurer”, яка може задовольнити потреби клієнта у банківських та страхових послугах.

Термін “bancassurance” з’явився в середині 80-х рр. ХХ ст. у Франції і означав форму продажу страхових продуктів через банківську мережу [218]. Оскільки концепція загальних фінансів порівняно нова і формувалася в середині 80-х рр. ХХ ст. у різних країнах майже одночасно, то французький термін “bancassurance” має італійський відповідник “bancari” та іспанський “bancoassurance” [111]. Сутність цього поняття практично не змінилась і до сьогодні означає об’єднання банків та страхових компаній з метою координації продажів продуктів та їхньої інтеграції, налагодження спільних каналів реалізації, використання єдиної клієнтської бази з метою розширення діяльності та зростання прибутку [56]. На нашу думку, “bancassurance” є класичним прикладом і результатом фінансової конвергенції.

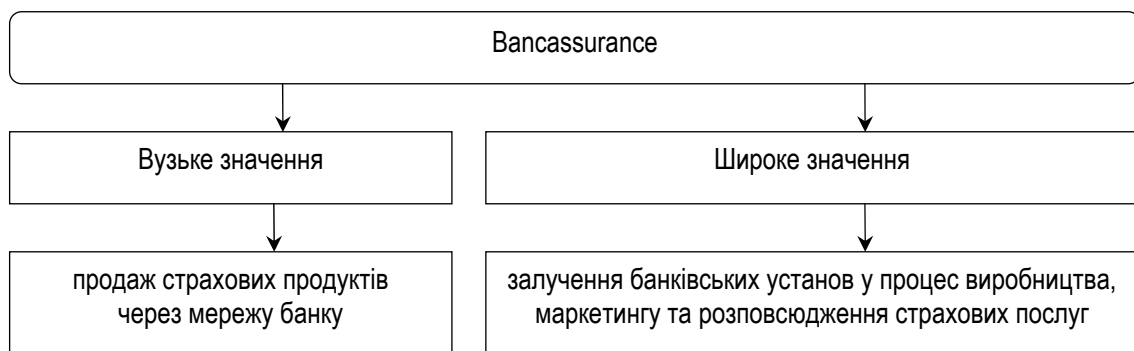


Рис. 3.1. Сутність терміну “bancassurance”

Джерело: складено авторами

Систематизація підходів вітчизняних і зарубіжних вчених свідчить про відсутність єдиного підходу до визначення форм “bancassurance”.

Підхід І. Габідуліна, який виділяє дві форми “bancassurance”, ґрунтується на можливості створення єдиної інформаційної системи між банком і страховою компанією, без якої, на його думку, успішна реалізація концепції неможлива [32, с. 56]

Російський практик О. Яцентюк виділяє форми “bancassurance” залежно від економічної ситуації в країні, особливостей місцевого законодавства та інших факторів, з врахуванням яких банки і страхові компанії обирають спосіб входження у консолідований банкостраховий бізнес [232, с. 10].

Підхід французької наукової школи до форм “bancassurance” зумовлений розвитком ситуації на французькому ринку. Так, у Франції починаючи з 80-х рр. ХХ ст., банки брали участь у реалізації продуктів страхування життя, а під кінець 90-х рр. ХХ ст. запровадили продаж продуктів ризикового страхування. Більшість французьких банків має маркетингові договори зі страховиками життя або частки в статутних капіталах цих інституцій. Найважливішим фактором, що сприяв розвитку

“bancassurance” у Франції, була економія коштів на реалізації у порівнянні з традиційними каналами продажів. Існує думка, що успіх формування консолідованої банкострахової бізнес-архітектури був пов’язаний із внутрішньою слабкістю страхового ринку, незначною конкуренцією та низькою кваліфікацією страхових агентів.

Лідером на початку розвитку вищезгаданої концепції була “Caisse Nationale de Prevoyance”, державна страхова компанія, яка створила мережу з приблизно 30 тис. банківських та навіть поштових відділень, що забезпечило їй першість за кількістю проданих полісів довгострокового накопичувального страхування життя. У 1971–1973 рр. банками також були засновані перші страхові компанії. Одним з перших був банк “Credit Mutuel,” який створив власну страхову компанію “Assurances du Crédit Mutuel Vie” (“ACM Vie”) [74].

Другий етап розвитку bancassurance у французьких банках почався у першій половині 80-х рр. ХХ ст. Цей імпульс пов’язують з подальшою лібералізацією та збільшенням попиту з боку суспільства на пенсійне страхування, а також з пенсійними реформами і старінням населення. На цьому етапі відбувся перехід від не об’єднаної спільним капіталом форми – договорів про співпрацю до більш інтегрованої форми співпраці. Наприклад, у 1980 р. “Banque Nationale de Paris Paribas” створив власну страхову компанію “Natio Vie”. Про ефективність такої форми свідчить той факт, що зараз “BNP Paribas” посідає провідні позиції у Франції і на європейському ринку.

Р. Сабодаш у виділенні форм банківського страхування виходить з вітчизняного досвіду реалізації цієї концепції. На його думку, враховуючи особливості функціонування фінансової холдингової групи, банківське страхування у ній не може стати провідною формою співпраці фінансових посередників. Найбільш перспективною формою розвитку “bancassurance” в Україні вчений вважає угоду про спільну діяльність, тоді як найбільш поширеною є співпраця на основі агентської угоди [201, с. 5–6].

Польський науковець А. Мессіаш-Ханшке виділяє такі форми bancassurance: дистриб’юторський договір, договір про злиття і поглинання, стратегія “де ново”, стратегічний альянс та викуп акцій. Найпростішою формою у цьому підході є дистриб’юторський договір, який може бути одностороннім або двостороннім. При використанні одностороннього дистриб’юторського договору страхова компанія продає страховий продукт у відділенні банку під власною маркою. Банківська установа за це отримує комісію від продажу відповідних фінансових продуктів. У разі двостороннього порозуміння страхове товариство має поширювати банківські продукти через власні канали, за що отримує від банку комісію [301].

У рамках свого підходу польський науковець О. Ковалевські наголошує, що такі форми, як стратегія створення власної інституції і стратегія консолідації, є характерними для банків з високим ступенем капіталізації [292].

На нашу думку, особливості “bancassurance” мають детально розглядатися відповідно до етапів фінансової інтеграції і фінансової конвергенції, а саме: автономна діяльність, агентські відносини, партнерські відносини, кооперація та єдиний фінансовий сервіс.

На етапі автономної діяльності взаємодія банку і страхової компанії як спеціалізованих унітарних посередників реалізується на засадах взаємного обслуговування. Причому вибір контрагента у такому разі відбувається на конкурентних засадах з урахуванням запропонованих умов фінансового обслуговування. За такої форми співпраці страхова компанія, здійснюючи свою діяльність, надає послуги банківській установі у сфері страхування банківських ризиків, а також ризиків клієнтів банку, заставного майна та ін. Іншим аспектом взаємного обслуговування є надання класичних банківських послуг страховим компаніям, наприклад, розрахунково-касове обслуговування, зарплатні проекти та ін. Важливим аспектом співпраці банківських і страхових посередників є розміщення страхових резервів. Зацікавленість банку у цьому пояснюється тим, що розміщені страхові резерви є важливим джерелом фінансових ресурсів, особливо в частині довгострокового кредитування. Усі форми співпраці між банком і страховою компанією оформлюються окремими угодами.

Після проходження першого етапу інтеграції за умови взаємної згоди між банком та страховою компанією відбувається суттєве розширення механізмів їхньої взаємодії. Отже, конвергентно-інтеграційна взаємодія між банком та страховою компанією виходить на новий рівень – агентські відносини (рис. 3.2).

Банки розповсюджують продукти страхування окремо або разом з банківськими продуктами за комісійну винагороду. При цьому контрагенти не надають доступ до бази даних своєї клієнтської бази або надають його у дуже обмеженому обсязі [227, с. 187]. Умовою продажу полісів страхової компанії через мережу банку, як правило, є розміщення значної частини страхових резервів на рахунках банку-партнера. Відносини взаємного обслуговування на етапі агентської співпраці між банком і страховою компанією значно поглиблюються. Слід зазначити, що в загальному варіанті співпраці між банком і страховою компанією передбачає, окрім bancassurance як форми продажу страхових продуктів, використання методу assurbanking – надання банківських послуг через страхові компанії [111, с. 133].

На етапі партнерських відносин і кооперації між банком і страховою компанією завдяки налагодженню на попередньому етапі механізмів взаємодії головною метою співпраці стає розширення обсягів взаємних продажів. Так, на етапі партнерських відносин між банком і страховою компанією відбувається спільний розвиток фінансових продуктів і каналів просування їхніх продуктів, а також спільне користування базами даних.

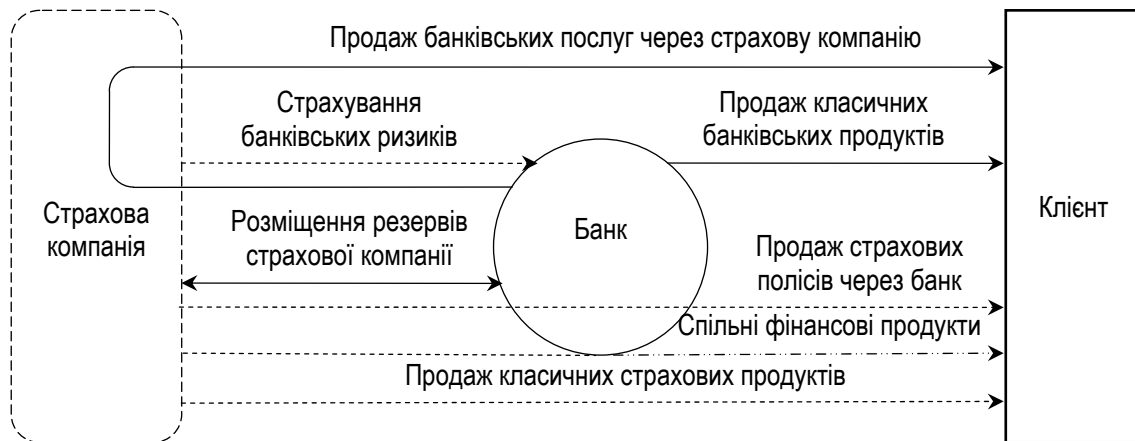


Рис. 3.2. Форми інтеграції і конвергенції банківського і страхового бізнесу на етапі агентських відносин

Джерело: [227, с. 187]

Етап кооперації відрізняється створенням альянсів і спільних підприємств для співпраці за усіма напрямками з метою підвищення конкурентного статусу на ринку шляхом пропозиції своїм клієнтам спільних та інтегрованих фінансових продуктів. Схема співпраці між банком і страховою компанією на етапі партнерських відносин і кооперації подана на рис. 3.3.

Таким чином, на практиці результатом сучасних форм фінансової конвергенції і фінансової інтеграції виступає інтегрований фінансовий продукт. Можливість надання інтегрованого фінансового продукту банками і страховими компаніями в багатьох країнах визначається і регулюється законодавством. При цьому об'єктом регулювання є не тільки операції зі взаємних продажів, а й взаємного виробництва.

Результати аналізу особливостей регулювання взаємодії між банками і страховими компаніями у країнах Організації економічної співпраці і розвитку (ОЕСР), які наведені у табл. 3.1, дозволяють зробити висновок про те, що основними факторами розвитку співпраці між банками і страховими компаніями і виникнення фінансових конгломератів є лібералізація регулювання діяльності фінансових посередників.

Таблиця 3.1

**Можливості співпраці між банківськими і страховими організаціями
у сфері крос-виробництва і крос-продажів у країнах ОЕСР**

№ пор.	Країна	Виробництво		Реалізація	
		страхових послуг банком	банківських послуг страховою компанією	страхових послуг банком	банківських послуг страховою компанією
1	Австралія	Заборонено	Заборонено	Дозволено	Дозволено
2	Австрія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
3	Бельгія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
4	Велика Британія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Дозволено
5	Греція	Заборонено	Обмежено	Обмежено	Обмежено
6	Данія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Дозволено
7	Ірландія	Обмежено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
8	Ісландія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
9	Іспанія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Дозволено
10	Італія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Дозволено
11	Канада	Заборонено	Обмежено	Обмежено	Обмежено
12	Корея	Заборонено	Заборонено	Заборонено	Заборонено
13	Люксембург	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
14	Мексика	Заборонено	Обмежено	Обмежено	Заборонено
15	Нідерланди	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
16	Німеччина	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено

№ пор.	Країна	Виробництво		Реалізація	
		страхових послуг банком	банківських послуг страховою компанією	страхових послуг банком	банківських послуг страховою компанією
17	Нова Зеландія	Н/д	Н/д	Н/д	Н/д
18	Норвегія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
19	Польща	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
20	Португалія	Заборонено	Обмежено	Обмежено	Обмежено
21	Словакія	Заборонено	Заборонено	Дозволено	Заборонено
22	США	Заборонено	Обмежено	Обмежено	Обмежено
23	Туреччина	Обмежено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
24	Угорщина	Заборонено	Заборонено	Дозволено	Дозволено
25	Фінляндія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
26	Франція	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Обмежено
27	Чехія	Заборонено	Заборонено	Дозволено	Заборонено
28	Швейцарія	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Дозволено
29	Швеція	Заборонено	Обмежено	Дозволено	Дозволено
30	Японія	Заборонено	Обмежено	Заборонено	Обмежено

Джерело: [332]

Пряме виробництво страхових послуг банками заборонене у більшості держав. Діяльність страхових компаній у сфері виробництва банківських продуктів суворо обмежується державами – членами ОЕСР, а в таких країнах, як Австралія, Канада, Корея, Словаччина, Угорщина і Чехія, взагалі забороняється. Продаж страхових послуг банкам дозволено у переважній більшості країн ОЕСР. Але такі операції обмежуються в Греції, Канаді, Мексиці, Португалії, США і заборонені в Кореї і Японії. Страховим компаніям наданий дозвіл на продаж банківських послуг в Австралії, Великій Британії, Данії, Іспанії, Італії, Угорщині, Швеції і Швейцарії. Заборона на продаж банківських продуктів страховими компаніями діє в Кореї, Мексиці, Словаччині і Чехії. В інших країнах ОЕСР така діяльність страхових компаній можлива, але обмежується за різними параметрами.



Рис. 3.3. Форми інтеграції і конвергенції банківського і страхового бізнесу на етапі партнерських відносин і кооперації

Джерело: [227, с. 188]

Концепція “bancassurance” як форма взаємодії між страховиками і банками була започаткована у країнах ЄС і набула найбільшого розвитку в країнах Південної Європи.

У Франції стрімкий розвиток “bancassurance” пов’язують із запровадженням податкових пільг для страхування життя. В умовах жорсткої конкуренції ці переваги оцінили банки і запропонували страховим

компаніям свої дистриб'юторські канали, зокрема при іпотечному кредитуванні, бум якого припав у Франції саме на 70–80 рр. ХХ ст. Слід зазначити, що клієнт при цьому мав право відмовитися від страхування свого життя, а при бажанні отримати страхову послугу міг обирати страхову компанію. Цією формою співпраці банки і страхові компанії не обмежилися, і згодом клієнтам банків в одному місці пропонували широкий вибір фінансових послуг і продуктів – від короткострокової позики до страхового захисту на усі випадки. Це призвело до різкого зниження витрат на реалізацію полісів страхування через банківські канали, що зумовило суттєве зниження розмірів страхових премій для клієнтів. У результаті уже в 2000 р. у Франції по каналах “bancassurance” страхові компанії зібрали 35 % усіх премій зі страхування життя, 60 % премій з накопичувального страхування, 7 % премій з майнового страхування і 69 % премій з пенсійного страхування [245].

У європейських країнах витрати страхових компаній на продаж інтегрованих продуктів на 50–70 % нижчі, ніж на реалізацію страхових послуг традиційними каналами. Продажі страхових продуктів через банківську філіальну мережу можуть у 3–5 разів перевищувати продажі через страхову агентську мережу. Це пояснюється можливістю запропонувати страховий продукт перспективному клієнту і більш високою продуктивністю праці: продуктивність працівника бек-офісу банку може у 2–5 разів перевищувати продуктивність працівника страхової компанії [32]. Таким чином, становлення і розвиток “bancassurance” у різних країнах відбувалися по-різному (табл. 3.2). Факторами, що сприяли розвитку “bancassurance” в країнах Південної Європи, слід вважати гнучке законодавство, зрілість ринку фінансових послуг, високий рівень довіри до банківських установ. Аналіз країн Азії свідчить про наявність як успішного, так і негативного досвіду запровадження концепції “bancassurance” в діяльність фінансових посередників. У цих країнах на банківське страхування зазвичай припадає низький відсоток страхового ринку.

У США споживачі зазвичай не асоціюють банки з продажами страхових продуктів, хоча й спостерігається тенденція високих темпів продажів послуг страхування життя через мережу банків. Співпраця тут в основному ґрунтується на угодах про спільні продажі. Сфера “bancassurance” є традиційно регульованою сферою в США: з 1933 р., як уже зазначалося, діяв закон Гласса–Стігалла, а обмеження, встановлені у 1956 р., були доповнені законом про банківські холдингові компанії.

У Таїланді, наприклад, до недавнього часу страховим компаніям було заборонено здійснювати комісійні виплати банкам. В Японії частка

“bancassurance” із страхування життя в загальній сумі доходів страхових компаній складає менше 1 %. Це пов’язано з тим, що у цій країні фінансова конвергенція і фінансова інтеграція охоплюють насамперед банківську справу і операції на ринку цінних паперів.

Таблиця 3.2

Особливості “bancassurance” в країнах Європи

№ пор.	Критерій порівняння	Країни	
		Південної Європи	Північної Європи
1	Засади співпраці між банком і страховою компанією	страхова компанія знаходиться у власності банків на 100 %; спільні підприємства	різноманіття форм співпраці: агентські відносини, повна власність, спільні підприємства
2	Механізм надання фінансових послуг	страхові продукти продаються через відділення банків; плани продажів страхових полісів включаються в загальні плани, плани відділень, плани працівників; страхова компанія виплачує банку комісійну винагороду, частину якої отримують працівники	продажі здійснюються через фінансових консультантів, які входять до штату банку, а також через страхових агентів; страхові послуги, пов’язані з іпотечним кредитуванням, продаються банківськими працівниками
3	Приклади	Франція: Credit Agricole / Predica (повна власність), Credit Agricole / Pacifica (повна власність); Іспанія: BBVA / BBVA Seguros (повна власність)	Велика Британія: HSBC / HSBC Life (повна власність), RBS Group / Norwich Union (спільне підприємство), Barclays / Legal & General (агентська угода); Німеччина: HVB / Victoria (агентська угода), Commerzbank / AMB (стратегічний альянс), Deutsche Bank / Zurich (агентська угода)

Джерело: складено авторами на основі [51; 245; 251]

Найбільш успішний досвід реалізації “bancassurance” серед азіатських країн має Сінгапур. У структурі доходів на “bancassurance” у сфері страхування життя тут припадає близько 24 %. Перспективи “bancassurance” зросли після ухвалення Закону Гремма–Ліча–Блайлі, який замінив Закон Гласса–Стігалла.

Причинами недостатнього розвитку концепції “bancassurance” у США є високий ступінь фрагментації фінансової індустрії, обмеження у використанні єдиної інформаційної системи декількома фінансовими посередниками, а також значна роль страхових агентів і брокерів на фінансовому ринку. Страхові компанії, як правило, мають невелику частку прямих продажів або взагалі цим не займаються, зосереджуючись на основних професійних обов’язках:

- адміністрування і управління страховим фондом;
- андеррайтинг та актуарні розрахунки;
- проведення маркетингових досліджень;
- запровадження сучасних форм менеджменту та інформаційних технологій.

Слід зазначити, що успішна реалізація концепції “bancassurance” у розвинених країнах неможлива без гарної репутації банку і без повної інтеграції в механізм його функціонування процесу продажів страхових продуктів.

Концепція “bancassurance” в країнах Європи, де вона набула найбільшого поширення і розвитку, зорієнтована на співпрацю між банком і страховою компанією в сфері страхування життя. Як вже зазначалося, становлення “bancassurance” відбулося на основі надання послуг зі страхування життя при іпотечному кредитуванні [216]. Подальший розвиток “bancassurance” став відповіддю банків на загострення конкуренції на банківському ринку і методом боротьби за клієнта, оскільки страхові продукти поєднувалися з депозитними програмами банків, що дозволило вкладникам отримувати додаткові доходи.

Поглиблення співпраці між банком і страховою компанією врешті-решт призводить до формування висококонвергентних фінансових посередників – фінансових конгломератів, які на сьогоднішній день є найвищою організаційною формою фінансової конвергенції і фінансової інтеграції (рис. 3.4).

Пріоритетною формою фінансового обслуговування у фінансових конгломератах є інтегровані фінансові продукти. Загальна схема реалізації фінансових продуктів фінансовими конгломератами концептуально не відрізняється від її реалізації банками і страховими компаніями на етапі кооперації: надаються як традиційні для кожного виду фінансового посередника послуги, так і інтегровані фінансові продукти.



Рис. 3.4. Фінансовий конгломерат як найвища форма інтеграції і конвергенції банківського і страхового бізнесу

Джерело: складено авторами

Основні відмінності фінансового конгломерату від інших організаційних форм фінансової інтеграції і фінансової конвергенції полягають в особливостях організації внутрішніх бізнес-процесів і запровадженні комплексного управління фінансовими посередниками, що входять до фінансового конгломерату, на основі системного підходу. Це насамперед передбачає високий рівень інтеграції бізнес-процесів і наявність спільної стратегії діяльності. Окрім того, фінансові посередники, що входять до фінансового конгломерату, зазвичай здійснюють свою діяльність під спільною торговельною маркою. Фінансові посередники, які входять до складу фінансового конгломерату, зацікавлені в активізації співпраці.

Головною метою створення фінансових конгломератів є збільшення прибутку завдяки впровадженню взаємних продажів фінансових продуктів. У процесі взаємодії та співпраці банк і страхова компанія як учасники фінансового конгломерату керуються конкретними цілями та мотивами. Факторами, що визначають зацікавленість банку у співпраці зі страховою компанією, є такі:

- розширення спектру послуг, що пропонуються клієнтам;
- утримання клієнтів на основі надання їм інтегрованих фінансових продуктів;
- отримання додаткових доходів у вигляді комісійних за продаж страхових продуктів;
- акумулювання страхових резервів і створення на їхній основі ресурсної бази для реалізації програм кредитування;
- підвищення ефективності використання роздрібною мережі та інших ресурсів банку.

Головним мотивом участі банків у фінансових конгломератах є той факт, що класичні банківські операції дають можливість отримати значно нижчий рівень рентабельності порівняно з операціями на ринку капіталу, тобто банки, які тісніше співпрацюють з небанківськими фінансовими посередниками, мають вищий рівень рентабельності діяльності порівняно з іншими банками.

До основних мотивів небанківських фінансових посередників щодо співпраці з банківськими установами можна передусім віднести використання розвинутої філіальної мережі банку. Це, по-перше, дозволяє з меншими витратами і в короткі терміни охопити регіональні ринки і таким чином розширити ринок збуту своїх послуг, а також позбавляє необхідності розбудовувати власну мережу. По-друге, значно зростає кількість клієнтів небанківських фінансових установ, оскільки виникають “ефект довіри” і “ефект репутації”, які пов’язані з тим, що банківські установи функціонують значно довше, ніж інші види фінансових посередників. Банки мають більший досвід роботи на ринку, а фізичні особи і суб’єкти господарювання більшою мірою довіряють банкам. Особливо ці ефекти проявляються в Україні: банківська система тут більш відома для клієнтів, зокрема для фізичних осіб, оскільки вона існувала ще з часів планової економіки Радянського Союзу, коли не було ані фінансових компаній, що працюють на ринку капіталу, ані самого ринку капіталу [245, с. 203]. По-третє, враховуючи розвиток небанківських фінансових посередників, співпраця з банками стає формою диверсифікації каналів продажу власних продуктів.

У процесі взаємодії фінансових посередників у фінансовому конгломераті виникає необхідність у проведенні додаткових заходів, без яких неможлива ефективна співпраця, спрямованих на:

- перекваліфікацію персоналу та додатковому навчанні;
- мінімізацію часу продажу продуктів;
- синхронізацію каналів надходження інформації про продукти, створення програмного продукту, здатного об’єднати весь перелік послуг;
- значне розширення набору альтернативних послуг.

Підсумовуючи вищезазначене, можна стверджувати, що в умовах зростання конкуренції на ринку фінансових послуг фінансові посередники зацікавлені у співпраці. Серед усіх видів фінансових посередників найбільш розвинутою є співпраця між банками і страховими компаніями – “bancassurance”. Інтеграційні зв’язки і конвергенція банківської справи і страхування реалізуються на основі агентських відносин, партнерства і кооперації. Кожен із наступних етапів співпраці між банком та страховою компанією стає дедалі складнішим і дедалі більшою мірою пов’язує банк та страхову компанію, що створює підґрунтя для формування фінансового конгломерату. На сьогоднішній день реалізація через банки нескладних в андеррайтингу стандартизованих страхових продуктів є поширеною світовою практикою. Водночас просування банківських продуктів через збутові мережі страхових компаній менш розвинуте, і навіть термін “assurbanking” не є загальноновизнаним. Одним з найважливіших факторів формування сучасної моделі співпраці між банками і страховими компаніями стали особливості регулювання взаємних продажів і взаємного виробництва банківських і страхових послуг. Концепція “bancassurance” виникла в умовах розвинутого фінансового ринку і була запроваджена в практику країн Європи і США, а співпраця між банками і страховими компаніями здебільшого спрямована на поєднання банківських послуг зі страхуванням життя.

3.2. ОСОБЛИВОСТІ ОРГАНІЗАЦІЇ ДІЯЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОГО КОНГЛОМЕРАТУ ЯК ІНТЕГРОВАНОГО ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИКА

У процесі розвитку фінансових посередників відбувається зміна їхньої структури, і паралельно триває постійний пошук ефективної організаційної форми бізнесу, який триває вже понад століття. У процесі розв’язання цієї проблеми фінансові посередники останнім часом звернулися до фінансової інтеграції.

На сьогодні світова практика сформувала різноманітні форми інтеграції, які вирізняються залежно від цілей співпраці та характеру фінансово-господарських зв’язків між учасниками. Тому фінансові посередники віддають перевагу інтегрованій структурі як організаційно-економічній формі діяльності порівняно зі спеціалізованою. Фінансова інтеграція дедалі частіше стає запорукою виживання і подальшого розвитку фінансових посередників в умовах загострення конкуренції на фінансовому ринку.

Розвиток фінансової конвергенції призводить до того, що фінансові посередники перетворюються із спеціалізованих на універсальні, які згодом перетворюються на висококонвергентні. Універсалізація як загальносвітова тенденція функціонування фінансового ринку насамперед проявляється у діяльності окремих видів фінансових

посередників – розширенні ряду фінансових послуг на основі охоплення суміжних сегментів фінансового ринку.

Інтеграція на початковому рівні призводить до об'єднання унітарних фінансових посередників, як спеціалізованих, так і висококонвергентних, які працюють на одному сегменті фінансового ринку, та до утворення спеціалізованих інтегрованих фінансових посередників. На більш високому рівні відбувається поєднання конвергенції та інтеграції, що проявляється у створенні висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників – фінансових конгломератів. Виникнення висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників, які є принципово новим видом суб'єктів фінансового ринку, на нашу думку, відбувалося в результаті одночасного посилення конвергенції та активізації інтеграційних процесів. У процесі еволюції форм фінансової інтеграції та фінансової конвергенції відбувається створення фінансових конгломератів (рис. 3.5).

У процесі виникнення і формування фінансового конгломерату як нової форми організації фінансового бізнесу має місце прояв інституційного аспекту фінансової інтеграції. Цей процес базується на реалізації стратегії корпоративної диверсифікації. Особливістю інтеграційних процесів на фінансовому ринку є те, що паралельно відбувається фінансова конвергенція.

Фінансова конвергенція базується на поєднанні різних за сутністю і формою фінансових послуг та продуктів у єдине ціле і на різних етапах розвитку реалізується на основі комбінування різних фінансових продуктів та послуг, використання технології перехресних і пакетних продажів, а також призводить до переорієнтації фінансових установ з продуктоорієнтованої системи реалізації до клієнтоорієнтованої. Представлені рівні інтеграції фінансових установ та конвергенції фінансових послуг відображають етапи створення фінансового конгломерату.

У процесі створення фінансового конгломерату фінансові посередники у своїй діяльності не обов'язково проходять через усі визначені рівні інтеграції, окремі з них можуть пропускатися. Крім того, початком створення фінансових конгломератів може стати будь-який з представлених рівнів фінансової інтеграції. Створення такого виду висококонвергентного інтегрованого фінансового посередника, як фінансовий конгломерат, базується на агентській і партнерській співпраці та кооперації, в рамках яких відбувається перехресний або пакетний продаж фінансових послуг. На практиці висококонвергентність у діяльності фінансового конгломерату реалізується в тому, що цей фінансовий посередник надає фінансові продукти та послуги, які є об'єктами купівлі-продажу принаймні на двох із трьох сегментів фінансового ринку – банківському, страховому, інвестиційному.

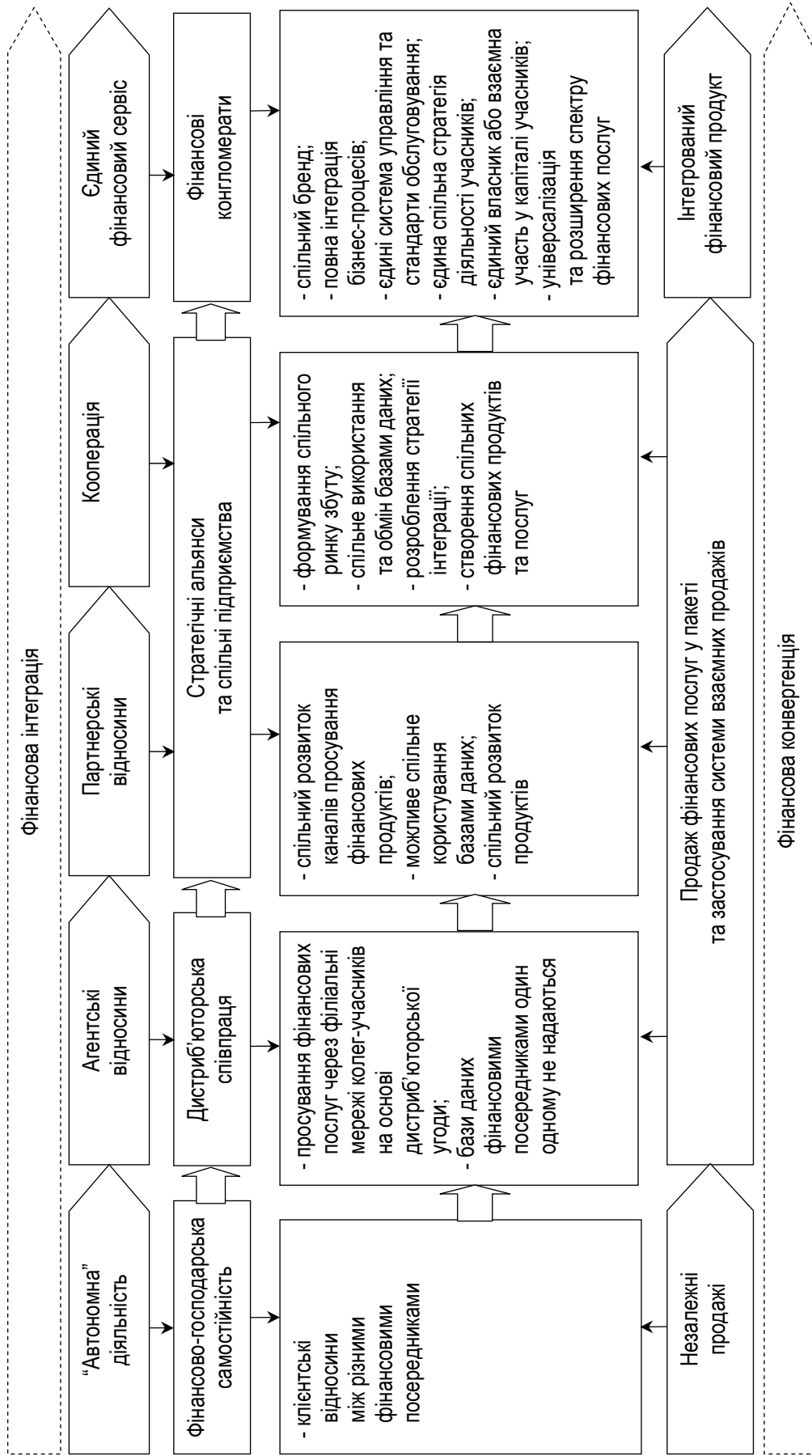


Рис. 3.5. Форми інтеграції та конвергенції на фінансовому ринку

Джерело: складено авторами

Функціонування фінансового конгломерату як фінансового посередника та суб'єкта фінансового ринку засноване на поєднанні різних видів фінансових послуг та продуктів. Отже, на рівні створення фінансового конгломерату виникає інтегрований фінансовий продукт, який реалізується під брендом, який стає спільним для учасників, що інтегрувалися в конгломерат. Таким чином інтегрований фінансовий продукт стає основним товаром у фінансових конгломератах і являє собою комплекс послуг, які реалізуються на різних сегментах фінансового ринку (рис. 3.6). Найважливішою відмінною рисою інтегрованого фінансового продукту є те, що набір його складових змінюється залежно від індивідуальних потреб клієнта. Особливо гнучкими у цьому сенсі є фінансові конгломерати, які орієнтовані на роздрібний сегмент та реалізують маркетингову концепцію фінансового супермаркету. Банківські послуги як складова інтегрованого фінансового продукту найчастіше є його ядром з погляду на те, що зазвичай саме до них приєднуються інші складові. Це відбувається на основі розвитку банківських установ. Вони починають виходити на інші сегменти фінансового ринку і перетворюються на потужних конкурентів небанківських фінансових посередників [227].

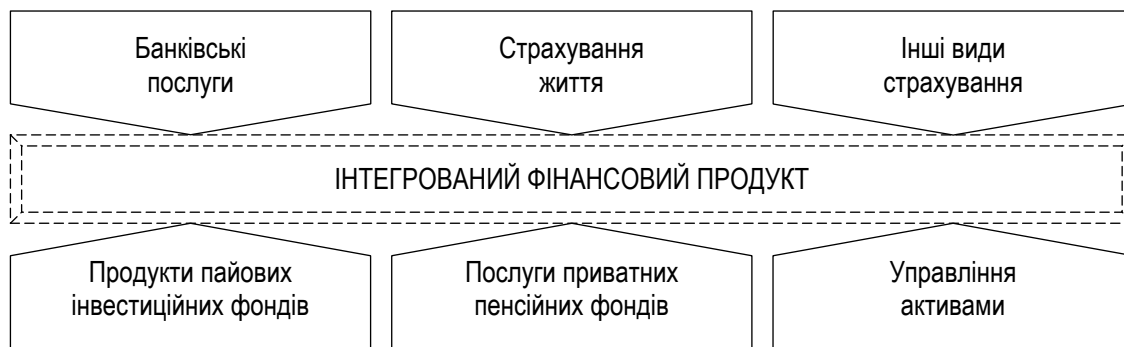


Рис. 3.6. Складові елементи інтегрованого фінансового продукту

Джерело: складено авторами

Отже, висококонвергентні інтегровані фінансові посередники у формі фінансових конгломератів створюються навколо банків, і, крім того, банки, як правило, виступають ініціаторами їх створення (табл. 3.3).

Фінансовий конгломерат як інтегрована корпоративна структура в своєму найширшому варіанті може включати таких фінансових посередників:

- банківська установа;
- компанія з надання страхових послуг, окрім страхування життя;
- компанія з надання послуг зі страхування життя;
- компанія з перестрахування;

Класифікація фінансових конгломератів

№ пор.	Критерій	Вид	Характеристика
1	Ступінь охоплення фінансового ринку	Bancassurance	Фінансові конгломерати, які включають банки і страхові компанії
		Assurfinance	Фінансові конгломерати, до складу яких входять страхові та інвестиційні компанії
		Allfinance	Фінансові конгломерати, які сформовані з фінансових посередників, що працюють на банківському, страховому та інвестиційному ринках
2	Роль і статус на світовому фінансовому ринку	Національні	Фінансові конгломерати, діяльність яких в основному зосереджена на фінансовому ринку однієї країни
		Міжнародні	Фінансові конгломерати, які, окрім системи фінансових посередників у країні походження, мають дочірніх фінансових посередників в інших країнах
		Транснаціональні	Міжнародні фінансові конгломерати, які відповідають критеріям транснаціональних компаній
3	Пропорції між видами діяльності	Банківські	Фінансові конгломерати, діяльність яких більшою мірою сконцентрована на банківському ринку
		Страхові	Фінансові конгломерати, діяльність яких у більшій мірі сконцентрована на ринку страхових послуг
		Змішані	Фінансові конгломерати, діяльність яких є диверсифікованою
4	Організаційна структура і забезпечення взаємної співпраці учасників	Банкоцентричні:	Фінансові конгломерати, які створені навколо або на основі банків
		Універсальні банки (Німецька модель)	Увесь спектр фінансових послуг надається банківською установою – фінансовим конгломератом
		Банк+небанківські підрозділи – дочірні компанії (Британська модель)	Фінансові конгломерати, в яких банківська установа надає банківські послуги, а небанківські фінансові послуги надаються окремими дочірніми компаніями цього банку
		Фінансово-центричні	Фінансові конгломерати, в яких головною компанією є небанківський фінансовий посередник, який має банківські і небанківські підрозділи – дочірні компанії
		Холдингові:	Фінансові конгломерати, у структурі яких є банківські і фінансові холдингові компанії
		Монохолдингові	Фінансові конгломерати, учасники яких підпорядковуються єдиній головній холдинговій компанії
Багатохолдингові	Фінансові конгломерати, очолювані головною холдинговою компанією, в структурі яких присутні посередницькі холдингові компанії		

№ пор.	Критерій	Вид	Характеристика
5	Тип материнської холдингової компанії	Банківські	Фінансові конгломерати, у яких материнська компанія є банком або банківською холдинговою компанією
		Фінансові	Фінансові конгломерати, очолювані небанківськими фінансовими посередниками або фінансовими холдинговими компаніями

Джерело: складено авторами

За методологією Організації Об'єднаних Націй (ООН), про міжнародний статус компанії передусім свідчить розмір відсотка її продажів за межами країни розташування материнської компанії, а також структура її активів.

Найбільш поширеним підходом до визначення транснаціональної корпорації є методологія Комісії ООН з транснаціональних корпорацій, згідно з якою транснаціональною є компанія, яка:

- включає одиниці (підрозділи) в двох або більше країнах незалежно від юридичної форми і сфери діяльності;
- має можливість проводити узгоджену політику і загальну стратегію через один або більше керівних центрів;
- включає окремі одиниці (підрозділи), які мають у спільному володінні активи, що зумовлює їхній взаємовплив, зокрема у розподілі інтелектуальних та інших ресурсів, відповідальності за результати та ін. [101].

Розподіл фінансових конгломератів за співвідношенням між видами їхньої діяльності ґрунтується на визначенні частки виду діяльності, яка є для них основною. Питання щодо показників, на основі яких визначається основний вид діяльності фінансових конгломератів, залишається дискусійним. Так, спеціалісти датського наглядового органу за страховими компаніями "Verzekeringkamer" пропонують визначати переважний вид діяльності на основі структури сукупних активів фінансового конгломерату.

Слід зазначити, що співвідношення між видами діяльності, отримане як відношення активів однорідних фінансових посередників до загальної суми активів фінансового конгломерату, буде недостатньо точним. Його завищення у бік кредитного напрямку пояснюється різними підходами до складання фінансової звітності банківських установ і страхових компаній. У балансі банківських установ відображаються операції з клієнтами і міжнародними фінансовими посередниками, тоді як у балансі страхових компаній відповідно до міжнародних стандартів

відображаються тільки технічні резерви та інвестиції, а монетарні операції з клієнтами і, зокрема, вимоги і зобов'язання включаються до звіту про прибутки та збитки. Іншим показником, що може бути використаний для ідентифікації виду фінансового конгломерату за основним видом діяльності, є оборот. Результати на основі цього показника будуть завищені в бік страхових компаній, оскільки, на відміну від обороту банківських установ, який включає тільки процентні доходи від монетарних трансакцій, оборот страхових компаній відображає сукупні монетарні трансакції [243]. На нашу думку, враховуючи специфіку кожного з видів діяльності фінансового конгломерату, для визначення його виду доцільно використовувати вищезгадані показники у комплексі.

Структура фінансового конгломерату банкоцентричного виду “Банк – небанківські підрозділи – дочірні компанії” будується відповідно до британської моделі організації фінансового конгломерату (рис. 3.7). У цьому випадку небанківські фінансові посередники перебувають у власності і під контролем материнської компанії, якою є банківська установа.

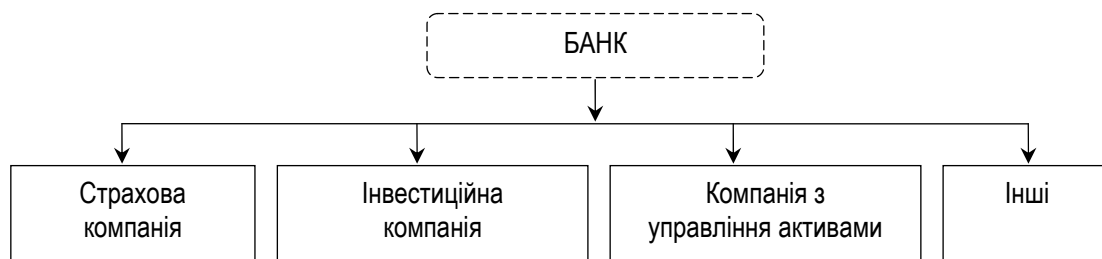


Рис. 3.7. Британська модель як вид банкоцентричної організації фінансового конгломерату

Джерело: [280]

На відміну від банкоцентричної системи організації фінансових конгломератів, холдингова модель організації фінансового конгломерату передбачає, що банк і небанківські фінансові посередники знаходяться у власності холдингової компанії.

У світовій практиці набули поширення два види холдингових компаній на фінансовому ринку: банківські і фінансові. Банківськими є холдингові компанії, що володіють одним або декількома банками. У США банківські холдингові компанії з'явилися після Закону про банківські холдингові компанії 1956 р. Банківська холдингова компанія у США – це компанія, яка:

- прямо, непрямо або в результаті дій через одну чи більше осіб володіє 25 % акціями банку або контролює 25 % акцій банку;
- контролює в будь-який спосіб обрання більшості директорів або довірчих власників банку [280].

Фінансові холдингові компанії, крім володіння одним або декількома банками, у системі своєї власності мають небанківських фінансових посередників. Досвід США був запозичений іншими країнами, що призвело до активного розвитку фінансових конгломератів, які створювалися фінансовими холдинговими компаніями (рис. 3.8).

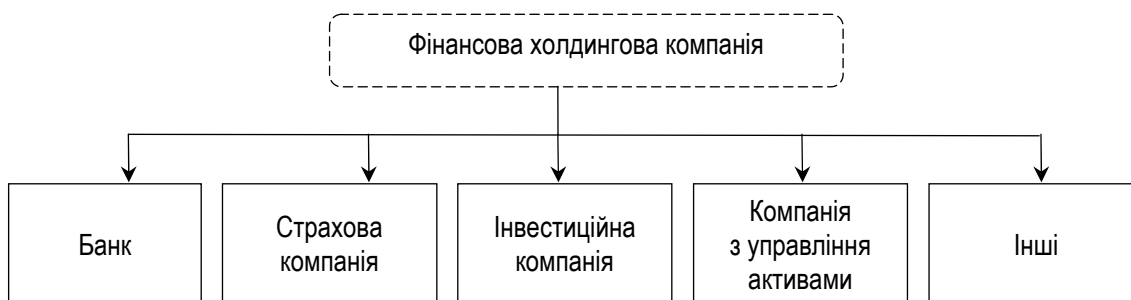


Рис. 3.8. Монохолдингова організація фінансового конгломерату на чолі з фінансовою холдинговою компанією

Джерело: складено авторами

На сьогоднішній день у США існують понад 600 фінансових холдингових компаній, здебільшого утворених на основі банківських холдингових компаній. Фінансові холдингові компанії є активними учасниками фінансового ринку, вони контролюють 80 % банківського ринку США [333]. Крім США, фінансові холдингові компанії поширені в Канаді, Великій Британії, Японії, Франції, а також в таких країнах Азії, як Тайвань, Корея, Сінгапур і Гонконг. Якщо у фінансовому конгломераті фінансові холдингові компанії можуть володіти усіма фінансовими посередниками напряму, то банківські холдингові компанії володіють декількома банками, які є власниками інших фінансових посередників (рис. 3.9).

У діяльності банківських і фінансових холдингових компаній існує ряд обмежень. Так, банківським холдинговим компаніям не дозволяється інвестувати в небанківські активи, а фінансовим холдинговим компаніям – в нефінансові установи. Водночас ці обмеження не заважають банківським холдинговим компаніям вибудовувати фінансові конгломерати.

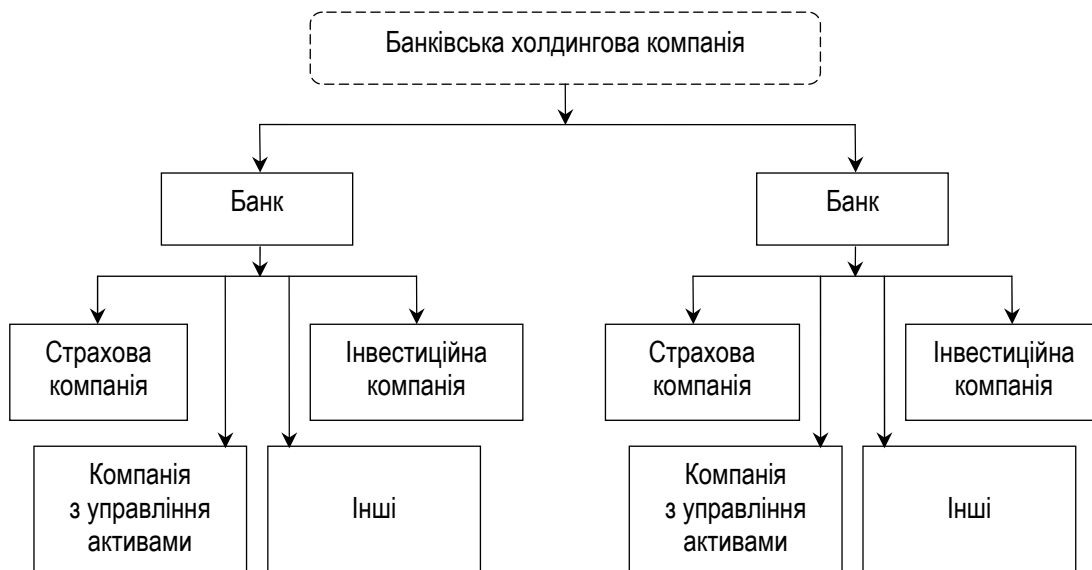


Рис. 3.9. Монохолдингова структура фінансового конгломерату на чолі з банківською холдинговою компанією

Джерело: складено авторами

У фінансовому конгломераті головна холдингова компанія може виступати як материнська для інших (посередницьких) холдингових компаній. Щодо фінансових холдингових компаній, то тут головна компанія володіє не тільки фінансовими посередниками, а й посередницькою холдинговою компанією, якій також належать різні види фінансових посередників (рис. 3.10).

Посередницькі холдингові компанії залучаються до процесу побудови структури фінансового конгломерату з метою вирішення таких завдань:

- мінімізація оподаткування шляхом реєстрації посередницьких холдингових компаній в “податкових гаванях”;
- використання їх для регуляторного арбітражу;
- при виході на фінансові ринки різних країн посередницькі холдингові компанії стають ключовою ланкою побудови транснаціональної структури фінансового конгломерату [332].

Механізм посередницької холдингової компанії застосовується також і в фінансових конгломератах, в яких компанії поєднані банківськими холдинговими компаніями. Враховуючи їхню відмінність від фінансових холдингових компаній, зв’язок між головною і посередницькою компаніями не є прямим. Посередницька банківська холдингова компанія належить одному з банків, який входить до системи власності головної холдингової компанії (рис. 3.11).

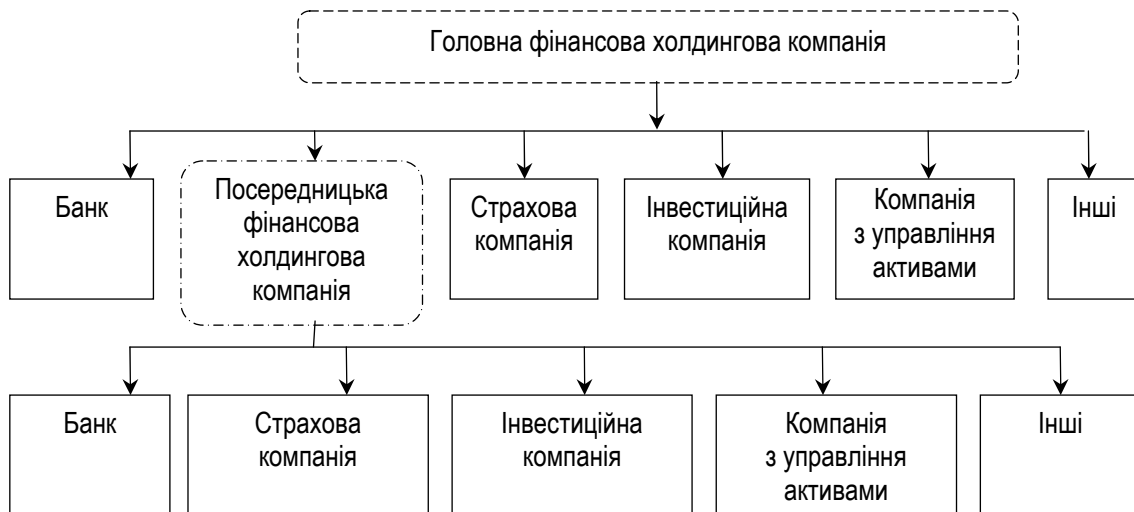


Рис. 3.10. Організація фінансового конгломерату з двома фінансовими холдинговими компаніями

Джерело: складено авторами

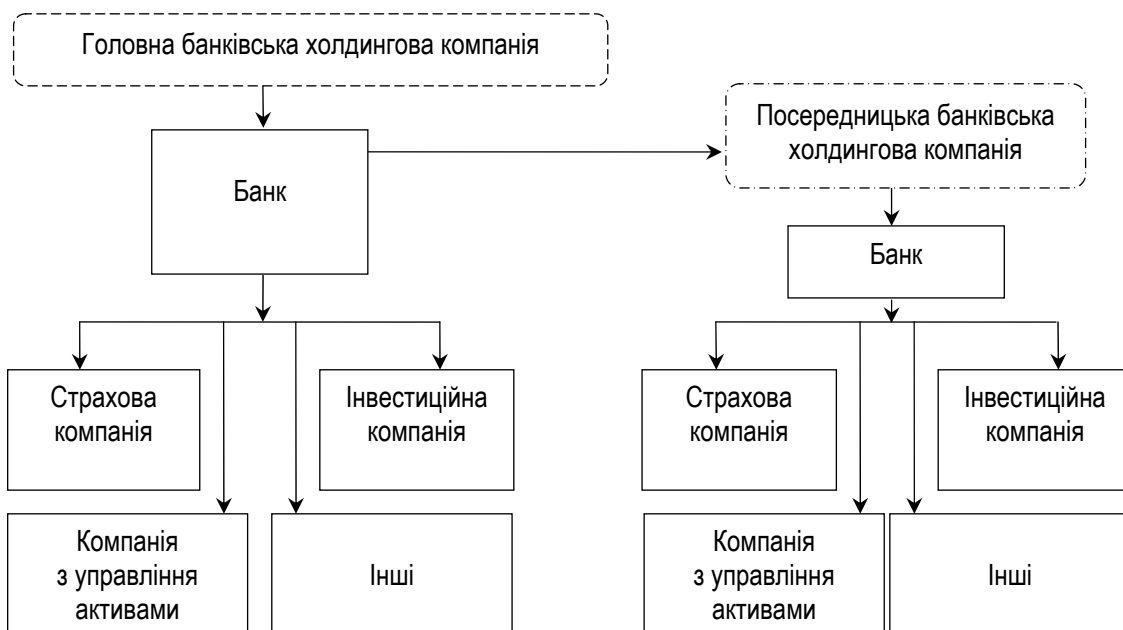


Рис. 3.11. Структура фінансового конгломерату з двома банківськими холдинговими компаніями

Джерело: складено авторами

Слід зазначити, що двохолдингові фінансові конгломерати є окремим видом багатохолдингових. Директивою 2002/87/ЄС передбачено поняття фінансової холдингової групи змішаного типу. Під такою компанією слід розуміти материнську компанію, яка не є ані

кредитною установою, ані страховою компанією, ані інвестиційною фірмою, і яка разом зі своїми дочірніми компаніями, принаймні одна з яких є вищезазначеним фінансовим посередником, що має головний офіс в межах ЄС, та іншими суб'єктами господарювання входить до фінансового конгломерату [261]. Такий підхід до визначення холдингової компанії дозволяє об'єднати всі холдингові компанії в межах фінансового конгломерату, як банківські та фінансові, так і головні та посередницькі.

У контексті побудови системи взаємодії між фінансовими посередниками у фінансовому конгломераті необхідно звернути увагу на те, що одним з ключових понять Директиви 2002/87/ЄС є тісні зв'язки [261].

Поняття тісних зв'язків ґрунтується на відносинах участі або контролю між двома або більше юридичними чи фізичними особами. Фактично воно означає набір методів і інструментів, за допомогою яких будується структура фінансового конгломерату.

Забезпечення ефективного нагляду за діяльністю інтегрованих фінансових посередників вимагає аналізу і моніторингу фінансовими органами методів організації фінансових посередників у фінансовий конгломерат. Наявність системи тісних зв'язків між фінансовими посередниками – учасниками фінансового конгломерату пояснюється не тільки забезпеченням спільної або взаємної власності між ними, а й можливістю впливу на фінансово-управлінські рішення один одного. Цей вплив може здійснюватися на основі відносин контролю, які насамперед є відносинами між материнською та дочірньою компаніями і чітко визначені частиною першою та другою статті 1 Директиви 83/349/ЄС [320].

На транснаціональному рівні у діяльності фінансових конгломератів виникає ситуація, коли функціонування і розвиток фінансових посередників – учасників фінансового конгломерату повинні підпорядковуватися загальній стратегії фінансового конгломерату, яка визначається головною компанією. Це породжує небезпеку для національних фінансових ринків, на яких функціонують фінансові посередники – учасники фінансового конгломерату, які не відіграють в ньому провідну роль. Небезпека полягає у залежності фінансових ринків від таких фінансових посередників, тому що саме вони можуть ставати головними і потужними гравцями на національному фінансовому ринку, на якому функціонують.

Враховуючи складну інтегровану структуру фінансового конгломерату, існує ймовірність того, що деякі його учасники можуть стати інструментом досягнення цілей інших учасників.

Структура сучасних фінансових конгломератів складна, що зумовлює переважне використання багатохолдингової моделі їх організації. На практиці відбувається об'єднання головної компанії і системи посередницьких фінансових та банківських холдингових компаній в межах одного фінансового конгломерату, що є одним з основних факторів забезпечення глобального характеру їхньої діяльності.

Класифікація фінансових конгломератів за типом материнської компанії була запропонована у 1995 р. вченими Л. Ван ден Берге і К. Вервеіре. Відповідно до цього підходу виділяються три види фінансових конгломератів:

- банківські – фінансові конгломерати, у яких материнська компанія є банком;
- страхові – материнською компанією є страхова компанія або страховий холдинг;
- змішані – на чолі фінансового конгломерату перебуває холдингова компанія, яка має банківський і страховий підрозділи [243].

На нашу думку, більш доцільним є групування фінансових конгломератів за цим критерієм на банківські і фінансові, що узгоджується з їх класифікацією за організаційною структурою.

Зазначимо, що запропонована класифікація може бути застосована не тільки до фінансових конгломератів, а й до фінансових груп, які також є конвергентними фінансовими посередниками.

Таким чином, різний характер і масштаби впливу процесів фінансової інтеграції та фінансової конвергенції на фінансових посередників зумовили суттєві відмінності у діяльності фінансових конгломератів, а також існування різноманітних їх видів. Особливого значення ідентифікація видів фінансових конгломератів набуває у процесі регулювання їхньої діяльності органами фінансового регулювання і нагляду.

3.3. ОСОБЛИВОСТІ СТАНОВЛЕННЯ ФІНАНСОВИХ КОНГЛОМЕРАТІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Основними учасниками фінансового ринку є фінансові посередники, функція яких полягає у забезпеченні ефективного перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів. Високий потенціал фінансового ринку України і його стрімкі темпи розвитку в останні роки є ключовими факторами трансформації механізму діяльності фінансових посередників.

Зважаючи на особливості конвергентно-інтеграційних процесів на вітчизняному фінансовому ринку загалом та на окремих його сегментах, доцільно виділити п'ять періодів становлення і розвитку фінансових конгломератів в Україні, характеристика яких наведена в табл. 3.4.

**Характеристика етапів становлення та розвитку
фінансових конгломератів в Україні**

№ пор.	Етап	Роки	Характеристика
1	Формування фінансово-промислових груп	1992–1997	Фінансовий сектор фінансово-промислових груп представлений банками, які обслуговували фінансові потоки підприємств групи
2	Посилення фінансового блоку фінансово-промислових груп	1996–2000	Розширення фінансового сектору фінансово-промислових груп через включення до нього небанківських фінансових посередників, зокрема страхових компаній
3	Формування фінансових груп	2001–2007	Конвергентно-інтеграційні процеси охоплюють усі сегменти фінансового ринку, відбуваються навколо банків, при цьому не залежать від потужності банківської установи та від країни походження їхніх власників і базуються на різноманітних формах співпраці між банківськими та небанківськими фінансовими посередниками
4	Входження міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок України	Триває з 2002 р. і понині	Розпочалося з угоди про придбання 93,5 % акцій АПГБ “Аваль” австрійською банківською холдинговою групою “Raiffeisen International Bank Holding AG”. На банківському і страховому сегментах функціонують відповідно 8 і щонайменше 10 міжнародних фінансових конгломератів (“AIG”, “Allianz”, “AXA”, “BNP Paribas”, “Citigroup”, “Credit Agricole”, “ING”, “Intesa Sanpaolo S.P.A.”, “RZB-UNIQA”, “SEB”, “Societe Generale” та ін.)
5	Активна діяльність фінансових конгломератів на фінансовому ринку	Триває з 2008 р. і понині	Навколо значної кількості банківських установ, зокрема підконтрольних міжнародним фінансовим конгломератам, сформовано фінансові групи, що охоплюють щонайменше два сегменти фінансового сектору. Міжнародні фінансові конгломерати контролюють в Україні близько 17 % активів банківських установ і щонайменше 1% активів страхових організацій

Джерело: складено авторами

У зв'язку із стрімким розвитком вітчизняного фінансового ринку окремі його етапи накладаються один на одного у часі. У результаті проведеної періодизації було встановлено, що ключова роль у формуванні вітчизняних фінансових конгломератів належить фінансово-промисловим групам України, більшість з яких була сформована у середині 90-х рр. ХХ ст.

Найбільш потужними фінансово-промисловими групами, що функціонували в Україні на початку XXI ст., слід вважати групи “Індустріальний союз Донбасу”, “System Capital Management”, “Інтерпайп”, “Укрпромінвест”, концерн “Енерго”, групу банку “Аваль”, фінансову групу “ТАС”, групу “Приват”, групу “УкрСиб” та ін. [8].

Проведений нами аналіз компаній фінансового сектору фінансово-промислових груп України засвідчив, що до складу всіх досліджених груп входять банківські установи і тільки до складу чотирьох – страхові компанії (табл. 3.5). Це пояснюється випереджаючим розвитком банківського ринку порівняно з іншими сегментами фінансового ринку.

Фінансові групи “Енерго”, “Аваль”, “Базис”, “Укрпромінвест” мали у своєму складі по одному банку, а “System Capital Management”, “Інтерпайп”, “ТАС”, “Інфокс” – по два. Три банківські установи входили до фінансових груп “Приват”, “Футбольний клуб “Динамо-Київ” і “УкрСиб”. Страхові компанії входили до складу фінансових груп “System Capital Management”, “Інтерпайп”, “Аваль”, “ТАС” і “Футбольний клуб “Динамо-Київ”. Слід зазначити, що у складі групи “ТАС” функціонувало дві страхові компанії – “ТАС” і “ТАС-капітал”. Така конфігурація групи в частині небанківських фінансових посередників пояснюється тим, що група “ТАС”, на відміну від інших груп України, позиціонувала себе не як фінансово-промислова, а як фінансова група.

До складу кожної фінансово-промислової групи в Україні входять один-два банки. Більше того, такі банки, як “Приватбанк”, “Аваль”, “УкрСиббанк” стали центрами найбільш потужних промислово-фінансових груп. Окрім банків до складу фінансово-промислових груп входили і небанківські фінансові посередники. Найчастіше це були страхові компанії. Таким чином, в Україні відбувалося формування фінансових груп як складових фінансово-промислових груп, а також створювалися суто фінансові об’єднання, наприклад, фінансова група “ТАС”.

Сучасні умови зростання конкуренції і зниження рентабельності на традиційні фінансові послуги призвели до консолідації зусиль різних видів фінансових посередників. Міжнародні тенденції у формуванні конвергентних та інтегрованих фінансових посередників почали проявлятися і на вітчизняному фінансовому ринку. На сьогоднішній день формування фінансових груп триває. Слід зазначити, що суттєво змінився характер цього процесу. Якщо раніше в Україні переважною формою інтеграції була фінансово-промислова група, то зараз активізувалися інтеграційні процеси, що охоплюють тільки фінансовий ринок. Така тенденція пов’язана з впливом глобалізаційних процесів на

функціонування вітчизняного фінансового ринку на основі імпорту моделі фінансового конгломерату на фінансовий ринок України. Це нова бізнес-модель для вітчизняних фінансових посередників і нова форма фінансової інтеграції та диверсифікації, що охоплює різні сегменти фінансового ринку.

Таблиця 3.5

**Конфігурація фінансового сектору бізнес-груп України
у 2003-2004 рр.**

№ пор.	Фінансово-промислова група	Банківські установи	Небанківські фінансові посередники
1	Група "System Capital Management"	"Донміськбанк", "Перший Український Міжнародний банк"	Страхова компанія "Аско"
2	Концерн "Енерго"	"Кредитпромбанк"	–
3	Група "Інтерпайп"	Банк "Кредит-Дніпро", а згодом "Укрсоцбанк"	НАСК "Оранта"
4	Група "Приват"	"Приватбанк", "Москомприватбанк", банк "Приватінвест"	–
5	Група банку "Аваль"	Банк "Аваль"	ЗАТ "Еталон"
6	Фінансова група "ТАС"	"ТАС-комерцбанк", "ТАС-інвестбанк"	Страхові компанії "ТАС", "ТАС-капітал"
7	Група "Футбольний клуб "Динамо-Київ"	Банк "БІГ-енергія", "Перший інвестиційний банк", "Український кредитний банк"	Страхова компанія "Скайд-Вест"
8	Інфокс	"Перший інвестиційний банк", банк "Хрещатик"	–
9	Група банку "УкрСиббанк"	"УкрСиббанк", "Мульти банк" (Латвія), "Надра"	–
10	Базис	Банк "Базис"	–
11	Концерн "Укрпромінвест"	Банк "Мрія"	–

Джерело: складено авторами на основі [8]

Як свідчить проведений аналіз фінансових груп, що зараз функціонують на фінансовому ринку України, вони формуються навколо банківських установ. Окрім банків до них зазвичай входять страхові компанії, компанії з управління активами, а також пенсійні та інвестиційні фонди. Більшість потужних українських банків мають значний досвід роботи на вітчизняному фінансовому ринку, розгалужену мережу філій і відділень, а також позиціонують себе як універсальні банківські установи, що є важливою передумовою перетворення їх на

ядро фінансових конгломератів. Фінансові групи створюються як навколо великих, так і малих та середніх банків. Причому на лідерство банків у фінансовій інтеграції на фінансовому ринку України не впливає країна походження їхніх власників. Систему “дружніх” фінансових посередників створюють як вітчизняні банківські установи, так і банки з іноземним капіталом. Це є свідченням процесу інтеграції фінансових посередників різних видів, а також подальшого їх розвитку на основі конвергентної моделі. В умовах сьогодення гостро стоїть проблема оцінювання діяльності фінансових конгломератів в Україні загалом і, зокрема, оцінювання діяльності фінансових груп з погляду на їх ідентифікацію як фінансових конгломератів. Для реалізації цієї мети, на нашу думку, доцільно використовувати систему критеріїв, яка встановлена загальноєвропейським законодавством (див. рис. 1.5). Результати проведеного нами аналізу представлені у табл. 3.6.

Оскільки фінансові групи в Україні створюються навколо банківських установ або з їхньої ініціативи і до їх складу входять інші фінансові посередники, то відповідно до загальноєвропейського законодавства виконується критерій присутності регульованих суб’єктів у групі і, крім того, використовується варіант “регульований суб’єкт на чолі групи”. Оцінювання цього критерію для вітчизняних фінансових груп було проведено нами на основі даних відкритих джерел. Фінансові групи “Приват”, “UniCredit Україна”, “ОТР”, “Хрещатик”, “Кредит-Дніпро” і “Діамант” здійснюють операції на банківському та інвестиційному ринках. Таке поєднання видів діяльності не відповідає сутності фінансового конгломерату згідно з європейським підходом.

Серед досліджених фінансові групи “БІГ Енергія” та “БТА” здійснюють діяльність на банківському і страховому ринках одночасно, тобто вони є фінансовими групами “bancassurance”. Фінансові групи “Промінвест”, “Альфа Україна”, “Брокбізнес-група”, “VAB Group”, “Дельта”, “Ренесанс” і “Аркада” є фінансовими конгломератами “allfinance”, оскільки їхня діяльність охоплює три сегменти фінансового ринку – банківський, страховий та інвестиційний. Можна стверджувати про відповідність їхньої діяльності другому критерію фінансового конгломерату згідно з Директивою 2002/87/ЄС.

Враховуючи те, що відповідно до положень Директиви 2002/87/ЄС фінансові групи, що відповідають критеріям фінансового конгломерату, можуть здійснювати діяльність на банківському і страховому ринках або на страховому та інвестиційному ринках, або одночасно на усіх трьох сегментах фінансового ринку, було встановлено, що найбільш поширеними в Україні є фінансові групи, що охоплюють банківський, страховий та інвестиційний сегменти фінансового ринку, тобто так звані фінансові групи “allfinance”.

**Оцінка наявності ознак фінансових конгломератів
у фінансових групах України**

№ пор.	Назва фінансової групи	Критерії фінансового конгломерату	
		Регульований суб'єкт очолює групу або принаймні одна з дочірніх компаній у групі є регульованим суб'єктом	Діяльність на сегментах фінансового ринку
1	Приват	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, інвестиційний
2	UniCredit Україна (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, інвестиційний
3	Промінвест	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий, інвестиційний
4	Група ОТП Україна (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, інвестиційний
5	Альфа Україна (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий, інвестиційний
6	Брокбізнес-група (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий, інвестиційний
7	VAB Group	Серед компаній групи є регульовані суб'єкти	Банківський, страховий, інвестиційний
8	Хрещатик (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, інвестиційний
9	Дельта	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий, інвестиційний
10	Кредит-Дніпро (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, інвестиційний
11	Ренесанс (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий, інвестиційний
12	БІГ Енергія (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий
13	Аркада	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий, інвестиційний
14	Діамант (умовно)	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, інвестиційний
15	БТА	Регульований суб'єкт очолює групу	Банківський, страховий

Джерело: складено авторами на основі даних ДУ “АРІФРУ” і офіційних сайтів компаній

Отже, поєднання у фінансовій групі банківського та інвестиційного бізнесів набуло більшого поширення порівняно зі створенням фінансових груп “bancassurance”.

У процесі діагностики наявності ознак фінансових конгломератів у фінансових групах, що функціонують в Україні, складно провести оцінювання за критерієм, який визначає масштабність діяльності суб’єктів групи на страховому або інвестиційному сегментах фінансового ринку. На основі інформації з відкритих джерел неможливо обчислити показники, визначені ст. 3 Директиви 2002/87/ЄС. Абсолютним показником значних масштабів міжсекторальної діяльності фінансової групи на фінансовому ринку, який дозволяє ідентифікувати її як фінансовий конгломерат, є така балансова вартість активів найменшого фінансового посередника, яка перевищує позначку в 6 млрд. євро.

Якщо банки є найбільш потужними фінансовими посередниками, то найменш потужними фінансовими посередниками в межах фінансових груп є страхові компанії, недержавні пенсійні фонди або фінансові компанії. На основі даних, що оприлюднюються Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг (Держфінпослуг), нами була обчислена вартість активів у розрахунку на одного фінансового посередника. Результати засвідчили, що вартість активів небанківських фінансових посередників у розрахунку на одного посередника значно менша ніж 6 млрд. євро. Так, середня вартість активів страхових компаній у 2010 р. досягла 9,418 млн. євро, недержавних пенсійних фондів – 1,076 млн. євро, а фінансових компаній – приблизно 4,393 млн. євро.

За станом на 01.01.2011 вартість активів страхових компаній “Лемма” і “Аванте”, які є лідерами на страховому ринку за цим показником [176], за офіційним курсом НБУ складала 145 989,7 і 138 892,6 тис. євро. Вартість активів “Оранти”, яка посідає 3 місце у рейтингу страхових компаній за активами, дещо менша порівняно з лідерами і складає 18 991,7 тис. євро. Активи найбільшого банку в Україні “Приватбанку” за станом на 01.01.2011 майже досягли позначки 2 млрд. євро – 1 862 289,8 тис. євро за офіційним курсом НБУ. Слід зазначити, що банкоцентричний характер фінансової системи визначає, що в конфігурації фінансових груп банківські установи є найбільш потужними фінансовими посередниками. При цьому необхідно враховувати, що на початку 2011 р. активи посередників фінансового ринку – банківських та небанківських фінансових установ – загалом склали приблизно 95,5 млрд. євро. Отримані результати засвідчили, що на сьогоднішній день вартість активів на рівні 6 млрд. євро в Україні є недосяжною для небанківських фінансових посередників. Враховуючи

те, що відповідно до Директиви 2002/87/ЄС критерії, які визначають приналежність фінансових груп до фінансових конгломератів, мають виконуватися одночасно, можна стверджувати, що серед фінансових груп, які функціонують на фінансовому ринку України, фінансових конгломератів європейського масштабу немає.

Стрімкий розвиток сегментів фінансового ринку та економічне зростання України перетворили вітчизняний фінансовий ринок на один з найпривабливіших для фінансового капіталу у Східній Європі. Причому охоплення сегментів фінансового ринку України іноземним капіталом визначалося особливостями його розвитку. Банкоцентричний характер фінансової системи України і тенденції розвитку фінансового ринку зумовили підвищений інтерес глобальних фінансових посередників передусім до банківського ринку України. Починаючи з 2006 р., відбулося суттєве посилення іноземного капіталу в банківській системі України (рис. 3.12).

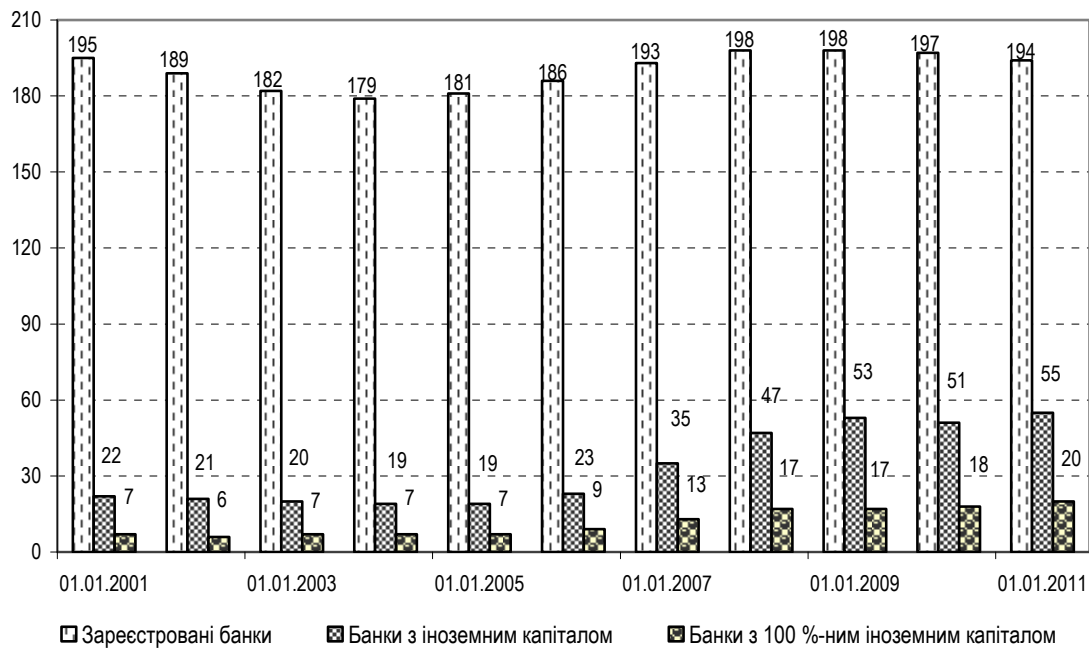


Рис. 3.12. Кількість банків в Україні у 2001–2011 рр.

Джерело: дані НБУ

Кількість банків з іноземним капіталом за період 2006–2011 рр. зросла з 23 до 56. У середньому за рік їхня кількість збільшувалася на 10 одиниць. У 2000–2004 рр. таких банків було 19–20. З числа банків з іноземним капіталом у 2000–2004 рр. функціонували 6–7 банківських установ зі 100 %-ним іноземним капіталом. У 2006 р. їхня кількість збільшилася до 9, а у 2009 р. досягла 17. За станом на 01.09.2011 їх

кількість досягла позначки 21 банківської установи. У складі іноземного капіталу у банківській системі України представлені міжнародні фінансові конгломерати.

На сьогоднішній день, на нашу думку, враховуючи безпеку і розвиток вітчизняного фінансового ринку загалом і банківської системи зокрема, оцінювання масштабів присутності та діяльності міжнародних фінансових конгломератів в Україні є надзвичайно актуальним і важливим.

У 2008–2009 рр. частка іноземного капіталу в статутному капіталі банків коливалася навколо позначки в 35 %. У 2011 р. цей показник зріс майже до 38 % (рис. 3.13). Стрімке зростання показника розпочалося у 2005 р., а до цього частка іноземного капіталу в статутному капіталі банківських установ коливалася у межах 10–15 %.

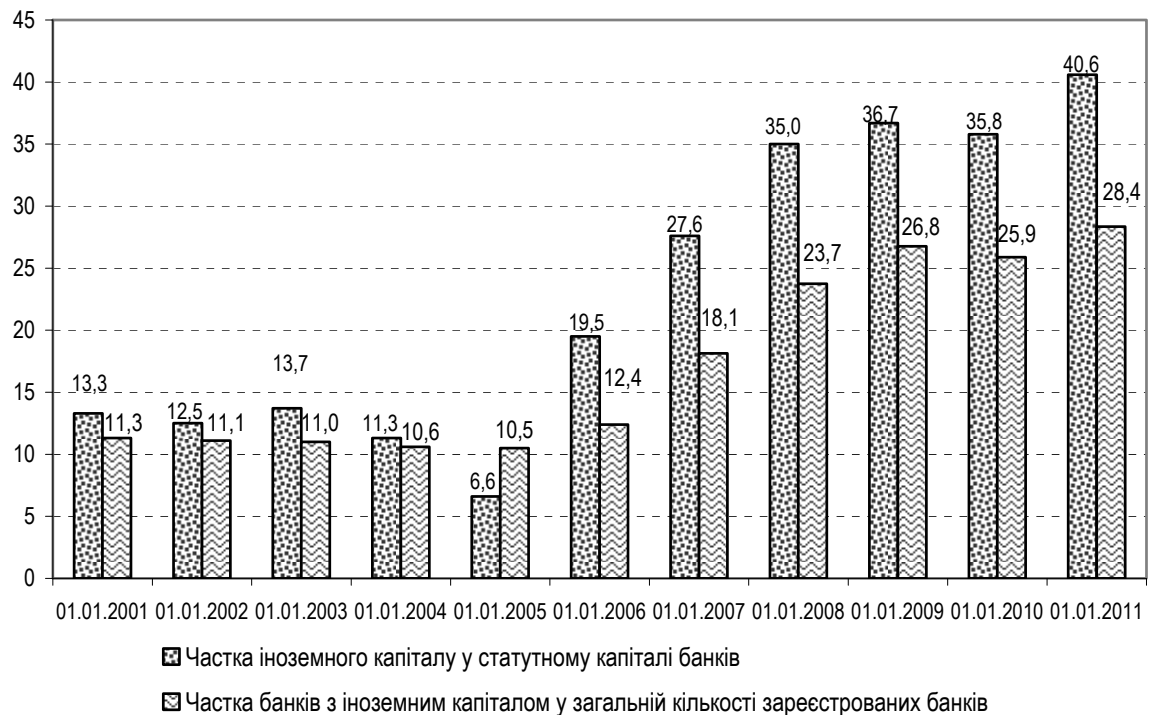


Рис. 3.13. Відносні показники участі іноземного капіталу у банківській системі України у 2001–2011 рр., %

Джерело: дані НБУ

Оцінювання масштабів діяльності фінансових конгломератів в Україні, враховуючи фінансову потужність і активність банківських установ і страхових компаній на фінансовому ринку, передбачає аналіз кількості тих установ і компаній, що входять до складу іноземних фінансових конгломератів.

З цією метою нами були проаналізовані власники істотної участі у банках України з іноземним капіталом [70] щодо їх ідентифікації як фінансових конгломератів.

Проведений аналіз засвідчив, що на банківському ринку України сьогодні здійснюють діяльність 9 фінансових груп з Європи та США, які згідно з даними IWCFC повністю відповідають критеріям фінансових конгломератів: “Societe Generale”, “ING”, “Credit Agricole”, “Intesa Sanpaolo S.P.A.”, “RZB-UNIQA”, “SEB”, “Citigroup”, “Deutsche Bank” і “BNP Paribas”. Під їхнім контролем перебуває 10 вітчизняних банківських установ (табл. 3.7). Загалом в Україні функціонує понад 50 банків з іноземним капіталом.

Оцінювання участі міжнародних фінансових конгломератів у банківській системі України у розрізі груп банків за обсягом активів свідчить, що для міжнародних фінансових конгломератів цікавими є як великі системні вітчизняні банки, так і малі (табл. 3.8).

Серед банківських установ першої групи банки “Райффайзен банк Аваль” і “УкрСиббанк” належать австрійському фінансовому конгломерату “RZB-UNIQA” і французькому фінансовому конгломерату “BNP Paribas”.

“ІНГ банк Україна”, “Правекс-банк” і “Сітібанк Україна” за обсягами активів входять до другої групи і належать відповідно голландському фінансовому конгломерату “ING”, італійському фінансовому конгломерату “Intesa Sanpaolo S.P.A.” і фінансовому конгломерату США “Citigroup”. У другій групі також представлені два банки, які контролюються міжнародним фінансовим конгломератом “Credit Agricole” – “Індустріально-Експортний банк” і “Корпоративний та інвестиційний банк Креді Агріколь”. Слід зазначити, що засоби масової інформації у березні 2011 р. повідомили, що “Індустріально-Експортний банк” буде перейменовано в “Креді Агріколь Банк” [68].

Третя група у 2011 р. представлена фінансовим конгломератом “SEB”, якому належить “СЕБ-банк”. Нагадаємо, що свого часу фінансовий конгломерат зі Швеції “SEB” володів понад 99 % статутного капіталу двох банків в Україні – “СЕБ-банку” і “Факторіал-банку”. Відповідно до дозволу Національного банку України протягом 2008–2009 рр. відбулося приєднання “Факторіал-банку” до “СЕБ-банку”.

Таблиця 3.7
Міжнародні фінансові конгломерати у банківському секторі України за станом на 01.01.2011

№ пор.	Банк	Власник істотної участі				Фінансовий конгломерат
		Назва	Країна походження	Частка у статутному капіталі пряма участь, %	опосередкована участь, %	
1	Райффайзен банк Аваль	Райффайзен Банк Інтернаціональ АГ (Raiffeisen Bank International AG)	Австрія	96,3700	0,0000	RZB-UNIQA (Австрія)
2	УкрСиббанк	БНП Париба С.А. (BNP Paribas S.A.)	Франція	99,9995	0,0000	BNP Paribas (Франція)
3	ІНГ Банк Україна	ІНГ БАНК Н.В.	Нідерланди	100,0000	0,0000	ING (Нідерланди)
4	ПРАВЕКС-БАНК	ІНТЕЗА САНПАОЛО СПА (INTESA SANPAOLO SPA)	Італія	100,0000	0,0000	Intesa Sanpaolo S.P.A. (Італія)
5	Сітібанк	Сітібанк Оверсіз Інвестмент Корпорейшн (Citibank Overseas Investment Corporation)	США	67,0000	33,0000	Citigroup (США)
		Сітікорп Лізинг Інтернешнл ЛЛС (Citicorp Leasing International LLC)	США	33,0000	0,0000	Citigroup (США)
6	Корпоративний та Інвестиційний Банк Креді Агріколь	Креді Агріколь КІБ Глобал Бенкін	Франція	100,000	0,0000	Credit Agricole (Франція)
7	КРЕДІ АГРІКОЛЬ БАНК	Credit Agricole S.A. / Акціонерне товариство "Креді Агріколь"	Франція	99,9955	0,0000	Credit Agricole (Франція)
8	Дойче Банк ДБУ	Дойче Банк АГ	Німеччина	100,0000	0,0000	Deutsche Bank (Німеччина)
9	СЕБ Банк	Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ.) (Скандинавіська Енскілда Банкен АБ(публ.))	Швеція	99,8924	0,0000	SEB (Швеція)
10	БАНК ПРОФЕСІЙНОГО ФІНАНСУВАННЯ	SOCIETE GENERALE S.A. / СОСЬЄТЕ ЖЕНЕРАЛЬ А.Т.	Франція	98,1003	0,0766	Societe Generale (Франція)

Джерело: складено авторами на основі даних НБУ і [70]

Таблиця 3.8

Показники участі міжнародних фінансових конгломератів у банківській системі України у 2008–2011 рр.

№ пор.	Показник	За станом на																			
		01.01.2008				01.01.2009				01.01.2010				01.01.2011							
		Групи банків за величиною активів				Групи банків за величиною активів				Групи банків за величиною активів				Групи банків за величиною активів							
1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	Разом					
1	Кількість банків	17	17	34	113	18	20	24	120	18	19	21	121	17	22	21	115	175			
2	Кількість банків, власником істотної участі в яких є міжнародний фінансовий конгломерат	2	3	4	1	2	6	2	2	2	4	2	2	2	5	1	2	10			
3	Кількість банків, які на 100 % належать міжнародним фінансовим конгломератам	0	3	1	0	0	4	0	0	4	0	3	1	1	0	4	0	5			
4	Кількість міжнародних фінансових конгломератів, які функціонують у банківській системі України	2	3	2	1	2	4	2	2	2	3	2	2	2	4	1	2	9			

Джерело: складено авторами на основі даних НБУ і [283]

У четвертій групі представлено “Дойче Банк ДБУ”, який належить фінансовому конгломерату з Німеччини “Deutsche Bank”. Слід зазначити, що представництво “Deutsche Bank” в Україні було створене ще в 1993 р., а у червні 2010 р. Національним банком України був зареєстрований “Дойче Банк ДБУ” [255]. Серед банків четвертої групи французькому фінансовому конгломерату “Societe Generale” належить “Банк професійного фінансування”, який до 2009 р. називався “Ікар-банком”.

Слід звернути увагу на те, що частка капіталу міжнародних фінансових конгломератів у банківських установах, які не належать до таких, що на 100 % контролюються міжнародними фінансовими конгломератами, значно перевищує 50 % і складає 96,0–99,9 %. Такий рівень володіння банківськими установами, що функціонують на вітчизняному фінансовому ринку, означає, що фактично ці банки знаходяться під повним контролем своїх власників – потужних міжнародних фінансових конгломератів.

Банкам, які контролюються потужними фінансовими посередниками, на початок 2011 р. належало 14,4 % активів банківської системи України (табл. 3.9). Серед них два найбільших вітчизняних банки – “Райффайзен банк Аваль” і “УкрСиббанк”, які контролюють відповідно 5,8 % та 4,9 % активів банківської системи країни. За даними НБУ, за результатами 2009 р. ці банки мали значні збитки – 2019 і 1244 млн. грн. Кінець 2010 р. для “УкрСиббанку” був ще більш збитковим – 3145 млн. грн. Чистий збиток за результатами 2009 і 2010 р. також отримали “ІНГ банк Україна”, “Правекс-банк”, “Креді Агріколь Банк”, “СЕБ-банк” та “Дойче Банк ДБУ”, які також контролюються міжнародними фінансовими конгломератами. Ці тенденції важливі з точки зору результативності роботи вітчизняної банківської системи в цілому. Слід зауважити, що це практично не впливає на загальну результативність діяльності їх материнських компаній – міжнародних фінансових конгломератів.

Як уже зазначалося, основну роль серед фінансових посередників небанківського типу відіграють страхові компанії. Останнім часом іноземні фінансові групи і, зокрема, фінансові конгломерати проявляють значний інтерес до страхового ринку України. Це пояснюється високими темпами зростання ринку, які вже декілька років перевищують 20 %. Тенденції розвитку ринку страхових послуг в Україні передусім пов’язані з його усталеністю та відносною стабільністю. Зокрема, страховий ринок вже пройшов стадію формування та перейшов на стадію розвитку, починаючи з початку утворення у 1993 р. ринкових та регуляторних засад [155, с. 2].

Таблиця 3.9

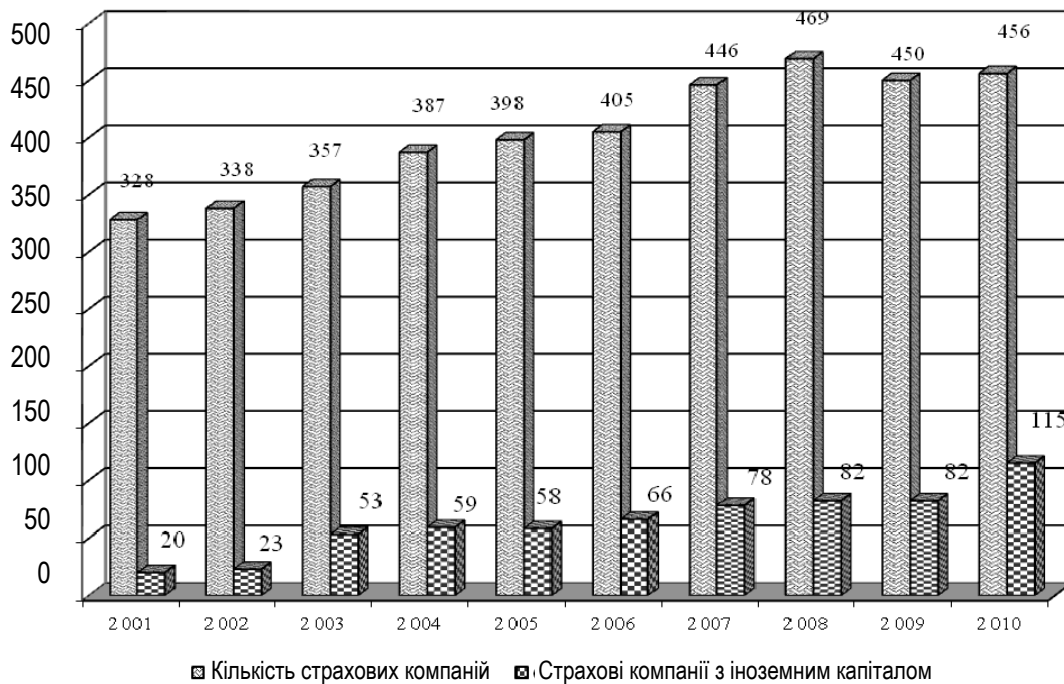
**Основні показники діяльності банків України,
що контролюються фінансовими конгломератами, у 2008–2011 рр.**

№ пор.	Банк	Активи, млн. грн.					Чистий прибуток (збиток), млн. грн.					Рентабельність (збитковість) власного капіталу, %				
		01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2007	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011
1	Райффайзен банк Аваль	27 773	44 458	65 361	54 048	55 100	338	587	527	-019	0,7	10,5	11,3	7,1	-38,0	0,01
2	УкрСиббанк	22 370	37 664	55 697	46 348	46 128	69	200	428	-1 244	-3 145	3,4	6,6	8,8	-25,4	-64,4
3	ІНГ Банк Україна	3 471	5 511	9 506	9 700	9 633	85	104	227	144	268	17,0	17,3	27,4	10,3	17,5
4	ПРАВЕКС-БАНК	3 583	6 075	7 268	7 541	5 656	83	24	0,4	-711	-188	22,9	3,3	0,03	-59,6	-21,1
5	Стібанк	2 658	3 041	5 250	4 168	5 772	60	115	394	451	302	23,4	30,4	46,4	55,4	42,8
6	Корпоративний та Інвестиційний Банк Креді Агріколь (до 2010 р. – Каліон Банк Україна)	2 098	3 041	5 250	4 503	4 378	52	96	271	259	98	27,6	33,6	43,4	37,1	19,2
7	КРЕДІ АГРІКОЛЬ БАНК (до 2011 р. – Індустріально-експортний банк)	2 723	3 003	4 510	5 637	5 332	-54	14	2	-300	-23	-29,6	3,5	0,6	-121,5	-3,2
8	СЕБ Банк	822	1 380	2 496	3 384	3 071	5	4	3	-225	-260	3,9	1,8	1,0	-53,3	-56,8
9	Дойче Банк ДБУ	-	-	-	225	235	-	-	-	-7	-29	-	-	-	-3,2	-15,0
10	БАНК ПРОФЕСІЙНОГО ФІНАНСУВАННЯ	218	164	247	208	222	4	0,4	1	0,9	0,7	7,2	0,6	1,5	0,8	0,6

Джерело: складено авторами на основі даних НБУ і [283]

Окрім того, ринок страхових послуг в Україні характеризується значним потенціалом. Реалізації цього потенціалу сприятиме стабілізація економічної ситуації і зростання ВВП, а також підвищення рівня споживання страхових продуктів, який зараз в Україні є одним з найнижчих серед країн Центральної та Східної Європи.

Відношення валових страхових платежів до ВВП в Україні складає близько 3 %, водночас у Чехії – 4 %, Словенії – 5,7 %, а в групі країн ЄС-15 – в середньому 8,6 %. Усе вищезазначене дає підстави для висновку про те, що страховий ринок України є другим за привабливістю сегментом фінансового ринку для інвестування іноземними компаніями після банківського ринку. За період з 2001 по 2011 р. кількість страхових компаній збільшилася понад 1,4 раза – з 328 до 456 одиниць (рис. 3.14). Кількість страхових компаній з іноземним капіталом зростає майже у 6 разів – з 20 до 115.



**Рис. 3.14. Страхові компанії в Україні у 2001–2010 рр.
(на кінець року)**

Джерело: дані Держфінпослуг

Значне розширення присутності іноземного капіталу на страховому ринку України пов'язане з тим, що Закон України “Про страхування” від 2001 р. лібералізував вітчизняне законодавче поле страхового ринку. Особливо це стосується злиття і поглинання. Так, для отримання значного контролю над вітчизняною страховою компанією

нормативно-правовими актами не передбачено отримання дозволів, на відміну від банківського сектору. Окрім того, законодавство дозволяє іноземним страховим компаніям створювати дочірні компанії, у яких капітал на 100 % буде іноземним [172].

Так, якщо у 2003 р. частка статутного капіталу, що належить нерезидентам, у загальному обсязі сплачених статутних фондів всіх страховиків, складала 15,1 %. Значення цього показника було найнижчим у 2006 р. – близько 13 %, наступні роки характеризуються значним зростанням частки статутного капіталу, що належить нерезидентам. На кінець 2008 р. її значення досягло 25,5 %.

Результати проведеного аналізу іноземних власників вітчизняних страхових компаній свідчать про те, що в Україні як мінімум 15 компаній входять до складу таких міжнародних фінансових конгломератів: “Allianz Україна”, “Allianz Life”, “АХА Страхування”, “АХА Україна”, “Граве Україна”, “Граве Україна Страхування життя”, “Дженералі Гарант”, “Дженералі Гарант Страхування Життя”, “ІНГ Життя Україна”, “Кардіф”, “Кардіф Життя”, “СЕБ Лайф Юкрейн”, “УНІКА”, “УНІКА Життя” та “Хоум Кредит Страхування” (табл. 3.10). Страхові компанії “Веско” і “Український страховий альянс”, що перебувають у спільній власності “УкрСиббанку” і “АХА”, на початку 2009 р. були перейменовані відповідно у “АХА Страхування” і “АХА Україна” з метою утворення “АХА Group” в Україні.

Серед 15 компаній – лідерів ризикового страхування в Україні за результатами 12 місяців 2010 р. контролюються міжнародними фінансовими конгломератами, по-перше, страхова компанія “АХА Страхування”, яка опосередковано, через “УкрСиббанк”, входить до складу французького фінансового конгломерату “BNP Paribas”, а також бельгійського “АХА”. По-друге, “УНІКА”, яка безпосередньо належить структурному підрозділу австрійського фінансового конгломерату “RZB-UNIQA”. По-третє, “Дженералі-Гарант”, яка спеціалізується на ризиковому страхуванні, входить до італійського фінансового конгломерату “Generali”, а безпосереднім власником 52,4 % цієї страхової компанії є австрійський підрозділ “Generali Holding Vienna AG”.

У 2010 р. серед вітчизняних 15 лідерів страхування життя ще два страховики – “Граве Україна Страхування життя” і “УНІКА Життя” – належали до фінансових конгломератів “GRAWE”, “BNP Paribas” і бельгійського “АХА”.

Таблиця 3.10

**Міжнародні фінансові конгломерати
на страховому ринку України за станом на 01.01.2011**

№ пор.	Страхова компанія	Власник			
		Назва	Країна походження	Пакет акцій, %	Фінансовий конгломерат
1	Allianz Україна	Allianz SE	н/д	н/д	Allianz (Німеччина)
2	Allianz Life	Allianz SE	н/д	н/д	Allianz (Німеччина)
3	АХА Страхування	АТ "УкрСиббанк"	Україна	18,0237	BNP Paribas (Франція)
		ПрАТ "КУА-АПФ "УкрСиб Ессет Менеджмент"	Україна	31,6554	BNP Paribas (Франція)
		АХА	Франція	46,9056	АХА (Бельгія)
4	АХА Україна	АТ "УкрСиббанк"	Україна	49,9974	BNP Paribas (Франція)
		АХА	Франція	49,9991	АХА (Бельгія)
5	Граве Україна	Грацер Вексельзайтіге Ферзіхерунг Акцієнгезельшафт	Австрія	100,0000	GRAWE (Австрія)
6	Граве Україна Страхування життя	Грацер Вексельзайтіге Ферзіхерунг Акцієнгезельшафт	Австрія	99,917	GRAWE (Австрія)
7	Дженералі Гарант	Generali Holding Vienna AG	Австрія	н/д	Generali (Італія)
8	Дженералі Гарант Страхування Життя	Generali Holding Vienna AG	Австрія	н/д	Generali (Італія)
9	ІНГ Життя Україна	ING Continental Europe Holdings	Нідерланди	н/д	ING (Нідерланди)
10	Кардіф	Cardif SA	Франція	н/д	BNP Paribas (Франція)
11	Кардіф Життя	Cardif SA	Франція	н/д	BNP Paribas (Франція)
12	СЕБ Лайф Юкрейн	СЕБ Тригг Лів Холдінг Актієболаг	Швеція	99,9985	SEB (Швеція)
13	УНІКА (UNIQA)	УНІКА Інтернешнл Бетайлігунгс-Фервальтунгс ГмбХ	Австрія	н/д	RZB-UNIQA (Австрія)
14	УНІКА Життя (UNIQA life)	УНІКА Інтернешнл Бетайлігунгс-Фервальтунгс ГмбХ	Австрія	н/д	RZB-UNIQA (Австрія)
15	Хоум Кредит Страхування	Home Credit Group	н/д	н/д	Petr Kellner (PPF) (Чехія)

Джерело: складено авторами на основі даних ДУ "АРІФРУ" і [176; 283]

На страховому ринку України працюють такі міжнародні фінансові конгломерати: “Allianz”, “BNP Paribas”, “AXA”, “GRAWE”, “Generali”, “ING”, “RZB-UNIQA”, “SEB” і “Petr Kellner (PPF)”. Фінансові конгломерати “BNP Paribas S.A.”, “ING”, “RZB-UNIQA” і “SEB” функціонують в Україні одночасно на двох сегментах фінансового ринку – банківському і страховому.

До березня 2009 р. на страховому ринку України був представлений фінансовий конгломерат “American International Group”. Йому належала страхова компанія “ALICO AIG Life”. Проте фінансові проблеми та звернення цього американського фінансового конгломерату за допомогою до уряду призвели до того, що на початку березня 2009 р. було оприлюднене офіційне повідомлення про відокремлення компанії “ALICO AIG Life” від материнського холдингу “American International Group” та про виділення її в окрему структуру. Цей крок було зроблено з метою створення незалежної життєздатної компанії, що викликає довіру у клієнтів, інвесторів та державних регуляторів.

Аналіз основних показників діяльності страхових компаній України, що контролюються фінансовими конгломератами (табл. 3.11), свідчить про те, що позитивні тенденції щодо функціонування та розвитку спостерігаються у страхових компаній “АХА Страхування” і “УНІКА”. Негативною тенденцією, що проявилася зменшенням вартості активів і власного капіталу та зниженням валових премій, у 2009–2010 рр. характеризувалася діяльність страхових компаній “Дженералі Гарант”, “УНІКА Життя” та “СЕБ Лайф Юкрейн”. У 2010 р. порівняно з 2009 р. у страховій компанії “Allianz Україна” відбулося зниження активів і власного капіталу на 68,9 та 68,8 млн. грн. відповідно. Хоча відбулося незначне зростання величини валових премій – майже на 1 млн. грн. Щодо діяльності страхової компанії “Граве Україна Страхування життя”, то у 2009–2010 рр. спостерігалися такі тенденції: вартість активів зросла на 90,7 млн. грн., власний капітал збільшився з 77,1 до 88,1 млн. грн., або 14,3 %, а валові страхові премії зменшилися на 4,4 млн. грн.

Такі тенденції у діяльності страхових компаній, що контролюються міжнародними фінансовими конгломератами, важливі з позиції значного обсягу нереалізованого потенціалу страхового ринку України та ефективності його функціонування і розвитку.

Слід зауважити, що з'ясувати, скільки реально банківських установ та страхових компаній України входять до складу фінансових конгломератів складно, оскільки відстежити їхню структуру – справа досить проблематична через складну структуру взаємозв'язків. Крім того, групи нерідко навмисно приховують інформацію від регуляторних органів, дбаючи лише про свої комерційні інтереси.

**Основні показники діяльності страхових компаній України,
що контролюються фінансовими конгломератами, у 2009–2010 рр.**

№ пор.	Страхова компанія	Активи, млн. грн.		Валові премії, млн. грн.		Власний капітал, млн. грн.		Рівень виплат / збитковість, %		Нерозподілений прибуток у 2010 р., млн. грн.
		2009 р.	2010 р.	2009 р.	2010 р.	2009 р.	2010 р.	2009 р.	2010 р.	
КОМПАНІЇ РИЗИКОВОГО СТРАХУВАННЯ										
1	АХА Страхування	809,7	818,3	700,9	721,9	341,1	436,7	н/д	46,59	171,3
2	УНІКА	389,3	392,3	500,0	528,3	105,6	105,6	30,83	41,84	19,2
3	Дженералі-Гарант	423,3	371,2	346,8	273,6	183,8	154,8	76,76	59,29	-28,6
4	Allianz Україна	181,0	112,1	96,5	97,4	109,2	40,4	н/д	34,75	-102,8
5	Граве Україна	н/д	76,2	н/д	53,6	н/д	43,3	н/д	50,81	-34,8
КОМПАНІЇ СТРАХУВАННЯ ЖИТТЯ										
6	Граве Україна Страхування життя	403,9	494,6	153,4	149,0	77,1	88,1	н/д	н/д	-
7	УНІКА Життя	59,8	86,8	26,2	51,0	н/д	н/д	н/д	н/д	-
8	Дженералі Гарант Страхування Життя	41,7	41,8	н/д	4,9	27,4	36,6	н/д	н/д	-
9	СЕБ Лайф Юкрейн	46,3	36,0	2,1	3,2	44,5	33,5	н/д	н/д	-

Джерело: складено авторами на основі даних "Fopinsurer" і [283]

Отже, входження міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок України, яке розпочалося у 2005 р., є планомірним процесом, який з часом тільки набиратиме обертів.

Узагальнюючи процес створення і розвитку фінансових конгломератів в Україні, можна зробити висновок про те, що він відбувається навколо банківських установ у двох напрямках – формування вітчизняних фінансових конгломератів і входження міжнародних фінансових конгломератів на банківський ринок України (рис. 3.15).



Рис. 3.15. Організаційні форми банківського бізнесу на окремих етапах процесу становлення і розвитку фінансових конгломератів в Україні

Таким чином, розвиток фінансового посередництва в Україні відбувається у напрямі фінансової конвергенції та фінансової інтеграції. Це призвело до виникнення потужних фінансових груп, а також до зростання ролі блоку фінансових посередників у межах фінансово-промислових груп.

Взаємна співпраця фінансових посередників у межах фінансових груп поступово посилюється, а її обсяги стають дедалі значнішими,

враховуючи загальний обсяг вітчизняного фінансового ринку. Процеси фінансової інтеграції і фінансової конвергенції в Україні мають банкоцентричний характер, зокрема вітчизняні фінансові групи створюються навколо банків, а для міжнародних фінансових конгломератів найбільш привабливим є банківський сектор.

Слід зазначити, що в Україні немає фінансових конгломератів, які б відповідали європейським критеріям. Однак існуючі фінансові групи є потужними висококонвергентними інтегрованими фінансовими посередниками. Фінансові групи мають ознаки фінансових конгломератів відповідно до загальноєвропейського підходу, враховуючи характер їхньої організації та охоплення сегментів фінансового ринку. Найбільш поширеними моделями організації фінансових груп в Україні є концепції “bancassurance” і “allfinanz”. Основною причиною невідповідності вітчизняних фінансових груп критеріям фінансових конгломератів, визначеним у європейському законодавстві, є недостатня капіталізація фінансових посередників і фінансового ринку загалом.

3.4. ЗАСАДИ ВИКОРИСТАННЯ СТРАТЕГІЇ КОНВЕРГЕНЦІЇ В ДІЯЛЬНОСТІ ІНТЕГРОВАНІХ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ

Розвиток фінансового ринку і ефективний перерозподіл фінансових ресурсів забезпечується діяльністю надійних і високоефективних фінансових посередників – банків, страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, кредитних спілок та інших фінансових установ. Високий рівень конкуренції призводить до того, що структура фінансових посередників змінюється від спеціалізованих фінансових інститутів до інтегрованих потужних фінансових посередників – фінансових конгломератів.

Функціонування фінансових груп загалом і фінансових конгломератів зокрема базується на активній взаємодії між фінансовими посередниками, що входять до їхнього складу. У процесі такої взаємодії між учасниками фінансового конгломерату передусім посилюються клієнтські відносини, а також виникають партнерські відносини та відносини інтеграції. Забезпечення співпраці між різними видами фінансових посередників у межах фінансових груп і фінансових конгломератів є основною метою їх створення.

Результати дослідження особливостей вітчизняних фінансових груп свідчать, що найпоширенішим видом співпраці всередині вітчизняних фінансових груп є “bancassurance”. До факторів розвитку “bancassurance” слід включити відсутність жорстких законодавчих обмежень, зростання платоспроможності населення і стрімкий розвиток кредитування.

В Україні відповідно до ст. 48 Закону України “Про банки і банківську діяльність” банківським установам заборонено здійснювати діяльність у сфері страхування. Водночас їм дозволяється виконувати функції страхового агента, що стає основою партнерських відносин між банком та страховою компанією у фінансовому конгломераті [164]. Окрім того, ці фінансові посередники, як і інші учасники фінансового конгломерату, можуть бути клієнтами один одного.

Активна співпраця між банківськими установами і страховими компаніями ґрунтується на тому, що у процесі банківської діяльності виникає чимало ризиків, які взаємопов’язані, а страхування є одним з методів управління банківськими ризиками.

В Україні, як і в інших країнах СНД, на сьогоднішній день реалізовано особливий варіант “bancassurance”. Слід зазначити, що західноєвропейський досвід “bancassurance” ґрунтується на поєднанні банківських послуг і накопичувального страхування. При реалізації через банківські мережі частка полісів зі страхування життя перевищує частку полісів на інші страхові послуги.

На відміну від зарубіжного досвіду реалізація “bancassurance” в країнах СНД передбачає насамперед поєднання банківських послуг з обов’язковими або умовно обов’язковими страховими продуктами. Специфіка розвитку “bancassurance” в Україні зумовлена непоширеністю страхування, недосконалістю законодавства, недовірою клієнтів до страхових компаній, непрозорістю страхових послуг, а також некокурентними діями з боку банків і страхових компаній.

Хоча страхові компанії готові запропонувати широкий спектр продуктів банківського страхування (табл. 3.12), стрімкого розвитку набули продукти, характерні для співпраці між банківськими установами і страховиками у сфері обов’язкового і умовно обов’язкового страхування, зокрема страхування застави, страхування позичальників та ін. Таке становище пов’язане з тим, що каталізатором розвитку “bancassurance” в Україні, як і в деяких інших країнах СНД, став стрімкий розвиток автомобільного та іпотечного кредитування у банках.

Особливістю страхування ризиків контрагентів та інсайдерів банку є те, що за всіма договорами страхування вигодоотримувачем є банківська установа. Основним напрямом банківського страхування в Україні є страхування заставного майна, на яке припадає 75–85 % банківського страхування. Цей страховий продукт є обов’язковою умовою отримання кредиту. Водночас спостерігається тенденція підвищення попиту з боку банківських установ на послуги страхування власних ризиків, кредитів, що видаються банком, а також майна. Слід

зазначити, що страхування “Bankers Blanket Bond” в Україні нерозвинуто. Дещо вищий рівень розвитку цього виду страхування спостерігається в Росії, де відповідний поліс мають понад 20 банків [79].

На сьогоднішній день практично відсутні оцінки фінансової вигоди від співпраці між банківськими установами та страховими компаніями. Згідно з неофіційними даними співпраця з банками приносить страховикам щорічно близько 30 % страхових премій від автострахування і майнового страхування. Інший же вид “bancassurance” – страхування ризиків неповернення кредиту – дозволив отримати страховим компаніям у 2007 р. 192,1 млн. грн., що на 58,6 % більше, ніж у 2006 р. [44]. За експертними оцінками, прибуток банків від комісійних, отриманих від акредитованих страховиків за угодами страхування автомобілів, придбаних коштом банківського кредитування, у 2006–2007 рр. складав 3,5–4,0 % від сукупного річного прибутку банків.

Таблиця 3.12

Страхові продукти “bancassurance” в Україні

№ пор.	Види страхування	Страхові продукти, що покривають ризики	
		банківської установи	контрагентів/інсайдерів банку
1	Особисте страхування	1. Страхування персоналу: - страхування від нещасних випадків; - медичне страхування; - страхування життя	1. Страхування позичальників: - страхування життя; - страхування працездатності. 2. Страхування власників пластикових карток
2	Майнове страхування	1. Страхування нефінансових цінностей банку. 2. Страхування цінностей при зберіганні та перевезенні. 3. Страхування від електронних злочинів. 4. Страхування пластикових карток. 5. Страхування збитків від перерви в діяльності та ін.	Страхування застави
3	Страхування відповідальності	1. Страхування професійної відповідальності працівників. 2. Страхування відповідальності банків за непогашення банком своїх боргових зобов'язань	Страхування відповідальності за непогашення боргу перед банком

Джерело: складено авторами

Одним з найперспективніших продуктів “bancassurance” в Україні є страхування позичальників іпотечних кредитів, причому значною мірою цьому сприятимуть іноземні банки. Як приклад кооперації банку та страхової компанії можна навести страхування компанією “Континент” фінансових ризиків за автокредитами банку “Фінанси та Кредит”.

У 2006 р. “УкрСиббанк” запропонував клієнтам бізнесу “Private Banking” нову послугу, яка дозволяє поєднувати накопичення капіталу зі страхуванням життя. Це стало можливим завдяки угоді про партнерство зі страховою компанією “Граве-Україна”. Відмінністю цієї послуги від банківського депозиту є страховий захист клієнта протягом усього періоду накопичування. На сьогоднішній день з метою забезпечення широкого спектру страхових послуг для своїх клієнтів “УкрСиббанк” співпрацює з групою страхових компаній, які є лідерами ринку – “АХА в Україні”, “АСКА”, “РЗУ Україна”, “Граве”.

Систему “bancassurance” розвиває і “ОТР Банк” на основі договорів взаємного обслуговування та угоди про розповсюдження продуктів зі страховими компаніями “Інго-Україна”, “Веско” і “Allianz”. Зі страховиками відбувається співпраця у сфері страхування нерухомого майна і транспортних засобів, що перебувають у заставі в банку, а також страхування позичальників від нещасних випадків.

Активність співпраці банків зі страховими компаніями значною мірою пояснюється можливістю розміщення резервів страховиків на банківських депозитах. Так, на банківських депозитах у 2009 і 2010 р. було розміщено близько 35,0 і 33,9 % технічних резервів. Для резервів зі страхування життя цей показник відповідно складає 41,1 і 43,1 % [186]. Це свідчить про те, що банківські депозити є переважним напрямом для розміщення резервів страхових компаній. У зв'язку з загостренням боротьби за фінансові ресурси зацікавленість банківських установ у такій співпраці тільки зростатиме.

Останнім часом фінансові групи, що функціонують в Україні, розширюють свою діяльність через створення недержавних пенсійних фондів. Недержавні пенсійні фонди в Україні мають статус неприбуткової організації і здійснюють діяльність суто з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами, а також здійснення пенсійних виплат учасникам.

Важливі функції у процесі діяльності недержавного пенсійного фонду виконують адміністратор і компанія з управління активами, які діють від імені пенсійного фонду на підставі укладених договорів (рис. 3.16).

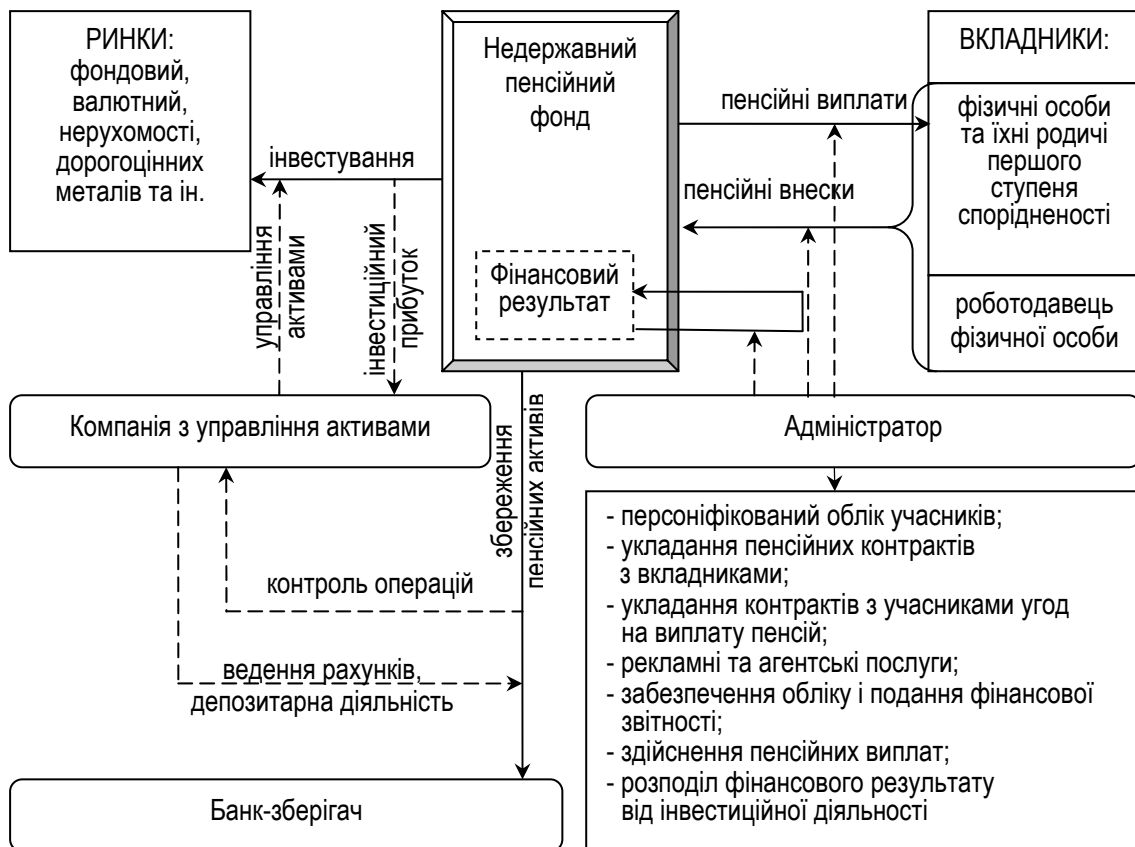


Рис. 3.16. Система діяльності недержавного пенсійного фонду

Відповідно до чинного законодавства функції адміністратора і компанії з управління активами може виконувати одночасно одна з цих організацій. Так, ст. 21 Закону України “Про недержавне пенсійне страхування” визначає, що адміністратором недержавного пенсійного фонду поряд з іншими юридичними особами, які надають послуги з адміністрування, може бути компанія з управління активами [171]. Ст. 34 Закону України “Про недержавне пенсійне страхування” передбачає, що управління активами недержавних пенсійних фондів може здійснюватися як безпосередньо компанією з управління активами, так і професійним адміністратором, який отримав ліцензію на провадження діяльності з управління активами. У разі такого поєднання функцій адміністратора і компанії з управління недержавним пенсійним фондом збільшуються вимоги до розміру власного капіталу. Особа, яка отримала ліцензію на провадження діяльності з управління активами та ліцензію на провадження діяльності з адміністрування пенсійних фондів, зобов’язана підтримувати його розмір на рівні не менше ніж сума, еквівалентна 300 тис. євро за офіційним обмінним курсом Національного банку України.

У системі забезпечення діяльності недержавного пенсійного фонду важливу роль відіграє банк-зберігач. У межах фінансових груп зазвичай функціонують корпоративні і відкриті недержавні пенсійні фонди, а зберігачами їхніх пенсійних активів є банки тієї ж фінансової групи. Окрім того, через ці банки здійснюються усі операції з пенсійними активами.

Співпраця між недержавними пенсійними фондами і банками не обмежується сферою зберігання пенсійних активів, а може передбачати і управління активами пенсійного фонду банком.

Відповідно до ст. 34 Закону України “Про недержавне пенсійне страхування” така можливість передбачена для банку щодо управління активами створеного ним корпоративного пенсійного фонду [171].

Сьогодні поширення набула така форма взаємодії банків з недержавними пенсійними фондами: банківські працівники і банки як роботодавці здійснюють виплати до корпоративних недержавних пенсійних фондів.

Важливим аспектом взаємодії між фінансовими посередниками у межах фінансової групи є участь у розміщенні пенсійних активів. У 2010 р. на банківських депозитних рахунках було розміщено близько 35 % пенсійних активів. Це найбільша питома вага серед інших напрямів інвестицій недержавних пенсійних фондів в Україні. Меншими, але значними залишаються такі напрями інвестування пенсійних активів: акції українських емітентів – 18,1 %, облігації підприємств, емітентами яких є резиденти України, – 15,4 %, а також цінні папери, дохід за якими гарантовано Кабінетом Міністрів України, – 14,9 %. Отже, на сьогоднішній день розміщення коштів на депозиті у банку залишається одним з найбільш привабливих інвестиційних інструментів для недержавних пенсійних фондів. Для банківської установи ці депозитні кошти є залученими фінансовими ресурсами, тому банки зацікавлені у співпраці з недержавними пенсійними фондами.

Проведений аналіз конфігурації вітчизняного фінансового ринку та засад взаємодії між фінансовими посередниками дозволяє стверджувати, що в Україні вже функціонують потужні висококонвергентні фінансові групи, які за багатьма ознаками можуть вважатися фінансовими конгломератами.

При дослідженні фінансового ринку України було встановлено, що клієнтоорієнтовану стратегію у процесі своєї діяльності реалізують фінансові групи, які створені навколо “VAB Банку”, “Брокбізнес-банку”, “Укрсоцбанку”, “Альфа-Банку” та ін.

Фінансові групи, для діяльності яких характерні ознаки фінансових конгломератів, створюються в Україні і міжнародними фінансовими конгломератами. Аналіз діяльності міжнародних фінансових конгломератів на фінансовому ринку України свідчить про те, що останні, як правило, не обмежують сферу своїх інтересів одним видом фінансових посередників (табл. 3.13).

Таблиця 3.13

Фінансові групи, створені міжнародними фінансовими конгломератами в Україні

№ пор.	Міжнародний фінансовий конгломерат	Країна походження	Фінансові посередники, якими володіє в Україні		
			банківський сектор	страховий сектор	інвестиційний сектор
1	Allianz	Німеччина	–	СК "Allianz", СК "Allianz Life"	–
2	AXA	Бельгія	–	СК "АХА Страхування", СК "АХА Україна"	–
3	BNP Paribas S.A.	Франція	"УкрСиббанк"	СК "Кардіф", СК "Кардіф Життя", СК "АХА Страхування", СК "АХА Україна"	ЗАТ КУА "Укрсіб Ессет Менеджмент", ТОВ "Українська лізингова компанія"
4	Generali	Італія	–	СК "Дженералі Гарант", СК "Дженералі Гарант Страху- вання Життя"	–
5	ING	Нідерланди	"ІНГ Банк Україна"	СК "ІНГ Життя Україна"	–
6	RZB- UNIQA	Австрія	"Райффайзен Банк Аваль"	СК "Уніка Життя", СК "Уніка"	ТОВ "Райффайзен Інвестмент", ТОВ КУА "Райф- файзен Аваль"
7	SEB	Швеція	"СЕБ-Банк"	СК "СЕБ Лайф Юкрейн"	КУА "СЕБ Ессет Менеджмент Україна", ЗНКІФ "СЕБ Фонд акцій", ПІДІФ "СЕБ фонд збалансований", ПІДІФ "СЕБ фонд грошовий ринок"

Джерело: складено авторами на основі даних ДУ "АРІФРУ" і офіційних сайтів компаній

Фінансові конгломерати “Allianz”, “АХА” і “Generali”, які позиціонують себе як страхові групи, володіють в Україні декількома страховими компаніями. Хоча ці фінансові конгломерати здійснюють свою діяльність тільки на страховому ринку України, їм підконтрольні різні за спеціалізацією страхові компанії, що дозволяє конкурувати як на ринку майнового ризикового страхування, так і на ринку страхування життя.

Фінансові конгломерати “BNP Paribas”, “ING”, “RZB-UNIQA” і “SEB” представлені на всіх основних сегментах фінансового ринку: банківському, страховому та інвестиційному. Дочірня фінансова група фінансового конгломерату “ING” має у своєму складі банк і страхову компанію, що дозволяє ідентифікувати її як фінансову групу “bancassurance”.

Фінансові групи, що належать “BNP Paribas S.A.”, “RZB-UNIQA” і “SEB”, охоплюють посередників, що здійснюють діяльність на усіх сегментах фінансового ринку. Таким чином, при організації цих фінансових груп реалізовано концепцію “allfinance”.

Слід зазначити, що донедавна до складу групи “Reiffeisen” в Україні входили два пенсійні фонди – відкритий пенсійний фонд “Аваль” та корпоративний пенсійний фонд “Аваль”. Рішення про ліквідацію обох фондів було ухвалено 9 грудня 2008 р. Корпоративний пенсійний фонд було заплановано ліквідувати до 28 лютого 2009 р., а відкритий – до 1 травня 2009 р.

Найвищим рівнем конвергенції та інтеграції серед досліджених підконтрольних міжнародним фінансовим конгломератам фінансових груп характеризується група “BNP Paribas-УкрСиббанк” (рис. 3.17).

У власності “BNP Paribas S.A.” перебуває 51 % акцій “УкрСиббанку”, а страховій групі “Cardif”, яка в свою чергу контролюється фінансовим конгломератом “BNP Paribas S.A.”, належить практично 100 % акцій страхових компаній “Кардіф” і “Кардіф Життя”.

Фінансова група “BNP Paribas-УкрСиббанк” в Україні організована із залученням механізму посередницької холдингової компанії. Такою компанією виступає “УкрСиббанк”, якому належить 99,94 % акцій компанії з управління активами “УкрСибЕссет Менеджмент”, 49,9974 % акцій у страхових компаніях “АХА Страхування” і “АХА Україна”, а також частка в статутному капіталі ТОВ “Українська лізингова компанія” на рівні 99,996 %.

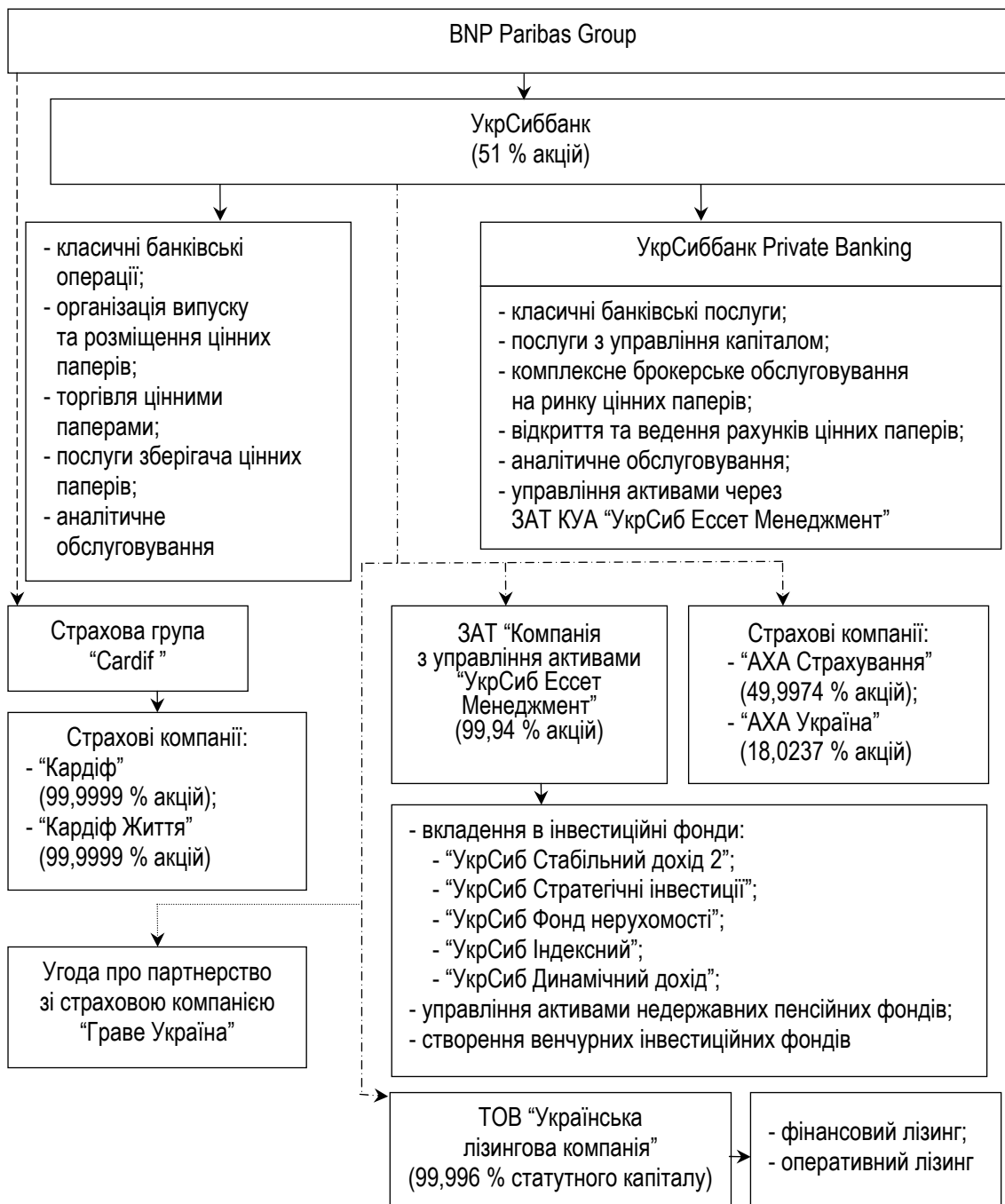


Рис. 3.17. Організаційна структура групи “BNP Paribas” в Україні

Джерело: складено авторами на основі даних ДУ “АРИФРУ” і [210]

Об’єднання “BNP Paribas” і “АХА” у сфері “bancassurance” в Україні є відображенням взаємовигідного партнерства груп на французькому ринку страхування майна та страхування від нещасних випадків. У результаті такої домовленості “АХА” здійснюватиме контроль над страховими компаніями “АХА Страхування” і “АХА Україна”, які мають ексклюзивні дистрибуторські угоди з “УкрСиббанком” про

банківське страхування строком на 10 років. Окрім того, між “УкрСиббанком” та страховою компанією “Граве-Україна” досягнуто домовленості про запровадження послуги страхування життя для вкладників банку.

Слід зазначити, що рух міжнародних фінансових конгломератів зазвичай відбувається у такому порядку: банківський – страховий – інвестиційний сегменти (табл. 3.14). При цьому стратегії входження міжнародних фінансових конгломератів на вітчизняний фінансовий ринок відрізняються залежно від його сегмента. Ми систематизували організаційні засади охоплення фінансового ринку України міжнародними фінансовими конгломератами з позиції суб’єктів – ініціаторів розширення діяльності та форм концентрації капіталу.

Таблиця 3.14

Організаційні засади виходу міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок України

№ пор.	Сегмент фінансового ринку	Суб’єкти	Методи концентрації капіталу
1	Банківський	- міжнародні фінансові конгломерати у формі головної компанії, у тому числі головної і посередницької холдингової компанії	- угоди про злиття і поглинання
2	Страховий	- міжнародні фінансові конгломерати у формі головної компанії, у тому числі головної і посередницької холдингової компанії; - банківські установи, які підконтрольні міжнародному фінансовому конгломерату	- угоди про злиття і поглинання; - grienfield; - спільне підприємство; - угоди про партнерство і агентські відносини
3	Інвестиційний	- фінансові посередники, які підконтрольні міжнародному фінансовому конгломерату; - інші фінансові посередники, які підконтрольні фінансовим посередникам, що входять до системи міжнародних фінансових конгломератів	- grienfield

Джерело: складено авторами

Світова практика свідчить про існування двох видів фінансових супермаркетів: тих, що функціонують як відділення, і брокерських (табл. 3.15). Більш ефективним для клієнта є брокерський фінансовий супермаркет, оскільки разом з послугою такого фінансового супермаркету клієнт стає впевненим у тому, що отриманий ним продукт є найбільш оптимальною пропозицією на фінансовому ринку.

Таблиця 3.15

Види фінансових супермаркетів

№ пор.	Критерій порівняння	Фінансовий супермаркет як відділення фінансових посередників	Брокерський фінансовий супермаркет
1	Засади створення	Створюється на базі фінансових холдингів і фінансових груп, а також на умовах партнерства і угод про агентські продажі між фінансовими посередниками	Створюється як незалежна установа, що пропонує послуги різних банків, страхових компаній
2	Спектр послуг	Послуги фінансових посередників – постачальників фінансових послуг	Максимальний вибір фінансових послуг, наявність більшої кількості альтернативних варіантів
3	Засади співпраці з постачальниками послуг	Співпрацює з однією або декількома банками, страховими компаніями, юридичними фірмами і т.д. Фінансові посередники-постачальники, як правило, працюють під одним брендом або об'єднані партнерською угодою	Співпраця з багатьма фінансовими інститутами ринку

Джерело: складено авторами на основі [76; 175]

В Україні такий вид фінансових супермаркетів функціонує недовго, що означає недостатній досвід роботи на фінансовому ринку. Враховуючи, що функціонування брокерських фінансових супермаркетів ґрунтується на відокремленості сфери виробництва фінансових послуг від сфери їх продажу, конвергентно-інтеграційні об'єднання фінансових посередників відкривають фінансові супермаркети, які функціонують як відділення.

Визначити, хто з фінансових посередників в Україні вперше реалізував повноцінну концепцію фінансового супермаркету, занадто складно, оскільки вже у 2002 р. було відкрито фінансові супермаркети фінансової групи “ТАС” і “Кредитпромбанку”. Фінансовий супермаркет “ТАС” було відкрито на основі відділення “ТАС-КомерцБанку”, в якому пропонувалися фінансові послуги інших компаній групи. Клієнти “Кредитпромбанку” у Донецькому відділенні, окрім банківського

обслуговування, ще у квітні 2002 р. могли отримати страхові, туристичні послуги, а також придбати авіаквитки і залізничні квитки.

Створення фінансових супермаркетів в Україні на основі і навколо банків пояснюється тим, що клієнти зазвичай є більш лояльними до брендів потужних банківських установ, ніж до інших видів фінансових посередників.

Сучасні супермаркети, на відміну від створених до 2005 р., є більш комплексними щодо спектру фінансових продуктів і більш розвинутими з погляду на якість фінансового обслуговування. Основне завдання працівників таких компаній полягає у вирішенні проблеми клієнта, і саме на це спрямована їхня додаткова психологічна і маркетингова підготовка. Зараз фінансові супермаркети дедалі частіше запроваджують систему цілодобового обслуговування. Як приклад можна навести систему фінансових гідів “VAB Group”, які згідно з концепцією позиціонування фінансової групи на ринку зорієнтовані на задоволення персональних потреб клієнтів.

Як відділення банків в Україні зараз функціонують фінансові супермаркети “Брокбізнесбанку”, “VAB”, центри фінансових послуг “Укрсоцбанку”, “Кредитпромбанку” та ін. Такі фінансові супермаркети, як “VAB” і “Укрсоцбанк”, створюються не шляхом відкриття спеціальних відділень, а шляхом трансформації системи обслуговування у вже існуючих відділеннях. Така трансформація можлива завдяки високому рівню конвергенції та інтеграції фінансових посередників – учасників цих фінансових груп. Про привабливість фінансового супермаркету як виду фінансового бізнесу свідчить те, що міжнародний холдинг “Worldlife Group” буде здійснювати свою діяльність в Україні через створену ним мережу фінансових супермаркетів. Враховуючи те, що базовими продуктами в таких супермаркетах будуть страхові послуги, першими партнерами “Worldlife Group” стали вітчизняні страхові компанії “KD Life” і “ALICO AIG Life”.

У фінансовому супермаркеті “Українська фінансова група” клієнт, окрім банківських послуг, може придбати страхові продукти “Української транспортної страхової компанії”, юридичні послуги, а корпоративним клієнтам надаються консалтингові послуги компанією “ОКО”. “Брокбізнес-супермаркет” пропонує клієнтам понад 10 різних видів послуг, зокрема традиційні банківські і страхові продукти, а також менш поширені – аудиторські, ріелторські, нотаріальні і юридичні послуги. Прикладом брокерського типу фінансового супермаркету є компанія “Мега Поліс” – посередник на фінансовому ринку України, який є партнером провідних банків, страхових та юридичних компаній, автосалонів. Ця компанія пропонує клієнтам продукти як банківських,

так і небанківських фінансових установ, а саме: послуги з мікrokредитування, споживчого кредитування (у т.ч. кредити на придбання автомобілів), іпотечного кредитування. Причому одночасно проводиться юридичний супровід, пропонуються операції, пов'язані з підбором оптимального варіанта житла, оптимального варіанта автомобіля тощо. Такі варіанти фінансових супермаркетів, як правило, працюють на основі отримання комісійних винагород від своїх контрагентів.

Проведене дослідження організації фінансових супермаркетів в Україні дозволяє зробити висновок про те, що лідерами у їх створенні є конвергентно-інтеграційні об'єднання на фінансовому ринку України. Основними фінансовими послугами в супермаркетах стали банківські і страхові. Надання інших фінансових і, зокрема, небанківських фінансових продуктів не дуже поширене. Надання нефінансових послуг у таких фінансових супермаркетах, як туристичні, юридичні, нотаріальні та ін., зараз здійснюється передусім з маркетингових міркувань. Таким чином, на сьогоднішній день бізнес фінансових посередників в Україні спрямований на розширення діяльності на основі фінансової інтеграції і фінансової конвергенції. Це призвело до виникнення потужних фінансових груп, ядром яких стали банківські установи.

Тісна співпраця між банківськими і небанківськими посередниками, а також зміна форматів фінансового обслуговування свідчить про наявність і реалізацію нової стратегії у діяльності фінансових посередників – стратегії конвергенції. У процесі реалізації єдиного фінансового сервісу як формату надання фінансових послуг відбувається посилення ролі небанківських фінансових інститутів. На нашу думку, стратегія конвергенції як основна концепція розвитку фінансового посередництва свідчить про активне формування фінансових конгломератів на фінансовому ринку України.

3.5. ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ МІЖНАРОДНИХ ФІНАНСОВИХ КОНГЛОМЕРАТІВ НА РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Глобальна економіка як міжнародна господарська система характеризується циклічністю функціонування, яка у свою чергу впливає на динаміку, темпи і пропорції економічного розвитку окремих країн як її елементів та ланок. Наслідки цих явищ відрізняються за країнами. Країни, що розвиваються, і країни з перехідною економікою відчують ефекти циклічності гостріше, ніж розвинені країни. У контексті циклічності фінансовому ринку як невід'ємному компоненту економічної системи відводиться особлива роль: він може сприяти зміні амплітуди коливань економічного циклу і посилювати або послаблювати

дію фінансових шоків. Фінансові конгломерати – це один з механізмів посилення залежності національних фінансових ринків від світової економічної системи. Враховуючи трансформаційний характер економіки України та її значне відставання від розвинених країн, оцінка залежності функціонування вітчизняного фінансового ринку від діяльності міжнародних фінансових конгломератів є, на нашу думку, одним з першочергових завдань у контексті забезпечення фінансової безпеки України і стабільності її економічного розвитку. У процесі оцінювання залежності національних фінансових ринків від фінансових конгломератів має враховуватися, по-перше, їх вплив як представників іноземного капіталу, і, по-друге, конвергентний характер їхньої діяльності.

Тривалий час в наукових колах України тривала дискусія щодо доцільності відкриття національного фінансового ринку для іноземних інвесторів. Процес структурної трансформації фінансової системи в Україні за останні роки набув такого розвитку, що на сьогодні йдеться вже про нову перспективну модель вітчизняного фінансового ринку, в якій банківська система перебуває під переважним контролем іноземного капіталу. Ці процеси спрямували наукову дискусію у русло оцінювання наслідків відкриття вітчизняного фінансового ринку і визначення оптимальних масштабів присутності на ньому іноземного капіталу.

Однозначно оцінювати вплив міжнародних фінансових конгломератів як представників іноземного капіталу на фінансовий ринок країни розташування не можна, оскільки він може реалізовуватися як у формі позитивних, так і негативних наслідків (рис. 3.18). Характер впливу міжнародних фінансових конгломератів на вітчизняний фінансовий ринок проявляється, з одного боку, особливостями їхньої діяльності, які визначаються масштабами охоплення ними сегментів фінансового ринку, їхньою активністю і розміром. З іншого боку, вплив міжнародних фінансових конгломератів значною мірою визначається національними засадами регулювання діяльності висококонвергентних інтегрованих посередників.

Співвідношення між позитивними та негативними моментами залежить від особливостей і характеру присутності міжнародних фінансових конгломератів на фінансовому ринку України, а також від закономірностей і тенденцій його функціонування і розвитку. Крайніми “точками” прояву впливу міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок України є підвищення ефективності фінансового посередництва в Україні і формування залежності між функціонуванням і розвитком вітчизняного фінансового ринку.

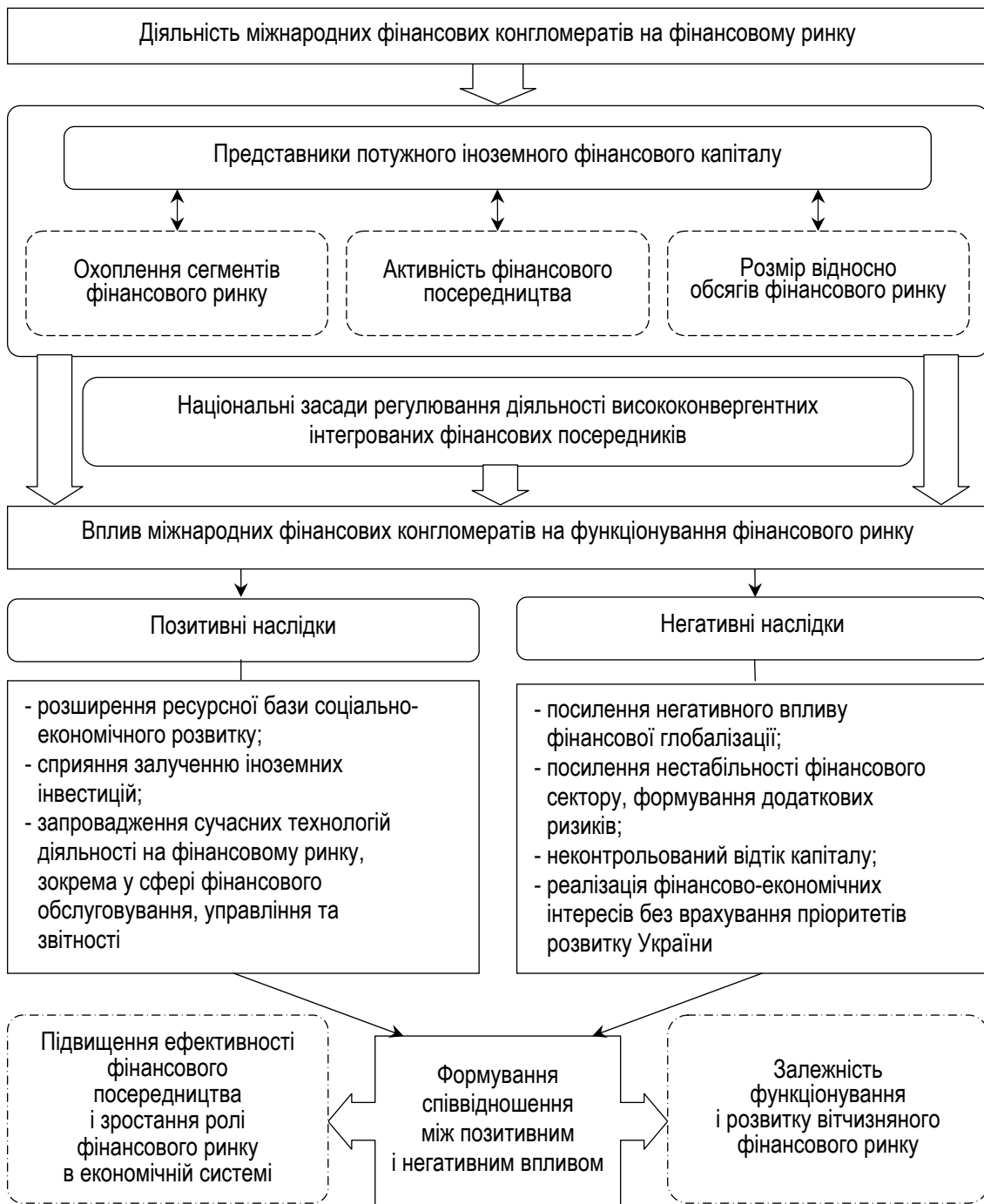


Рис. 3.18. Механізм впливу міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок України

Джерело: складено авторами

За визначенням вітчизняних та зарубіжних науковців і практиків, загальний підхід до допуску іноземного капіталу на фінансовий ринок України повинен ґрунтуватися на його обмеженні на рівні, при якому зберігається національний контроль за фінансовим ринком. Питанням, що найбільш обговорюються у вітчизняних наукових колах у контексті

впливу іноземного капіталу на фінансовий ринок України, є встановлення допустимої частки іноземного капіталу в національній банківській системі. Світовий досвід свідчить про те, що у більшості розвинутих країн встановлені обмеження на надходження іноземного капіталу в банківський сектор, а в деяких навіть існує відповідна заборона.

Питома вага іноземного капіталу в банківських системах країн ЄС зазвичай не перевищує 25 %, а у США, коли у 2000 р. іноземні банки заволоділи 12% банківських активів, на рівні федерального уряду виникли серйозні побоювання щодо встановлення іноземного контролю над національною банківською системою [72, с. 309–310].

На сьогоднішній день не існує єдиного підходу до питання допустимого рівня проникнення іноземного капіталу на банківський ринок України. Слід зазначити, що у багатьох дослідженнях встановлення допустимого рівня проникнення іноземного капіталу в банківську систему України є одним з першочергових завдань. Водночас пропозицій щодо конкретних значень цього рівня недостатньо.

Відповідно до світової практики оптимальне значення обмеження, яке дає змогу залучати іноземний капітал в економіку, не допускаючи суттєвого ризику погіршення стабільності банківської системи, не перевищує 49 %. На думку М. І. Савлука, таке обмеження частки іноземного капіталу в структурі національних банківських активів не дасть очікуваного результату, оскільки ця частка обов'язково перевищить 50 %. Він вважає, що частку іноземного капіталу в банківській системі України потрібно обмежити не 49, а 40 % [5]. На думку президента Асоціації українських банків О. А. Сугоняка, на законодавчому рівні потрібно запроваджувати дієвий механізм квот, причому кількісних. Така практика поширена у багатьох високорозвинутих країнах і сприймається абсолютно всіма учасниками фінансових ринків. За його словами, якщо в банківській системі буде 90 % іноземного капіталу, ні про яку українську економіку вже не йтиметься [203]. У свою чергу голова Асоціації російських банків Г. А. Тосунян наголошує на ще меншому показнику – 15–20 %. Він пропонує запровадження принципу взаємності, тобто якщо якась країна володіє 5 % капіталу банківської системи Росії, то Росія у свою чергу має володіти не меншою частиною в цій країні [64]. Свою позицію Г. А. Тосунян обґрунтовує тим, що національна банківська система в сучасних умовах є одним з найголовніших атрибутів державності, оскільки сучасна держава не може обійтися без неї.

Щодо впливу міжнародних фінансових конгломератів на національний фінансовий ринок, то, на нашу думку, встановлення допустимих меж іноземного капіталу має бути поширене і на інші сегменти фінансового ринку.

Порівняння результатів ранжування фінансових конгломератів залежно від їхньої ролі на світовому фінансовому ринку і оцінювання присутності міжнародних фінансових конгломератів в Україні дозволяє зробити висновок про те, що на вітчизняному фінансовому ринку функціонують фінансові конгломерати усіх груп: і світові лідери, і лідери регіональних фінансових ринків, і претенденти на лідерство (табл. 3.16). Слід звернути увагу на те, що сім фінансових конгломератів – світових лідерів – функціонують в Україні. Окрім того, серед трьох лідерів європейського фінансового ринку два – “Societe Generale” і “Credit Agricole” – представлені в Україні. При цьому міжнародні фінансові конгломерати функціонують на усіх основних сегментах фінансового ринку – банківському, страховому та інвестиційному ринках України.

Таблиця 3.16

**Присутність міжнародних фінансових конгломератів
на фінансовому ринку України**

№ пор.	Група фінансових конгломератів	Фінансовий конгломерат		Сегменти фінансового ринку України
		Назва	Країна	
1	Світові лідери	Citigroup	США	Банківський
		BNP Paribas	Франція	Банківський, страховий, інвестиційний
		Allianz	Німеччина	Страховий
		AXA	Бельгія	Страховий
		ING	Нідерланди	Банківський, страховий
2	Європейські лідери	Societe Generale	Франція	Банківський
		Credit Agricole	Франція	Банківський
3	Інші	Intesa Sanpaolo S.P.A.	Італія	Банківський
		RZB-UNIQA	Австрія	Банківський, страховий, інвестиційний
		SEB	Швеція	Банківський, страховий, інвестиційний
		Generali	Італія	Страховий
		Petr Kellner (PPF)	Чехія	Страховий
		GRAWE	Австрія	Страховий

Джерело: складено авторами на основі даних НБУ, Держфінпослуг і [283]

На фінансовому ринку України присутні найбільш потужні фінансові конгломерати, що входять до списку “Global 500” (рис. 3.19). Якщо ж розглянути зміну позицій в рейтингу, то зрозуміло, що частина конгломератів має досить стійку позицію з незначними відхиленнями, зокрема “BNP Paribas”, “Allianz”, “ING”, “Citigroup”. Фінансові конгломерати “AXA”, “Credit Agricole” в 2009–2011 рр. понизили свій рейтинг, а “Societe Generale” підвищив. Окрім того, на рис. 3.19 не відображений ще один фінансовий конгломерат, що входить до 500 найбільш потужних компаній світу. Це – італійська фінансова група “Intesa Sanpaolo S.P.A.”, яка протягом 2007–2011 рр. суттєво посилила свою рейтингову позицію. У 2007 р. вона займала 337 позицію, а в 2008 р. – 137, хоча у 2011 р. ця фінансова група опинилася на 191 місці.

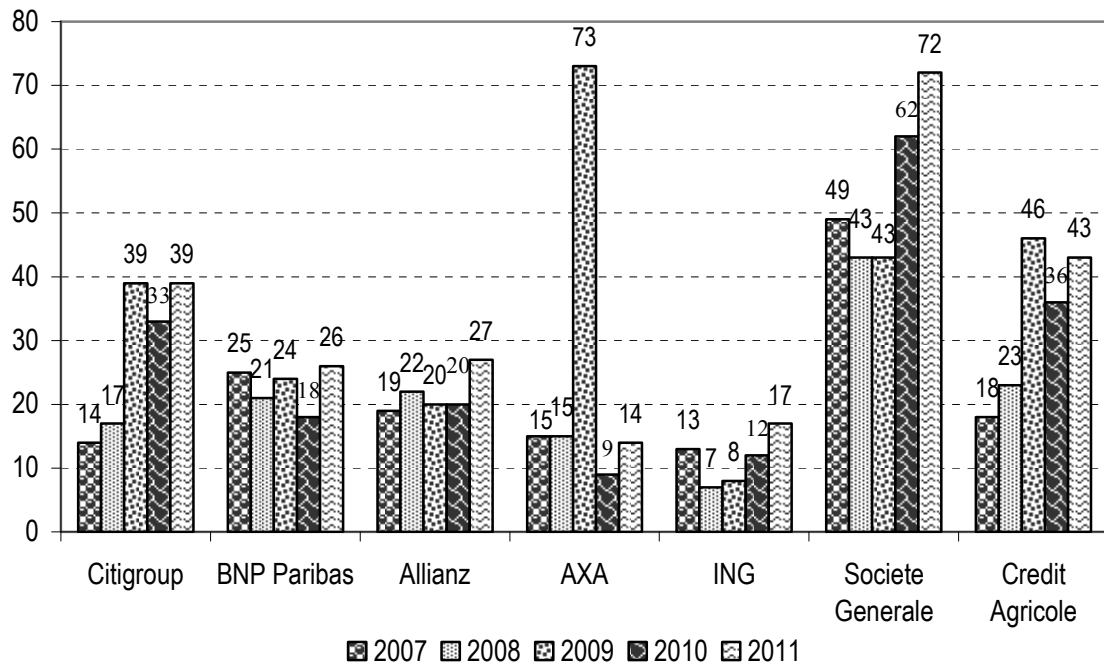


Рис. 3.19. Позиції міжнародних фінансових конгломератів, присутніх на фінансовому ринку України, в рейтингу “Global 500” у 2007–2011 рр.

Джерело: складено авторами на основі [267; 273; 274; 275; 276]

Аналізуючи тенденції розвитку у 2006–2010 рр. фінансових конгломератів, що присутні на вітчизняному фінансовому ринку, на нашу думку, слід враховувати, що на розвиток цих конгломератів у світовому масштабі суттєво вплинула фінансова криза (табл. 3.17). Однак оцінювати сучасну фінансову ситуацію у міжнародних конгломератах на основі стану сумарних активів та зобов’язань не зовсім доречно,

адже різких змін у цих показниках, за деякими винятками, майже не відбулося. Фінансові конгломерати “Citigroup”, “ING”, “Societe Generale” і “Petr Kellner (PPF)” у 2010 р. порівняно із 2009 р. наростили обсяг активів, проте у них, крім конгломерату “Petr Kellner (PPF)”, активи не досягли рівня 2008 р.

Щодо фінансових результатів діяльності, то саме в них чітко проявляється вплив фінансової кризи на діяльність інтегрованих посередників. Такі фінансові конгломерати, як “Citigroup”, “AIG”, “ING” та “SEB” за результатами 2008 і 2009 р. отримали збитки. У 2009 р. такі фінансові конгломерати, як “Allianz” і “Deutsche Bank” також завершили діяльність зі збитками. Слід звернути увагу на те, що усі досліджувані фінансові конгломерати у 2010 р. отримали позитивний фінансовий результат, що свідчить про те, що висококонтвергентна інтегрована форма фінансового посередництва, незважаючи на прогнози щодо її зникнення або суттєвої трансформації, залишається конкурентоспроможною і ефективною на світовому фінансовому ринку. Із прибутком закінчили 2010 р. і американські фінансові конгломерати “Citigroup” і “AIG”, що свідчить про дієвість застосованих заходів щодо виведення фінансових конгломератів із кризового стану.

З позиції впливу міжнародних фінансових конгломератів, які є материнськими компаніями для вітчизняних банківських установ, слід зазначити, що ситуація в материнських компаніях може безпосередньо впливати на становище підконтрольних їм установ. У зв'язку з цим у 2008–2009 рр. у вітчизняній науці побутувала думка, що фінансові конгломерати, які вийшли на ринок України до розгортання світової кризи, з погіршенням економічного становища нашої країни вилучать свій капітал. Проте аналіз діяльності вітчизняних банківських установ, підконтрольних фінансовим конгломератам, доводить протилежне. Слід також враховувати, що з точки зору власників банківських установ, що функціонують в Україні (фінансових конгломератів), обсяги діяльності цих установ незначні: сума активів найбільшого вітчизняного банку, що перебуває під їх контролем, не досягає й 1 % від загального розміру активів фінансового конгломерату.

Співставлення показників рентабельності акціонерного капіталу міжнародних фінансових конгломератів засвідчило, що порівняно з докризовим 2007 р. у 2010 р. вона різко знизилася у більшості фінансових конгломератів, зокрема “BNP Paribas”, “Allianz”, “AXA”, “ING”, “Credit Agricole”, “Intesa Sanpaolo S.P.A.”, “RZB-UNIQA”, “SEB”, “Generali”, “Petr Kellner (PPF)” і “Deutsche Bank”.

Таблиця 3.17

**Основні показники діяльності міжнародних фінансових конгломератів,
що присутні на фінансовому ринку України, у 2006–2010 рр.**

Фінансовий конгломерат	Активи, млрд. дол. США					Сукупні зобов'язання, млрд. дол. США					Чистий прибуток, млрд. дол. США					Рентабельність акціонерного капіталу, %				
	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
Citigroup	1 884,3	2 187,6	1 938,5	1 856,6	1 913,9	1 764,5	2 074,0	1 796,9	1 703,9	1 750,4	21,5	3,6	-27,7	-1,6	10,6	17,95	3,17	-19,56	-1,05	6,48
BNP Paribas	1 889,3	2 477,4	2 885,0	2 952,6	2 680,9	1 824,0	2 398,7	2 811,0	2 852,9	2 580,8	9,2	10,7	4,4	8,1	10,4	14,09	13,60	5,95	8,12	10,39
Allianz	1 388,8	1 551,5	1 328,3	838,0	838,5	1 322,2	1 481,7	1 281,5	780,4	778,8	8,8	10,9	-3,6	6,0	6,7	13,21	15,62	-7,69	10,42	11,22
AIG	979,4	1 060,5	860,4	847,6	683,4	877,7	964,7	793,0	777,8	598,1	14,0	6,2	-99,3	-10,9	9,5	13,77	6,47	-147,33	-15,62	11,14
AXA	959,4	1 057,0	936,2	1 016,3	981,7	897,1	990,3	884,2	950,0	915,0	6,4	7,8	1,4	5,0	3,6	10,27	11,69	2,69	7,54	5,40
ING	1 617,1	1 919,0	1 851,0	1 169,7	1 667,5	1 566,6	1 864,6	1 813,0	1 113,9	1 609,3	9,7	12,6	-1,1	-1,3	3,7	19,21	23,16	-2,89	-2,33	6,36
Societe Generale	1 261,7	1 567,0	1 570,7	1 468,9	1 518,9	1 223,4	1 527,2	1 520,5	1 408,3	1 456,6	6,6	1,3	2,9	0,9	5,2	17,23	3,27	5,78	1,49	8,35
Credit Agricole	1 820,6	2 252,8	2 298,0	2 234,6	2 138,0	1 743,1	2 158,1	2 240,0	2 169,4	2 076,7	9,0	8,2	1,5	1,6	1,7	11,61	8,66	2,59	2,45	2,77
Intesa Sanpaolo S.P.A	384,8	837,6	884,2	896,6	883,9	360,8	797,8	816,2	821,0	812,1	3,2	9,9	3,7	3,9	3,6	13,33	24,87	5,44	5,16	5,01
RZB-UNIQA	145,6	187,7	229,8	203,1	174,1	136,8	176,7	218,0	184,1	155,0	1,5	1,1	0,1	0,002	0,004	17,05	10,00	0,85	0,01	0,02
SEB	299,3	362,7	317,5	357,1	337,2	288,9	350,8	375,5	341,7	321,8	2,0	1,5	0,9	-0,02	0,5	19,23	12,61	-1,55	-0,13	3,25
Generali	498,0	559,3	533,7	608,1	566,8	477,9	537,7	518,0	584,2	543,3	3,0	4,0	1,3	1,8	2,3	14,93	18,52	8,28	7,53	9,79
Petr Kellner (PPF)*	10,3	138	15,7	15,1	16,5	8,7	11,8	10,2	9,5	10,5	0,3	0,3	3,7	0,4	0,4	18,75	15,00	67,27	7,14	6,67
Deutsche Bank	1 485,1	2 953,9	3 061,4	2 153,3	2 556,8	1 441,8	2 899,7	3 018,7	2 100,7	2 491,3	7,5	8,9	-5,6	6,9	3,1	17,32	16,42	-13,11	13,12	4,73

* Для фінансового конгломерату "Petr Kellner (PPF)" дані наведені у млн. дол. США.
Джерело: складено авторами на основі [267; 273; 274; 275; 276]

Слід зазначити, що міжнародні фінансові конгломерати, незважаючи на складну фінансову ситуацію, продовжують активно працювати та освоювати нові фінансові ринки і не збираються покидати вітчизняний фінансовий ринок.

Присутність міжнародних фінансових конгломератів на вітчизняному ринку банківських і страхових послуг забезпечується механізмом прямих іноземних інвестицій в статутний капітал фінансових посередників. У цьому контексті одним з найважливіших аспектів формування залежності вітчизняного фінансового ринку від діяльності міжнародних фінансових конгломератів є ступінь їхнього контролю над дочірніми фінансовими посередниками.

Враховуючи те, що в Україні більшість вітчизняних банків і страхових компаній є акціонерними товариствами, важливим є моніторинг тієї частки в акціонерному капіталі фінансових посередників, яка належить міжнародним фінансовим конгломератам. Українським законодавством не визначено, які акціонери вважаються міноритарними і мажоритарними. Слід зазначити, що згідно з положеннями (стандартами) бухгалтерського обліку щодо фінансових інвестицій свідченням суттєвого контролю власника є володіння двадцятьма або більше відсотками акцій чи статутного капіталу підприємства [168].

Результати проведеного оцінювання рівня контролю міжнародних фінансових конгломератів над дочірніми фінансовими посередниками в Україні показали, що найбільш поширеною моделлю власності є суттєвий і, зокрема, мажоритарний контроль. Причому міжнародні фінансові конгломерати, як правило, мають у своїй власності близько 100 % акцій банків і страхових компаній, що працюють в Україні. Сьогодні міжнародні фінансові конгломерати майже не практикують володіння міноритарними пакетами акцій вітчизняних фінансових посередників, що пояснюється неможливістю розвитку співпраці фінансово-конвергентного характеру.

У процесі оцінювання ступеня контролю міжнародних фінансових конгломератів над дочірніми структурами в Україні постає важливе аналітичне завдання щодо його поєднання з оцінюванням їх активності на фінансовому ринку. Оскільки фінансова система України має банкоцентричний характер, то, на нашу думку, найбільші ризики для фінансової стабільності через дії міжнародних фінансових конгломератів існують у вітчизняній банківській системі.

Хоча міжнародні фінансові конгломерати володіють в Україні великими, середніми і малими банками, основним джерелом небезпеки для стабільності вітчизняної банківської системи є контроль конгломератів над двома банками із п'ятірки вітчизняних лідерів – “Райффайзен банк Аваль” і “УкрСиббанк”. Частка активів цих банків

у сукупній вартості активів банківського сектору за станом на 01.01.2011 становила відповідно 5,85 і 4,89 %. Слід зазначити, що частка активів “Райффайзен банк Аваль” і “УкрСиббанк” у банківському секторі на початок 2009 р. була дещо вищою і складала відповідно 7,06 і 6,0 % (табл. 3.18).

Вважаючи забезпечення стабільності фінансового ринку України позитивним фактором, банківські установи, які підконтрольні міжнародним фінансовим конгломератам, не відповідають критерію системоутворюючих банків. Відповідно до Закону України “Про банки і банківську діяльність” це банки, зобов’язання яких становлять не менше 10 % від загальних зобов’язань банківської системи [164]. Слід зазначити, що регулювання діяльності системоутворюючих банків має певні особливості і передусім в частині введення тимчасової адміністрації, відкликання банківської ліцензії та ліквідації.

Проведені розрахунки дозволяють зробити висновок про значний вплив міжнародних фінансових конгломератів на функціонування і розвиток банківської системи України. Підконтрольні їм банки є надзвичайно активними фінансовими посередниками. Сьогодні міжнародні фінансові конгломерати через дочірні банківські установи контролюють близько 15 % активів банківського сектору. З точки зору безпеки фінансового сектору України та вітчизняної банківської системи позитивною тенденцією є те, що частка активів банків, що контролюються міжнародними фінансовими конгломератами, в активах банківського сектору зменшується в середньому на 0,6 % щороку.

Слід зазначити, що нами були розраховані й узагальнені показники активності міжнародних фінансових конгломератів на страховому ринку України, тобто частки активів підконтрольних їм страхових компаній у загальній сумі активів страхових організацій та ВВП. Враховуючи, що через недостатнє комплексне інформаційне забезпечення функціонування страхового ринку не всі страхові компанії, якими володіють міжнародні фінансові конгломерати, були включені в аналіз, розраховані значення узагальнених показників мають розглядатися з позиції мінімального їх рівня.

Страхові компанії, які підконтрольні міжнародним фінансовим конгломератам, у 2008 р. володіли дуже невеликими частками ринку як ризикового, майнового, так і особистого страхування (табл. 3.19). Проведені розрахунки засвідчили, що питома вага активів жодної з досліджених страхових компаній не перевищувала значення 1 %. Однак, якщо на ринку страхування життя така ж тенденція збереглася і у 2009 р., то на ринку ризикового страхування такі компанії як “АХА Страхування” та “Дженералі Гарант” перейшли бар’єр у 1 % ринкової частки, а компанія “УНІКА” впритул підійшла до цього значення.

Активність банків України, що контролюються фінансовими конгломератами, у 2008–2011 рр.

№ пор.	Банк (фінансовий конгломерат)	Частка міжнародного фінансового конгломерату у статутному капіталі, %				Частка активів у активах банківського сектору, %			
		01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011	01.01.2008	01.01.2009	01.01.2010	01.01.2011
1	Райффайзен банк Аваль (RZB-UNIQA)	95,6800	95,9300	95,9300	96,3700	6,78	7,06	6,19	5,85
2	УкрСиббанк (BNP Paribas)	51,0000	51,0000	81,4751	99,9995	5,60	6,01	5,31	4,90
3	ІНГ Банк Україна (ING)	100,0000	100,0000	100,0000	100,0000	1,23	1,03	1,11	1,02
4	ПРАВЕКС-БАНК (Intesa Sanpaolo S.P.A.)	100,0000	100,0000	100,0000	100,0000	0,86	0,78	0,86	0,60
5	Сітібанк (Citigroup)	100,0000	100,0000	100,0000	100,0000	0,47	0,55	0,48	0,61
6	Корпоративний та Інвестиційний Банк Креді Агріколь (Credit Agricole)	100,0000	100,0000	100,0000	100,0000	0,50	0,57	0,52	0,46
7	КРЕДІ АГРІКОЛЬ БАНК (Credit Agricole)	99,9881	99,9881	99,9914	99,9955	0,47	0,49	0,65	0,57
8	СЕБ Банк (SEB)	99,7793	99,7793	99,8505	99,8924	0,24	0,27	0,39	0,33
9	Дойче Банк ДБУ (Deutsche Bank)	-	-	100,0000	100,0000	-	-	0,03	0,02
10	БАНК ПРОФЕСІЙНОГО ФІНАНСУВАННЯ (Societe Generale)	94,7886	94,7886	98,1003	98,1003	0,03	0,03	0,02	0,02
11	Разом	-	-	-	-	16,18	16,79	15,54	14,38

Джерело: складено авторами на основі даних НБУ

**Активність страхових компаній України,
що контролюються фінансовими конгломератами, у 2008–2010 рр.**

№ пор.	Страхова компанія (Фінансовий конгломерат)	Частка активів у активах страхових компаній, %			Частка активів у ВВП, %		
		2008 р.	2009 р.	2010 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.
КОМПАНІЇ РИЗИКОВОГО СТРАХУВАННЯ							
1	АХА Страхування (BNP Paribas)	0,09	1,93	1,81	0,04	0,09	0,07
2	УНІКА (RZB-UNIQA)	0,69	0,93	0,87	0,03	0,04	0,04
3	Дженералі-Гарант (Generali)	0,18	1,01	0,82	0,08	0,05	0,03
4	Allianz Україна (Allianz)	0,05	0,43	0,25	0,02	0,02	0,01
5	Граве Україна (GRAWE)	0,14	н/д	0,17	0,01	н/д	0,01
6	Разом	1,15	4,30	3,91	0,18	0,20	0,16
КОМПАНІЇ СТРАХУВАННЯ ЖИТТЯ							
7	Граве Україна Страхування життя (GRAWE)	0,83	0,96	1,09	0,04	0,04	0,05
8	Уніка Життя (RZB-UNIQA)	0,08	0,14	0,19	0,004	0,01	0,01
9	Дженералі Гарант Страхування Життя (Generali)	н/д	0,10	0,09	н/д	0,005	0,004
10	СЕБ Лайф Юкрейн (SEB)	0,12	0,11	0,08	0,005	0,005	0,003
11	Разом	1,03	1,31	1,46	0,05	0,06	0,06

Джерело: складено авторами на основі даних Держфінпослуг, Держкомстату і [176]

У 2010 р. серед досліджених компаній лише “АХА Страхування” зберегла за собою частку активів страхових компаній на рівні більше одного відсотка (1,81 %), решта компаній володіла часткою активів, меншою 1 %. Серед компаній страхування життя лише страховій компанії “Граве Україна. Страхування життя” у 2010 р. належало більше 1 % активів страхових компаній України. Як бачимо, міжнародні фінансові конгломерати більш активні у такому сегменті страхового

ринку України, як ризикове і майнове страхування, що зумовлено загальними тенденціями розвитку страхового ринку України.

Таким чином, можна стверджувати таке: якщо міжнародні фінансові конгломерати на початок 2008 р. контролювали в Україні щонайменше 2,18 % активів страхових компаній, що складало як мінімум 0,23 % ВВП, то за результатами 2009 р. масштаби діяльності міжнародних фінансових конгломератів на страховому ринку України значно більші і можуть бути оцінені на рівні не менше 5,61 % активів страхових компаній та 0,26 % ВВП. У 2010 р. ці показники стали дещо нижчими порівняно з 2009 р. – відповідно 5,37 % активів страхових компаній та 0,22 % ВВП.

На нашу думку, важливим напрямом оцінювання залежності функціонування фінансового ринку України від міжнародних фінансових конгломератів є аналіз їхнього розміру відносно обсягу вітчизняного фінансового ринку. Для міжнародних фінансових конгломератів, що функціонують у банківському секторі, нами відповідно запропоновано розрахунок таких показників: співвідношення між активами міжнародних фінансових конгломератів, які працюють на банківському ринку, та офіційними резервними активами НБУ, активами банківської системи України і мінімальним розміром приписного капіталу (табл. 3.20).

Загальна сума активів міжнародних фінансових конгломератів у 2007 р. більш ніж у 360 разів перевищувала офіційні резервні активи НБУ, а у 2010 р. – це співвідношення склало 374. Така ситуація навіть на фоні зменшення частки активів банків, що контролюються міжнародними фінансовими конгломератами, в загальній сумі активів банківських установ у кризових ситуаціях може суттєво ускладнити фінансове регулювання з боку НБУ підконтрольних їм фінансових посередників в Україні, зокрема, банківських установ.

Про великий розмір міжнародних фінансових конгломератів відносно обсягів банківського ринку України свідчить те, що сукупні активи фінансових конгломератів ще у 2007 р. приблизно у 100 разів перевищували загальний обсяг активів банківської системи України. Негативні тенденції у розвитку банківської системи України в останні роки та несприятлива ситуація на валютному ринку, яка проявилася у падінні курсу національної валюти відносно світових валют, призвели до того, що у 2010 р. сукупні активи фінансових конгломератів перевищили загальний обсяг активів банківської системи України у понад 1500 разів.

**Показники розміру міжнародних фінансових конгломератів
відносно обсягів банківської системи України у 2007 і 2010 р.**

№ пор.	Фінансовий конгломерат	Співвідношення між активами фінансового конгломерату і офіційними резервними активами НБУ		Співвідношення між активами фінансового конгломерату і активами банківських установ України		Співвідношення між активами фінансового конгломерату і мінімальним розміром приписного капіталу	
		2007 р.	2010 р.	2007 р.	2010 р.	2007 р.	2010 р.
1	BNP Paribas	76,28	77,54	20,87	323,29	168 622,05	268 090,00
2	Citigroup	67,35	55,35	18,43	230,80	148 899,47	191 390,00
3	Credit Agricole	69,36	61,83	18,98	257,82	153 337,58	213 800,00
4	ING	59,08	48,23	16,17	201,08	130 613,24	166 750,00
5	Intesa Sanpaolo S.P.A.	25,79	25,56	7,06	106,59	57 011,82	88 390,00
6	RZB-UNIQA	5,78	5,04	1,58	20,99	18 870,00	17 410,00
7	SEB	11,17	9,75	3,06	40,66	158,89	33 720,00
8	Societe Generale	48,25	16,39	13,20	68,35	106 655,42	56 680,00
9	Deutsche Bank	–	73,95	–	308,32	–	255 680,00
10	Разом	363,06	373,64	99,35	1 557,91	–	–

Джерело: складено авторами на основі даних НБУ і [267; 275]

Крім того, з метою оцінювання наявних бар'єрів щодо входження міжнародних фінансових конгломератів на банківський ринок України нами було розраховано співвідношення між їхніми активами і мінімальним розміром їхнього приписного капіталу – 10 млн. євро. Слід зазначити, що приписний капітал – це сума грошових коштів у вільно-конвертованій валюті, наданих іноземним банком філії для її акредитації [164]. Проведене оцінювання показало, що сума 10 млн. євро, яка на кінець грудня 2010 р. приблизно складала 13,27 млн. дол. США, є мізерною для міжнародних фінансових конгломератів – їхні активи перевищують цю суму в тисячі разів. Така ситуація свідчить також, що бар'єри для входження міжнародних фінансових конгломератів на вітчизняний банківський ринок є мінімальними.

Для оцінювання розмірів міжнародних фінансових конгломератів, що функціонують на страховому ринку України, відносно обсягів цього ринку, нами запропоновано провести розрахунок показників співвідношення між активами міжнародних фінансових конгломератів, які працюють на страховому ринку, та сукупними активами вітчизняних страховиків і мінімальними розмірами статутного фонду страхових організацій. Результати цих проведених розрахунків (табл. 3.21) дозволяють зробити висновок про те, що ситуація з погляду на безпеку і стабільність функціонування цього сегмента вітчизняного фінансового ринку є більш критичною порівняно з банківським сектором.

Таблиця 3.21

Оцінка розміру міжнародних фінансових конгломератів відносно обсягів страхового ринку України у 2007 і 2010 р.

№ пор.	Фінансовий конгломерат	Співвідношення між активами фінансового конгломерату і активами страхових організацій України		Співвідношення між активами фінансового конгломерату і мінімальним розміром статутного фонду страховика, який займається			
				страхуванням життя		іншими видами страхування	
		2007 р.	2010 р.	2007 р.	2010 р.	2007 р.	2010 р.
1	Allianz	243,22	147,10	703 612,02	631 733,09	1 055 418,03	421 155,40
2	American International Group	166,25	–	480 954,65	–	721 431,97	–
3	AXA	165,70	172,22	479 348,48	739 621,20	719 022,72	493 080,80
4	BNP Paribas	388,38	470,32	1 123 535,19	201 9813,06	1 685 302,79	1 346 542,04
5	Generali	87,68	99,43	253 651,66	427 031,98	380 477,48	284 687,99
6	ING Group	300,83	292,53	870 281,04	1 256 308,80	1 305 421,56	837 539,20
7	GRAWE	0,71	0,12	2055,08	527,39	3 082,61	351,59
8	Petr Kellner (PPF)	0,12	0,01	356,95	12,43	535,43	8,29
9	RZB-UNIQA	0,45	30,54	1 298,87	131 168,43	1 948,30	87 445,62
10	SEB	0,37	59,16	1 058,71	254049,37	1588,07	169 366,25
11	Разом	1 353,93	1 271,44	–	–	–	–

Джерело: складено авторами на основі даних Держфінпослуг і [267; 275]

Сукупні активи міжнародних фінансових конгломератів, які володіють страховими організаціями в Україні, майже у 1300 разів перевищують сукупні активи вітчизняних страховиків. Така ситуація пояснюється невеликими розмірами страхового ринку України. У 2007 р. активи страховиків склали 32 213 млн. грн., або 4,52 % ВВП країни, у 2010 р. – 45 235 млн. грн. та 4,13 % ВВП відповідно. Встановлені вітчизняним законодавством мінімальні розміри статутних фондів страховиків також не можуть розглядатися як серйозні бар'єри для входження міжнародних фінансових конгломератів на вітчизняний страховий ринок. Слід зазначити, що відповідно до ст. 30 Закону України “Про страхування” мінімальний розмір статутного фонду страховика, який займається іншими видами страхування, а не страхуванням життя, встановлюється в сумі, еквівалентній 1 млн. євро, а страховика, який займається страхуванням життя, – 1,5 млн. євро [172].

Підбиваючи підсумки, можна зазначити, що на сьогодні розмір і потужність міжнародних фінансових конгломератів становить надвисоку небезпеку для вітчизняного фінансового ринку, насамперед через недостатній розмір і капіталізацію фінансового ринку, а також через нерівномірність розвитку його сегментів (рис. 3.20). В Україні у 2010 р. активи усіх фінансових посередників склали близько 90 % ВВП. Для порівняння, у США розмір активів основних фінансових посередників протягом 2004–2006 рр. у 3 рази перевищував обсяг ВВП і продовжує постійно зростати [227, с. 150].

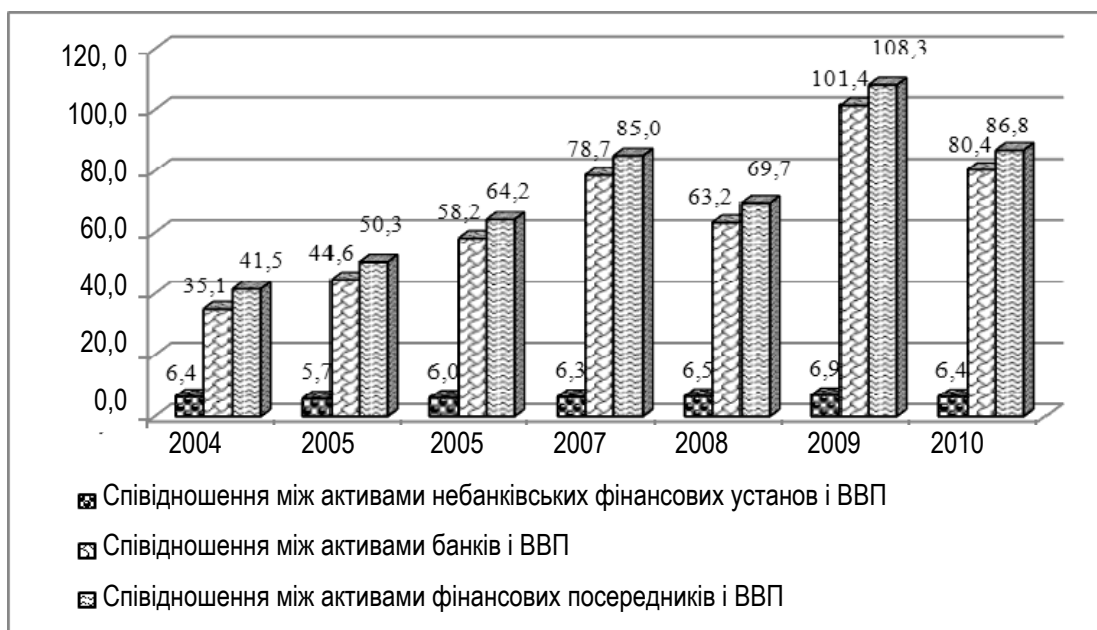


Рис. 3.20. Відносні показники розміру фінансового ринку України у 2004-2010 рр., %

Джерело: складено авторами на основі даних Держфінпослуг і НБУ

Міжнародні фінансові конгломерати є надпотужними фінансовими посередниками для усіх сегментів фінансового ринку України, зокрема для найбільшого ринку – банківського. Така ситуація значною мірою зумовлена недостатньою капіталізацією банківської системи України та її значно меншими розмірами порівняно з банківськими системами розвинених країн. Так, в Україні відношення активів банківської системи до ВВП у 2010 р. складало 80,4 %, тоді як у більшості високорозвинених країн цей показник сягає 240–400 %, а середнє його значення у країнах Євросони складає 350 % [72, с. 308].

Для країн походження фінансових конгломератів на основі даних звіту Світового економічного форуму про фінансовий розвиток за 2008 р. [329] нами було розраховано коефіцієнти кореляції між кількістю фінансових конгломератів, що походять з цих країн, та рівнем їхнього фінансового розвитку (табл. 3.22).

Таблиця 3.22

Кореляція між показником кількості фінансових конгломератів, що походять з розвинутих країн, та показниками їх фінансового розвитку

№ пор.	Групи показників	Показники	Значення коефіцієнта кореляції	Характеристика зв'язку	
				напря́м	щільність
1	Фактори, політика та інститути	Інституційне середовище	0,27	Прямий	Слабкий
		Бізнес-середовище	0,16	Прямий	Практично відсутній
		Фінансова стабільність	0,33	Прямий	Слабкий
2	Фінансове посередництво	Банківські установи	0,56	Прямий	Помірний
		Небанківські фінансові установи	0,60	Прямий	Помірний
		Фінансовий ринок	0,53	Прямий	Помірний
3	Наявність та доступність капіталу	Обсяг, борг і доступність	0,35	Прямий	Слабкий
4	Загальний індекс фінансового розвитку		0,57	Прямий	Помірний

Джерело: складено авторами на основі [283; 329]

Рівень фінансового розвитку був розрахований для 52 країн світу, у тому числі для України. Методика його обчислення була розроблена фахівцями Світового банку, Міжнародного валютного фонду і провідних економічних університетів та шкіл на основі використання в аналізі

так званих “опор” (pillars) – семи критеріїв, об’єднаних у такі три групи: “Фактори, політика та інститути”, “Фінансове посередництво”, “Наявність та доступність капіталу” [329]. На основі результатів проведених розрахунків було встановлено, що загальний вплив фінансових конгломератів на рівень фінансового розвитку країн їх походження є позитивним, але не великим. Це означає, що у помірних масштабах конвергентно-інтеграційна співпраця між фінансовими посередниками має позитивний вплив на розвиток фінансового сектору країни.

Для більш детального оцінювання характеру зв’язку між загальним індексом фінансового розвитку країни та кількістю фінансових конгломератів, які з неї походять, нами було використано три види трендових рівнянь: лінійне, поліноміальне та експоненціальне (рис. 3.21). Як бачимо, найбільш адекватно зв’язок відображає поліноміальна лінія тренду.

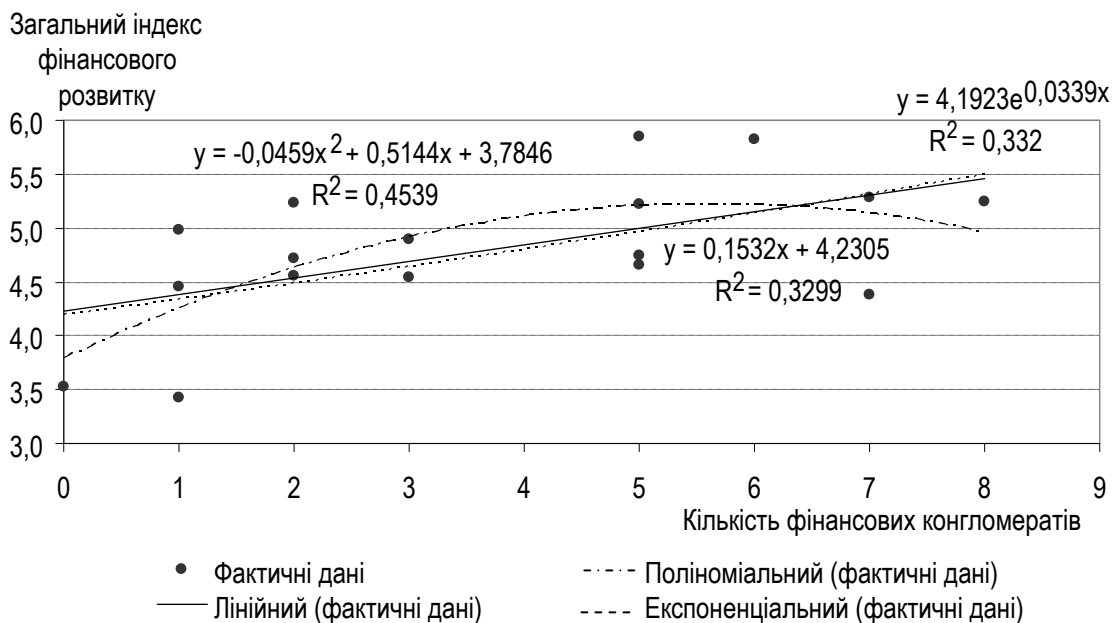


Рис. 3.21. Оцінка функціональної залежності між рівнем фінансового розвитку країн і кількістю фінансових конгломератів, які з них походять

Джерело: складено авторами на основі [283; 329]

Так, за наявності одного фінансового конгломерату, сформованого в країні, показник її фінансового розвитку в середньому склав 4,26. За наявності двох фінансових конгломератів рівень фінансового розвитку збільшиться на 0,37, трьох – на 0,28, чотирьох – на 0,2, п’яти – на 0,1. При цьому максимум фінансового розвитку країни досягається за умови формування в країні 6 фінансових конгломератів. Рівень

фінансового розвитку країни за таких умов відповідно до отриманого рівняння складе 5,22. Подальше зростання кількості фінансових конгломератів призведе до зниження рівня фінансового розвитку країни, оскільки на основі параметрів рівняння нами було обчислено, що при семи і восьми фінансових конгломератах рівень фінансового розвитку країни складе відповідно 5,14 і 4,96. Слід зазначити, що використана методика припускає 7-бальну максимальну оцінку рівня фінансового розвитку країни. Водночас найвищий рівень фінансового розвитку серед досліджених країн (5,85) згідно з розрахунками характерний для США.

Таким чином, проведене оцінювання залежності рівня фінансового розвитку країни від сформованих у ній фінансових конгломератів дозволило зробити висновок про те, що відсутність вітчизняних фінансових конгломератів, масштаби діяльності яких відповідають європейським критеріям, є негативним фактором для розвитку фінансового ринку України.

Присутність і активність міжнародних фінансових конгломератів на фінансовому ринку України призвели до формування суттєвої залежності функціонування банківського сегмента від їхньої діяльності. Вплив міжнародних фінансових конгломератів на страховий ринок України менш критичний щодо його значно меншого обсягу і більшої кількості учасників порівняно з банківським сегментом, хоча активність страхових компаній, які контролюються міжнародними фінансовими конгломератами, перевищує середньоринкову. Фінансові конгломерати, які представлені в Україні, є надпотужними фінансовими посередниками відносно обсягів вітчизняного фінансового ринку. Незважаючи на серйозний вплив світової фінансової кризи на діяльність фінансових конгломератів, що проявився передусім погіршенням результатів їхньої діяльності, вони не збираються йти з фінансового ринку України. Водночас саме криза сприяла суттєвій концентрації уваги на їх ролі та необхідності створення системи ефективного фінансового нагляду за їхньою діяльністю як у глобальному фінансовому середовищі, так і на рівні вітчизняного фінансового ринку.

РОЗДІЛ 4

ЕФЕКТИВНІСТЬ ФУНКЦІОНУВАННЯ ДИВЕРСИФІКОВАНИХ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

4.1. МЕТОДИЧНИЙ ІНСТРУМЕНТАРІЙ ОБҐРУНТУВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАНЬ ЯК ПОЗИЧАЛЬНИКІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ З АСИМЕТРІЄЮ ІНФОРМАЦІЇ

Створення потужних інтеграційних об'єднань значною мірою пояснюється тим, що ефект у межах інтеграційного об'єднання з іншими інституційними інвесторами від здійснення спільної діяльності, зокрема й інвестиційної, вищий, ніж діяльність відокремленого посередника на ринку. Таким чином, диверсифіковане інтеграційне об'єднання є більш ефективним позичальником, ніж сукупність окремих посередників на фінансовому ринку за умови асиметрії інформації.

Виходячи з припущення, що фінансовий ринок прагне до встановлення Парето-домінуючої рівноваги. Іншими словами, ринок прагне до такого стану, коли неможливо змінити параметри його діяльності так, щоб добробут одного або декількох суб'єктів ринкових відносин збільшився без зменшення добробуту інших. Всіх посередників розглядаємо як ініціаторів та учасників схеми проектного фінансування, тобто як інститути, які відповідають за реалізацію інвестиційного проекту.

У цьому випадку у кожного посередника є три варіанти можливої поведінки на фінансовому ринку:

- 1) повністю взяти на себе фінансове забезпечення інвестиційного проекту, фактично перетворившись на його власника;
- 2) виступити лише торговельним агентом на ринку, тобто знайти інших інвесторів, здатних профінансувати даний інвестиційний проект, фактично виключивши себе із складу його власників та інвесторів;
- 3) виступити ініціатором створення диверсифікованого інтеграційного об'єднання посередників на ринку для того, щоб фінансувати цей проект спільно у певних пропорціях, залишаючись в межах схеми проектного фінансування. У 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 будемо доводити шляхом підтвердження тези, що функція інформаційної вартості капіталу в межах диверсифікованого інтеграційного об'єднання в умовах асиметрії інформації на фінансовому ринку зростає при зростанні кількості посередників, що об'єднуються в інтеграційну структуру.

Початкові припущення:

1. На фінансовому ринку функціонує декілька 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 пропонується 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 проекту $M(NPV)$ відома тільки тому фінансовому посереднику, який пропонує проект.
5. Кредитори, тобто власники вільних фінансових 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 їх сукупності, яка пропонується на фінансовому ринку. Тобто вони вважають всі проекти, що є потенційними об'єктом для вкладання коштів, подібними один до одного.
6. Механізм ціноутворення, який діє на фінансовому ринку, забезпечить встановлення єдиної рівноважної ціни для всіх проектів, яку позначимо P .
7. Учасники фінансового ринку, що є власниками вільних фінансових ресурсів (продавці ресурсів), вважаються нейтральними

- до ризику та можуть зберігати свої заощадження без додаткових витрат.
8. Фінансові посередники розглядаються як позичальники ресурсів, є економічними суб'єктами, що уникають ризику.
 9. Фінансові посередники, які пропонують ринку проекти для залучення коштів, володіють власним початковим капіталом, обсяг якого позначимо як C_0 . Він достатній для фінансування запропонованого ними проекту, але фінансові посередники вважають більш доцільним використовувати для цього залучений капітал (повністю або частково).
 10. Кінцевий дохід фінансового посередника на ринку позначимо як D , а його корисність будемо оцінювати на основі функції корисності Неймана–Моргенштерна за формулою:

$$u(D) = 1 - e^{-\rho D}, \quad (4.1)$$

де u – корисність кінцевого доходу фінансового посередника на ринку;
 ρ – абсолютний індекс неприйняття ризику фінансовим посередником.

Вид функції корисності, що задається формулою (3.1), для різних індексів $\rho_1 < \rho_2$ представлений на рис. 4.1.

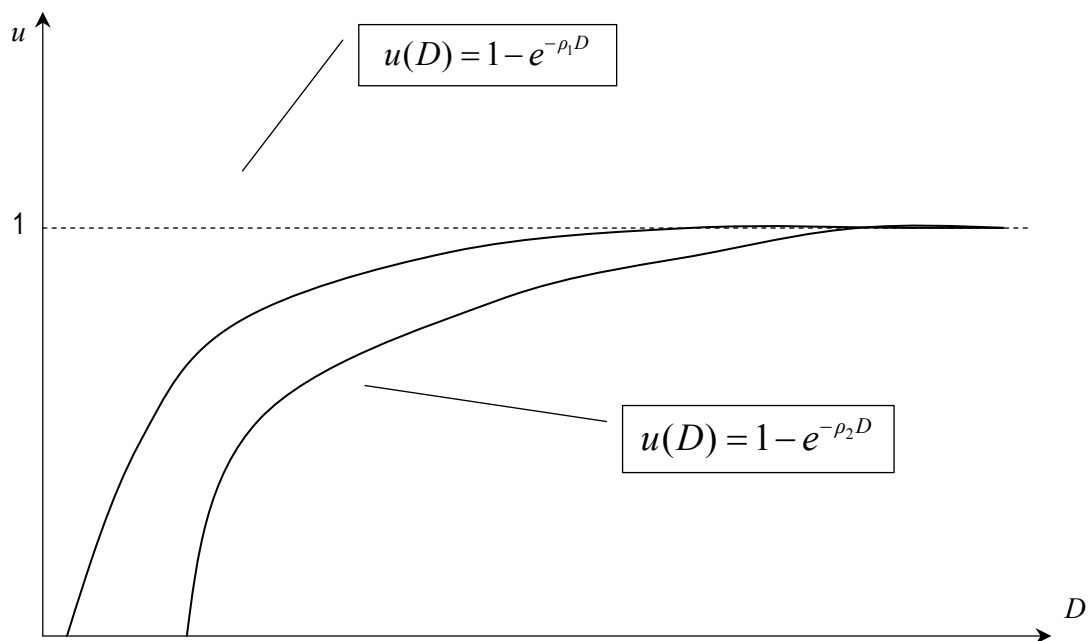


Рис. 4.1. Функції корисності кінцевого доходу фінансового посередника на ринку для різних значень абсолютних індексів неприйняття ризику

Якщо фінансовий посередник, який запропонував на ринку свій 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:

$$\begin{aligned} M\{-e^{-\rho\tilde{x}}\} &= \int_{-\infty}^{+\infty} (-e^{-\rho x}) \cdot \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \cdot e^{-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2}} \cdot dx = \\ &= -\frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi}} \cdot \int_{-\infty}^{+\infty} (-e^{-\rho x}) \cdot e^{-\frac{(x-\mu)^2}{2\sigma^2}} \cdot dx = -e^{\rho\mu - \frac{1}{2}\rho^2 \cdot \sigma^2}. \end{aligned} \quad (4.2)$$

$$M\{-e^{-\rho\tilde{x}}\} = -e^{\rho\left(\mu - \frac{1}{2}\rho\sigma^2\right)}, \quad (4.3)$$

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

За умови впливу асиметрії інформації на встановлення рівноваги на ринку можливими є три варіанти фінансування проекту:

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

Для варіанта 1, коли проект фінансується за рахунок власних коштів фінансового посередника, який пропонує ринку проект. Математичне очікування корисності кінцевого доходу фінансового посередника розраховується за такою формулою:

$$\begin{aligned} M\{u[C_0 + NPV]\} &= M\{1 - e^{-\rho(C_0 + NPV)}\} = 1 - M\{e^{-\rho(C_0 + NPV)}\} = \\ &= 1 - e^{-\rho\left(M(NPV) + C_0 - \frac{1}{2}\rho\sigma^2\right)}. \end{aligned} \quad (4.4)$$

Формулу (4.4) можна представити і в дещо іншому вигляді:

$$M\{u[C_0 + NPV]\} = u\left(C_0 + M(NPV) - \frac{1}{2}\rho\sigma^2\right). \quad (4.5)$$

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

Обов'язковою умовою продажу проекту іншим фінансовим посередникам або інвесторам є така: реальна величина математичного очікування чистої теперішньої вартості $M(NPV)$ проекту буде більша, ніж єдина рівноважна ціна для всіх проектів, представлених на фінансовому ринку, на величину, що дорівнює $\frac{1}{2}\rho\sigma^2$.

Цю умову у формалізованому вигляді пропонується записати так:

$$M(NPV) < P + \frac{1}{2}\rho\sigma^2. \quad (4.6)$$

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

Виходячи з цього, можна визначити граничне значення $M(NPV)^{ep}$, що ділить проекти, представлені на фінансовому ринку, на низькодохідні і високодохідні так:

$$M(NPV)^{ep} = P + \frac{1}{2}\rho\sigma^2. \quad (4.7)$$

За вказаних умов на фінансовому ринку рівноважну ціну проектів пропонується розраховувати за формулою:

$$P = M \left\{ M(NPV) \mid M(NPV) < M(NPV)^{ep} \right\}. \quad (4.8)$$

Рівновага, яка формалізована у вигляді формули (4.8), з погляду фінансового посередника є неефективною.

Виходячи з того, що реальна величина математичного очікування чистої теперішньої вартості $M(NPV)$ є реалізацією деякої випадкової величини, розподіленої за біноміальним законом, 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 фінансовий посередник, який запропонував на ринку свій проект, знайде реального інвестора за ціною $P = M(NPV)$, то в даній ситуації умову встановлення рівноважної ціни на фінансовому ринку пропонується записати у такому вигляді:

$$P = M(NPV) = \pi_1 M(NPV_1) + \pi_2 M(NPV_2). \quad (4.9)$$

При цьому граничне значення $M(NPV)^{2p}$, вище якого фінансові посередники віддаватимуть перевагу фінансуванню цього проекту виключно за рахунок власних коштів, буде визначатися умовою:

$$M(NPV)^{2p} \geq M(NPV_2) \quad (4.10)$$

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

$$\pi_1 M(NPV_1) + \pi_2 M(NPV_2) + \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \geq M(NPV_2) \quad (4.11)$$

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

$$\pi_1 (M(NPV_2) - M(NPV_1)) \leq \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \quad (4.12)$$

Фактично формула (4.12) 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 (4.12), фінансовий посередник буде фінансувати цей проект виключно за рахунок власних коштів, а результати досягнення рівноваги на фінансовому ринку виявляться неефективними.

Для варіанта 3, який передбачає дольове фінансування проекту (частково – за рахунок власних ресурсів фінансового 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.

Участь фінансового посередника у фінансуванні власного проекту є важливим сигналом для інших учасників фінансового ринку, що проект є ефективним, адже фінансовий посередник сам ризикує, вкладаючи кошти у власний проект.

За умови асиметрії інформації та більшої поінформованості тих фінансових 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.

Зрозуміло, що даний сигнал буде переконливим тільки в тому випадку, якщо одночасно вдасться довести, що фінансові 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 них має бути виконана така умова:

$$u(C_0 + M(NPV_1)) \geq M \left\{ u(C_0 + (1 - \alpha)M(NPV_2) + \alpha M(NPV_1)) \right\}, \quad (4.13)$$

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

Для того, щоб фінансові посередники, що пропонують ринку проекти з низьким доходом, не змогли зімітувати поведінку власника високодохідного проекту, значення α повинно бути досить високим, щоб задовольняти умови (3.13).

Ліва частина нерівності (4.13) – це корисність кінцевого доходу, що отримує фінансовий посередник – власник низькодохідного проекту при умові продажу ним даного проекту на фінансовому ринку за низькою ціною ($P_1 = M(NPV_1)$).

Права частина нерівності (4.13) – це корисність кінцевого доходу, що може отримати фінансовий 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 він повинен буде взяти на себе ризик, беручи участь у фінансуванні частини проекту α , що залишилася.

Використовуючи функцію корисності кінцевого доходу фінансового посередника на ринку (4.1), можна привести умову (4.13) до такого виразу:

$$M(NPV_1) \geq (1 - \alpha) M(NPV_2) + \alpha M(NPV_1) - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2 \quad (4.14)$$

або

$$\frac{\alpha^2}{1 - \alpha} \geq \frac{2(M(NPV_2) - M(NPV_1))}{\rho \sigma^2}. \quad (4.15)$$

З формули (4.15) видно, що в умовах асиметрії інформації на фінансовому ринку, якщо потенційні подавці ресурсів на ринку володіють інформацією про частки участі посередників у фінансуванні пропонувані ними проектів, то на ринку встановлюється рівновага, яка характеризується:

- низькими цінами $P_1 = M(NPV_1)$ для проектів, що запропоновані, але не профінансовані фінансовими посередниками;
- високими цінами $P_2 = M(NPV_2)$ для проектів, які запропоновані та профінансовані фінансовими посередниками в частині α , причому частка участі посередника у фінансуванні проекту α визначається умовою (4.13).

Існує певна різниця в доходах посередників на фінансовому ринку залежно від двох факторів:

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

Дохід, який може бути отриманий фінансовими посередниками, що пропонують низькодохідні проекти, не залежить від наявності асиметрії інформації на фінансовому ринку. Натомість для фінансових посередників, які пропонують високодохідні проекти, ця різниця існує.

В умовах конфіденційності даних про реальні значення доходів від проектів (при інформаційній асиметрії) корисність кінцевого доходу фінансового посередника, що пропонує високодохідний проект, розраховується так:

$$u(D^a) = u(C_0 + M(NPV_2) - \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2), \quad (4.16)$$

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

В умовах відсутності асиметрії інформації корисність кінцевого доходу фінансового посередника, що пропонує високодохідний проект, пропонується розраховувати так:

$$u(D) = u(C_0 + M(NPV_2)), \quad (4.17)$$

де D – кінцевий дохід фінансового посередника при відсутності асиметрії інформації на фінансовому ринку.

Втрату доходів фінансових посередників внаслідок існування асиметрії інформації (ICC) пропонується розрахувати як різницю доходу без асиметрії інформації та при її наявності за формулою:

$$ICC = D - D^a = \frac{1}{2} \rho \sigma^2 \alpha^2. \quad (4.18)$$

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

У тому випадку, коли посередники не повністю передають проект у власність інших інвесторів, а й самі фінансують пропоновані ними проекти у частині, яка дорівнює α , на фінансовому ринку може бути встановлена Парето-домінуюча рівновага. Лише тоді втрата доходів

посередників внаслідок існування асиметрії інформації на фінансовому ринку буде мінімальною.

Отже, якщо страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування, банки тощо будуть виконувати на фінансовому ринку функцію інституційних інвесторів, вкладаючи власні ресурси в певні проекти, а не просто функцію агентів, які акумулюють ресурси, ринок буде працювати значно ефективніше.

Якщо фінансові посередники об'єднуються в певну диверсифіковану інтеграційну структуру, то в межах цього об'єднання вони пропонують різні фінансові інструменти (проекти) розміщення коштів для приватних інвесторів або інших посередників, а також домовляються про колективну співпрацю щодо подальшого використання залучених фінансових ресурсів.

Безумовно, фінансові посередники могли б самотужки залучати та розміщувати вільні ресурси, без об'єднання в інтегровану структуру. У цьому випадку кожен із самостійних фінансових посередників, загальну кількість яких приймемо на рівні N , пропонував би фінансовому ринку один фінансовий інструмент або проект з доходністю $M(NPV_2)$. Отже, з метою підвищення власної конкурентоспроможності та іміджу на ринку фінансові посередники будуть пропонувати своїм клієнтам лише найкращі та високодохідні проекти. Таким чином, N посередникам відповідатиме N проектів на фінансовому ринку.

Якщо кожен посередник пропонує по одному проекту (фінансовому інструменту), які потребують певних вкладень, в межах інтеграційного об'єднання встановлюється рівний розподіл доходів. Оскільки доходи по кожному із запропонованих N проектів є незалежними випадковими величинами, то очікуваний дохід посередників – учасників інтеграційного об'єднання залишиться рівним $M(NPV_2)$. Водночас слід враховувати, що у порівнянні з незалежним фінансуванням окремих посередників на ринку (без об'єднання), в межах інтеграційної структури внаслідок диверсифікації ризиків між N проектами дисперсія фактичних значень доходів посередників відносно очікуваного середнього значення буде значно меншою та складе σ^2/N .

У подальшому втрата доходів фінансових посередників внаслідок існування асиметрії інформації (ICC) розглядається як функція від σ , тобто середньоквадратичного відхилення NPV проектів від математичного очікування $M(NPV)$:

$$ICC_{\min} = ICC(\sigma) = \frac{1}{2} \cdot \rho \cdot \sigma^2 \cdot \alpha^2(\sigma), \quad (4.19)$$

де $\alpha(\sigma)$ розраховується за формулою:

$$\frac{\alpha^2}{1-\alpha} = \frac{2(M(NPV_2) - M(NPV_1))}{\rho\sigma^2}. \quad (4.20)$$

Доводячи, що функція $ICC(\sigma)$ є зростаючою, тобто при зростанні середньоквадратичного відхилення NPV проектів від математичного очікування $M(NPV)$ зростають втрати доходів посередників внаслідок існування асиметрії інформації (ICC), слід розглядати рівняння (4.20).

Виходячи з того, що $\frac{\alpha^2}{1-\alpha}$ зростає на інтервалі $[0; 1]$ при умові, що $0 \leq \alpha \leq 1$, то $\alpha(\sigma)$ є спадною функцією. Враховуючи співвідношення (4.20), можна дійти висновку, що:

$$\frac{1}{2} \cdot \rho \cdot \sigma^2 \cdot \alpha^2(\sigma) = (M(NPV_2) - M(NPV_1)) \cdot (1 - \alpha(\sigma)), \quad (4.21)$$

або

$$ICC(\sigma) = (M(NPV_2) - M(NPV_1)) \cdot (1 - \alpha(\sigma)). \quad (4.22)$$

Функція $ICC(\sigma)$ є зростаючою, тому що $M(NPV_2) > M(NPV_1)$.

Таким чином, при об'єднанні фінансових посередників у диверсифіковане інтеграційне об'єднання зменшується величина середньоквадратичного відхилення NPV проектів від математичного очікування $M(NPV)$. Цей висновок дозволяє підтвердити, що об'єднання посередників у диверсифіковану інтеграційну структуру зменшує втрати доходів кожного з фінансових посередників внаслідок існування асиметрії інформації на фінансовому ринку.

4.2. ФОРМАЛІЗАЦІЯ УМОВ ЕФЕКТИВНОСТІ ДЕЛЕГУВАННЯ ОРГАНІЗАТОРУ ІНТЕГРАЦІЙНОГО ОБ'ЄДНАННЯ ФУНКЦІЇ МОНІТОРИНГУ ЗА ПРОЕКТАМИ ПРИ РОЗМІЩЕННІ РЕСУРСІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

Інтеграційне об'єднання значно ефективніша структура для залучення фінансових ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі фінансові посередники. Після акумуляції ресурсів перед інтеграційною структурою постає завдання їх ефективного розміщення в певні проекти. У такому випадку особливої актуальності набуває потреба моніторингу ходу реалізації тих проектів, куди вкладаються фінансові ресурси. Отже, інтеграційне об'єднання є більш ефективною структурою не тільки для залучення, а й для розміщення фінансових ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі посередники з урахуванням необхідності контролю за об'єктами інвестування.

Делегування фінансовому посереднику – ініціатору об'єднання – повноважень моніторингу за реалізацією проектів більш ефективно, ніж здійснення моніторингу кожним з цих інститутів окремо за умови асиметрії інформації на ринку. Така ситуація найбільш поширена в межах реалізації схем проектного фінансування, коли інституційні посередники не просто разово фінансують певний проект, але й беруть участь в управлінні ним, контролюють процес його реалізації тощо.

Фінансовим 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 організатора та делегувати йому всі функції моніторингу за проектом.

У ситуації несприятливого вибору і асиметрії інформації на фінансовому ринку участь посередників у схемах проектного фінансування може істотно збільшити ефективність фінансування, оскільки саме така сучасна форма реалізації фінансових операцій дозволяє тримати контроль за ситуацією протягом усього життєвого циклу реалізації проекту, брати участь у коригуванні управлінських рішень.

Особливо це важливо за умов, коли проектна організація, яка надає послуги з проектного менеджменту, залучивши ресурси для реалізації проекту, здійснює управління ним без урахування інтересів тих колективних кредиторів, які вклали власні або залучені ними на ринку фінансові ресурси в даний проект. 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 фінансовим посередникам необхідно контролювати проекти, в які вони вклали кошти, що може бути реалізовано так:

- 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 кредиторів;
- проводити аудит і покарання позичальника, який не зміг виконати свої зобов'язання.

Виходячи з банкоцентричності вітчизняного фінансового ринку, діяльність з контролю позичальника не буде здійснюватися безпосередньо кожним окремим посередником, що входить в інтеграційне об'єднання, а делегуватиметься організатору об'єднання.

Для реалізації даної функції фінансовий посередник повинен виконувати ряд умов, які забезпечать певні конкурентні переваги всьому інтеграційному об'єднанню фінансових посередників. Серед основних з них слід виокремити такі:

- процес контролю, що проводиться конкретним посередником, повинен забезпечувати економію на масштабах, тобто посередник одночасно має здійснювати контроль за декількома проектами;
- обмеженість можливостей фінансових посередників з вкладення коштів в проекти та необхідність об'єднання коштів декількох кредиторів 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 одного з посередників.

Передача інтеграційним об'єднанням функції делегованого контролю організатору буде більш ефективною, ніж здійснення безпосереднього контролю за позичальником кожним окремим фінансовим посередником.

Вихідними положеннями нашого дослідження будуть такі:

- на фінансовий ринок звернулися n ідентичних покупців ресурсів, яким необхідні кошти для фінансування своїх проектів, тобто можна розглядати n об'єктів фінансування ;
- потреби покупців ресурсів у фінансуванні вважаються нормалізованими, тобто кожному економічному суб'єкту необхідна одиниця вкладень;
- доходи покупців ресурсів розподілені однаково і незалежно;
- кожен покупець ресурсів у результаті реалізації свого проекту отримує чистий ефект (NPV), причому він розглядається як випадкова величина;
- фінансові посередники вважаються ризик-нейтральними і можуть зберігати свої заощадження без додаткових витрат;
- позичальники ресурсів розглядаються як економічні суб'єкти, що уникають ризику;
- реальне значення доходу від проекту невідоме фінансовому 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: якщо покупець ресурсів знайде на ринку фінансового посередника, який лише за рахунок власних коштів (без залучення додаткового капіталу) зможе забезпечити його потребу в ресурсах повністю, то технологія здійснення контролю буде ефективніша, ніж технологія укладення боргових контрактів зі штрафними санкціями;
- кожен посередник володіє грошовими коштами у розмірі $1/m$, тобто для фінансування одного проекту потрібне залучення m фінансових посередників;
- на фінансовому ринку існують щонайменше mn фінансових посередників, завдяки чому з'являється можливість профінансувати всі проекти.

Існує два варіанти контролю за покупцями ресурсів з боку посередників.

Відповідно до варіанта 2 фінансові посередники безпосередньо контролюють об'єкти, куди були вкладені кошти. Цілком логічно, що загальні витрати на контроль при цьому будуть дорівнювати mnC .

Відповідно до *варіанта 2* фінансові посередники об'єднуються в інтеграційну структуру та делегують функції контролю за об'єктами інвестування одному з посередників. При цьому даний посередник на свій розсуд може вибирати форми здійснення контролю:

- або контролюється кожний об'єкт, а загальні витрати складуть у цьому випадку nC ;
- або з кожним позичальником посередник укладає борговий контракт, що передбачає наявність штрафних санкцій фіскального характеру, а загальні витрати складуть у цьому випадку nF .

Враховуючи умову $C < F$, організатор об'єднання буде надавати перевагу першому варіанту поведінки.

За другим варіантом організатор об'єднання виступає як установа делегованого моніторингу, яка контролює об'єкти з позиції інтересів інтеграційного об'єднання. Водночас паралельно виникає проблема контролю за таким посередником як за контролюючою установою. Очевидно, що здійснення прямого контролю за контролюючою установою з боку кожного фінансового посередника окремо неможливе.

У зв'язку з цим організатор об'єднання надає учасникам інтеграційного об'єднання гарантії, за якими кожному з них в обмін на ресурси розміром $1/m$ гарантується виплата дивідендів у сумі D/m .

Грошовий потік (CF), що отримується інтеграційним об'єднанням внаслідок реалізації n проектів, представлений випадковою величиною:

$$CF = \sum_{i=1}^n NPV_i - nC, \quad (4.23)$$

де $\sum_{i=1}^n NPV_i$ – сума чистих ефектів від реалізації інтеграційним об'єднанням n -проектів;
 nC – витрати контролюючої установи на здійснення функції делегованого моніторингу за проектами, в які розміщено кошти фінансових посередників – учасників інтеграційного об'єднання.

Можна виділити як позитивні, так і негативні стимули, що будуть спонукати фінансового посередника виконувати свої зобов'язання делегованого контролю на належному рівні:

- наявність штрафів або інших заходів фіскального характеру перед іншими фінансовими посередниками – учасниками інтеграційного об'єднання;
- положення про ліквідацію такого посередника за умови, що грошовий потік, який поступає, виявляється меншим від загальної суми зобов'язань посередника перед іншими фінансовими установами – учасниками інтеграційного об'єднання, тобто $CF < nD$.

Враховуючи вищевикладені умови щодо ризик-нейтральності фінансових посередників – учасників інтеграційного об'єднання та їх можливість зберігати заощадження без додаткових витрат, можна припустити, що фінансові посередники можуть здійснювати вкладення в інші проекти чи інструменти на фінансовому ринку. Причому прибутковість цих вкладень повинна бути єдиною рівноважною для всього ринку (позначимо її PI). У такому випадку умова рівноваги на фінансовому ринку буде мати вигляд:

$$M \left\{ \min \left(\sum_{i=1}^n NPV_i - nC, nD^p \right) \right\} = n \cdot PI, \quad (4.24)$$

де M – математичне очікування;
 D^p – рівноважний рівень дивідендів, що пропонуються банком іншим фінансовим 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 організатору об'єднання повноважень з контролю за об'єктами фінансування від кожного фінансового 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 вкладанні коштів в проекти (F). Зазначені витрати дорівнюють очікуваним штрафним санкціям у разі банкрутства посередника, якому делеговано функції контролю:

$$F^* = M \left\{ \max \left(nD^P + nC - \sum_{i=1}^n NPV_i, 0 \right) \right\}. \quad (4.25)$$

Умову ефективності делегування одному з фінансових посередників функції контролю за об'єктами від інших фінансових посередників – учасників інтеграційного об'єднання у порівнянні з прямим контролем з боку кожного з них окремо можна сформулювати так: сумарні загальні витрати контролю кожного фінансового посередника та витрати передачі повноважень контролю організатору об'єднання повинні бути меншими, ніж витрати контролю об'єктів кожним фінансовим посередником окремо. Цю умову можна формалізувати таким чином:

$$nC + F^* < nmC. \quad (4.26)$$

Для того, щоб довести справедливість цієї вимоги виконаємо декілька математичних дій:

- 1) розділимо нерівність (4.26) на n , в результаті чого отримаємо таку нерівність:

$$C + \frac{F^*}{n} < mC; \quad (4.27)$$

- 2) розділимо рівняння (4.24) на n , у результаті чого отримаємо такий вираз:

$$M \left\{ \min \left(\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n NPV_i - C, D^P \right) \right\} = PI. \quad (4.28)$$

Співвідношення (4.28) показує, що дивіденди, які пропонуються організатором об'єднання фінансовим посередникам – учасникам інтеграційного об'єднання, при делегуванні контролю за об'єктами інвестування асимптотично наближаються до єдиної рівноважної дохідності вкладень для всього фінансового ринку, у такому вигляді:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} D^P = PI; \quad (4.29)$$

3) розділимо рівняння (4.25) на n , в результаті чого отримаємо такий вираз:

$$\frac{F^*}{n} = M \left\{ \max \left(DP + C - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n NPV_{i,0} \right) \right\}. \quad (4.30)$$

Відповідно до закону великих чисел частина виразу $\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n NPV_i$ наближається до $M(NPV)$. Виходячи з цього, можна зробити такий висновок:

$$M(NPV) > C + PI. \quad (4.31)$$

Враховуючи те, що при значеннях $m > 1$, що означає обмежені можливості фінансових посередників – учасників інтеграційного об'єднання, $n \rightarrow \infty$, що означає значну кількість об'єктів, які фінансуються на ринку, та можливості диверсифікації вкладень, можна стверджувати таке:

$$\frac{F^*}{n} \rightarrow 0. \quad (4.32)$$

Враховуючи вищезазначене, з формули (4.29) отримаємо твердження:

$$\lim_{n \rightarrow \infty} \frac{F^*}{n} = \max(PI + C - M(NPV), 0) = 0. \quad (4.33)$$

Отже, якщо контроль ефективний ($C < F$), можливості посередників обмежені ($m > 1$), процес фінансування приносить дохід ($M(NPV) > PI + C$) і значення n достатньо велике, тобто забезпечує диверсифікацію вкладень, то використання одного з посередників, зокрема організатора об'єднання як органу, якому інтеграційне об'єднання делегувало функції моніторингу за об'єктами, буде більш ефективним, ніж здійснення безпосереднього контролю кожного окремого фінансового посередника за позичальниками.

4.3. МЕТОДИЧНІ ЗАСАДИ ОЦІНКИ ДОЦІЛЬНОСТІ УЧАСТІ ФІНАНСОВИХ ПОСЕРЕДНИКІВ В ІНТЕГРАЦІЙНИХ ОБ'ЄДНАННЯХ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ В КОНТЕКСТІ ЗМЕНШЕННЯ ВИТРАТ НА ОТРИМАННЯ ДОСТОВІРНОЇ ІНФОРМАЦІЇ

Однією з основних функцій посередників на фінансовому ринку є інформування власників фінансових ресурсів про якість, прибутковість та перспективи різних напрямків вкладення коштів. Виходячи з цієї функції фінансових посередників, їх можна розглядати як виробників інформації, тобто визнати, що вони продукують та розповсюджують (точніше продають) інформацію про економічні змінні, очікувані величини яких невідомі для власників фінансових ресурсів. Винагородою за таку діяльність є пряма компенсація, що сплачується споживачами цієї інформації.

Крім того, фінансові посередники можуть бути брокерами, комісіонерами або торговцями фінансових інструментів, що дозволяє позичальникам та власникам ресурсів співпрацювати разом за нижчою ціною, ніж якщо б сторони здійснювали діяльність без посередників. З такої точки зору стимулом для фінансового посередництва можна вважати вартість оцінювання ризику. Найчастіше ця вартість вимірюється відсотком, який отримують фінансові посередники за їхні власні маржинальні транзакційні витрати.

Виконуючи функцію інформування власників фінансових ресурсів про якість, прибутковість та перспективи різних напрямків вкладення коштів, фінансові посередники не трансформують фінансові ресурси, тобто їх активи та зобов'язання, пов'язані з фінансовими ресурсами такого ж типу, як і у кредиторів, тобто мають однакову ліквідність, розмір грошових коштів або їх вартість. Таке розуміння фінансових посередників надає можливість пояснити, чому фінансове посередництво зменшує вартість обігу фінансових ресурсів.

За умови відсутності інтеграційних об'єднань фінансових посередників пошук інформації про об'єкти фінансування, економічну цінність позичальника, ймовірність невиконання ним зобов'язань тощо супроводжувався б численними дублюваннями. Перехід від фінансового посередника як індивідуального інформаційного брокера до інтеграційної структури, яка, об'єднуючи широке коло фінансових посередників, діє як диверсифікований інформаційний брокер, можна визнати доцільним лише за умови, що об'єднання зможе у подальшому зменшити витрати на отримання достовірної інформації.

Можливість такого зменшення витрат обумовлена тим, що втра-ти, які пов'язані з моральним ризиком недобросовісної поведінки

окремого фінансового посередника та схильністю його до генерування ненадійної інформації, знижуються зі збільшенням учасників інтеграційної структури. Чим більше фінансових посередників входить до складу інтеграційного утворення, тим меншими будуть очікувані втрати на перевірку благонадійності кожного позичальника.

Тенденція до інтеграції зусиль фінансових посередників з отримання, аналізу та продажу інформації про об'єкти фінансування обгрунтовується з позиції існування асиметрії інформації на фінансовому ринку та необхідності дослідження позичальників щодо надійності інформації, яку вони надають стосовно їх прибутковості та ризиковості.

Відповідно до функціонального навантаження фінансових посередників на ринку вони здобувають та обробляють інформацію, а їх винагорода залежить від того, наскільки якісно вони виконують цю функцію.

У контексті здійснюваного дослідження вихідним продуктом посередників на фінансовому ринку будемо вважати інформацію, яку вони надають кредиторам на ринку. Надійність і якість акумульованої та обробленої посередниками інформації кредитори не можуть оцінити негайно, тобто у момент угоди про її купівлю. Виходячи з цього, виникає об'єктивна потреба у використанні певних індикаторів якості роботи фінансових посередників у даному напрямку їх діяльності на фінансовому ринку.

Існують два можливих підходи до формування показників, які мають визначати винагороду посередника як виробника інформації на фінансовому ринку.

1. Для оцінки якості функціонування фінансових посередників як виробників інформації на ринку може бути використаний показник, який надає оцінку діяльності посередника, виходячи з того, наскільки правильними його прогнози були стосовно подій, які відбулися та спостерігалися. При такому підході майбутній попит на послуги фінансового посередника та його майбутня компенсація залежать від його репутації надійного виробника інформації.
2. Ще одним індикатором ефективності фінансового 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 про виникнення певних подій.

Вищевизначені індикатори мають цілий ряд спільних рис: по-перше, обидва вони є показниками надійності та якості інформації, а по-друге, обидва визначають розмір винагороди посередника.

Водночас 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 фінансової послуги. В таких умовах економічну функцію показника репутації з успіхом може виконувати другий показник – показник надійності інформації.

Прагнення фінансових посередників до підвищення власної репутації та надійності інформації, яку вони пропонують клієнтам, створює для них природній стимул до участі в інтеграційних об'єднаннях на фінансовому ринку. Саме це в підсумку призведе до збільшення винагороди та до зниження ризиковості їх діяльності.

На фінансовому ринку функціонує певна кількість об'єктів, куди вкладаються кошти, специфічні особливості реалізації цих проектів відомі лише їх власникам, але не відомі іншим учасникам ринку. Як зазначає Дж. Акерлоф, ринок володіє інформацією стосовно перехресного розподілу ознак таким чином, що кожен учасник оцінюється як володар перехресної середньої характерної ознаки [188]. Для спрощення визначаємо всіх учасників фінансового ринку, що пропонують проекти позичальникам, 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.

Фінансовий ринок розглядається як конкурентне середовище, яке забезпечує рівні торгівельні можливості всім учасникам. Поведінка позичальників вважається раціональною, тобто основна мета їх діяльності – максимізація багатства акціонерів. Крім того, всі позичальники пропонують споживачам – інвесторам на ринку – фінансові інструменти для вкладення коштів.

На кожний із запропонованих фінансових інструментів встановлена рівноважна ціна. Це означає, що жодна угода не відбувається без рівноваги, а учасники ринку можуть володіти інформацією, яка належить кожному, шляхом спостереження за торгівельною поведінкою. Однак ні один з учасників ринку не має інформації про реальну вартість фінансових інструментів позичальників, які продаються на ринку, адже будь-який агент ринку, який володіє певною приватною інформацією і бажає отримати від цього дохід, стикається з двома принциповими проблемами, які відомі як парадокс Гроссмана–Стігліца. 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 у порівнянні з витратами на її отримання. У крайньому випадку, якщо інформація про ціни відкрита, дохід взагалі може виявитися нульовим.

Позичальники, вартість фінансових 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 фінансових інструментів. У цьому випадку можливі дві стратегії поведінки фінансового посередника.

Перша стратегія полягає у тому, що інвестори самі можуть створювати інформаційні сигнали для ринку про реальну вартість їхніх фінансових інструментів, яка пов'язана з характеристиками діяльності самих позичальників. Ця стратегія базується на постулатах, сформульованих М. Спенсом у роботі [323]. Однак, якщо інвестори несхильні до ризику, як це довели С. Баттачарія, Х. Леланд і Д. Пайл [295], 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 [188]. Це означає, що фірма може звернутися до фінансових посередників для підтвердження ними реальної вартості фінансових інструментів позичальника. Враховуючи умову раціональної поведінки позичальників, усі вони, за винятком тих, які пропонують неякісні проекти, що не забезпечують зростання вартості, виберуть стратегію звернення до фінансових посередників для оцінки та підтвердження якості їхніх фінансових інструментів.

У роботах С. Баттачарія [284] доведено, що не існує жодного життєздатного механізму створення інформаційного сигналу для ринку, який домінував би над зовнішньою оцінкою. З цього випливає, що створення інформаційного сигналу для ринку спричиняє втрати, які не повертаються і більші, ніж витрати на проведення перевірки. А в роботах Р. Рамакришна та А. Тхакора [315] доведено, що потреба позичальників у виправленні інформаційної асиметрії, яка характерна для процесу визначення вартості фінансових інструментів позичальника, має призвести до створення ринку інформації.

Важаємо, що витрати інвесторів та фінансових посередників на отримання достовірної інформації зменшаться за умови створення останніми інтеграційного об'єднання у порівнянні з ситуацією, коли посередники працюють окремо один від одного.

Припустимо, що посередники надають свої інформаційні послуги на фінансовому 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, що це можна зробити таємно. Щоб забезпечити надійність інформації та, як результат, об'єктивність умов продажу інформації, мають бути доступні деякі фактичні індикатори якості інформації. Проблема відповідності винагороди, яка впливає із схильності посередників до обману, може бути розв'язана шляхом створення компенсаційного механізму для окремого посередника за показником достовірності інформації.

Припустимо, що продукування інформації вимагає витрат з боку фінансового посередника, які позначимо як α , а він може понести будь-які витрати – $\alpha \in [0,1]$. Щоб коректно визначити вартісні показники фінансових інструментів та діяльності позичальника, фінансовий посередник повинен понести витрати на рівні $\alpha = 1$. Будь-який показник $\alpha < 1$ дає ненадійну оцінку. Припустимо, що α неможливо зафіксувати шляхом спостереження, а для виміру застосовується фактичний показник β .

Враховуючи можливе неспівпадіння α та β можна визначити ймовірність β , пов'язану з різними значеннями показників α , які можуть бути такими:

- 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 враховувати, що $0 < q < r < 1$.

У подальшому виходимо з того, що усі позичальники фінансових ресурсів, які очікують отримання чистого прибутку від коректної оцінки їх посередниками, будуть надавати дані фінансовим посередникам. Факт оцінки позичальників посередниками є відкритою інформацією на ринку та бар'єром для інвестицій у фінансові інструменти позичальників, діяльність та фінансові інструменти яких не були оцінені фінансовими посередниками. Це дає можливість розрахувати максимальну очікувану корисність дій фінансових посередників.

Якщо запропоновані контракти схожі за винагородою, що спонукає до вибору $\alpha = 1$, надійність посередника буде безсумнівною. Ринок, на якому фінансові посередники продають інформацію, являє собою ринок досконалої конкуренції. Кожному фінансовому посереднику мають пропонувати винагороду, яка забезпечить йому як мінімум очікувану корисність, якщо він вибере $\alpha = 1$, що позначимо R .

Позичальники будуть намагатися мінімізувати очікувані витрати, але при цьому гарантувати кожному посереднику як мінімум прийнятний для нього заробіток. Конкуренція на фінансовому ринку за інформацію передбачає, що посередники із свого боку будуть шукати такі організаційні форми, які б зменшили витрати на виробництво інформації.

За умови відсутності побічних виплат позичальників фінансовим посередникам за розповсюдження неправдивої інформації всі фінансові посередники, вибираючи $\alpha = 1$, отримають винагороду тільки у випадку розповсюдження правдивої інформації про якість фінансових інструментів позичальників. Це дозволяє зробити припущення, що фактичний показник розподілу прибутку залежить тільки від витрачених зусиль.

Коли фінансові посередники працюють незалежно, то кожний з них оцінює та надає інформацію ринку про одного позичальника, а кожен позичальник співпрацює тільки з одним посередником. У цьому випадку рівень виплати кожному фінансовому посереднику залежно від значення фактичного показника β можна подати так:

$$\varphi(\beta) = \begin{cases} W, & \text{якщо } \beta = 1 \\ X, & \text{якщо } \beta = 0 \end{cases}, \quad (4.34)$$

де W та X – винагорода, виплачена фінансовому посереднику позичальником за проведену оцінку його фінансових інструментів.

Позичальник виплачує W , якщо $\beta = 1$, та X , якщо $\beta = 0$. Отже, очікувана винагорода для фінансового посередника, при виборі $\alpha = 1$, становить $rW + (1-r)X$, а завданням позичальника є мінімізація витрат.

Виходячи з цього, можна зробити такий висновок: якщо кожен позичальник, який пропонує ринку фінансові інструменти, співпрацює окремо з одним фінансовим посередником, оптимальна плата може бути запропонована кожному з фінансових посередників. За відсутності різниці між прогнозом посередника та реальним сигналом ринку про виникнення певних подій при фактичній перевірці невизначеність кінцевої винагороди посередника зникає. Таке розсіювання ризику приносить користь несхильному до ризику посереднику, який готовий прийняти зменшену винагороду в очікуваному вартісному вираженні.

Оскільки фінансові посередники, за нашим припущенням, несхильні до ризику, а їхня винагорода невизначена, 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 повною мірою, то слід очікувати диверсифікації вигод від об'єднання виплат. Щоб наголосити на можливій вигоді, припустимо, що кожен показник незалежний від будь-якого іншого.

Якщо внутрішній моніторинг безкоштовний, то у випадку, коли ідентичні посередники кількістю $N (> 1)$, які співпрацюють з N окремими фірмами і утворюють інтеграційне об'єднання, здійснюючи повну внутрішню перевірку діяльності один одного, посередники колективно визначають виробничу стратегію. Ця стратегія визначає кількість позичальників $n (< N)$, стосовно яких буде згенерована надійна інформація. Сумарні витрати потім рівномірно розподіляються між усіма фінансовими посередниками – учасниками інтеграційного об'єднання. Так, вклад кожного учасника дорівнює n/N , а сумарна винагорода посередника у кожному разі розподіляється рівномірно між N фінансовими посередниками. Такий рівномірний розподіл витрат та компенсаційних виплат логічно обумовлений, оскільки всі фінансові посередники є ідентичними. Результат такого механізму – повне усунення внутрішнього морального ризику недобросовісної поведінки. Позичальники ж все одно стикаються з моральним ризиком недобросовісної поведінки навіть при створенні компенсаційної системи рівної винагороди для посередників, з якими вони співпрацюють.

У цій ситуації внутрішній моніторинг являє собою здатність фінансових посередників – учасників інтеграційного об'єднання – розподіляти роботу між собою та контролювати стан виконання завдань, призначених для кожного з них. Дану функцію здійснюють внутрішні ревізійні комітети посередників.

Слід зазначити, що інтеграційні об'єднання фінансових посередників, що перевіряють діяльність позичальників будуть корисними у даному випадку, навіть якщо відсутня економія на масштабі при виробництві інформації. Щоб довести зазначену тезу, вважаємо, що об'єдналися два фінансові 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 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 обох посередників. Поки $r(1 - r) < q(1 - q)$, 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. Однак 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. Можна продемонструвати той факт, що застосування внутрішнього моніторингу між посередниками у інтеграційному об'єднанні дасть кращий результат, адже фірми нададуть перевагу співпраці з об'єднаними посередниками, ніж з незалежними.

Так, за умови об'єднання двох фінансових 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.

Якщо в рівнянні кожний позичальник обере такий варіант дій, який мотивуватиме посередника вибрати $\alpha = 1$ для обох фірм, ймовірність того, що посередник отримає K_1 дорівнює ймовірності отримання K_2 . У 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 неякісна, позичальник буде згоден заплатити високу ціну при умові, що 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 за фактом.

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 $K = [W + X]/2$.

У моделі, що пропонується, 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 несхильні до ризику, небажаним є більший спред винагороди. У випадку існування інтеграційних об'єднань з внутрішнім моніторингом мотивація посередників вибирати $\alpha = 1$ для першої фірми виникає 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 підтверджується 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 щодо якості фінансових інструментів кожного позичальника для інтеграційних об'єднань фінансових посередників з внутрішнім моніторингом завжди нижчі за очікувані витрати, що характерні для ситуації, при якій кожний 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 у цілому може бути вмотивоване для роботи, зазначене обмеження корисності кожного посередника може бути задоволене за рахунок менших витрат, які можна диверсифікувати. Все зазначене 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, припустимо, що два фінансові 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 неможливе. Оскільки посередники є ідентичними та не можуть спостерігати один за одним, сукупні доходи об'єднання будуть розподілені порівну.

У даному випадку процеси інтеграції відбуваються виключно з метою розподілу ризику. Для фінансових посередників підвищення додаткової очікуваної корисності від результатів випадкового збільшення своєї частини винагороди повинне щонайменше відповідати зменшенню багатства внаслідок підвищення витрат з $\alpha < 0$ до $\alpha = 1$. Однак збільшення сумарної винагороди розподіляється рівномірно

між посередниками в об'єднанні. Отже, на відміну від внутрішнього моніторингу, тепер перед посередниками виникають проблеми створення стимулів та фрірайдерства. Додатковий прибуток розподіляється, а зростання витрат, які воно створює, ні. Отже, з метою мотивації кожного посередника до 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 , якщо $\beta = 1$ 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 щодо якості фінансових інструментів кожного позичальника, що звертається до інтеграційного об'єднання, вищі ніж очікувані витрати, якщо посередники функціонують незалежно. Без внутрішнього моніторингу вибір інтеграційних об'єднань буде гіршим, ніж ситуація з незалежними посередниками. Всупереч тезі, яка часто зустрічається в економічній літературі про те, що поява об'єднань посередників – прояв бажання несхильних до ризику людей до об'єднання диверсифікувати ризику. Крім того, 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 із зростанням витрат на перевірку фірм та згладжуючим ефектом від диверсифікації.

Отже, фактичний розподіл 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. Отже, вигоди від диверсифікації не покривають необхідну компенсацію морального ризику недобросовісної поведінки.

4.4. РОЗВИТОК МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНКИ ОПТИМАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ ТА РІВНЯ ДИВЕРСИФІКОВАНOSTІ ІНТЕГРАЦІЙНОГО ОБ'ЄДНАННЯ ПОСЕРЕДНИКІВ НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ

Аналіз існуючих підходів до визначення ефективності інтеграційних об'єднань в економічній літературі дозволив визначити два напрямки:

- через оцінку впливу диверсифікаційних процесів у компанії на її вартість;
- через аналіз ефективності внутрішнього ринку капіталу.

Так, у рамках першого підходу 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 у роботах Ф. Вестона, А. Сью, В. Джонса [337] і А. Маккі-нлайя [297].

Якщо застосувати даний метод для оцінки необхідності включення нового фінансового посередника до складу інтеграційного утворення на фінансовому ринку, то можна визначити величину ефекту для інтеграційної структури як від зв'язаної, так і від незв'язаної диверсифікації.

Спочатку розраховується надмірна прибутковість як різниця між реальною і очікуваною дохідністю акцій кожного окремого фінансового посередника, як правило, на щоденній основі:

$$П_{jt}^n = РП_{jt} - НП_{jt}, \quad (4.35)$$

де $П_{jt}^n$ – надмірна прибутковість j -го фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, в t -му періоді;

$РП_{jt}$ – реальна прибутковість j -го фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, в t -му періоді;

$НП_{jt}$ – нормальна прибутковість j -го фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, в t -му періоді.

Далі розраховується середнє за визначеним сегментом фінансового ринку, тобто серед посередників, які мають намір увійти до інтеграційної структури, значення надмірної прибутковості:

$$P_t^{nc} = \frac{\sum_j P_{jt}^H}{N}, \quad (4.36)$$

де P_t^{nc} – середнє у визначеній групі посередників, готових до об'єднання в інтеграційну структуру, значення надмірної прибутковості в t -му періоді;
 N – кількість фінансових посередників у вибірці.

І наприкінці, розраховується накопичена надмірна прибутковість CAR :

$$CAR = \sum_{t=-m}^m P_t^{nc}, \quad (4.37)$$

де CAR – накопичена надмірна прибутковість;
 m – кількість днів до і після події $[-m; m]$ – вибраний часовий інтервал).

Отже, накопичена надмірна прибутковість являє собою середнє значення прибутковості для всіх фінансових посередників, що мають намір об'єднатися в межах певної інтеграційної структури на фінансовому ринку за вибраний часовий інтервал. Якщо отримана величина показника надмірної прибутковості позитивна, то таке об'єднання може оцінюватися ринком як ефективне.

Наступний показник – коефіцієнт нормальної прибутковості 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 зазначити, що даний проміжок часу не повинен перетинатися з відрізком часу, на якому безпосередньо вивчається ефект від входження нового фінансового посередника до інтеграційного об'єднання. Водночас 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 усіх ефектів від входження нового фінансового посередника до інтеграційного об'єднання на його ринкову вартість і при цьому не викликав змін в аналізованих даних. 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).

Для визначення нормальної (очікуваної) прибутковості застосовується дві групи моделей: статистичні і ринкові. Перший варіант статистичної моделі – модель середньої скорегованої прибутковості, в якій очікувана прибутковість для кожного дня горизонту спостереження події буде середнім значенням денної прибутковості, розрахованим на основі даних періоду оцінки:

$$НП_{jt}^a = \frac{\sum НП_{jn}^a}{n}, \quad (4.38)$$

де n – кількість днів періоду оцінки;

$НП_{jn}^a$ – денна прибутковість j -го фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;

У межах ринкової моделі нормальна прибутковість розраховується за формулою:

$$НП_{jt}^a = НРП_{jn}^a + \chi_j^a \cdot РП_{jn}^a + \varepsilon_{jt}, \quad (4.39)$$

де $РП_{jn}^a$ – ринкова прибутковість j -ого фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, за період оцінки тривалістю n ;

χ_j^a – чутливість j -го фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання, до середньої ринкової прибутковості;

$НРП_{jn}^a$ – неринкова прибутковість j -го фінансового 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 похибка.

Зазначена статистична модель дозволяє визначити лише напрям майбутньої зміни прибутковості досліджуваного посередника, не враховуючи зв'язок з іншими чинниками, які у свою чергу можуть істотно впливати на динаміку руху цін.

Виходячи із специфіки аналізу відповідно до цього методу, він більше придатний для визначення ефективності внутрішнього ринку капіталу інтеграційного об'єднання 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 такий вигляд:

$$q = \frac{PB_a + BB_3}{BB_a + BB_3}, \quad (4.40)$$

- де q – коефіцієнт Q-Тобіна для фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;
- PB_a – ринкова вартість активів фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;
- BB_3 – балансова вартість зобов'язань фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання;
- BB_a – балансова вартість активів фінансового посередника, який виявляє бажання увійти до інтеграційного об'єднання.

Якщо ринкова вартість активів співпадає з балансовою вартістю активів фінансового посередника, коефіцієнт Q-Тобіна дорівнює 1.

Якщо $q > 1$, це означає, що ринкова вартість перевищує балансову вартість активів фінансового посередника, з чого робиться висновок про включення до ринкової вартості деяких активів посередника, які не піддаються обліку, або їх неможливо оцінити. Таке значення коефіцієнта Q-Тобіна підштовхує учасників об'єднання 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 фінансового посередника менша, ніж їхня балансова вартість. Це означає, що ринок недооцінює цього фінансового посередника. Отже, можна зробити висновок про відсутність у нього вигідних потенційних можливостей

щодо включення до інтеграційного об'єднання, а в ринку немає перспектив розвитку такого фінансового інституту.

Показник Q-Тобіна фактично може бути використаний для вимірювання потенційних можливостей інтеграційного об'єднання. Чим його значення вище, тим вищими можна вважати потенційні можливості. Такий висновок заснований на результатах досліджень [239], в яких доведено, що медіанне значення Q-Тобіна для незалежних фірм, які займаються одним видом діяльності і оперують в одній і тій же галузі, згідно з тризначним кодом SIC може бути використане як індикативне значення для Q-Тобіна окремого сегмента диверсифікованої фірми.

Оскільки значення Q-Тобіна залежить від ринкової вартості фінансових посередників, тобто від очікувань фінансового ринку, надійність цього показника вимагає досить високого рівня розвитку останнього. Крім того, необхідно враховувати, що інфляція штучно знижує балансову вартість активів на протипагу його ринковій вартості, тому надійні оцінки величини Q-Тобіна можуть бути отримані лише для економік, що досягли макроекономічної стабільності. У даному контексті доречно навести Т. Еріксона та Т. Вітеда [260, 338], які вважають, що реальні зміни інвестиційних можливостей лише на 20–40 % описуються варіацією Q-Тобіна, а також В. Максимовича та Дж. Філіпса [298], які зазначають таке: якщо фірма є частиною інтеграційної структури, то продуктивність її активів залежить від загальних активів компанії. У 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 інтеграційних об'єднань 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 [42, 242].

Вивчимо можливість використання цієї моделі для визначення доцільності включення нових фінансових посередників до інтеграційної структури на фінансовому ринку.

Визначимо також ключові фактори формування вартості інтегрованого об'єднання посередників на фінансовому ринку. Так, у межах цього підходу вплив диверсифікації на величину потоку вільних грошових коштів, на які можуть розраховувати власники інтеграційного об'єднання фінансових посередників, можна оцінити за формулою:

$$\Delta ГП = \Delta ОО - \Delta РП - \Delta П - \Delta ІОК - \Delta ІДА + \Delta ЧБ, \quad (4.41)$$

- де *ΔГП* – приріст потоку вільних грошових коштів, на які можуть розраховувати власники інтеграційного об'єднання фінансових посередників внаслідок включення до нього нового члена;
- ΔОО* – приріст обсягів операцій на фінансовому ринку внаслідок збільшення обсягів продажів фінансових продуктів, виходу на нових клієнтів, поліпшення якості фінансових послуг, посилення конкурентної позиції інтеграційної структури і завоювання нею ролі лідера у певних сегментах фінансового ринку завдяки таким видам операційної синергії, як економія на гнучкості та нові можливості зростання;
- ΔРП* – 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;
- ΔП* – зниження відтоків на виплату податку на прибуток за рахунок оптимізації податкових виплат і зниження ефективної ставки оподаткування прибутків;
- ΔЮК* – зниження та оптимізація величини інвестицій в оборотний капітал;
- ΔЦА* – досягнення економії інвестицій в довгострокові активи за рахунок таких видів синергії, як економія на масштабах випуску і на гнучкості;
- ΔЧБ* – зміна чистого боргу за рік, що відображає результуючі виплати на адресу кредиторів та акціонерів фінансових посередників і включає витрати на виплату відсотків за боргами та 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 фінансових посередників до інтеграційної структури на фінансовому ринку в межах цього методу може бути здійснене в декілька етапів:

- на першому етапі проводиться кількісна оцінка ефектів диверсифікації;
- на другому етапі, враховуючи, що ці ефекти не повинні бути одноразовими, а покликані забезпечити відновлення потоку вигод, необхідно провести аналіз їх розподілу в часі та окреслити траєкторію їх руху: збільшуються чи зменшуються такі додаткові вигоди;

- 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 є обґрунтованість розрахунків та врахування всіх складових синергетичного ефекту диверсифікації, а серед недоліків – проблеми з прогнозуванням зазначених ефектів та складнощі з вибором ставки дисконтування.

Наступним підходом до визначення ефективності інтеграційних структур є методика пересічного тестування, заснована на фінансових мультиплікаторах, що запропоновані в роботі П. Бергера та Е. Офека [242]. Суть цього підходу полягає в порівнянні вартості диверсифікованої компанії з вартістю сфокусованих компаній, що ведуть бізнес в тих же галузях. Отримана різниця являє собою знижку або премію за диверсифікацію.

У контексті можливості оцінки необхідності включення нового фінансового посередника до складу інтеграційного утворення на фінансовому ринку даний підхід може бути реалізований у такій послідовності.

I етап. Для інтеграційної структури на фінансовому ринку визначаються сегменти ринку, в яких вона здійснює свою діяльність. Далі визначається група окремих самостійних фінансових посередників, що не входять до її складу, але ведуть бізнес у тих же сегментах фінансового ринку.

II етап. Знаходиться середнє або медіанне значення вартісного мультиплікатора для групи відокремлених фінансових посередників. Як вартісний мультиплікатор цілком обґрунтовано можна використовувати значення відношення загального капіталу фінансового посередника до зважувального показника ефективності його функціонування на ринку, наприклад, прибутку.

III етап. Отриманий мультиплікатор використовується як порівняння для розрахунку розрахункової вартості кожного сегмента інтеграційного об'єднання фінансових посередників, для чого підсумовуються отримані розрахункові вартості сегментів інтеграційної структури, зважені за їх відносним розміром для отримання розрахункової вартості об'єднання як єдиного цілого:

$$BB = \sum_{i=1}^n \frac{IP_i}{\sum_{i=1}^n IP_i} \cdot \left(\frac{B}{IP} \right)_i^{ss}, \quad (4.42)$$

- де BB – розрахункова вартість інтеграційного об’єднання фінансових посередників;
- IP_i – значення зважувального показника інтегрального результату (прибутку) для i -го сегмента фінансового ринку, в якому здійснює свою діяльність інтеграційне об’єднання фінансових посередників;
- n – кількість сегментів фінансового ринку, в яких здійснює свою діяльність інтеграційна структура;
- $\left(\frac{B}{IP}\right)_i^{ss}$ – середнє або медіанне значення вартісного мультиплікатора для групи відокремлених фінансових посередників;
- $(IP)_i^{ss}$ – середнє або медіанне значення зважувального показника інтегрального результату (прибутку) для групи відокремлених фінансових посередників;
- $(B)_i^{ss}$ – середнє або медіанне значення загального капіталу для групи відокремлених фінансових посередників, який розраховується за формулою:

$$B = PBK + LV_B,$$

де PBK – ринкова вартість капіталу групи відокремлених фінансових посередників.

IV етап. Оцінюється надлишкова вартість інтеграційного об’єднання фінансових посередників, за формулою:

$$HB = \ln\left(\frac{K}{BB}\right), \quad (4.43)$$

де HB – надлишкова вартість інтеграційного об’єднання;

K – загальний капітал інтеграційного об’єднання.

V етап. 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 в такий спосіб:

$$HB = \frac{K}{IP} - \sum_{i=1}^n w_i \cdot \left(\frac{K}{IP}\right)_i^{ss}, \quad (4.44)$$

де w_i – частка економічного результату сегмента 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 фінансового посередника, що працює на тому ж сегменті фінансового ринку, що і складова i інтеграційного об'єднання.

Порівнюючи наведені підходи до розрахунку надлишкової вартості, можна дійти до висновку, що в першому випадку розраховується відносний показник, в другому – абсолютний.

Необхідно визначити переваги та недоліки зазначеного підходу в контексті можливості його застосування для оцінки включення нового фінансового посередника до складу інтеграційного утворення.

По-перше, для деяких країн можуть виникнути проблеми статистичних баз, що дозволяють провести порівняння фінансових посередників між собою і підібрати аналоги для сегментів інтеграційної структури, які можна порівняти за фундаментальними факторами вартості. Крім того, вони повинні функціонувати в тих же сегментах фінансового ринку та котируватися на біржі в повному сенсі цього слова.

По-друге, в деяких країнах фінансові посередники не мають відзначати в своїй звітності те, в яких сегментах ринку функціонують всі їхні підрозділи, і представляти фінансові дані про напрями діяльності, що накладає значні обмеження на застосування даного підходу.

Серед позитивних сторін методики пересічного тестування, заснованої на мультиплікаторах, зазначимо її простоту, оперативність розрахунків та застосування багатьма науковцями як методики оцінки впливу диверсифікаційних процесів в інтеграційному об'єднанні на його вартість і методики аналізу ефективності внутрішнього ринку капіталу цього об'єднання.

Проаналізуємо існуючі методики аналізу ефективності внутрішнього ринку капіталу. Цей підхід детально викладений в роботах О. Ламонта [293], Х. Шина і Р. Шульца [321], Т. Вітеда [338], Д. Шевальє [246] та ін.

Зазначені методики можна використовувати для оцінки необхідності включення нового фінансового посередника до складу інтеграційного утворення на фінансовому ринку.

Одним з найбільш поширених пояснень дисконту, або так званої знижки за диверсифікацію, можна вважати неефективний розподіл

капіталу між підрозділами інтеграційного об'єднання [325], тобто існування недостатньо ефективних внутрішніх ринків капіталу.

Використовуючи дану логіку, ми можемо зробити висновок про те, що внутрішні ринки капіталу ефективно працюють лише тоді, коли це призводить до збільшення вартості інтеграційного об'єднання. Таким чином, ефективно працюючий внутрішній ринок капіталу буде індикатором ефективних процесів диверсифікації інтеграційної структури або включення до її складу нового фінансового посередника.

У науковій літературі [321] виокремлюють три групи методів оцінки ефективності внутрішнього ринку інвестиційного капіталу та відповідно ефективності процесів диверсифікації. Охарактеризуємо кожен з них у контексті визначення можливості їх використання для оцінки необхідності включення нового посередника до складу інтеграційного утворення на фінансовому ринку.

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 [317], Р. Гертнера, Е. Пауерса [272], С. Ена, Д. Деніза [234].

Охарактеризуємо ці показники більш детально. Перший з показників – це показник чутливості інвестицій інтеграційної структури до медіанного значення Q-Тобіна окремих самостійних фінансових посередників, що працюють в тому ж сегменті фінансового ринку, що й інтегрована структура. Сутність даного показника полягає у відображенні такої залежності: чим ефективніше інтеграційне об'єднання, тим більшою мірою його фінансові рішення повинні реагувати на зміни інвестиційних можливостей. Якщо внутрішні ринки капіталу ефективні рівно настільки, наскільки ефективні зовнішні фінансові ринки, то передбачається, що спостерігатиметься однакове співвідношення між фінансовими інвестиціями і коефіцієнтом Q-Тобіна як для інтеграційної структури, так і для відокремлених фінансових посередників.

Безпосередньо для оцінки ефективності внутрішнього ринку капіталу в економічній літературі [298] пропонується оцінювати таку регресію:

$$I = EZ \cdot \gamma + q \cdot \beta + \varepsilon, \quad (4.45)$$

- де I – інвестиції компанії;
 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 фінансових посередників, ніж для інтеграційної структури, то це означатиме, що інтеграційне об'єднання не реагує відповідним чином на зміни фінансових можливостей.

Інший показник ефективності, що розраховується з використанням регресійного аналізу, – чутливість інвестицій окремого фінансового посередника в межах інтеграційної структури до грошових потоків інших посередників в межах цього об'єднання. Результати досліджень Х. Шина і Р. Штульца [321] показують, що в тому випадку, коли внутрішній ринок капіталу інтеграційного об'єднання посередників ефективний, грошові потоки всього об'єднання повинні більшою мірою впливати на інвестиції окремого посередника, що інтегрується, ніж на власні грошові потоки. У даному випадку регресія набуває дещо 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. Готьє і М. Хамаді [270]. Ефективним внутрішній ринок 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. Штульцем, слід оцінювати фінансові можливості інтеграційного об'єднання через зростання виручки і коефіцієнт Q-Тобіна за окремими фінансовими посередниками, які входять до його складу. Натомість А. Готьє 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 капіталу в межах цього підходу стосовно обраного нами об'єкта дослідження має такий вигляд:

$$\frac{I_{ik}(t)}{TA_i(t)} = \alpha_1 \frac{CF_{ik}(t)}{TA_i(t)} + \alpha_2 \sum_{j \neq i \in K} \frac{CF_j(t)}{TA_i(t)} + \alpha_3 \theta_{ik}(t) + \alpha_4 \theta_K(t) + \alpha_5 \log TA_K(t) + \eta_K + \varepsilon_{ik}(t), \quad (4.46)$$

де $\frac{I_{ik}(t)}{TA_i(t)}$ – співвідношення інвестицій у капітальні активи окремого фінансового посередника і 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 фінансових посередників i інтеграційної структури K в році t до загальної величини активів фінансового посередника i в році t ;
- $\sum_{j \neq i \in K} \frac{CF_j(t)}{TA_i(t)}$ – сумарні грошові потоки фінансових посередників $j \neq i$ інтеграційної структури K в році t , зважені на загальну величину активів фінансового посередника i в році t ;
- $\theta_{ik}(t)$ – величина інвестиційних можливостей фінансового посередника i в році t ;
- $\theta_K(t)$ – величина інвестиційних можливостей інтеграційної структури K за межами фінансового посередника році t ;
- $\log TA_K(t)$ – логарифм сумарних активів фінансових 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 такому: якщо інтеграційні структури управляють своїм внутрішнім ринком капіталу, то інвестиції фінансових посередників – їх членів залежать від власних грошових потоків і грошових потоків інших фінансових посередників. У такому разі позитивне значення коефіцієнта α_2 означатиме, що в інтеграційному об'єднанні внутрішній ринок капіталу активний. Якщо ж інтеграційне об'єднання не перерозподіляє ресурси між його членами, то інвестиції посередника не залежатимуть від грошових потоків інших посередників і $\alpha_2 = 0$.

Ефективність внутрішнього ринку капіталу відповідно до цього підходу означає, що:

- а) інвестиції посередника повинні залежати від обсягу загальних ресурсів, які доступні інтеграційному об'єднанню;
- б) зростання фінансових можливостей посередника повинно сприяти збільшенню його інвестицій і автоматично призводити до зниження інвестицій інших членів інтеграційного об'єднання.

Отже, ефективність внутрішнього ринку капіталу характеризується виконанням таких 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 змушене вибирати, як розподілити ресурси. Ресурси будуть розподілені ефективно, якщо розмір інвестицій

визначатиметься тільки можливостями фінансових посередників – членів об'єднання. Якщо 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 фінансових можливостей їхніх підрозділів [234]. Чим сильніший взаємозв'язок між ними, тим більш ефективно фінансові інвестиції розподіляються всередині компанії.

У рамках даного підходу рішення має прийматися на основі показника відносного інвестування (*RINV*), що характеризує зважену за виручкою скореговану величину інвестицій членів об'єднання з високим Q-Тобіна, за винятком зваженої за виручкою скорегованої величини інвестицій в посередників з низьким Q-Тобіна.

$$RINV = \frac{\sum_{j=1}^k S_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) \right) - \sum_{j=n-k+1}^n S_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) \right)}{TS}, \quad (4.47)$$

де S_j – виручка фінансового посередника j ;

w_j – співвідношення виручки фінансового посередника j та загальної виручки інтеграційної структури;

I_j – інвестиції фінансового посередника j ;

$\left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss}$ – показник відношення інвестицій до виручки для медіанного

незалежного самостійного фінансового посередника, що оперує на тому ж сегменті фінансового ринку згідно з тризначним кодом *SIC*, що і фінансовий посередник j ;

TS – загальна виручка інтеграційної структури;

$\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss}$ – скореговане на сегмент фінансового ринку співвідношення інвестицій та виручки;

$\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right)$ – скореговане на сегмент фінансового ринку і компанію співвідношення інвестицій та виручки.

Наступний показник, що досліджується в рамках цього підходу, – це відносна додана за рахунок перерозподілу ресурсів вартість *RVA*. Для його розрахунку необхідно взяти величину інвестицій фінансового посередника – члена об'єднання – і зважити їх за різницею між медіанним значенням Q-Тобіна за сегментом ринку, до якого належить

фінансовий посередник, і за виручкою значення Q-Тобіна для інтеграційної структури в цілому.

Формально RVA розраховується за такою формулою:

$$RVA = \frac{\sum_{j=1}^n S_j (q_j - \bar{q}) \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} - \sum_{j=1}^n w_j \left(\frac{I_j}{S_j} - \left(\frac{I}{S} \right)_j^{ss} \right) \right)}{TS}, \quad (4.48)$$

де q_j – медіанне значення Q-Тобіна для відокремленого самостійного фінансового посередника, що оперує в тому ж сегменті фінансового ринку згідно з тризначним кодом SIC , що і фінансовий посередник j ;

\bar{q} – зважене за виручкою середнє значення Q-Тобіна інтегрованої структури.

Існує ще один варіант розрахунку показників $RINV$ і RVA , який досить схожий на вищезазначені, з тією лише різницею, що замість виручки використовуються активи [115]. Крім того, можна також розраховувати показник абсолютної доданої вартості за рахунок перерозподілу ресурсів (AVA), технологія розрахунку якого дещо відрізняється від RVA :

$$AVA = \frac{\sum_{j=1}^n BA_j (q_j - 1) \left(\frac{I_j}{BA_j} - \left(\frac{I}{BA} \right)_j^{ss} \right)}{BA}, \quad (4.49)$$

де BA_j – балансова вартість активів фінансового 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 у фінансових посередників з високим Q-Тобіна, ніж у посередників з низьким Q-Тобіна. У свою чергу це свідчення того, що внутрішні ринки інвестиційного капіталу об'єднання ефективно виконують покладені на них завдання і перерозподіляють ресурси на найбільш перспективні проекти.

Третій підхід до оцінки ефективності внутрішнього ринку капіталу оперує показниками, що характеризують надмірну вартість інтеграційного об'єднання в порівнянні з сукупністю відокремлених фінансових посередників. Слід відмітити, що вказаний показник надмірної вартості безпосередньо не пов'язаний з ефективністю внутрішнього ринку капіталу, однак він дозволяє визначити ступінь впливу ефективних внутрішніх ринків капіталу на збільшення вартості інтеграційного об'єднання. Докладно цей метод був розглянутий

в рамках першого підходу – оцінки впливу диверсифікаційних процесів у компанії на її вартість.

Отже, необхідно використовувати саме цей підхід. Він потребує певної модифікації, що забезпечить його використання саме для оцінки диверсифікаційних процесів посередників на фінансовому ринку. Однак використовувати в якості зважувального показника значення виручки або операційного прибутку неможливо для інтегрованих об'єднань фінансових посередників.

По-перше, виручка – це не фінансовий показник діяльності фінансових компаній, а більше результат діяльності промислових та торговельних компаній [242].

По-друге, з урахуванням того факту, що один з мотивів диверсифікації є оптимізація податкового навантаження, що передбачає перерозподіл доходів та видатків у 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 фінансових посередників, різну базу оподаткування, використання прибутку в якості зважувального показника, ми вважаємо необґрунтованим.

По-четверте, враховуючи загальну тенденцію до використання всіх можливих інструментів зниження податкового навантаження, значення офіційних показників прибутку різних сегментів фінансового ринку не можуть виступати об'єктивним орієнтиром, що дозволить справедливо визначати середні дані за сегментом.

Враховуючи вищезазначене, можна модифікувати розрахунок показника надлишкової вартості через використання в якості зважувального показника значень активів фінансових посередників, які будуть включені до інтеграційного об'єднання.

Рішення про включення нового фінансового посередника до складу інтеграційного утворення на фінансовому ринку слід приймати на основі модифікованого показника надмірної вартості (EV^*), який дозволяє визначити зміни в оцінці вартості фінансових посередників при переході їх від незалежного відокремленого функціонування на фінансовому 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 об'єднання на конкретному сегменті фінансового ринку.

$$EV^* = \frac{MV^{ik}}{AVA^{ik}} - \sum_{j=1}^n \frac{AVA_j}{AVA^{ik}} \cdot \frac{MV_j^{mm}}{AVA_j^{mm}}, \quad (4.50)$$

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

При позитивному значенні цього показника рішення про збільшення рівня диверсифікованості об'єднання слід визнати доцільним.

Отже, запропонована модифікація показника надлишкової вартості дозволяє використовувати його для оцінки ефективності диверсифікаційних процесів інтеграційних об'єднань посередників на фінансовому ринку.

ВИСНОВКИ

Посилення процесів фінансової інтеграції та фінансової конвергенції призвело до того, що різні суб'єкти фінансового ринку, які є неоднорідними за стратегіями розвитку, управління та особливостями фінансових продуктів, почали об'єднувати свої зусилля як на ринку фінансових послуг, так і на фінансовому ринку. На практиці вищезазначені процеси проявилися горизонтальною інтеграцією капіталу – формування внутрішньогалузевих зв'язків і вертикальною інтеграцією капіталу – об'єднання фінансових посередників різних видів. Усе це зумовлює формування нових підходів до класифікації фінансових посередників, зокрема, відповідно до запропонованої класифікації фінансових посередників, яка базується на поєднанні критеріїв фінансової інтеграції та фінансової конвергенції, обґрунтовані особливості спеціалізованих унітарних, висококонвергентних унітарних, спеціалізованих інтегрованих та висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників. При дослідженні процесу формування, агрегування і поширення ризиків у фінансових конгломератах виокремлено рівень фінансових посередників, що входять до фінансового конгломерату, і загальний рівень ризиків. Проведене дослідження дозволило стверджувати, що для вітчизняної фінансової практики поняття фінансового конгломерату є відносно новим, оскільки в Україні відсутнє нормативно-законодавче визначення фінансового конгломерату, а також не обґрунтовано засади нагляду за їхньою діяльністю.

Об'єктивні зміни суспільно-економічних відносин, які мають місце в Україні, є наслідком глобалізаційних та євроінтеграційних процесів. Інтеграція капіталу банків та небанківських фінансових установ, підвищення результативності його використання в перерозподільних процесах і реальному секторі економіки взаємопов'язані та невід'ємні від довгострокової стратегії формування моделі розвитку фінансового ринку України. За масштабами капіталу, здатністю мобілізувати та акумулювати грошові ресурси на внутрішньому та зовнішньому фінансових ринках, ефективно трансформувати заощадження в інвестиції, якістю надання відповідних фінансових послуг та здійснення банківських операцій сучасні інтеграційні об'єднання посередників на фінансовому ринку України здатні відповідати вимогам глобалізаційних викликів сьогодення.

Виникнення висококонвергентних інтегрованих фінансових посередників, які є принципово новим видом суб'єктів фінансового ринку, відбувається в результаті одночасного посилення конвергенції та активізації інтеграційних процесів. Найбільш тісна співпраця у процесі

конвергентно-інтеграційної взаємодії спостерігається між банківськими та страховими установами. Засади регулювання діяльності фінансових посередників у частині взаємних продажів і взаємного виробництва фінансових послуг у багатьох країнах визначили в основному односторонній розвиток цієї співпраці. Реалізація через банки нескладних в андеррайтингу стандартизованих страхових продуктів поширена у світовій практиці. Водночас просування банківських продуктів через збутові мережі страхових компаній застосовується менше. Еволюція конвергентно-інтеграційної співпраці відбувається поетапно: “автономна” діяльність – агентські відносини – партнерські відносини – кооперація – єдиний фінансовий сервіс. Враховуючи лідерство банківських установ у процесах фінансової інтеграції і фінансової конвергенції, фінансові конгломерати формуються навколо банків, а банківські послуги як складова інтегрованого фінансового продукту стають його ядром.

Процес становлення фінансових конгломератів в Україні слід поділити на декілька етапів: формування фінансово-промислових груп; посилення їх фінансового блоку; формування фінансових груп, входження міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок України; активна діяльність фінансових конгломератів на фінансовому ринку. Щодо фінансових груп як сегментів фінансового ринку, то найбільш поширеними в Україні є фінансові групи, що охоплюють банківський, страховий та інвестиційний сегменти фінансового ринку, тобто так звані фінансові групи “allfinance”. Охоплення вітчизняного фінансового ринку міжнародними фінансовими конгломератами відбувається у такому порядку: банківський – страховий – інвестиційний сегменти.

У процесі оцінювання впливу міжнародних фінансових конгломератів на фінансовий ринок встановлено, що в Україні функціонують фінансові конгломерати усіх груп: світові лідери, лідери регіональних фінансових ринків і претенденти на лідерство, які є найпотужнішими за розміром фінансовими посередниками відносно обсягів як вітчизняного фінансового ринку загалом, так і його банківського та страхового секторів.

У сучасних умовах якісного удосконалення ринкових відносин все більш вагомую роль в забезпеченні розвитку економіки країни, особливо її реального сектору, нарівні із розробкою та запровадженням сучасних технологій та нової техніки відіграє інвестиційний ринок. В Україні сьогодні існує тенденція формування банкоцентричної моделі розвитку інвестиційного ринку, про що свідчить значне переважання активів банківських установ з-поміж загальних активів інвестиційних

посередників, що здатні акумулювати тимчасово вільні ресурси в країні з метою забезпечення потреб економіки в інвестиціях. Тому в системі відтворення української економіки банківським інвестиціям належить важлива роль у відновленні і збільшенні економічного потенціалу, що забезпечує високі темпи економічного зростання. Функціонування інвестиційних консорціумів як сучасних інтегрованих структур значною мірою зумовлює підвищення рівня самостійності інвестиційного ринку, оскільки у таких посередників значно зростає обсяг внутрішніх фінансових потоків, які можуть бути спрямовані на обслуговування реального сектору економіки.

Слід зазначити, що важливе теоретичне значення має визначення ефективності функціонування диверсифікованих інтеграційних об'єднань на фінансовому ринку в умовах асиметрії інформації. Інтеграційні об'єднання – це більш ефективна структура не тільки для залучення, а й для розміщення ресурсів на ринку, ніж окремо функціонуючі фінансові посередники, з урахуванням необхідності контролю за об'єктами інвестування. Функції делегованого моніторингу з позиції інтересів інтеграційного об'єднання доцільно передавати банку.

Окремо слід зауважити, що фінансові посередники надають перевагу вступу до інтеграційного об'єднання в контексті оптимізації витрат на отримання достовірної інформації, її оцінку та інформування ринку щодо якості фінансових інструментів та надійності позичальників при наявності заснованої на компенсаційному механізмі системи внутрішнього взаємного моніторингу за діяльністю посередників у межах диверсифікованих інтегрованих об'єднань.

Отже, необхідність подальшого дослідження економічної сутності ковергентно-інтеграційних структур на вітчизняному фінансовому ринку, визначення їх функцій та місця в механізмі забезпечення економічного зростання, принципів формування внутрішньої архітекtonіки, методів та інструментів підвищення ефективності функціонування, розробки принципів та методів оцінки і прогнозування результатів діяльності важлива як з позиції урахування об'єктивних процесів глобалізації, міжнародного поділу праці, функціонуванням наддержавних фінансових інституцій та розвиток фінансового ринку України, так і адаптації національного економічного та політико-правового середовища до сучасних вимог у системі економічних відносин.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г. М. Фінансові потоки в системі економічних відносин / Г. М. Азаренкова. – Х. : Інжек, 2006. – 328 с.
2. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг / М. Ю. Алексеев. – М. : Финансы и статистика, 1992. – 352 с.
3. Американская социология. Перспективы. Проблемы. Методы / пер. : В. В. Воронин, Е. В. Зиньковский ; ред. Г. В. Осипов (вступ. ст.). – М. : Прогресс, 1972. – 392 с.
4. Афанасьев А. О. Гроші та кредит : конспект лекцій / А. О. Афанасьев, Т. Б. Кузенко, Р. А. Фісичкін. – Харків : ХНЕУ, 2006. – 180 с.
5. Банківська система України : Оцінка впливу іноземного капіталу на функціонування банківської системи [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://ukrbanking.com/articles/12> – 01.01.2009. – Назва з екрана.
6. 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 Є. О. – Київ, 2003. – 21 с.
7. Бланк И. А. Основы инвестиционного менеджмента : у 2 т. / И. А. Бланк. – К. : Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – Т. 1. – 536 с.
8. Бондаренко К. Хто й чим володіє в Україні [Електронний ресурс] / Кость Бондаренко. – Режим доступу : <http://www.nbuv.gov.ua/polit/03upsvu.htm>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
9. Бурденко І. М. Розкриття інформації про банківські ризики у фінансовій звітності / І. М. Бурденко, О. М. Пожар // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 7. – С. 52–55.
10. Василик О. Д. Державні фінанси України : підручник / О. Д. Василик, К. В. Павлюк. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Центр навчальної літератури, 2004. – 608 с.
11. Васильєва В. В. Фінансовий ринок : навч. посіб. / В. В. Васильєва, О. Р. Васильченко. – К. : Центр навчальної 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 / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Економічний простір : збірник наукових праць. – 2009. – № 28/1. – С. 77–85.
14. Васильєва Т. А. Суб'єкти інвестиційного ринку: характеристика, повноваження, проблеми функціонування / Т. А. Васильєва, С. В. Леонов, О. В. Макарюк // Вісник Сумського національного аграрного університету. – Серія “Економіка та менеджмент”. – 2009. – Випуск 5(36). – С. 3–9.
15. Васильченко З. М. До питання створення банківських холдингових груп / З. М. Васильченко // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. – Серія “Економіка”. – 2004. – Випуск 68. – С. 21–23.
16. Васильченко З. М. Конкурентний потенціал небанківських фінансових установ на ринку кредитних ресурсів / З. М. Васильченко, А. С. Криклій // Економіка та держава. – 2006. – № 10. – С. 8–11.
17. Васильченко З. М. Методологічні аспекти дослідження сутності банківських установ як фінансових посередників / З. М. Васильченко // Банківська справа. – 2008. – № 4. – С. 11–24.
18. Васильченко З. М. Об'єктивна зумовленість інтеграції банківського і промислового капіталу в світовій практиці / З. М. Васильченко // Банківська справа. – 2002. – № 1. – С. 49–58.
19. Васильченко З. М. Сучасні форми конвергенції в міжнародних фінансах / З. М. Васильченко // Вісник Київського університету імені Тараса Шевченка. – Серія “Економіка”. – 2002. – Випуск 61. – С. 100–103.
20. Васильченко З. М. Універсальний комерційний банк як центральна ланка фінансово-промислової групи / З. М. Васильченко // Банківська справа. – 2002. – № 5. – С. 42–51.
21. Васильченко З. М. Фінансова консолідація як сучасна тенденція розвитку банківського бізнесу / З. М. Васильченко // Світ фінансів. – № 3 (8). – 2006. – С. 60–70.
22. Васюренко Л. В. Взаємозалежність розвитку банківського сектору та інвестиційної діяльності в Україні / Л. В. Васюренко // Банківська справа. – 2007. – № 1. – С. 24–29.
23. Васюренко О. В. Ресурсний потенціал комерційного банку / О. В. Васюренко, І. М. Федосік // Банківська справа. – 2002. – № 1. – С. 58–65.
24. Васюренко О. В. Ризик як складова економічних процесів / О. В. Васюренко, О. В. Таран // Фінанси України. – 2005. – № 7. – С. 68–75.

25. Вдовиченко А. Функціонування венчурних фондів в Україні / А. Вдовиченко // Вісник НБУ. – 2009. – № 10. – С. 30–35.
26. Владимирова И. Г. Исследование уровня транснационализации компаний / И. Г. Владимирова // Менеджмент в России и за рубежом. – 2001. – № 6. – С. 99–115.
27. Власенкова Ю. Еволюція фінансових посередників: від банків до фінансових супермаркетів / Ю. Власенкова // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7. – С. 37–39.
28. Власенкова Ю. Финансовый супермаркет как стратегия развития международных финансовых посредников в условиях конкуренции / Ю. Власенкова // Рынок и услуги. – 2008. – № 5 (63). – С. 27–29.
29. Вовчак О. Стан та перспективи розвитку страхового ринку / О. Вовчак // Світ фінансів. – Випуск 1 (10). – 2007. – С. 106–114.
30. Вовчак О. Фінансові інструменти управління кризовим банківництвом в Україні / О. Вовчак, О. Галушак // Вісник НБУ. – 2010. – № 3. – С. 16–20.
31. Ворошилова И. В. Финансовый рынок как источник развития инвестиционного потенциала региональной экономики / И. В. Ворошилова, Д. Я. Родин // Финансы и кредит. – 2008. – № 19 (307). – С. 52–58.
32. Габидулин И. А. Bankassurance по-эсэнгеевски / Габидулин И. А., Лушниченко В. Н. // Мир денег. – 2007. – № 8 (86). – С. 54–59.
33. Галетова К. Український лізинговий ринок протягом нестабільного 2008 року [Електронний ресурс] / К. Галетова ; Українське об'єднання лізингодавців. – Режим доступу : <http://www.leasing.org.ua/ua/publications/best/?pid=291>.
34. Гаманкова О. Капіталізація страхового ринку України як прояв процесів глобалізації [Електронний ресурс] / О. Гаманкова. – Режим доступу : <http://www.soskin.info/ea.php?pokazold=20060509&n=5-6&y=2006>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
35. Геец В. Иностранный капитал в банковской системе Украины / В. Геец // Инвестиції: практика та досвід. – 2006. – № 13. – С. 6–10.
36. Гончаренко В. Кредитні спілки в системі суб'єктів фінансового ринку / В. Гончаренко // Банківська справа. – 2000. – № 4. – С. 24–28.
37. 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>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.

38. Гошовська О. В. Стратегічне управління підприємством на синергійних засадах [Електронний ресурс]: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.06.01 / Гошовська О. В. ; Нац. ун-т "Львів. Політехніка". – Львів, 2002. – 21 с.
39. Григоренко Є. Як у нас розвиваються недержавні пенсійні фонди / Є. Григоренко // Україна BUSINESS. – 2008. – № 12–13. – С. 3–5.
40. Гроші та кредит / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін. / за заг ред. М. І. Савлука. – К. : КНЕУ, 2001. – 602 с.
41. Грошово-кредитна статистика [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/Statist/sfs.htm>.
42. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / А. Дамодаран // М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
43. Данилова Т. Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка (институциональный подход) / Т. Н. Данилова // Финансы и кредит. – 2002. – № 8(98). – С. 10–25.
44. Дацюк Р. Банки станут агентами страховых компаний [Электронный ресурс] / Р. Дацюк. – Режим доступа : <http://www.strahovatel.com.ua/blog/main/528/>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
45. Дворецкая А. Е. Национальная модель рынка капитала как концепция типологии финансирования / А. Е. Дворецкая // Банковское дело. – 2007. – № 5. – С. 25–29.
46. Депозити, залучені депозитними корпораціями (крім Національного банку України) [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/Statist/sfs.htm>.
47. Директива ЄС щодо норм банківського законодавства від 15 грудня 1989 року [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
48. Дорош О. Л. Небанківські фінансові інститути в економічній системі України : дис. ... канд. екон. наук : 08.01.2001. / Дорош Оксана Львівна. – Львів, 2003. – 212 с.
49. Дьоміна О. Шлюбний період українських компаній / О. Дьоміна // Контракти. – № 9 від 01.03.2004. – С. 50–51.
50. Еклунд К. Эффективная экономика – шведская модель / К. Еклунд ; [пер. со швед.]. – М., 1991. – 250 с.
51. Ернест П. Обзор европейского рынка банковского страхования [Электронный ресурс] / Ернест Пол. – Режим доступа : <http://cee.milliman.com/en/perspective/published-articles/pdfs/>

- bancassurance-review-ukraine-PA30-09-08.pdf.- 01.09.2011. – Названіе с екрана.
52. Еш С. М. Фінансовий ринок : навч. посіб. / С. М. Еш. – К. : Центр навчальної літератури, 2009. – 528 с.
 53. Єпіфанов А. О. Банки з іноземним капіталом як можлива загроза для національної економіки / А. О. Єпіфанов, Ф. І. Шпиг // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей I Міжнародної науково-практичної конференції (25–26 травня 2006 р.). – С. 7–8.
 54. Єпіфанов А. О. Методологічні складові ефективного розвитку банківського сектору економіки України : монографія / А. О. Єпіфанов. – Суми : Університетська книга, 2007. – 417 с.
 55. Єпіфанов А. О. Стан і перспективи розвитку банківської системи України / А. О. Єпіфанов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2000. – Випуск 3. – С. 7–14.
 56. Єрмошенко А. М. Bancassurance як форма взаємодії страхових компаній і банківських установ / А. М. Єрмошенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – Т. 20. – С. 265–269.
 57. Єрмошенко А. М. Альтернативні стратегії інтеграції страхових організацій і банківських установ / А. М. Єрмошенко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 2. – С. 62–67.
 58. Єрмошенко А. М. Інформаційно-аналітичне забезпечення взаємодії страхових організацій і банківських установ / А. М. Єрмошенко // Актуальні проблеми економіки. – 2007. – № 10. – С. 59–66.
 59. Єрмошенко А. М. Порівняння основних моделей банківського страхування / А. М. Єрмошенко // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 3. – С. 167–175.
 60. Єрмошенко А. М. Теоретичні і практичні аспекти інтеграції страховиків і банків / А. М. Єрмошенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Вип. 22. – С. 230–240.
 61. Зав’ялова І. А. Стан та перспективи розвитку лізингового ринку в Україні / І. А. Зав’ялова, О. М. Фесик, С. В. Іванова // Наукові інтернет-конференції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://intkonf.org/zavyalova-ia-fesik-om-ivanova-sv-stan-ta-perspektivi-rozvitku-lizingovogo-rinku-v-ukrayini>.
 62. Загородній А. Г. Словник банківських термінів / А. Г. Загородній, О. М. Сліпушко, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко – К. : Аконт, 2000. – 605 с.

63. Изобрести велосипед [Электронный ресурс] / Игорь Лубчук // Комп&ньон от 21.02.2006. – Режим доступа : <http://www.companion.ua/Articles/Content?Id=8962>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
64. Интервью президента Ассоциации российских банков Гарегина Тосуняна радиостанции “Эхо Москвы” [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.arb.ru/site/press/>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
65. Исследование информационной прозрачности банков Украины в 2007 году: Развитие банковской системы и усилия регуляторов пока не привели к улучшению прозрачности : совместное исследование Stabdart & Poog`s и Агентства финансовых инициатив [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.standardandpoors.ru/Images/Pdfs/3786.pdf. – 01.09.2011. – Название с экрана.
66. Исследование информационной прозрачности банков Украины в 2008 году: Кризис ликвидности банковской системы ужесточает требования к прозрачности банков : совместное исследование Standart & Poog`s и Агентства финансовых инициатив [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.standardandpoors.ru/Images/Pdfs/4667.pdf. – 01.09.2011. – Название с экрана.
67. Інвестиції в основний капітал за 2000–2010 рр. [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
68. Индекс-Банк змінив назву на Креді Агріколь Банк [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://economics.unian.net/ukr/detail/81954>. – Назва з екрана.
69. Іноземні інвестиції в економіку України [Електронний ресурс] // Державний комітет статистики. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.
70. Інформація про власників істотної участі у банках України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/Shareholders.pdf. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
71. Калач Г. М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів / Г. М. Калач // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 62–69.
72. Каушан І. В. Вплив іноземного банківського капіталу на стабільність фінансової системи України / І. В. Каушан // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – Т. 20. – С. 304–313.

73. Кидуэлл Д. С. Финансовые институты, рынки и деньги / Д. С. Кидуэлл, Р. Л. Петерсон, Д. У. Блэкуэлл. – СПб : Питер, 2000. – 752 с.
74. Клапків Ю. Банкостраховання: нові виклики та можливості / Ю. Клапків, В. Тринчук // Страхова справа. – 2008. – № 3. – С. 55–59.
75. Клапків Ю. Формування новітньої банківсько-страхової бізнес-архітектури в Україні / Ю. Клапків // Ринок цінних паперів : вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2008. – № 1/2. – С. 47–57.
76. Кльоба Л. Фінансово-інвестиційний супермаркет – перспективний проект розвитку банків / Л. Кльоба // Інвестиції: практика та досвід. – 2005. – № 21. – С. 27–28.
77. Кныш М. И. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности / М. И. Кныш, Б. А. Перекаатов, Ю. П. Лютиков. – Санкт-Петербург : Бизнес-пресса, 1998. – 115 с.
78. Ковалев В. В. Финансовый анализ / В. В. Ковалев // Финансы и кредит. – 1998. – С. 36–40.
79. Ковалева Е. Риски в банках [Электронный ресурс] / Е. Ковалева. – Режим доступа : <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=540385&print=true>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
80. Козьменко С. М. Обмеження і межі присутності іноземного капіталу у вітчизняній банківській системі / С. М. Козьменко, Ф. І. Шпиг // Вісник Української академії банківської справи. – 2006. – № 2. – С. 105–109.
81. Козьменко С. Н. Проблемы слияний и поглощений коммерческих банков / С. Н. Козьменко, Ф. Линсли // Банківська система України: теорія і практика становлення : у 2 т. – Т. 1. – С. 55–62.
82. Комарницька Р. Г. Інвестиційна діяльність комерційних банків : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Комарницька Руслана Георгіївна. – Тернопіль, 2003. – 213 с.
83. Конопліна Ю. С. Недержавне пенсійне забезпечення як напрямок розширення банківської діяльності / Ю. С. Конопліна // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 58–65.
84. Контроль: інспектування, аудит, банківський нагляд : монографія / А. О. Єпіфанов, І. В. Сало, М. А. Єпіфанова. – Суми : Університетська книга, 2006. – 432 с.
85. Кормушка для роста [Электронный ресурс] / Елена Курдина // Компаньон от 22.02.2006. – Режим доступа : <http://www.companion.ua/Articles/Content?Id=8964>. – 01.09.2011. – Название с экрана.

86. Корнеєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках : монографія / В. В. Корнеєв. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
87. Корнеєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку : монографія / В. В. Корнеєв. – К. : Основа, 2007. – 192 с.
88. Корнеєв В. Банкоцентрична основа фінансового ринку України / В. Корнеєв // Економіка України. – 2008. – № 9. – С. 18–27.
89. Корнеєв В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України / В. Корнеєв // Економіка України. – 2007. – № 9. – С. 21–30.
90. Кредитна система України і банківські технології : навчальний посібник : у 3 кн. – Кн. 1 : Кредитна система України / ред. І. В. Сало ; НБУ. – Львів : ЛБІ НБУ, 2002. – 580 с.
91. Кредитна система України і банківські технології : навчальний посібник : у 3 кн. – Кн. 2 : Бухгалтерський облік. Банківський нагляд. Контроль та аудит / ред. І. В. Сало ; НБУ. – Львів : ЛБІ НБУ, 2002. – 392 с.
92. Крейдич І. М. Перспективи розвитку інститутів спільного інвестування в Україні / І. М. Крейдич // Інвестиції: практика та досвід. – 2007. – № 19. – С. 4–7.
93. Кремень В. М. Діяльність фінансових конгломератів на фінансовому ринку України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Кремень Вікторія Михайлівна. – Суми, 2009 – 243 с.
94. Кремень В. М. Виникнення і особливості діяльності фінансових конгломератів на світовому фінансовому ринку / В. М. Кремень // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 5. – С. 32–38.
95. Кремень В. М. Вплив міжнародних фінансових конгломератів на фінансово-економічну безпеку України // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції “Економічна безпека і проблеми господарсько-політичної трансформації соціально-економічних систем”. – Полтава : РВВ ПУСКУ, 2009. – С. 177–179.
96. Кремень В. М. Дискусійність сутності кредитного механізму та його складових елементів / В. М. Кремень // Збірник тез доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції до 30-річчя факультету банківського бізнесу Тернопільського національного економічного університету. – Тернопіль : Астон, 2008. – С. 60–61.
97. Кремень В. М. Діяльність міжнародних фінансових конгломератів на фінансовому ринку України / В. М. Кремень : Шевченківська весна: Економіка // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих вчених ; [за заг. ред. проф. В. Д. Базилевича]. – Вип. VII. – К. : Сталь, 2009. – С. 426–430.

98. Кремень В. М. Консолідація регулювання фінансового ринку: світова практика та перспективи в Україні / В. М. Кремень // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : ДНУ, 2008. – Вип. 246. – Т. 4. – С. 914–923.
99. Кремень В. М. Кредитний механізм: сутність та роль в економічному розвитку країни / В. М. Кремень // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – Т. 20. – С. 328–335.
100. Кремень В. М. Особливості використання концепції “bancassurance” у діяльності фінансових конгломератів / В. М. Кремень // Економічний простір : збірник наукових праць. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2008. – № 20/1. – С. 99–107.
101. Кремень В. М. Особливості діяльності транснаціональних корпорацій за сучасних умов / В. М. Кремень // Науковий вісник Державної академії статистики, обліку та аудиту. – 2005. – № 1. – С. 54–60.
102. Кремень В. М. Особливості кредитних відносин вітчизняних банків та суб'єктів господарювання / В. М. Кремень // Культура народів Причорномор'я. – 2007. – № 109. – С. 85–89.
103. Кремень В. М. Проблемні аспекти формування системи елементів кредитного механізму стимулювання розвитку економіки / В. М. Кремень // Вісник Хмельницького національного університету. – 2008. – № 3. – С. 128–131.
104. Кремень В. М. Роль банківського кредитування у стимулюванні розвитку економіки / В. М. Кремень // Проблеми розвитку фінансової системи України в умовах глобалізації : збірник праць III Міжнародної науково-практичної конференції аспірантів і студентів. – Сімферополь : Центр стабілізації, 2007. – 245 с. – С. 105.
105. Кремень В. М. Світова фінансова криза як фактор трансформації моделі фінансового конгломерату // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21–22 травня 2009 р.) : у 2 т. / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – Т. 2. – С. 48–50.
106. Кремень В. М. Світові тенденції консолідації регулювання фінансового ринку / В. М. Кремень // Матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції “Сучасні проблеми інноваційного розвитку держави”. – Дніпропетровськ : ПДАБА, 2008. – Т. 1. – С. 51–53.

107. Кремень В. М. Фінансовий конгломерат як форма інтеграції посередників на фінансовому ринку / В. М. Кремень // Формування єдиного наукового простору Європи та завдання економічної науки : Матеріали наук.-практ. конференції. Тези доп. (16–17 жовтня) ; відп. ред. С. І. Юрій. – Тернопіль, 2008. – С. 204–206.
108. Кремень В. М. Фінансові конгломерати в системі фінансових посередників / В. М. Кремень // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2009. – Т. 25. – С. 328–335.
109. Кривенко Л. В. Роль вітчизняної банківської системи в реалізації євроінтеграційного курсу / Л. В. Кривенко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. тез доповідей VII Всеукраїнської науково-практичної конференції (25–26 листопада 2004 р.). – С. 19–20.
110. Кривцун І. М. Інтеграційні процеси на страховому ринку України / І. М. Кривцун, А. В. Панченко // Логістика : зб. наук. пр. / відп. ред. Є. В. Крикавський. – Л. : Видавництво національного університету “Львівська політехніка”, 2007. – 512 с. – Вісник національного університету “Львівська політехніка”. – № 594. – С. 442–448.
111. Кузнецова Н. П. Конвергенция в сфере банковских услуг / Н. П. Кузнецова, Г. В. Чернова // Вестник СПбГУ. – Сер. 5. – 2001. – Вып. 4 (№ 29). – С. 129–136.
112. Кузьмінський В. О. Теоретичні основи інтеграції капіталів / В. О. Кузьмінський // Фінанси України. – 2003. – № 2. – С. 124–132.
113. Курно А. Исследование математических принципов теории богатства. Естественные монополии: теория и проблемы регулирования / А. Курно. – М. : Новый век, 2003. – 452 с.
114. Кучеренко В. Финансовый рынок Украины 96–97 – новый эпицентр отечественных и мировых инвестиций // Финансовая тема. – 1997. – № 7, 8. – С. 50–74.
115. Леонов С. В. Інвестиційний потенціал банківської системи України : монографія / С. В. Леонов. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – 375 с.
116. 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.
117. Леонов С. В. Науково-методичні підходи до розуміння сутності економічної категорії “інвестиції” / С. В. Леонов // Інструменти інвестиційного забезпечення соціально-економічного розвитку

- міста : монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук А. О. Єпіфанова, 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.
118. Леонов С. В. Оцінка вартості банківського бізнесу / С. В. Леонов, Д. В. Олексіч // Вісник СумДУ. – 2008. – № 1. – С. 155–160.
 119. Лилик О. Я. Bancassurance та перспективи його розвитку в Україні / О. Я. Лилик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 2. – С. 32–37.
 120. Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн центральної Європи : монографія / С. М. Козьменко, М. І. Макаренко, Ф. І. Шпиг ; ред. А. О. Єпіфанов. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – 109 с.
 121. Логинов Е. Л. Инвестиции в условиях экономической самостоятельности и коммерческого риска / Е. Л. Логинов // Экономические проблемы совершенствования развития хозяйственного механизма. – Краснодар, 1990. – С. 7–13.
 122. Луців Б. Банківська складова в економічному зростанні України / Б. Луців // Світ фінансів. – 2007. – № 1 (10). – С. 35–40.
 123. Луців Б. Л. Кредитно-інвестиційна діяльність банків України : дис. ... докт. екон. наук : 08.04.01 / Луців Богдан Любомирович. – Київ, 2004. – 467 с.
 124. Лютий І. Конкурентоспроможність банків в умовах глобалізації та лібералізації руху капіталу / І. Лютий, О. Юрчук // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 11. – С. 18–25.
 125. Лютий І. О. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України / І. О. Лютий, В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21–32.
 126. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність : навч. посіб. / Т. В. Майорова. – Київ : Центр навчальної літератури. – 2004. – 376 с.
 127. Макаренко М. І. Транскордонна міграція капіталу як фактор загострення міжнародної конкуренції на фінансових ринках / М. І. Макаренко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції (31 травня – 1 червня 2007 р.). – С. 65–67.
 128. Макдоналд У. Оцінка підготовленості України до запровадження єдиного регуляторного органу [Електронний ресурс] / Уна Макдоналд // Матеріали проекту розвитку ринків капіталу. – Режим доступу : www.capitalmarkets.kiev.ua/download/assessment_unified_regulator_july2006_ukr.pdf. – 01.09.2011. – Назва з екрана.

129. Макдоналд У. Перспективи нагляду на основі оцінки ризиків [Електронний ресурс] / Уна Макдоналд // Матеріали проекту розвитку ринків капіталу. – Режим доступу : http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/prospects_risk_based_supervision_july2006_ukr.pdf. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
130. Мандрик Р. Финансовые конгломераты: причины возникновения, достоинства, недостатки [Электронный ресурс] / Роман Мандрик, Максим Шеховцев. – Режим доступа : <http://www.fingames.com.ua/news/7062/>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
131. Маршалл А. Принципы экономической науки / А. Маршалл. – М. : Прогресс, 1993. – 415 с.
132. Мещеряков А. А. Аналіз економічної сутності понять “ринок фінансових послуг” та “ринок банківських послуг” / А. А. Мещеряков // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 5. – С. 31–35.
133. Мещеряков А. А. Теоретико-практичні засади побудови фінансового менеджменту банку / А. А. Мещеряков // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 6. – С. 53–57.
134. Мещеряков А. А. Формування та використання ресурсної бази банку / А. А. Мещеряков // Фінанси України. – 2006. – № 3. – С. 89–94.
135. Миллер Роджер Лерой Современные деньги и банковское дело : пер. с англ. / Роджер Лерой Миллер, Д. Ван-Хуз. Дэвид. – М. : ИНФРА-М, 2000. – XXIV. – 856 с.
136. Минина Т. И. Роль банков в формировании и развитии ФПГ России : дис. ... канд. экон. наук. / Минина Т. И. – М., 2000. – С. 31.
137. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок / Я. М. Миркин. – М. : Перспектива, 1995. – 536 с.
138. Миркин Я. Мегарегулятор / Я. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 14. – С. 38–45.
139. Міщенко В. І. Політика Національного банку у сфері прозорості структури та підвищення рівня капіталізації банківських установ / В. І. Міщенко, С. В. Науменкова // Економіка ринкових відносин. – 2008. – № 1. – С. 143–149.
140. Монтес М. Ф. “Азиатский вирус” или “голландская болезнь”? : теория и история валютных кризисов в России и других странах : пер. с англ. / М. Ф. Монтес, В. В. Попов. – Москва : Дело, 1999. – 135 с.

141. Москвін С. Інвестиційний ринок України та проблеми його державного регулювання / С. Москвін // Фінансовий ринок України. – 2010. – № 2 (76). – С. 3–9.
142. Москвін С. Інвестиційний ринок України: передумови та проблеми формування у контексті світової фінансової кризи / С. Москвін // Фінансовий ринок. – 2009. – № 3 (65). – С. 8–12.
143. Никифорова А. С. Немецко-русский словарь по бизнесу / А. С. Никифорова ; изд. 2-е, перераб. и доп. – М. : Цитадель-трейд ; Рипол-класик, 2003. – 448 с.
144. Новини ринку лізингу [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації “Українське об’єднання лізингодавців”. – Режим доступу : <http://www.leasing.org.ua/ua/news>.
145. Новини УАІБ [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/analituaib/year_analit_uaib.
146. О совершенствовании регулирования финансового рынка [Электронный ресурс] : аналитические материалы Комитета Государственной Думы РФ по собственности и Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев ; под научн. ред. В. С. Плескачевского и П. М. Ланскова. – Режим доступа : old.ffms.ru/attach.asp?a_no=921. – 01.08.2011. – Название с экрана.
147. О целесообразности создания мегарегулятора на российском рынке финансовых услуг [Электронный ресурс] : материалы к заседанию Комитета АРБ по денежно-кредитной политике и банковскому надзору. – Режим доступа : www.iwatermark.ru/site-arc/lgoti/smkrazrabotat/rabotabankovanaliticheskaya/. – 01.01.2009. – Название с экрана.
148. Об утверждении стратегии развития финансового рынка на 2006–2008 гг. и плана мероприятий по ее реализации [Электронный ресурс] / Распоряжение Правительства РФ от 1 июня 2006 г. № 793-р. – Режим доступа : <http://gov.consultant.ru/zip/034/034068.zip>. – Название с экрана.
149. Огляд ринку ІСІ [Електронний ресурс] / Режим доступу : http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf.
150. Орехов С. А. Методология статистического исследования деятельности диверсифицированных корпоративных объединений в России : дис. ... доктора экономических наук / Орехов С. А. – М., 2002. – С. 321.
151. Основи інвестиційно-інноваційної діяльності : навч. посіб. / ред. В. Г. Федоренка. – К. : Алерта, 2004.

152. Основні показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/dynamics.htm.
153. Паращак О. Огляд ринку автотранспортного страхування в Україні / О. Паращак, Н. Лисенко // Український науково-практичний журнал “Страхова справа”. – 2003. – № 1. – С. 52–66.
154. Пересада А. А. Фінансові інвестиції : підручник / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко. – К. : КНЕУ, 2006. – 728 с.
155. Підбиття попередніх підсумків діяльності ринків фінансових послуг України за 2007 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/finmarket_9m_2007.pdf. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
156. Податковий кодекс України [Електронний ресурс] : Кодекс України від 07.12.2000 № 2121-III зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14>. – Назва з екрана.
157. Подшиваленко П. Д. Совершенствование экономических отношений в строительстве и финансы / П. Д. Подшиваленко. – М. : Финансы и статистика, 1986. – 221 с.
158. Показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу : <http://www.aub.com.ua>.
159. 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>.
160. Полозенко Д. В. Розвиток пенсійної системи України / Д. В. Полозенко // Фінанси України. – 2009. – № 10. – С. 18–26.
161. Попова Т. Роль ФПГ в промисловій і інвестиційній політиці в Росії / Т. Попова // Политэконом. – 1996. – № 4. – С. 56.
162. Правительство США приняло план спасения Citigroup [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://lenta.ru/news/2008/11/24/citi/>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
163. Прасад И. Парадокс капитала / И. Прасад, Р. Раджан, А. Субраманьян // Финансы & развитие. – 2007. – Март. – С. 16–19.
164. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 07.12.2000 № 2121-III зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2121-14>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
165. Про інвестиційну діяльність [Електронний ресурс] : Закон України від 18.09.1991 № 1560-XII зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1560-12&print=1>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.

166. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо загальних підходів до застосування страховиками стрес-тестів [Електронний ресурс] : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 05.12.2006 № 6496. – Режим доступу : [http://www.dfp.gov.ua/63.html?&tx_ttnews\[pointer\]=80&cHash=fc6742824e](http://www.dfp.gov.ua/63.html?&tx_ttnews[pointer]=80&cHash=fc6742824e). – Назва з екрана.
167. Про затвердження Методичних рекомендацій щодо системи управління та розкриття інформації фінансовими установами [Електронний ресурс] : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 27.12.2005 № 5207. – Режим доступу : [http://www.dfp.gov.ua/63.html?&tx_ttnews\[pointer\]=120&cHash=41e4917ad0](http://www.dfp.gov.ua/63.html?&tx_ttnews[pointer]=120&cHash=41e4917ad0). – Назва з екрана.
168. Про затвердження плану заходів щодо виконання у 2007 р. загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу [Електронний ресурс] : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 07.03.2007 № 90-р. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=90-2007-%F0>. – Назва з екрана.
169. Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 12 “Фінансові інвестиції” [Електронний ресурс] : Наказ Міністерства фінансів України від 26.04.2000 № 91. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0284-00>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
170. Про затвердження Стратегічних напрямів діяльності Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України на період до 2008 р. [Електронний ресурс] : Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 05.04.2005 № 3841. – Режим доступу : [http://www.dfp.gov.ua/63.html?&tx_ttnews\[pointer\]=151&cHash=011b800b1f](http://www.dfp.gov.ua/63.html?&tx_ttnews[pointer]=151&cHash=011b800b1f). – 01.01.2009. – Назва з екрана.
171. Про недержавне пенсійне забезпечення [Електронний ресурс] : Закон України від 09.07.2003 № 1057-IV зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1057-15>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
172. Про страхування [Електронний ресурс] : Закон України від 07.03.1996 № 85/96-ВР зі змін. та доп. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=85%2F96-%E2%F0>. – Назва з екрана.
173. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні [Електронний ресурс] : Розпорядження Кабінету Міністрів України від

- 08.11.2007 № 976-р. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=976-2007-%F0>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
174. Програма діяльності Кабінету Міністрів “Назустріч людям” [Електронний ресурс] : Постанова КМУ від 04.02.2005 № 115, Постанова ВРУ від 04.02.2005 2426-IV. – Режим доступу : http://www.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=11639687&cat_id=60142. – 01.09.2007. – Назва з екрана.
175. Реверчук С. К. Фінансовий супермаркет – перспективна форма розвитку ринку фінансових послуг / С. К. Реверчук, Л. Г. Кльоба // Інвестиції: практика та досвід. – 2006. – № 13. – С. 28–30.
176. Рейтинг страхових компаній України ТОП 100 [Електронний ресурс] // Журнал forINSURER.com. – Режим доступу : <http://forinsurer.com/ratings>. – Названня з екрана.
177. Рейтман Л. И. Страхование дело / Л. И. Рейтман. – М., 1992. – 524 с.
178. Резнікова Н. Про специфіку фінансової кризи в Україні / Н. Резнікова // Персонал. – 2006. – № 3. – С. 84–89.
179. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2003 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/Zvit_DFP_2003.pdf. – Назва з екрана.
180. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2004 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/RK-4041.pdf>. – Назва з екрана.
181. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2005 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/files/RK-5907.pdf>. – Назва з екрана.
182. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2006 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dfp.gov.ua/files/RK-7572.pdf>. – Назва з екрана.
183. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2007 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/ZVIT_NA_SAIT_2007.pdf.pdf. – Назва з екрана.
184. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/richnyi_zvit_2008_1.pdf. – Назва з екрана.

185. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2009 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/uozk/PK_358_dod.pdf. – Назва з екрана.
186. Річний звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2010 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/smi/Ri4nyi_zvit_2010.pdf. – Назва з екрана.
187. Роуз Питер С. Банковский менеджмент / Питер С. Роуз. – М. : Дело, 1997. – 768 с.
188. Рынок “лимонов”: неопределенность качества и рыночный механизм [Электронный ресурс] / пер. Э. И Николаенко // Thesis, 1994. – № 5. – С. 91–104. – Режим доступа : http://igiti.hse.ru/data/413/313/1234/5_1_4Akerl.pdf.
189. Сало І. В. Проблеми українського ринку М&А на сучасному етапі його розвитку / І. В. Сало, Ю. М. Петренко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 96–103.
190. Самуэльсон П. Экономикс : у 2 т. / П. Самуэльсон ; пер.с англ. – М. : АЛГОН, Машиностроение, 1997. – Т. 1 – 334 с.
191. Сафронов С. Б. Финансовая конвергенция и финансовые конгломераты в мировом хозяйстве : автореф. дис. на соискание ученой степени канд. экон. наук : 08.00.14 / Сафронов Сергей Борисович. – СПб, 2010. – 21 с.
192. Світові фінанси : навчальний посібник / С. М. Козьменко [и др.]. – Суми : Університетська книга, 2002. – 116 с.
193. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія банків з недержавними пенсійними фондами / Л. Ю. Сисоєва // Економіка: проблеми теорії та практики. – 2008. – Випуск 244. – Т. 3. – С. 769–773.
194. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія банків та інститутів спільного інвестування в Україні: проблеми та перспективи / Л. Ю. Сисоєва // Механізм регулювання економіки. – 2008. – № 3. – Т. 2 – С. 267–271.
195. Сисоєва Л. Ю. Взаємодія лізингових компаній з банківськими установами щодо інвестиційного забезпечення відтворення економіки / Л. Ю. Сисоєва // Формування ринкових відносин в Україні : збірник наукових праць. – 2010. – № 4 (107). – С. 96–100.
196. Сисоєва Л. Ю. Інвестиційні групи як сучасний тип інтеграційних об'єднань на інвестиційному ринку України // Науковий вісник Полтавського університету споживчої кооперації України. – 2010. – № 4(43). – Ч. I. – С. 190–194. – Серія “Економічні науки”.

197. 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.– Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – Випуск 28. – С. 117–124.
198. Смоляр Ю. О. Особливості інвестиційної діяльності недержавних пенсійних фондів: зарубіжний досвід і вітчизняна практика / О. Ю. Смоляр, Г. М. Терещенко // Фінанси України. – 2008. – № 3. – С. 30–39.
199. Станіва К. М. Формування стратегічних альянсів у міжнародному економічному просторі [Електронний ресурс] : / НБУ ім. Вернадського, НПБ 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_Staniva.pdf.
200. Стародубровская И. ФПГ: иллюзии и реальность / И. Стародубровская // Вопросы экономики. – 1995. – № 5. – С. 38.
201. Страхування кредитних ризиків: цивільно-правові аспекти : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. юрид. наук : спец. 12.00.03 / Сабодаш Р. Б. – Київ. нац. ун-т ім. Т. Г. Шевченка. – К., 2007. – 19 с.
202. Структура кредитно-інвестиційного портфеля на 01.01.2010 [Електронний ресурс] / Асоціація українських банків. – Режим доступу : http://www.aub.com.ua/ua/2008.html?_m=publications&_t=rec&id=14717.
203. Сугоняко А. Если я беру доллар... / Александр Сугоняко // Бизнес, 2007. – № 20.
204. Терещенко Г. М. Перспективи розвитку кредитних спілок в Україні / Г. М. Терещенко // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 87–94.
205. Ткаченко Н. В. Інвестиційні діяльність страхових компаній України : дис. ... канд. екон. наук : 08.04.01 / Ткаченко Наталія Володимирівна. – Київ, 2004. – 196 с.
206. Тридід О. М. Концептуальні засади формування організаційно-економічного механізму антикризового управління банком / О. М. Тридід, В. Я. Вовк // Фінанси України. – 2009. – № 1. – С. 98–106.
207. Тринчук В. Перспективи розвитку страхового ринку у зв'язку зі вступом України до СОТ / В. Тринчук // Страхова справа. – 2005. – № 3. – С. 46–56.

208. Трудовые резервы [Электронный ресурс] / Петр Иванов// Комп&ньон от 22.02.2006. – Режим доступа : <http://www.companion.ua/Articles/Content?Id=8964>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
209. Угрин Л. Я. Інтеграційні процеси: міжнародний аспект / Л. Угрин // Вісник Львівського університету. Філософські науки. – 2002. – № 4. – С. 256–264.
210. УкрСиббанк [Матеріали офіційного сайту] [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrsibbank.com>. – Назва з екрана.
211. Уманців Г. В. Холдингові компанії та фінансово-промислові групи / Г. В. Уманців. – К. : ВІРА-Р “Альтерпрес”, 2002. – 429 с.
212. Федоренко В. Г. Інвестознавство : підручник / В. Г. Федоренко, А. Ф. Гойко. – К. : МАУП, 2000. – 408 с.
213. Фоменко А. В. Становлення промислово-фінансових об'єднань в Україні (теоретико-методологічні аспекти) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : 08.06.01 / Київський національний економічний ун-т. – К., 2001. – 20 с.
214. Формування великого приватного капіталу в Україні : наукове видання / Центр економічного розвитку ; О. Й. Пасхавер, Л. Т. Верховодова, Л. З. Суплін – К. : Міленіум, 2004. – 90 с.
215. Фурдичко Л. Є. Інститути спільного інвестування: міжнародний досвід, специфіка та розвиток в Україні / Л. Є. Фурдичко // Регіональна економіка. – 2009. – № 1. – С. 81–88.
216. Фурман В. М. Світовий досвід комплексного страхування банківських ризиків / В. М. Фурман // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 118–122.
217. Цветков В. А. ФПП в системе рычагов стабилизации экономики России : дис. ... канд. экон. наук : Цветков В. А. ; Институт проблем рынка (РАН).
218. Цыганов А. А. Интеграционные структуры банковско-страховых групп / А. А. Цыганов, П. А. Гришин // Финансы и кредит. – 2007. – № 36. – С. 51–57.
219. Шаповалов О. В. Інтернаціоналізація світової економіки через створення транснаціональних фінансово-промислових груп : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.02 / Шаповалов Олександр Володимирович. – Донецьк, 2008. – 188 с.
220. Шарп У. Инвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли ; пер. с англ. – М. : ИНФРА–М, 1997. – XII. – 1024 с.
221. Шелудько В. М. Фінансовий ринок / В. М. Шелудько. – К. : Знання, 2006. – 535 с.
222. Шкарпова О. Життя після поглинання / О. Шкарпова // Контракти. – № 16. – 17.04.2006. – С. 18–20.

223. Школьник И. О. Стратегия развития финансового рынка Украины : дис. ... докт. экон. наук : 08.00.08 / Школьник Инна Александровна. – Сумы, 2008. – 440 с.
224. Школьник И. О. Критерии идентификации финансового конгломерата: вітчизняний та європейський підходи / И. Школьник, О. Козьменко, В. Кремень // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 6. – С. 32–36.
225. Школьник И. О. Роль банков в процессе формирования национальной модели финансового рынка / И. О. Школьник // Вісник Української академії банківської справи. – 2008. – № 1. – С. 64–70.
226. Школьник И. О. Финансовый рынок Украины в контексте развития мировой финансовой системы : монография / И. О. Школьник. – Сумы : УАБС НБУ, 2007. – 98 с.
227. Школьник И. О. Финансовый рынок Украины: современный стан і стратегия развития : монография / И. О. Школьник. – Сумы : ВВП “Мрія-1” ; УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
228. Школьник И. О. Міжнародні фінансові конгломерати у банківському секторі України / И. О. Школьник // Вісник НБУ. – 2010. – № 2. – С. 32–36.
229. Шлапак О. Національний банк України має намір ввести консолідований нагляд за банківськими групами / О. Шлапак // Цінні папери України. – 2004. – № 18 (306). – С. 8–14.
230. Щукін Б. М. Інвестування : курс лекцій / Б. М. Щукін. – К. : МАУП, 2004. – 214 с.
231. Эрлих А.Р. Современные мировые системы в анализе Йохана Галтунга / А. Р. Эрлих // Социально-политические науки. – 1992. – № 2–3. – С. 36–37.
232. Яцентюк О. Особенности банковского страхования: мировой опыт и российские реалии / О. Яцентюк // Страхование дело. – 2006. – № 2. – С. 9–16.
233. Accueil Caisse d’Epargne [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.caisse-epargne.fr/index.aspx>. – Назва з екрана.
234. Ahn S. Internal Capital Markets and Investment Policy / Ahn S., Denis D.J. // Journal of Financial Economics. – 2004. – № 71. – P. 489–516.
235. Aig / American International Group, Inc. / Corporate Information [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.aigcorporate.com/index.html>. – Назва з екрана.
236. AIG реструктуризируют и разделят на три контролируемых государством бизнеса [Электронный ресурс]. – Режим доступа :

- <http://forinsurer.com/news/09/02/27/18140>. – 01.09.2011. – Название с экрана.
237. Allen F. Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing / Allen F., Gale D. // *Journal of Political Economy*. – 1997. – Vol. 105. – P. 523–546.
238. Allianz – Insurance, Asset Management and Banking worldwide : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <https://www.allianz.com/en/index.html>. – Назва з екрана.
239. Badrinath S. G. On the Measurement of Tobin's q / Badrinath S. G., Lewellen W. G. // *Journal of Financial Economics*. – 2004. – № 44. – P. 77–122.
240. Banque BNP Paribas / La banque d'un monde qui change : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.bnpparibas.com>. – Назва з екрана.
241. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards : a Revised Framework [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf>. – Назва з екрана.
242. Berger P. G. Diversification's Effect on Firm Value / Berger P. G., Ofek E. // *Journal of Financial Economics*. – 1995. – № 37. – P. 39–65.
243. Berghe L. Creating the Future with All Finance and Financial Conglomerates / Lutgart Berghe, Kurt Verweire. – Springer, 1998. – P. 223.
244. 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. – № 4. – P. 497–513.
245. 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.
246. Chevalier C. Analysis of Bancassurance and its status around the world / Marjorie Chevalier, Carole Launay, Berangere Mainguy // *Focus*. – 2005. – October. – P. 48.
247. Citi–Home [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.citigroup.com/citi/homepage/>. – Назва з екрана.
248. Citigroup уменьшится на треть для спасения от банкротства [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://lenta.ru/news/2009/01/14/citi/>. – Название с экрана.

249. 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 доступу : http://webs.wichita.edu/gcolak/ColakWhited_RFS.pdf.
250. Competition in the Financial Sector [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0945.pdf>. – Назва з екрана.
251. Corporate Presentation of Fortis [Electronic resource]. – Режим доступу : www.orgkomitet.com/announcement/program/presentation_pronk.ppt – 01.09.2011. – Назва з екрана.
252. Daley L. Corporate focus and value creation: evidence from spinoffs. / Daley L., Mehrotra V., Sivakumar R. // *Journal of Financial Economics*. – № 45. – 1997. – P. 257–281.
253. Danske Bank Group [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.danskebank.com/en-uk/Pages/default.aspx>. – Назва з екрана.
254. Desai H. Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. / Desai H., Jain P. C. // *Journal of Financial Economics*. – № 54 – 1999. – P. 75–101.
255. Deutsche Bank прогнозує помірне економічне зростання в Україні в 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.kreschatic.kiev.ua/ua/3322/news/1254487052.html>. – Назва з екрана.
256. 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.
257. Diamond D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring / Diamond D. W. // *Review of Economic Studies*. – 1984. – Vol. 51. – P. 393–414.
258. Diamond D. W. Liquidity, Banks, and Markets / Diamond D. W. // *Journal of Political Economy*. – 1997. – Vol. 105. – P. 928–956.
259. Dittmar A. Divestitures and Divisional Investment Policies / Dittmar A., Shivdasani A. // *Journal of Finance*. – 2003. – Vol. 58. – № 6. – P. 2711–2744.
260. Erickson T. Measurement Error and the Relationship Between Investment / Erickson T., Whited T. M. // *Journal of Political Economy*. – 2000. – Vol. 108. – № 5. – P. 1027–1057.
261. European Parliament and Council Directive 2002/87/EC of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives

- 73/239/ЕЕС, 79/267/ЕЕС, 92/49/ЕЕС, 92/96/ЕЕС, 93/6/ЕЕС, 93/22/ЕЕС, 98/78/ЕЕС and 2000/12/ЕЕС [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:035:0001:0027:EN:PDF>. – Назва з екрана.
262. Fama E. What's Different about Banks? / Fama E. // *Journal of Monetary Economics*. – Jan 85. – Vol. 15. – Issue 1. – P. 29–39.
263. Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe? [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07244.pdf>. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
264. Finance et Actionnaires /Home - Credit-Agricole : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.credit-agricole.com/Finance-et-Actionnaires>. – Назва з екрана.
265. Financial globalisation and emerging market capital flows. – Research Series Supervision no. 50. – Amsterdam : De Nenderlansche bank, 2003. – 32 p.
266. Financial Integration in Europe 2007 [Electronic resource]. – Режим доступу : www.ecb.eu/pub/pdf/other/financialintegrationineurope200703en.pdf. – Назва з екрана.
267. Financial Sector Convergence and Financial Market Supervision in the OECD Area. – INPRS, OECD. – 2002. – 42 p.
268. Flannery M. J. Debt Maturity and the Deadweight Cost of Leverage: Optimal Financing Banking Firms / Flannery M. J. // *American Economic Review*. – 1994. – Vol. 84. – № 2. – P. 320–331.
269. Fortune 500 Companies, Global Edition 2007 – World's Largest Companies [Electronic resource]. – Режим доступу : http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2007/full_list/index.html. – Назва з екрана.
270. Gautier A. Internal Capital Market Efficiency of Belgian Holding Companies / Gautier A., Hamadi M. // 2005. – Режим доступу : http://www.ires.ucl.ac.be/DP/IRES_DP/2004-37.pdf.
271. Generali Gruppo > Home : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.generali.com/generalicom/home.do>. – Назва з екрана.
272. 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. – P. 2479–2506.
273. Global 500 2008: Annual ranking of world's largest companies from Fortune Magazine [Electronic resource]. – Режим доступу :

- http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2008/full_list/index.html. – Назва з екрана.
274. Global 500 2009: Annual ranking of world's largest companies from Fortune Magazine [Electronic resource]. – Режим доступу : http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2009/full_list/. 01.09.2011. – Назва з екрана.
275. Global 500 2010: Annual ranking of world's largest companies from Fortune Magazine [Electronic resource]. – Режим доступу : http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2010/full_list/. 01.09.2011. – Назва з екрана.
276. Global 500 2011: Annual ranking of world's largest companies from Fortune Magazine [Electronic resource]. – Режим доступу : http://money.cnn.com/magazines/fortune/global500/2011/full_list/. 01.09.2011. – Назва з екрана.
277. Global Financial Stability Report : Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>. – Назва з екрана.
278. Global Risks Report 2009 [Electronic resource]. – Режим доступу : http://www.weforum.org/pdf/globalrisk/globalrisks09/global_risks_2009.pdf. – Назва з екрана.
279. Herring R. J. The Structure of Cross-Sector Financial Supervision / Richard J. Herring and Jacopo Carmassi // Financial Markets, Institutions & Instruments. – 2008. – Vol. – 17. – Issue 1 (February). – P. 51–76.
280. Holding Companies in Banking Groups [Electronic resource] : Reserve Bank of India Discussion Paper. – Режим доступу : <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/content/PDFs/79486.pdf>. – Назва з екрана.
281. Novakimian G. Do Financial Constraints Affect Internal Capital Markets? / Novakimian G. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=968305.
282. How Countries Supervise their Banks, Insurers and Securities Market 2007. – Central Banking Publications, 2007. – 370 p.
283. Identification of financial conglomerates [Electronic resource]. – Режим доступу : http://ec.europa.eu/internal_market/financial-conglomerates/supervision_en.htm#identification. – Назва з екрана.
284. Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. By: Bhattacharya, Sudipto. Bell Journal of Economics. – Spring79. – Vol. – 10 Issue 1. – P. 259–270.

285. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. By: Leland Hayne E.; Pyle, David H., *Journal of Finance*, May 77. – Vol. 32. – Issue 2. – P. 371–387. – 17 p. – 1 Diagram.
286. ING Group homepage: [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.ing.com>. – Назва з екрана.
287. Issues in the Unification of Financial Sector Supervision [Electronic resource]. – Режим доступу : www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00213.pdf. – 01.09.2011. – Назва з екрана.
288. Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review*. – 1986. – № 76. – P. 323–329 ; Jensen M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems // *Journal of Finance*. – 1993. – Vol. 48. – № 3. – P. 831–880.
289. John K. Asset sales and increase in focus. / John, K., Ofek, E. // *Journal of Financial Economics*. – № 37. – 1995. – P. 105–126.
290. 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.
291. Kist E. Integrated financial services – a framework for success: Synergies in insurance, banking, and asset management / Ewald Kist // *The Geneva Papers on Risk and Insurance*. – 2001. – Vol. 26. – № 3 (July). – P. 311–322.
292. Kowalewski O. Grupy bankowo-ubezpieczeniowe: strategie tworzenia, efektywność / O. Kowalewski // *Materiały i studia NBP*. – 1999. – № 91. – P. 10–14.
293. Lamont O. Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets // *Journal of Finance*. – 1997. – Vol. 52. – № 1. P. 83–109.
294. Lang L. Tobin's Q. Corporate Diversification and Firm Performance / Lang L., Stulz R. M. // *Journal of Political Economy*. – 1994. – № 102. – P. 1248–1280.
295. Leland Hayne E. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation / Leland Hayne E, Pyle, David H. // *Journal of Finance*. – 1977. – № 5. – 1977. – Vol. 32. – Issue 2. – P. 371–387.
296. Liebeskind J. P. Internal Capital Markets: Benefits, Costs, and Organizational Arrangements / Liebeskind J.P. // *Organization Science*. – 2000. – Vol. 11. – № 1. – P. 58–76.

297. MacKinlay A. C. Event Studies in Economic and Finance / MacKinlay A. C. // Journal of Economic Literature. – March 1997. – Vol. XXXV. – P. 13–39.
298. Maksimovic V. Conglomerate firms and internal capital markets / Maksimovic V., Phillips G. [Electronic resource] // Режим доступу : mba.tuck.dartmouth.edu/.../CH8-Conglomerates%2005-24-06.pdf.
299. Maksimovic V. Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Eviden / Maksimovic V., Phillips G. // Journal of Finance. – 2002. – Vol. 57. – P. 721–767.
300. 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.
301. Messyasz-Handschke A. Bancassurance – współpraca czy konkurencja/ A. Messyasz-Handschke // Bank i Kredyt. – 2002. – № 4. – P. 51–55.
302. Mishkin Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets / Mishkin Frederic S. Sixth Edition. Columbia University, 2001. – 737 p.
303. Mudambi R. MNE Internal Capital Markets and Subsidiary Strategic Independence / Mudambi R. // International Business Review. – 1999. – № 8. – P. 197–211.
304. Nordea [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.nordea.com/>. – Назва з екрана.
305. Old Mutual / Home [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.oldmutual.com/>. – Назва з екрана.
306. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. By: Grossman, Sanford J.; Stiglitz, Joseph E. // American Economic Review. – Jun80. – Vol. 70. – Issue 3. – P. 393. – 1 Graph (AN 4503384).
307. Operational Risk Management [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bcbs42.pdf>. – Назва з екрана.
308. Palia D The Impact of Regulation on CEO Labor Markets / Palia D // Rand Journal of Economics, 31 (Spring 2000). – P. 165–179.
309. Pandit V. Citigroup Financial Services Conference [Electronic resource] / Vikram Pandit. – Режим доступу : <http://www.citigroup.com/citi/fin/data/p090127a.pdf>. – Назва з екрана.

310. Popov V. Economies : Anglo-American Versus German-Japanese Model. Popov V. // Universität Kaiserslautern. – Kaiserslautern. – September, 1998. – 41 p.
311. Rabobank is committed to food and agribusiness : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.rabobank.com/content/>. – Назва з екрана.
312. Raiffeisen International Bank Holding AG [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : http://www.rbinternational.com/eBusiness/rzb_template2/677012584775275435-NA-NA-NA-9-DE.html. – Назва з екрана.
313. 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. – № 3 (Part 2). – P. 524–550.
314. Rajan R. The Cost of Diversity: the Diversification Discount and Inefficient Investment / Rajan R., Servaes H., Zingales L. // Journal of Finance. – 2000. – № 55. – P. 35–80.
315. 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). – P. 415–432.
316. Risk measurement within financial conglomerates : best practices by risk type. – Research Series Supervision no. 50. – Amsterdam : De Nederlandsche bank, 2003. – 32 p.
317. 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.
318. SEB [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.seb.se/pow/default.asp>. – Назва з екрана.
319. Servizi bancari e consulenza per famiglie e imprese. – Intesa Sanpaolo [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : http://www.intesasanpaolo.com/scriptl/bve/retail20/RetailIntesaSanpaolo/ita/home/ita_home.jsp. – Назва з екрана.
320. Seventh Council Directive 83/349/EEC of 13 June 1983 based on Article 54(3)(g) of the Treaty on consolidated accounts [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31983L0349:EN:NOT>. – Назва з екрана.
321. Shin H.-H. Are Internal Capital Markets Efficient? / Shin H.-H., Stulz R. // Quarterly Journal of Economics. – 1998. – Vol. 113. – № 2. – P. 531–552.

322. Simulating Financial Instability [Electronic resource]. – Режим доступу : www.ecb.eu/pub/pdf/other/simulatingfinancialinstability200809en.pdf. – Назва з екрана.
323. Spence M. Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution / Spence M. // *Journal of Economic Theory*, 7. – P. 296–332.
324. Standard Life plc [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.standardlife.com/>. – Назва з екрана.
325. Stein J. Agency, Information and Corporate Investment / Stein J. // *Handbook of the Economics of Finance*. Elsevier Science B. V. – 2003. – Режим доступу : <http://post.economics.harvard.edu/faculty/stein/papers/handbook-chapter-2003.pdf>.
326. Stirewalt B. D. Unification of financial sector regulators: the case of Kazakhstan / Bryan D. Stirewalt. – Central Banking Publications Ltd, 2004. – 103 p.
327. Swiss Re – Leading Global Reinsurer : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.swissre.com/>. – Назва з екрана.
328. The AXA Group Web Site – Home Page : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.axa.com/en/>. – Назва з екрана.
329. The Financial Development Report 2008 [Electronic resource] : World Economic forum. – Режим доступу : <https://members.weforum.org/pdf/annualreport/2008/AR08.pdf>. – Назва з екрана.
330. The Theory of 'Screening', Education, and the Distribution of Income. By: Stiglitz, Joseph E. // *American Economic Review*. – Jun75. – Vol. 65. – Issue 3. – P. 283.
331. VAB Більше ніж Банк! [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.vab.ua/rus/>. – Назва з екрана.
332. Van den Berghe L.A.A. Convergence in the Financial services industry / L.A.A. Van den Berghe, K. Verweire, V. M. Carchon. – OECD. – 1999. – 94 p.
333. Voutilainen R. Comparing alternative structures of financial alliances : Working Paper of Helsinki School of Economics / Raimo Voutilainen. – Helsinki School of Economics, 2004. – 19 p.
334. Welcome – The National Australia Bank Group – NABGroup [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.nabgroup.com/>. – Назва з екрана.

335. Welcome to Deutsche Bank Group! : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : http://www.db.com/index_e.htm. – Назва з екрана.
336. Welcome to Lloydtsb.com : [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.lloydstsb.com>. – Назва з екрана.
337. Weston F. Takeovers, restructuring and corporate governance / Weston F., Siu A, Johnson B. A. // Prentice Hall. – 2002. – P. 171–184.
338. Whited T. M. Is It Inefficient Investment That Causes the Diversification Discount? / Whited T. M. // Journal of Finance. – 2001. – Vol. 56. – № 5. – P. 1667–1691.
339. Willkommen bei der DZ BANK [Матеріали офіційного сайту] [Electronic resource]. – Режим доступу : <http://www.corporate-portal.dzbank.de/>. – Назва з екрана.

Наукове видання

Єпіфанов Анатолій Олександрович
Школьник Інна Олександрівна
Павелка Франтішек та ін.

ІНТЕГРАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ
НА ФІНАНСОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Монографія

Редактор *Г. К. Булахова*

Комп'ютерна верстка *Н. А. Височанська*

Дизайн обкладинки *Н. А. Височанська*

Підписано до друку 15.11.2012. Формат 60x90/16. Гарнітура Times.
Обл.-вид. арк. 13,72. Умов. друк. арк. 16,25. Тираж 100 пр. Зам. № 1166

Видавець і виготовлювач
Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи Національного банку України”
вул. Петропавлівська, 57, м. Суми, 40000, Україна, тел. 0(542) 61-93-37
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008