

фінансовому ринку. Головна проблема управління капіталом таких інвесторів – поєднання термінів вкладення активів з термінами пасивів. Для професійних же інвесторів важливо належно управляти ризиком вкладень облігацій, пов'язаним із коливанням відсоткової ставки.

Ці проблеми вирішує теорема про імунітет, яка вперше була доведена Самуельсоном. Теорема стверджує, що вказаний ризик можна хеджувати, вирівнюючи дорації активів і заборгованості. Це правило засноване на тому факті, що відсотковий ризик зростає із зменшенням ціни облігації і, навпаки, спадає з її зростанням, і що облігації з різними термінами до погашення реагують по-різному на зміну відсоткових ставок. Таким чином, якщо відсоткова ставка росте, дохід від реінвестування купонів зростає, але ринкова вартість облігації падає, і навпаки.

3.4. Ризики портфельного інвестування та методи їх зниження

Економіка України до сьогоднішнього часу знаходиться в стані інвестиційної кризи: ні вітчизняні, ні іноземні інвестори не поспішають вкладати гроші не тільки у виробництво, але й в акції промислових підприємств. Одна з основних причин – традиційно висока ризикованість українського ринку.

Ризик – це можливі збитки особи (суб'єкта ризику), понесені ним внаслідок деяких подій. У кожному випадку причиною збитків можуть бути випадкові події, що спричинили виникнення і реалізацію ризику. На жаль, єдиної методики вимірювання ризику не існує. Наприклад, для цінного паперу його можна визначити як середньоквадратичне відхилення (“сигма”) доходу від інвестицій у даний вид цінних паперів, віднесеного до суми інвестицій. Використати класичне визначення ризику сьогодні на українському ринку практично неможливо. Проте, в теоретичному плані подібне визначення корисне, а в перспективі навіть може стати інструментом реальних розрахунків.

Як правило, повністю позбутися ризику не можна. Можна, однак, управляти ним - зменшити, застосувавши методи управління.

До деякої міри весь ринок цінних паперів є гра з ризиками. Справа в тому, що якби по всіх цінних паперах були гарантовані дохід і повернення основних коштів, то завдяки змінам у котируванні вони вельми швидко вийшли б на одну і ту ж дохідність, після чого ринок став би абсолютно непривабливим для спекулянтів. Зникнення спекулянтів, як правило, приводить до зникнення ліквідності, а разом з нею і самого ринку (таким був "ринок" облігацій у радянські часи).

У сучасних умовах, навіть найбільш надійні папери - державні - схильні до ризику і не тільки внаслідок непередбачуваності кредитної і фінансової політики, але і внаслідок невизначеності розвитку інфляційних процесів і інших секторів ринку.

Найважливішу роль в управлінні ризиком грає інфраструктура фондового ринку, яка полягає в тому, щоб відділити різні види ризику один від одного і:

- перекласти певні види ризиків на неї;
- визначити відповідального за настання "страхової події";
- реалізувати відповідальність учасників за ризики.

Серед основних категорій ризиків виділяють прямі (безпосередньо пов'язані з купівлею-продажем або реалізацією угоди) і непрямі (пов'язані із забезпеченням проведення угоди).

Найважливіше правило інвестування полягає в тому, що прибуток від вкладень в цінні папери прямо пропорційний ризику, на який хотів йти інвестор. Прямий зв'язок між дохідністю цінних паперів і відповідним ризиком підтверджується світовою статистикою, більш ніж двохсотрічною історією обігу цінних паперів.

Щоб визначитися з класифікацією ризиків, необхідно зазначити, що перерахувати всі можливі конкретні ризики не можна хоча б тому, що їхня

кількість постійно зростає. Внаслідок цього доводиться класифікувати їх по певній ознаці.

Загальноприйнято класифікувати ризики за їхнім джерелом. Ця класифікація зручна з метою визначення відповідального за збитки. Виділяються наступні групи ризиків, що розрізняються по джерелах:

- комерційний - це ризик, джерелом якого служить невизначеність в майбутніх доходах/витратах, пов'язана із самим цінним папером. Очевидний приклад - невизначеність суми дивідендів по акціях. Інший можливий приклад - ризик банкрутства емітента, чиї папери придбані. Ця група ризиків є найбільш активною з точки зору ліквідності ринку цінних паперів;

- партнерський - це прямий ризик, пов'язаний з непередбаченими або неправомочними діями партнера по операції, який і став його джерелом. Типовий приклад - ризик невиплати постачання або відсутність постачання при виплаті. Звичайні кошти для забезпечення постачання платежу - резервування цінних паперів і грошових сум на спеціальних рахунках;

- структурний - ризик (як правило, непрямий), що породжується збоями в самій інфраструктурі ринку цінних паперів. Характерний приклад - неправильні проведення в реєстрі, помилки в ідентифікації суб'єкта, визначенні його прав або повноважень, не пов'язаних безпосередньо з операцією, що розглядається. Серед засобів управління цим ризиком використовуються такі, як регламентація дій учасників ринку, створення спеціальних страхових фондів, організація страхування тощо;

- форс-мажор - ризик, джерело якого лежить взагалі за межами можливого контролю сторін на ринку цінних паперів і його інфраструктури. Приклад - політичні потрясіння, що призводять до переділу власності, або стихійне лихо, що призводить до значних збитків. Боротися з ризиками цієї групи найбільш складно. Крім страхування і диверсифікації з метою виключення ризиків використовується моніторинг загальної ситуації і вихід з гри до настання кризи.

Як вже було сказано вище, ризик інвестування грошей в цінні папери - це ймовірність отримання збитків або недоотримання очікуваного доходу. Західні економісти розрізняють дві категорії ризику, що складають у сумі загальний ризик інвестицій: недиверсифікований (систематичний) і диверсифікований (несистематичний) ризики.

Систематичний ризик пов'язаний із загальною економічною і політичною ситуацією в країні і навіть в світі, зростанням цін на ресурси, загальноринковим падінням цін на всі фінансові активи. До категорії систематичних ризиків належать: ризик зміни відсоткової ставки, ризик падіння загальноринкових цін і ризик інфляції.

Ризик зміни відсоткової ставки особливо актуальний в умовах інфляції. При знеціненні грошей усе дорожчими стають нові позики, підвищується відсоткова ставка за борговими зобов'язаннями. Інвестор, який має цінні папери більш раннього випуску, опиняється в не вигідних для себе умовах, оскільки отримує відсотки за старими, меншими ставками.

Ризик падіння загальноринкових цін пов'язаний з падінням цін на всі цінні папери, що обертаються на ринку одночасно. Цей ризик відноситься передусім до акцій і є наслідком загальнодержавної стабільності.

Ризик інфляції зумовлений зміною купівельної спроможності грошей і призводить до того, що вкладення навіть у самі безпечні папери схильні до збитків.

Систематичний ризик досить точно прогнозується фундаментальними методами вивчення ринкової кон'юнктури. Аналіз кон'юнктури передбачає відстеження як поточного стану ринку, так і прогноз його розвитку. Спостереження, оцінка і виявлення тенденцій руху ринку об'єднані загальним поняттям "моніторинг".

Фундаментальні методи використовуються при довгостроковому прогнозуванні і базуються на аналізі сукупності макропоказників. При цьому враховуються стан і перспективи розвитку економіки загалом, можливі зміни в державному регулюванні виробництва і зовнішньої торгівлі, грошово-кредитна

політика уряду, покращення основних економічних показників, насамперед валового національного продукту. Беруться до уваги також попит на кредити, зростання грошової маси і інші чинники. Фундаментальні методи оцінки розвитку ринку цінних паперів можуть включати від декількох до тисячі показників.

Несистематичний ризик пов'язаний з фінансовим станом конкретного емітента цінних паперів. Оцінка його вимагає певних зусиль як з боку посередників ринку фінансових активів, так і з боку інвесторів. До категорії несистематичних відносяться: ризик ліквідності, галузевий і фінансовий ризики.

Отже, поняття систематичного і несистематичного ризиків дають можливість з'ясувати кілька важливих моментів []. По-перше, якщо дохідності цінних паперів не є абсолютно корельованими, то диверсифікація портфеля сприяє зниженню ризику портфеля за збереження його дохідності. По-друге, для диверсифікованого портфеля несистематичний ризик можна не враховувати, оскільки він наближається до нуля. По-третє, оскільки систематичного ризику уникнути неможливо, то саме цей ризик і слід аналізувати в процесі формування стратегії управління інвестиційним портфелем банку.

Ризик ліквідності пов'язаний з можливою затримкою реалізації цінного паперу на ринку. Інвестор повинен бути впевнений, що при необхідності він може продати свій цінний папір і перевести інвестований капітал у готівку. Фінансовий ризик - це збитки у зв'язку з нерентабельністю чи банкрутством емітента цінних паперів. Галузевий ризик пов'язаний із зміною стану справ в окремій галузі економіки. Кожна галузь періодично переживає народження, підйом, розквіт і занепад. Це зумовлене виснаженням яких-небудь ресурсів, зміною попиту на продукцію, загальним напрямом економічного розвитку. З метою зменшення ризиків інвестування необхідно враховувати різноманітні чинники, найважливішими з яких потрібно прийняти дохідність, оподаткування і термін фінансових вкладень.

У літературі існує безліч різних класифікацій ризиків. Представляє інтерес, наприклад, класифікація ризиків в залежності від діяльності інвестора, запропонована аналітичною групою інвестиційної компанії "АТОН" [138].

А. Зовнішні ризики, що виникають незалежно від діяльності інвестора:

- політичні ризики, при яких існує загроза втрати інвестором своєї власності або обмеження його прав через дії державної влади;
- соціальні ризики, при яких масові виступи або страйки можуть дестабілізувати ринки;
- стихійні ризики, засновані на вияві сил природи і лежать поза сферою діяльності людини;
- економічні ризики, пов'язані з різними стадіями економічного зростання (підйом, депресія, спад);
- інфляційні ризики, при яких відбувається знецінення вартості активів, що належать інвестору;
- ризики регулювання, що виникають при зміні чинного законодавства, наприклад, в сфері оподаткування.

Б. Внутрішні ризики, засновані на рішеннях інвестора по операціях на ринку:

- ринкові ризики, що виникають через мінливість ринкової кон'юнктури. Серед них можна виділити:
 - валютні - ризики зміни обмінного валютного курсу (виникають при вкладенні коштів у валютні цінні папери або папери з дохідністю, прив'язаною до курсу іноземної валюти);
 - відсоткові - ризики зміни відсоткових ставок на ринку. Як відомо, зростання ринкового рівня відсотка веде до пониження курсової вартості відсоткових цінних паперів, особливо облігацій з фіксованим відсотком;
 - цінові - ризики зміни ринкової ціни активів, викликані діями біржових спекулянтів ("биків" і "ведмедів");
 - інвестиційні ризики або бізнес-ризики, пов'язані з купівлею активів різних емітентів, наприклад, акцій якої-небудь компанії, яка може не виконати своїх зобов'язань.

В. Ризики ринкового середовища, засновані як на діях самого інвестора, так і діях інших учасників ринку:

- ризики інфраструктури - тобто ризики, що супроводжують купівлю-продаж активів або передачу прав на них. Серед них можна відмітити:
 - брокерські ризики, пов'язані з несумлінним виконанням брокером доручень клієнта;
 - технічні ризики - ризики при розрахунках, які викликані порушеннями правил постачання платежу чи зловживаннями і помилками;
 - ризики збереження активів, виникають при депозитарному зберіганні цінних паперів або веденні реєстру акціонерів;
 - кредитні ризики або ризики контрапартнера, зумовлені можливою нездатністю протилежної сторони виконати укладену операцію;
 - ризики ліквідності, що утруднюють реалізацію активів на ринку;
 - ризики фінансових інновацій, коли учасники ринку недостатньо добре представляють нові технології, що застосовуються ними, наприклад, ф'ючерси або свопи;
 - інформаційні ризики, засновані на використанні явно помилкової інформації, або такої, що неправильно інтерпретується.

Ризики групи А практично неможливо контролювати інвестору. Вони виникають незалежно від інвестиційних рішень, що приймаються ним, і фінансових інструментів, що використовуються. Ці ризики характерні для країни інвестування загалом. Управління даними видами ризиків полягає в постійному аналізі політичної і економічної ситуації, що складається, соціальної обстановки, динаміки інфляції, зміни законодавчої бази і націлено на прогнозування розвитку подій у майбутньому. Дослідження зовнішніх ризиків дозволяє визначати час виходу на ринок і відходу з ринку, а також перекидання коштів з одного ринкового сегмента на інший. Незважаючи на те, що інвестор своїми силами не може усунути джерело ризику, ретельний аналіз робить цей ризик більш передбачуваним і, отже, менш небезпечним.

Ризики групи Б виникають безпосередньо з рішень самого інвестора через розміщення своїх грошових коштів. Купуючи які-небудь цінні папери, інвестор завжди повинен представляти ринкові ризики, які полягають в тому, що ринкова ціна його активів може поменшати, і він понесе збитки. Крім того, компанія, в яку вкладаються кошти, може виявитися банкрутом, що призведе до втрати капіталу, що інвестується.

Ризики групи В залежать не тільки від дій інвестора, але і від дій інших учасників ринку. Наприклад, можна ухвалити вірне інвестиційне рішення, однак брокер, який буде проводити угоду допустить помилки, і всі старання інвестора підуть нанівець. Інвестором можуть бути втрачені активи по недбалості зберігаючого їх депозитарія або через помилки у веденні реєстру акціонерів. При здійсненні угоди може виявитися ризик контрагента, тобто якщо ви є продавцем, покупець може відмовитися від виконання прийнятих на себе зобов'язань і зірвати укладену угоду. Зниження ризиків ринкового середовища залежить від надійності ділових партнерів.

Ця класифікація дещо загальна: перераховані в ній ризики можна розділити на наступні підвиди: Інвестиційні ризики:

- галузевий ризик - ризик, пов'язаний зі специфікою окремих галузей;
- фінансовий ризик (його також називають ризиком підприємства) - ризик, пов'язаний з фінансовою стійкістю підприємства;
- промисловий ризик — пов'язаний зі станом окремих галузей промисловості.

До ринкових ризиків іноді відносять також:

- селективний ризик - ризик неправильного вибору цінних паперів для інвестування, особливо характерний для портфельного інвестування;
- тимчасовий ризик - ризик купівлі (продажу) цінних паперів в невідповідний час, що неминуче спричиняє за собою втрати.

Загальноприйнята класифікація ризиків ділить ризики, пов'язані з операціями з цінних паперів, на 3 основні групи:

- макроекономічні, галузеві, регіональні ризики;

- ризики підприємства;
- ризики управління портфелем і технічні ризики.

Ризики, пов'язані з операціями з цінними паперами, що наділені несистематичною складовою, представлені на рис. 3.6.

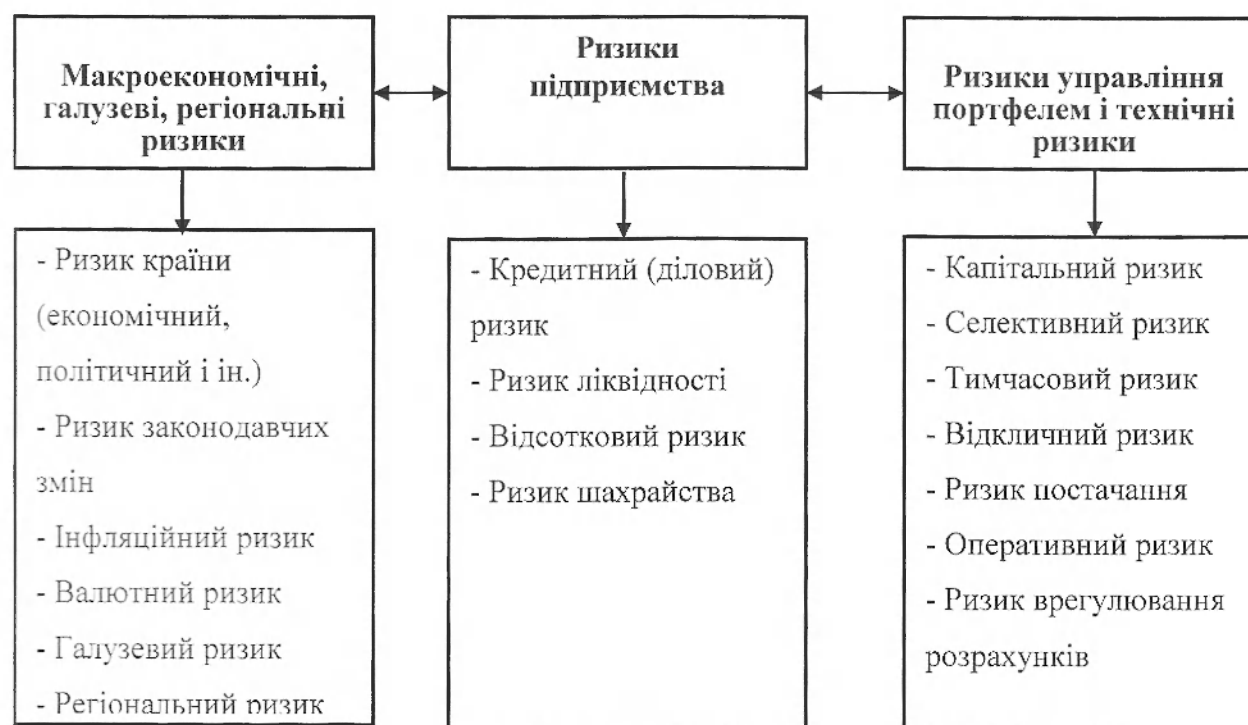


Рис. 3.6. Ризики операцій з цінними паперами (несистематична складова)

У даній схемі коментарів вимагають такі види ризиків як капітальний, відкличний, ризик постачання і операційний ризик.

Капітальний ризик - ризик істотного погіршення якості портфеля цінних паперів, що призводить до значних збитків і може торкнутися капіталу власника портфеля.

Відкличний ризик - ризик втрат для інвестора у випадку, якщо емітент відкличе відкличні облігації у зв'язку з перевищенням фіксованого рівня відсоткових виплат по них над поточним ринковим відсотком (може бути розглянутий як різновид відсоткового ризику).

Ризик постачання - ризик невиконання продавцем зобов'язань за своєчасним постачанням цінних паперів.

Операційний ризик - ризик втрат, що виникають у зв'язку з неполадками в роботі комп'ютерних систем, порушенням технології операцій з цінними паперами, низькою якістю роботи технічного персоналу, комп'ютерним шахрайством тощо.

З точки зору портфельного інвестора практично важливою нам видається класифікація ризиків на систематичні (що не піддаються диверсифікації при побудові портфелів) і несистематичні, які можна диверсифікувати. Один із варіантів такої класифікації наведений на рис. 3.7 (в дужках вказані відповідні ризики із попередньої класифікації).

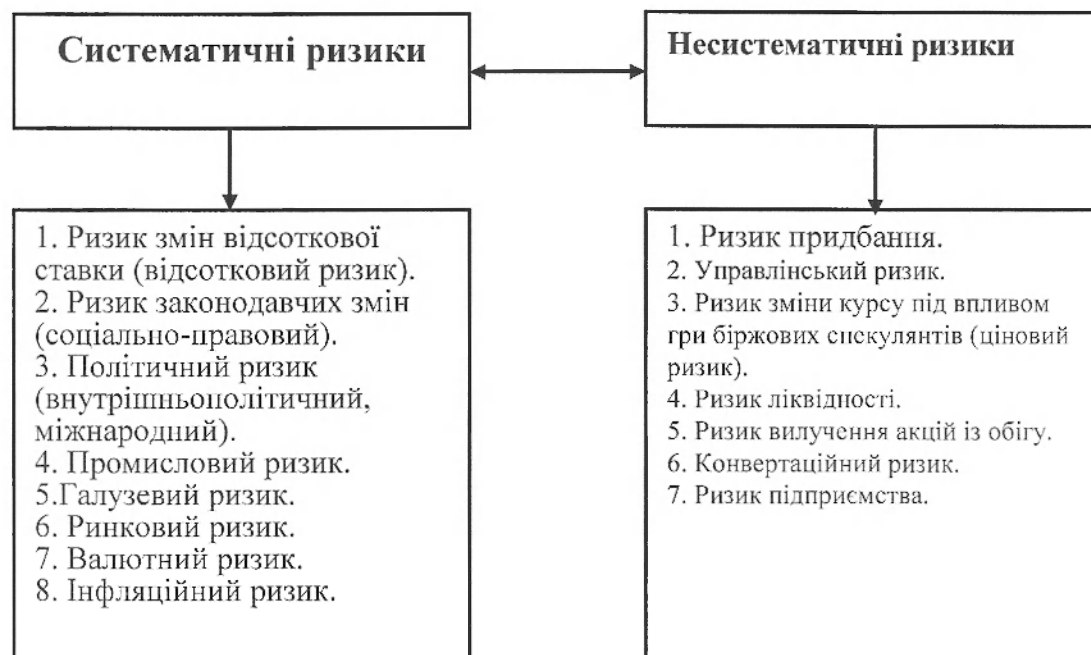


Рис. 3.7. Класифікація ризиків стосовно можливої їх диверсифікації

Під ринковим ризиком тут розуміється ризик втрат від зниження вартості цінних паперів, у зв'язку із загальними падінням ринку. Ризик придбання майже теж саме, що й селективний ризик. Управлінський ризик – ризик, що виникає через помилки управлінського персоналу підприємства-емітента; конвертаційний ризик – це ризик, який виникає при переведенні облігацій або акцій із привілейованих у прості.

У згаданій класифікації ризик підприємства був віднесений до систематичного, що, наш погляд, помилково. Крім цього, галузевий, ринковий,

і валютний ризик також несправедливо відносити до системних, так як вони можуть бути диверсифіковані за допомогою розумного розподілу (скажімо, галузевий ризик може бути зменшений, якщо включити в портфель акції підприємств різних галузей економіки, валютний – шляхом розподілу коштів між валютними цінними паперами і паперами, що котируються у національній валюті).

Існує багато різних трактувань поняття “ризик” стосовно фінансового ринку. За визначенням із [129] ризик – важливий параметр ринкової економіки, що відображає ймовірність (як об’єктивну так і суб’єктивну) отримання збитків або чистого прибутку в ситуації з декількома альтернативами. З даного визначення виходить, що ризик – категорія ймовірнісна. У математичній літературі розрізняють 2 види ймовірності:

- об’єктивна – коли ймовірність можна визначити за допомогою статистичних методів;
- суб’єктивна – коли необхідної для оцінки ймовірності статистики або просто немає, або бути не може.

У роботі [132] пропонується розрізняти категорії ризику і невизначеності.

Наявністю ризику характеризується ситуація, коли ймовірність настання небажаної події (ризикового випадку) відома заздалегідь, а поняття невизначеності вживається, коли об’єктивних даних, що дозволяють оцінити ймовірності настання ризикового виходу немає або недостатньо. Для перехідної економіки і нестаціонарного ринку характерні саме ситуації невизначеності.

Згідно з твердженням Френка Найта існує 3 типи ймовірностей:

Апріорна ймовірність – коли є абсолютно однорідна сукупність початкових спостережень, яка дозволяє однозначно передбачити вихід.

Статистична ймовірність - заснована на емпіричній класифікації фактів.

"Оцінки" – неможливість застосування обґрунтованого критерію для класифікації випадків, так як кожний випадок або унікальний, або неможливо

знайти достатньої кількості подібних прикладів, щоб знайти значення ймовірності.

Першому типу буде відповідати відсутність ризику, другому - власне ризик, а третьому – ситуація невизначеності. Надалі під ризиком буде розумітися як власне ризик, так і невизначеність. У міжнародній практиці розроблено кілька методів оцінювання якості цінних паперів. Серед найпоширеніших – фундаментальний і технічний аналіз, статистичні прийоми оцінки ризиків, комплексні методики визначення інвестиційних рейтингів емітентів, що подаються відомими рейтинговими агентствами [].

Однак, застосування українськими банками цих методів за умов розвитку сучасного фондового ринку в Україні суттєво обмежено.

Щодо методів оцінки ризику, то найпопулярнішими залишаються статистичні. Але одержати за допомогою цих методів достовірні результати щодо українських цінних паперів досить проблематично, оскільки переважає більшість емітентів тільки-но виходить на ринок, а тому історичної інформації про їхню діяльність та котирування їхніх акцій немає. У цьому зв'язку зазначимо, що для отримання надійних оцінок необхідно проаналізувати інформацію про динаміку ціни цінного паперу за 20-30 років. Брак такого масиву даних спричиняється до того, що з переважною більшістю цінних паперів пов'язується досить високий ризик. Фактично, за умов вітчизняного фондового ринку можуть бути застосовані лише методи фундаментального аналізу, які базуються на результатах макроекономічного та галузевого аналізу, а також передбачають проведення аналізу фінансового стану емітента та прогнозування ціни конкретного виду цінних паперів, на що і звертають увагу науковці [].

Вимірювання ризику фінансових інвестицій є багато системною проблемою як з погляду методики аналізу, так і з позицій ефективного управління інвестиційним портфелем. Методом кількісної оцінки інвестиційних ризиків та математико-статистичним моделям формування

ефективних портфелів присвячено багато праць зарубіжних і вітчизняних економістів [].

Зазначимо, що властивості портфеля відрізняються від властивостей окремих цінних паперів, зокрема щодо визначення ризикованості. На відміну від дохідності, ризик портфеля не обов'язково вимірюється середньозваженою величиною сукупності ризиків окремих портфельних інвестицій, оскільки різні цінні папери по-різному реагують на зміну кон'юнктури ринку. Загалом дохідність портфеля, яку сподівається одержати інвестор протягом певного періоду, є випадковою. Великою і тому його кількісна оінка не може бути однозначною. Загальновідомо, що відхилення фактичної дохідності окремих цінних паперів від очікуваної в багатьох випадках можуть взаємно погашатися, результатом чого стає зниження загального ризику портфеля з одночасним збереженням його дохідності. Тому ризик портфеля значною мірою залежить від кількості груп цінних паперів, які формують портфель, та від того, наскільки і в якому напрямі змінюватиметься їхня дохідність у разі зміни кон'юнктури ринку. Для визначення рівня взаємовпливу ризиків окремих цінних паперів використовують показники коваріації та кореляції.

На практиці для визначення міри ризику користуються різноманітними показниками, в основному статистичними величинами: дисперсія, стандартне відхилення, коефіцієнти кореляції і коваріації. Ці характеристики фінансових інструментів (як портфеля, так і окремої групи цінних паперів) показують, в якій мірі фактична дохідність може відрізнятись від очікуваної. Коротко охарактеризуємо основні статистичні показники ризикованості.

Найчастіше ризик фінансових інструментів оцінюють через стандартне відхилення та коефіцієнт β . Для обчислення цих показників досліджують статистичну сукупність, сформовану зі спостережень з динамікою ринкової ціни цінного папера за низку періодів.

Стандартне (квадратичне) відхилення є одним із показників варіації статистичної сукупності, показує величину відхилень значень усіх конкретних

спостережень від центру розподілу середнього значення статистичної сукупності) і обчислюється з формулою:

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (q_i - \bar{q})^2}$$

де q_i – значення дохідності цінного папера в i -тому спостереженні; $\bar{q}$ – середнє значення статистичної сукупності; n – кількість спостережень.

Рівень взаємовпливу на кількість зв'язку між двома статистичними сукупностями характеризують коефіцієнти коваріації та кореляції. Їх розраховують як для будь-яких пар цінних паперів, так і для окремого цінного папера та ринку в цілому.

Коваріацію можна подати як залежність:

$$\text{cov}(q, m) =$$

де $\text{cov}(q, m)$ – коваріація змінних q і m ; m_i – дохідність ринку (або іншого цінного папера) в i -тому спостереженні; $\bar{q}$ і $\bar{m}$ – відповідно середні значення досліджуваних статистичних сукупностей.

Коефіцієнт кореляції розраховується за формулою:

$$r =$$

де σ_q і σ_m – стандартні відхилення дохідності цінного папера та дохідності ринку відповідно.

Коефіцієнт β характеризує рівень дохідності окремого цінного папера відносно дохідності ринку в цілому. Розраховується як відношення коваріації дохідності цінного папера та ринку до дисперсії дохідності ринку:

$$\beta =$$

де β – коефіцієнт бета цінного папера; $\text{cov}(q, m)$ – коваріація дохідностей цінного папера та ринку; σ_m^2 – дисперсія ринку.

Для ринку β -коефіцієнт беруть за одиницю, а кожна група цінних паперів має індивідуальний β -коефіцієнт, який є індексом їхньої дохідності щодо середньої дохідності ринку цінних паперів. За економічним змістом β -коефіцієнт показує, наскільки зміниться дохідність фінансового інструменту внаслідок зміни очікуваної дохідності ринку на 1%. Для цінного папера $\beta < 1$ зміни кон'юнктури ринку меншою мірою позначатимуться на його дохідності, тоді як дохідність інструменту з $\beta > 1$ змінюватиметься більше, ніж дохідність усього ринку.

Таким чином, за економічним змістом вищі значення показників стандартного відхилення та β -коефіцієнта цінного папера, тим вищий і пов'язаний з ними ризик. При цьому стандартне відхилення характеризує ризик цінного папера в абсолютному вимірі (у термінах дохідності), а β -коефіцієнт – у відносному (стосовно ринку).

Всі відомі методи зниження ризиків можна віднести до одного з наступних:

- диверсифікація ризиків;
- хеджування (особливий випадок диверсифікації);
- лімітування;
- перенесення ризиків на іншу особу за допомогою гарантій або страхування;
- розподіл ризиків між великою кількістю осіб ("диверсифікація навпаки");
- спеціальні механізми торгівлі і укладання угод, що знижують імовірність втрат за рахунок ускладнення і подорожчання технічних процедур;
- отримання додаткової інформації;
- портфельне інвестування (як застосування принципу диверсифікації).

Розглянемо коротко кожний з цих методів.

Диверсифікація ризиків полягає в тому, щоб існуючі активи вкласти в різні проекти (в цьому випадку – в різні папери), щоб була можливість передбачати втрати. Однак зниження невизначеності відбувається не завжди.

Справа в тому, що якщо яка-небудь зовнішня подія в однаковій мірі впливає на дохідність різних паперів, то це викликає відповідну зміну дохідності портфеля, складеного з цих паперів. Тому ключовим моментом в оцінці ефекту диверсифікації є кореляція дохідності цінних паперів. Диверсифікація найбільш ефективна, коли портфель складений з цінних паперів з некорельованою дохідністю, тоді зміни дохідності цінних паперів взаємно компенсують одна одну.

Одна із форм диверсифікації – хеджування. Хеджуванням (hedging) називається підхід, при якому свідомо використовується протилежна реакція різних паперів на одну і ту саму подію. Він заснований на такому розподілі активів, при якому сумарний вплив тієї або іншої події на їхню вартість виявився нульовим.

У такому випадку ми повністю нейтралізуємо ризик втрат від цієї події, хоч і відмовляємося від можливого прибутку. Класичний приклад хеджування – купівля валютного ф'ючерсного контракту, що компенсує можливі втрати (і прибутки!) від непередбачуваної зміни валютного курсу. Портфель, в якому нейтралізований ризик, викликаний тією або іншою подією, називається збалансованим по відношенню до даного ризику.

Лімітування полягає в завчасному обмеженні можливих втрат. Наприклад, у системі електронних торгів на біржі брокер може таким чином налаштувати свою систему, щоб при зниженні ціни акції до вказаної відмітки відбувався автоматичний продаж.

Перенесення збитків на іншу особу за допомогою гарантій або страхування коментарів не вимагає. Зазначимо тільки, що той, що страхується, не зменшує свої середні втрати, а тільки робить їх більш передбачуваними. Страхувальник же фактично займається диверсифікацією ризиків, укладаючи договори з різними страхувальниками і страхуючи різні ризики.

Розподіл ризиків між великим числом осіб ("диверсифікація навпаки") відбувається при створенні різного роду спільних страхових пулів або фондів, у яких бере участь багато осіб.

При цьому збиток перерозподіляється на всіх, і хоч для кожного з них у середньому не зменшується, але стає більш передбачуваним. Так само відбувається і при перестрахованні ризиків.

Спеціальні механізми торгівлі і виконання операцій – резервування коштів на купівлю цінних паперів (валюти), депонування цінних паперів, що виставляються на продаж, використання механізму маржевих внесків в клірингову палату тощо – використовуються в основному на високоорганізованих ринках типу бірж. Ці механізми знов-таки лише створюють ілюзію усунення збитків. Насправді за рахунок заморожування коштів вони дозволяють лише зменшити ці ризики і зробити їх регулярними.

Отримання додаткової інформації. Асиметрія інформації або її недолік у однієї із сторін операції – один з найважливіших чинників ризику, особливо в українських умовах. Український фондовий ринок поки що інформаційно непрозорий, і інвестор вимушений купувати "кота в мішку", що, природно, підвищує ризик втрат. Застосування принципу обов'язкового розкриття інформації, збільшення частки державного регулювання дозволить зменшити даний вигляд ризику.

На розвинених ринках використовуються всі перераховані механізми управління ризиками, кожний – в конкретних умовах. Комбінація даних механізмів дозволяє усунути невизначеність розміру збитків (але не самі збитки) у всіх видах ризику, крім комерційного.

Надалі буде детально розглянутий такий спосіб зниження ризиків як портфельне інвестування. Заснований на принципі диверсифікації, він дозволяє створювати інвестиційні інструменти (портфелі цінних паперів) із заздалегідь заданими властивостями і відношенням "дохід – ризик".

Висновки до розділу 3

На основі проведеного дослідження питань портфельного інвестування банків, загальних проблем формування портфеля цінних паперів, оцінки ризику при портфельному інвестуванні можна зробити такі висновки:

1. Основним джерелом й інструментом підтримки банківської ліквідності та платоспроможності є інвестиційний портфель. Інвестиційний портфель ми розуміємо як портфель з набором цінних паперів, що входять до нього, випущених урядом, місцевими органами влади, недержавних боргових зобов'язань, акцій і облігацій, акціонерних товариств, похідних фінансових інструментів, деривативів й інших видів цінних паперів.

2. За відсутності всієї повноти фінансових інструментів ринкової економіки багато вітчизняних банків не відчували ще у своїх підприємницьких успіхах всієї рушійної дії чинників ліквідності. Ліквідність є як необхідною та обов'язковою умовою платоспроможності, контроль за дотриманням якої є основним у діяльності банку. Існує два підходи до характеристики ліквідності: розуміння ліквідності як запасу або як потоку. Вимір ліквідності як запасу передбачає оцінку активів, котрі можна перетворити в готівку. При розгляді ліквідності як потоку звертається увага на можливість забезпечення обігу, менш ліквідних активів на більш ліквідні, а також припливу додаткових ресурсів. Вважаємо, що для оцінки ліквідності комерційного банку потрібно в сукупності розглядати поточну ліквідність балансу банку (запас) й перспективну ліквідність (потік).

3. Розрахунок показників рівня ліквідності, рекомендованих Національним банком України, здійснюється на підставі аналізу статей балансу банку. Це дає тільки часткову оцінку рівня ліквідності, оскільки для отримання вичерпних результатів необхідно провести аналіз, прогнозування та планування з врахуванням різних періодів діяльності банку. Незважаючи на те, що банки приділяють дедалі більше уваги питанням ліквідності, до цього часу не має доступної формули, яка б скрізь застосовувалася для визначення потреб банку в ліквідних коштах. Необхідна сума ліквідності окремо взятого банку залежить від коливань загальної суми вкладів і попиту на кредит.

4. Встановлено, що проблема ліквідності перед банками набуває особливої актуальності за такими причинами:

- банки не проводять достатньо активних операцій кредитування реального сектора економіки. Банки змушені інвестувати вільні активи в різноманітні види фінансових інструментів, які мають найменший ступінь ризику і високу ступінь ліквідності;
- одним із основних напрямків розміщення активів банків є інвестування у державні цінні папери, ризики за якими фактично дорівнюють нулю;
- велику роль у регулюванні діяльності учасників фондового ринку необхідно відвести державі, особливо на початковому етапі розвитку ринкової економіки;
- практично не існує програмних продуктів, які дали змогу здійснювати аналіз існуючого фінансового стану банку і робити прогнози на майбутні періоди.

5. Проведено порівняння між прямими (стратегічними) і портфельними інвестиціями. Інвестиційна діяльність комерційних банків – важлива складова їх активних операцій, при чому лівова частка кредитних установ здійснює найбільш короткотермінове інвестування у високодохідні і високоліквідні цінні папери. Виходячи з аналізу фактичної поведінки банків на фондовому ринку, робимо висновок, що в них при формуванні інвестиційного портфеля спекулятивні цілі переважають інвестиційні і визначають характер операцій не тільки з державними цінними паперами, а й з такими інструментами, як корпоративні цінні папери.

6. Активність банків на ринку цінних паперів наприкінці 90-х років спонукала НБУ до проведення з 2002 року цілеспрямованої політики контролю й регулювання інвестицій у цінні папери, передусім в акції підприємств. Це зумовлювалось тією обставиною, що банки стали єдиним в Україні фінансовим інструментом, який може виконати і реально виконує дуже актуальні на даний час функції – акумулювання та інвестування значних заощаджень населення.

7. Запроваджене НБУ для комерційних банків обов'язкове стовідсоткове резервування під операції з цінними паперами змушує банки

частково відмовлятися від операцій із цінними паперами. Проблема в тому, що в умовах, коли ринок, який в Україні характеризується дуже низькою активністю, нестабільністю, коли практично відсутня ринкова ціна акцій більшості емітентів, методологія резервування видається доволі умовною та неефективною.

8. Специфічною метою довготермінових інвестицій для кредитних установ є не тільки отримання прибутку від безпосередньої участі у капіталі підприємства, а й здійснення контролю над ним з метою залучення додаткових фінансових потоків у банк. Можливість інвестування банком коштів на довготерміновій основі залежить від характеру та обсягу сформованої ресурсної бази. Нинішня активність комерційних банків на ринку акцій в Україні обумовлена процесами концентрації акціонерної власності.

9. Сьогодні українські комерційні банки замість безпосередньої діяльності у ролі інвесторів виступають на ринку акцій агентами пов'язаних з ними структур. Для збільшення зацікавленості корпорацій у банківських послугах банк спільно з керівництвом корпорації – емітента повинен визначити:

- оптимальну суму коштів, котрі доцільно мобілізувати шляхом випуску цінних паперів для фінансування конкретного проекту;
- види цінних паперів, котрі необхідно випустити, а також способи на термін їх розміщення.

Назріла потреба розробити критерії диференційованого підходу банку до визначення платності операцій з цінними паперами для клієнта, аналогічні підходам до встановлення відсотка при кредитуванні.

10. Переваги портфельного інвестування - у можливостях поліпшувати умови інвестування, надавши сукупності цінних паперів таких інвестиційних властивостей, які не досяжні з позиції окремо взятого цінного паперу і досяжні тільки при їхній комбінації; оцінювати, планувати, контролювати результати всієї інвестиційної діяльності на різних секторах фондового ринку; вибрати портфель для вирішення специфічних інвестиційних завдань. У процесі

формування портфеля досягається нова інвестиційна якість із заданими характеристиками. Тип портфеля цінних паперів – це його інвестиційна характеристика, що базується на співвідношенні рівня доходу і допустимого ризику.

11. В управління портфелем цінних паперів особливе місце відводиться моніторингу – оцінці інвестиційних якостей цінних паперів. Під управлінням необхідно розуміти застосування до сукупності різних видів цінних паперів певних методів і технологічних можливостей, котрі дають змогу зберегти початково інвестовані кошти, досягти максимального рівня доходів, забезпечити інвестиційну скерованість портфеля. Запропоновано такі варіанти управління інвестиційним портфелем:

- активне управління – банк формує портфель, яким інвестор згодом управляє самостійно, а банк є виконавцем його наказів;
- спільне управління – управління портфелем проводиться за активної участі з боку інвестора;
- пасивний контроль – банк формує портфель і здійснює управління ним самостійно, інформуючи інвестора про проведені операції і поточну вартість портфеля.

12. Оптимально сформований портфель має складатися з двох частин: ризикової і безризикової. З точки зору дохідності ці частини можна розділити на інвестиції відповідно з невизначеною і фіксованою дохідністю. Дослідження сучасних концептуальних підходів до управління інвестиціями з невизначеною і фіксованою дохідністю показало використання на практиці банками відповідно двох стратегій управління портфелем – активне і пасивне управління.

13. Позбутися повністю ризику не можна. Можна, однак, управляти ним – зменшити його, заплативши за це дохідністю, або збільшити, піднявши дохідність. З точки зору портфельного інвестора практично важливою нам видається класифікація ризиків на систематичні (що не піддаються

диверсифікації при побудові портфелів) і несистематичні, котрі можна диверсифікувати.

14. Необхідно розрізняти категорії ризику та невизначеності. Наявністю ризиків характеризується ситуація, коли ймовірність настання небажаної події (ризикованого випадку) відома заздалегідь, а поняття невизначеності вживається, коли об'єктивних даних, що дають змогу оцінити ймовірність настання ризикованого виходу, немає або недостатньо. Для перехідної економіки і нестаціонарного ринку характерні саме ситуації невизначеності. Спосіб зниження ризиків, що базується на принципі диверсифікації, дає змогу створювати інвестиційні інструменти (портфелі цінних паперів) із заздалегідь заданими властивостями і співвідношенням "дохід – ризик".

Основні результати дослідження опубліковано у працях автора [].

РОЗДІЛ 4

Кількісні методи та моделі управління інвестиційним портфелем банку

4.1. Організаційні засади побудови системи моделювання інвестиційного портфеля банку

Проведення дослідження існуючих підходів до економіко-організаційного, математичного і інформаційного забезпечення моделювання інвестиційного портфеля показало, що не дивлячись на існування певних внутрішніх стандартів, ці підходи все ж таки відрізняються і вимагають подальшого розроблення і вдосконалення.

Розглянемо завдання вдосконалення підходів до моделювання інвестиційного портфеля банку, що пов'язані з його економіко-організаційним забезпеченням.

Як правило, структурою підрозділу комерційного банку, що здійснює вироблення, прийняття стратегічних, тактичних рішень, а також проведення оперативних дій з управління інвестиційним портфелем, є фондове управління (або фондовий відділ в невеликих банках або філіях більш крупних). Нижче обґрунтовується запропонована нами структура такого підрозділу (додаток Д).

Оскільки процес діяльності фондового управління, з точки зору прийняття оперативних рішень, полягає в укладанні угод з купівлі і продажу цінних паперів і їх виконанні, то комерційний банк може працювати з різними цінними паперами, а також з їх похідними на різних торговельних майданчиках. Торговельні майданчики можуть бути як біржовими, так і позабіржовими. Зважаючи на те, що інвестиційний портфель складається з державних, корпоративних цінних паперів і їх похідних в структурі управління передбачено два відділи, що здійснюють операції на кожному із сегментів ринку – державних і корпоративних цінних паперів. Операції з похідними фінансовими інструментами можуть бути виділені в окремі підрозділи. В

нашому випадку ці операції здійснюють спеціально виділені співробітники в складі вищенаведених відділів.

Оскільки процес прийняття рішень з формування і управління інвестиційним портфелем пов'язаний зі збором, обробкою і аналізом інформації про стан фінансових ринків, то в структурі фондового управління необхідна наявність інформаційних і аналітичних служб.

Відповідальність за прийняття оперативних рішень по входженню до складу портфеля цінних паперів кожного сегмента ринку покладається на начальника *front-office* відповідних відділів.

Начальник фондового управління, начальники відділів державних і корпоративних цінних паперів, начальники інформаційної і аналітичної служб, а також начальники *front-office* фондового управління беруть участь у виробленні колективного стратегічного і тактичного рішення з формування і управління інвестиційним портфелем.

Головною функцією *front-office* відділів є укладання угод з цінними паперами від імені банку і за дорученням його клієнтів. До складу *front-office* входять трейдери, брокери і дилери. На *front-office* покладається мінімум облікових і розрахункових операцій. Вони передаються у *back-office*.

Back-office займається підготовкою документів, що є невід'ємною складовою угод. Серед них: підтвердження угод, договори купівлі-продажу, виписки реєстру біржових угод. Також, *back-office* забезпечують документообіг, який пов'язаний з процесом виконання угод, а саме: відслідковує процес відсилки документів для перереєстрації контрагенту або реєстроутримувачам, відслідковує отримання (або неотримання) повідомлення про перереєстрацію від реєстроутримувача і контролює відсилення його контрагенту.

Back-office здійснює котирування платежів по угодах з цінними паперами, що поступають у банк з метою прив'язки їх до конкретних угод для відслідковування ступеня їх завершеності.

Крім цього, діяльність *back-office* заключається у бухгалтерському обліку (проведенні) операцій, безпосередньо пов'язаних з торгівлею цінними паперами (переважно це платежі по угодах і взяття своїх цінних паперів на облік).

На нашу думку, твердження про відносну автономність діяльності *back-office* і бухгалтерії неправильне, оскільки вони відображають стан одних і тих самих господарських процесів, але в різних ракурсах. Більше того, синхронізація ділових процесів цих двох підрозділів є ключем до організації узгодженої роботи всієї компанії.

Розглянемо завдання вдосконалення підходів моделювання інвестиційного портфеля банку, що пов'язані з його математичним забезпеченням.

Основним завданням у моделюванні інвестиційного портфеля банку є вибір і обґрунтування показників стану інвестиційного портфеля і ефективності його управління. У фінансовій теорії і практиці існують різні методи оцінки ефективності, які можна поділити на дві групи: статичні і динамічні. Як статичні, так і динамічні методи у своїй основі використовують принцип зіставлення затрат і результатів.

Статичні методи не враховують фактор часу, а динамічні методи базуються на концепції часової вартості грошей. Згідно з цією концепцією отримана в майбутньому часова вартість грошей має меншу вартість, ніж її еквівалент, отриманий у поточному часі. Саме тому вкладені при інвестуванні гроші через певний період часу збільшаться. Якщо ж нам відома сума, яку ми отримаємо в майбутньому, завдяки нарощенню суми за певною відсотковою ставкою, чи відносно до цінних паперів – ставкою купону, а також отриманим дивідендам, або ж на підставі прогнозу зростання курсової вартості, тоді ця первісна вартість визначається за допомогою коефіцієнта дисконтування.

Оскільки операції з цінними паперами, що знаходяться в складі інвестиційного портфеля банку, і грошові потоки самого банку не збігаються з

часі, необхідно враховувати часову вартість грошей при визначенні розміру фонду інвестиційного портфеля банку.

Операції банку з цінними паперами, що формують його інвестиційний портфель, і які пов'язані як з надходженням так і з відтоком грошових ресурсів банку, а також купівлею і продажем самих цінних паперів, повинні бути пов'язані між собою по термінах і сумах, а головне – в оптимальний і раціональний спосіб підібрані за складом у розумінні вибраного критерію ефективності. Керуючий інвестиційним портфелем банку повинен прогнозувати не тільки дохідність окремого цінного паперу в складі портфеля, що представлений ізольовано від всього потоку операцій з іншими цінними паперами, але й наявність вільних грошових коштів для її здійснення. Він повинен оцінювати можливість, обсяги попиту і пропозиції, а також ціну купівлі і продажу додаткового обсягу цінних паперів в різні проміжки часу. Необхідно мати дані про вартість ресурсу, який залучається для проведення додаткових операцій з метою збільшення банківської ліквідності, а також, нарешті, намагатися покращити сукупний економічний результат від проведення кожної конкретної операції з цінними паперами і включення їх до складу інвестиційного портфеля.

Для прийняття оптимального рішення із врахуванням всіх перерахованих критеріїв потрібна розробка математичних моделей механізму формування фонду інвестиційного портфеля банку при узгоджених і неузгоджених у часі грошових потоках, тобто моделей, які враховують надходження та платежі банку, а також попит і пропозицію на цінні папери на початку і в кінці планового періоду.

В якості типових операцій потоку в моделі повинні бути присутні:

- Традиційні операції банку з перерахування грошових коштів клієнтів;
- Операції з надходження від клієнтів грошових коштів;
- Операції з купівлі-продажу цінних паперів із врахуванням терміну їх обігу, розміру стандартного лота по кожному цінному паперу та ін.

Визначивши розмір інвестиційного фонду портфеля, необхідно розподілити активи фонду між різними класами портфелів і видами цінних паперів згідно з поставленою цільовою функцією, а також з метою диверсифікації ризику.

Ця процедура також вимагає розроблення відповідних математичних моделей, які дозволяють розподіляти активи фонду інвестиційного портфеля як за класами портфелів так і за видами цінних паперів, що входять у кожний з них.

Крім цього необхідно систематизувати існуючі моделі розрахунку основних показників видів цінних паперів, тобто, дохідність, ліквідність і ризик.

Таким чином, завдання вдосконалення підходів до моделювання інвестиційного портфеля банку, що пов'язане з його математичним забезпеченням, мають вирішуватися за допомогою системи багатокритеріальних математичних моделей, яка за своєю структурою, на наш погляд, повинна складатися з трьох рівнів.

Перший рівень повинен бути представлений моделями механізму формування фонду інвестиційного портфеля банку при узгоджених і неузгоджених у часі грошових потоках.

Другий рівень – моделями розподілу фонду інвестиційного портфеля за класами портфелів.

Третій рівень – моделями формування інвестиційного портфеля за видами цінних паперів.

Системний підхід в розробці моделей повинен проявлятися в узгодженні їх критеріїв і обмежень.

Склад взаємопов'язаних параметрів кожної моделі можна класифікувати на параметри, які задаються і які вибираються, та результатні параметри.

Параметри, що задаються, характеризують постановку задачі. Ці параметри є зовнішніми стосовно портфеля і не можуть змінюватися.

Сукупність параметрів, що вибираються, є формалізованою характеристикою варіанта розв'язку задачі. Значення параметрів, що вибираються, можуть у певних межах чергуватися керуючим інвестиційним портфелем банку (КІП) для досягнення бажаних результатів.

Сукупність значень результатних параметрів моделі характеризує розв'язок поставленої задачі за допомогою вибраного варіанта розв'язку. Значення результатних параметрів можуть бути розраховані тільки на основі спільної обробки параметрів, які задавалися і вибирались і які представляють собою висхідні дані для розв'язку задачі.

У багаторівневій системі моделей інвестиційного портфеля результатні параметри попередньої моделі стають параметрами, що задаються для наступної моделі.

Моделювання інвестиційного портфеля банку передбачає не тільки побудову математичних моделей у вигляді сукупності формул і алгоритмів, які відображають взаємозв'язок параметрів моделі, але й розробку методів дослідження моделей, і, нарешті, проведення розрахунків по моделях з метою інформаційної підтримки прийняття рішень з формування і управління інвестиційним портфелем.

Перейдемо до розгляду завдань вдосконалення інформаційного забезпечення процесу моделювання інвестиційного портфеля.

У цілому світі одним із критеріїв оцінки банку є рівень розвитку його інформаційної системи. Практично всі провідні фірми-виробники обчислювальної техніки і програмних продуктів пропонують свої варіанти програмно-апаратних банківських комплексів. Нині нам невідоме існування, по крайній мірі, у вітчизняній практиці, автоматизованих інформаційних систем, які підтримують процес моделювання інвестиційного портфеля щодо комерційного банку. Незважаючи на це існують інтегровані банківські системи з інших операцій банків, які успішно функціонують на українському ринку.

У даному підрозділі ми сформулюємо основні вимоги, які висуваються до подібного роду інформаційних систем. Ці вимоги повинні забезпечити

входження інтегрованої банківської системи моделювання інвестиційного портфеля, здатної забезпечити комплексну інформаційну підтримку процесу моделювання на основі математичного апарату в діалоговому режимі, в загальну банківську інформаційну систему.

Зрештою, інтегрована банківська система моделювання інвестиційного портфеля повинна задовольняти наступні вимоги:

- відповідність системи до структури фондового управління. Система повинна враховувати структурний і функціональний взаємозв'язок у середині фондового управління і відділів цінних паперів, в рамках запропонованої нами структури цих підрозділів;
- адаптивність системи до інфраструктури фондового ринку, включаючи нормативно-правову базу;
- відкритість системи – передбачає можливість нарощення нових функцій системи, адаптацію до нових, що змінюються, умов ринкової економіки, електронних технологій фондового ринку, автоматизованих систем торгів і баз даних цінних паперів, аналітичних систем показників фінансових інструментів і нормативно-правової бази. Як правило, операції з цінними паперами тягнуть за собою комплекс додаткових послуг, які бере на себе банк. Це депозитарна діяльність, здійснення операцій по перереєстрації прав власності на цінні папери, надання трастових послуг клієнтам банку та інші. Тому в умовах розширеного переліку посередницьких послуг комерційних банків вимога відкритості стає особливо актуальною;
- діалоговий режим роботи у відповідності до технології “клієнт-сервер”, який забезпечує багатьом користувачам доступ до загальної бази даних з використанням мережного забезпечення;
- продуктивність. Від цього параметра залежить скорочення часу на проведення операцій з цінними паперами, прийняття рішень про структуру інвестиційного портфеля, скорочення чисельності персоналу банку, що задіяний в обслуговуванні інвестиційного портфеля, покращання якості обслуговування клієнтів та інші;

- наявність інформації про стан фондового ринку – це інформація про емітентів, інвесторів, корпоративні дії, котирування цінних паперів, середні ціни угод, обсяги торгів, показник індексів та ін. Подібна інформація повинна міститися в інформаційній базі. Крім цієї інформації в інформаційній базі повинна нагромаджуватися поточна, планова, облікова, статистична і прогнозна інформація як про показники інструментів, що входять до складу портфеля, так і про весь портфель у цілому;
- наявність інформації про стан вхідних і вихідних грошових потоків банку;
- зв'язок системи з глобальними телекомунікаційними мережами з метою отримання інформації з інших баз і банків даних у реальному режимі часу;
- наявність у функціональній частині системи розрахунково-кредитних підсистем з метою забезпечення платежів по операціях з цінними паперами, обліку платежів і прогнозуванню вільних ресурсів;
- конфіденційність. Вимога розповсюджується не тільки на операції з моделювання інвестиційного портфеля, але й на будь-які інші фінансові операції;
- надійність. Вимога надійності, в кінцевому результаті зводиться до забезпечення достовірності інформації і визначається частотою збоїв і відмовлень технічних засобів, програмного забезпечення, можливості відключень електроенергії, недопустимих дій операторів тощо.

Очевидно, що стосовно фінансових інформаційних систем вимога надійності є досить жорсткою.

Перетворення банківської інтегрованої автоматизованої системи гнучкого управління інвестиціями комерційного банку в інструменти фондового ринку з врахуванням таких показників як ліквідність, дохідність і ризик, за рахунок гри на змінах напрямків і швидкості руху курсів цінних паперів, представляють собою, як ми вже мали нагоду переконатися, складну комплексну задачу взаємозв'язку великої кількості факторів, різних за своєю природою, ступенем

впливу на вихідні параметри, масштабом, розмірностями і темпами процесів, які вони відображають.

Підводячи підсумок, хочеться відмітити, що спринтерські зміни стану ринку цінних паперів в Україні обумовлюють необхідність і доцільність підготовки технологічного забезпечення операцій на вторинному і біржовому фондовому просторі, як у широкому розумінні, так і при роботі різних інвестиційних інститутів, і, звичайно, комерційних банків.

Нині ще не можна говорити про існування чіткого інформаційного фону з операціями з цінними паперами: особливо важкодоступні не тільки вичерпні але й основні дані як по акціях різних емітентів, так і по самих емітентах, немає стійких критеріїв надійності учасників фондової торгівлі, нерозвинута інформаційна інфраструктура тощо.

І як результат цих проблем, інформаційні потоки на вітчизняному фондовому ринку містять значну “шумову” складову, що різко знижує ефективність прямого перенесення досвіду фондового аналізу і синтезу, нагромадженого в країнах з безперервною ринковою історією, на український ґрунт. Прикладом такої неузгодженості можуть послужити українські фондові індекси, які вираховуються за класичними західними схемами. Різні індекси, зорієнтовані на один і той самий сектор ринку, при всій сумлінності та ретельності розробників, не показують у динаміці не тільки кількісного але й якісного збігу.

Ця обставина, поряд з технологічною невідповідністю західного інструментарію з нашими реаліями, приводить до використання суб’єктивного експертного підходу. Крім цього, цей підхід характеризується невисокою якістю, що пов’язано з відсутністю досвіду експертів із-за молодості українського ринку.

Таким чином, процес формування інвестиційного портфеля банку вимагає розробки діалогової ієрархічної моделі прийняття рішень щодо управління інвестиційним портфелем банку.

Нам видається, що така діалогова система підтримки прийняття рішень щодо моделювання інвестиційного портфеля має забезпечити інтерфейс керуючого інвестиційним портфелем (КІП) з ієрархічною системою математичних моделей управління інвестиційним портфелем, а також забезпечити варіантність вибору стратегій КІП і отримання бажаних значень показників критеріїв портфеля.

Основним принципом прийняття рішень по багаторівневій моделі є послідовна конкретизація і уточнення укрупнених рішень, прийнятих у відповідності до моделей верхніх рівнів і ітеративним поверненням за необхідності, з нижніх рівнів до верхніх рівнів моделі.

Важливо зазначити, що діалогова модель дозволяє варіювати значення обмежень в оптимізаційних моделях. При цьому з'являється можливість здійснювати імітаційне моделювання у вигляді відповідей на питання “що буде, якщо...” Крім цього, діалоговий підхід дозволяє досягти спільних обмежень моделі, які з висхідними значеннями обмежень можуть бути незіставимі.

Стратегії керуючого портфелем різноманітні, вони дозволяють досягти бажаних значень показників інвестиційного портфеля або максимально до них наблизитись. Природно, що вибрана стратегія не може залишатися незмінною на протязі тривалого часу. Водночас ніяка стратегія не є вичерпною для діяльності керуючого портфелем, що обумовлено складністю або навіть неможливістю повної формалізації економічних процесів, що протікають і пов'язані між собою не завжди простими функціональними зв'язками.

Відповідно до цього, нами запропонована на рис.4.1 наведено узагальнююча схема взаємозв'язку елементів діалогової ієрархічної моделі вироблення прийняття рішень по управлінню інвестиційним портфелем банку.

У наступних підрозділах приводиться аналіз діючих і опис розроблених математичних моделей, що дозволяють КІП на кожному етапі приймати окремі дії для досягнення бажаних показників сформованого портфеля комерційного банку.

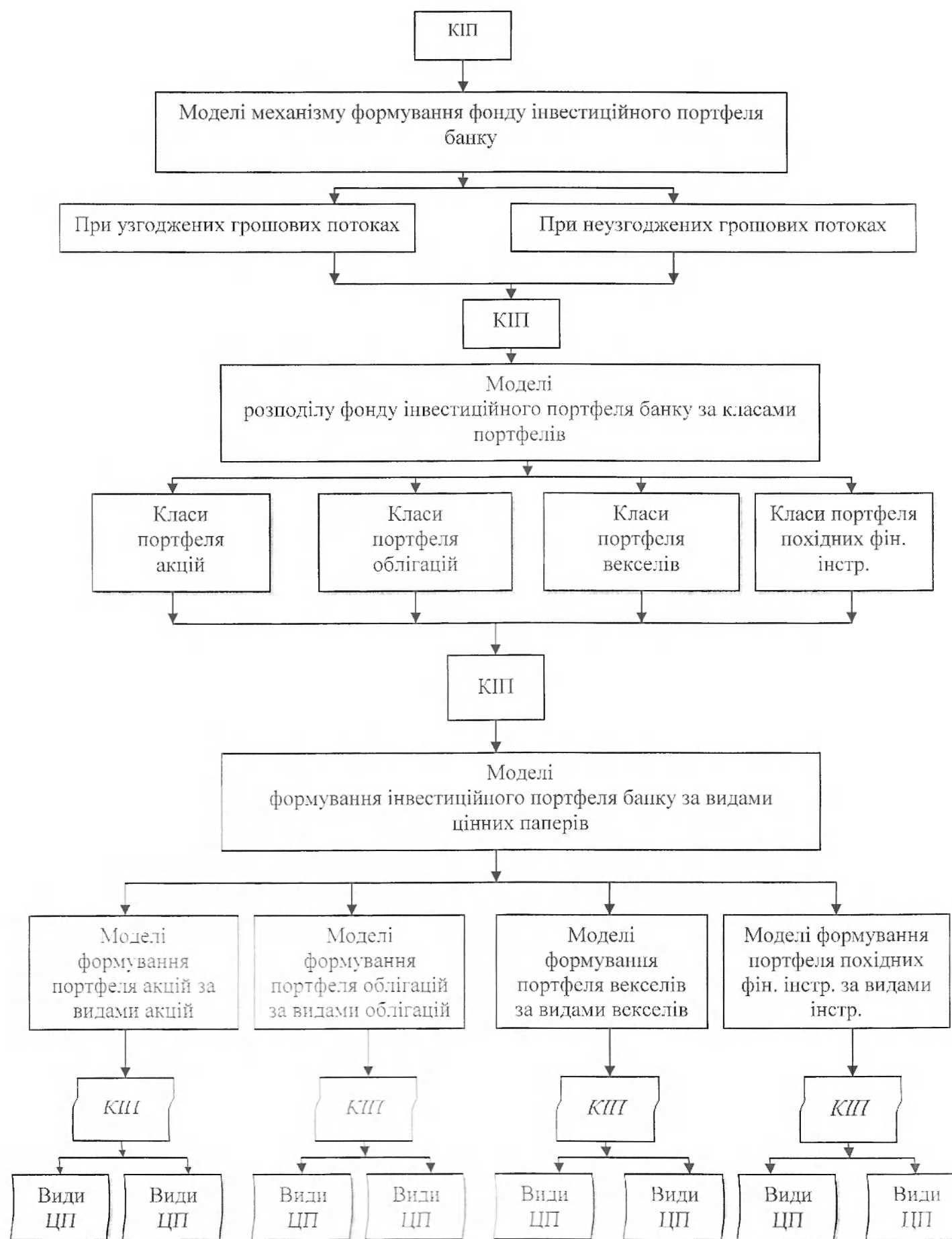


Рис. 4.1. Діалогова модель процесу формування і управління інвестиційним портфелем банку

4.2. Методологічні засади формування ефективних інвестиційних портфелів

Здійснюючи інвестиції в цінні папери, інвестиційним інститутам необхідно враховувати цілий ряд факторів, що впливають на прийняття рішення про структуру і склад інвестиційного портфеля. До них належать:

- очікувана і фактична дохідність;
- системний (ринковий) і диверсифікований ризик;
- ризик включення в склад диверсифікованого портфелю нового цінного паперу.

Прийняття оптимального рішення неможливо собі уявити без здійснення послідовних дій і застосування певного роду моделей, які враховують всі перераховані чинники.

Комерційний банк, як будь-який інший господарський суб'єкт економіки, має потребу в моделюванні як окремих напрямів своєї діяльності, так і всієї діяльності в цілому для ефективного ведення бізнесу.

Оскільки підхід до теорії моделей ("міні-теорії") банківської фірми постійно змінюється, а сама область моделювання чітко не визначена, то доцільна постановка завдання і розробка моделі формування і управління інвестиційним портфелем стосовно до умов комерційного банку.

У західній теорії моделювання банківської фірми розрізняють повні і часткові моделі [182].

З точки зору фінансового менеджменту повні моделі банківської фірми забезпечують інтегрований підхід до розгляду реальних і фінансових аспектів банківської поведінки. Повна модель банківської фірми повинна пояснити рішення про активи і зобов'язання банку (їх взаємодію), розмір фірми. Розмір банківської фірми може бути пояснено ринковими умовами, уникненням ризику або реальними ресурсними витратами.

Часткові моделі, або, як їх ще називають, портфельно-теоретичні моделі, поділяються на моделі управління активами і моделі управління

зобов'язаннями. Вони є частковими, тому що аналізують тільки частину поведінки банківської фірми, що торкається моделей управління активами, і більшість з них концентрується на управлінні банківськими резервами і ліквідністю.

Процес формування і управління інвестиційним портфелем комерційного банку можна віднести до часткових портфельно-теоретичних моделей банківської фірми оскільки здебільшого він направлений на управління ліквідністю і підтримку платоспроможності банку.

До питань портфельного інвестування в тому чи іншому вигляді неодноразово звертались багато економістів-вчених на протязі всього процесу еволюції і розвитку теорії банківської фірми.

Слід звернути увагу на праці, що стосуються до часткових моделей банківської фірми, які розглядають питання формування і управління інвестиційним портфелем банку. Це праці таких авторів: Портер (1961), Козн і Хеммер (1967), Паркон (1970), Клейн (1971), Пайл (1971), Броддас (1972), Херт і Джефт (1974), Вуд (1975), Кейн і Бассер (1979), Деймонд і Дібвінг (1983).

Усі моделі наведені вище перерахованими авторами розглядають проблему формування портфеля з якої-небудь однієї сторони і орієнтовані на конкретні ситуації, або описані повні моделі без охоплення всього спектру вузьких питань, без розгляду в рамках проблем, що обговорюються, суцільно конкретних. Крім цього, існуючі підходи можуть дати позитивний результат при моделюванні на розвинутих фінансових ринках. Зважаючи на економіку перехідного періоду в нашій країні і в силу нерозвинутого українського фондового ринку, застосування класичних підходів може бути суттєво утруднено.

Розглядати проблему моделювання інвестиційного портфеля комерційного банку в цілому і, деталізуючи її, дати практичні рекомендації нам видається достатньо складна. Слід погодитись із ствердженням [110, 111, 176], що сфера комерційних банків дуже неоднозначна, тому дуже важко

створити інтегровану теорію банківської фірми, яка б одночасно охоплювала управління ліквідністю, вибір портфеля активів, політику ціноутворення і фізичний процес виробництва.

Необхідна адаптація існуючих методів і моделей до умов вітчизняної економіки, а також розробка нових підходів до моделювання інвестиційних портфелів комерційних банків.

Під час проведеного дослідження були вивчені і проаналізовані існуючі підходи і моделі формування й управління інвестиційними портфелями господарських суб'єктів, а також їхня структура.

Будучи звичайним і добре розробленим фінансовим інструментом на Заході, портфельні інвестиції базуються на житейській мудрості: “Ніколи не клади всі яйця в один кошик”. Це значить, що інвестор не повинен намагатись придбати цінні папери тільки одного виду. Необхідна різноманітність, диверсифікація вкладу. У протилежному випадку інвестор прирікає себе або на низьку ефективність вкладу, або на зайво високий ризик. Таким чином, інвестор ставить собі за мету визначення оптимальної структури портфеля цінних паперів, тобто критерію оптимальності. В якості такого критерію часто використовують інтегрований показник, який представляє собою відношення дохідності до ризику. Однак цей критерій наділений очевидним недоліком, що властивий всім інтегрованим показникам у вигляді дробу, знаменник якого може бути близьким до нуля. А значення цього показника прямує до нескінченності, втрачаючи при цьому у інформованості.

Тепер детальніше зупинимось на аналізі і порівнянні існуючих підходів, моделей та методів формування інвестиційних портфелів.

Сама ідея формування портфеля цінних паперів не нова – ще в 1952 р. математична формалізація задачі була запропонована Г. Марковітцем (Harry Markowitz) у статті “Вибір портфеля” [209], за що пізніше йому була присуджена Нобелівська премія з економіки. За Марковітцем структура портфеля повинна забезпечувати інвестору деяке очікуване значення ефективності випадкової величини B при найменшому ризику σ . Під ризиком

розуміється варіація V або середньоквадратичне відхилення σ ефективності портфеля від очікуваної величини m . Опишемо основні кількісні характеристики випадкової величини B :

- математичне сподівання випадкової величини $m = E \{B\}$;
- дисперсія випадкової величини $V = E \{(B - m)^2\}$;
- стандартне (середньоквадратичне) відхилення $\sigma = \sqrt{V}$;
- коваріація двох випадкових величин B_i і B_j $V_{ij} = E \{(B_i - m_i)(B_j - m_j)\}$.

Очікуване значення інтуїтивно розуміється як середнє за всіма значеннями, що вираховане із врахуванням частоти їх можливої появи. Якщо варіація ефективності дорівнює нулю, то ефективність не відхиляється від очікуваного значення, тобто немає невизначеності, а, відповідно, і ризику. Чим більша варіація, тим у середньому більше відхилення, тобто вища невизначеність і ризик.

З одного боку, інвестор зацікавлений отримати найбільшу очікувану ефективність, з іншого — важливо зменшити ризик. Залежно від психології інвестора та вибраної ним стратегії, він може надати перевагу варіанту з великим очікуваним доходом, але менше ризикованому. Інвестор, вибираючи цінні папери залежно від своєї стратегії, формує портфель. Портфель, як і окремий цінний папір, може мати різноманітну очікувану дохідність і ризик.

На наведеному нижче рисунку (рис. 4.2) цінні папери (або можуть бути портфелі) позначені точками з координатами (m_i, σ_i) . Чим більший очікуваний ефект, тим вище розміщена точка, а із збільшенням ризику точка розміщується правіше.

Вибір інвестором конкретної структури портфеля залежить від його суб'єктивної оцінки корисності, яка отримується від формування портфеля з певним поєднанням очікуваної, найбільш ймовірної, максимально можливої і середньої дохідностей і ризику портфеля. Максимуму функції корисності на множині допустимих варіантів портфелів відповідає “ідеальний” портфель, структура якого найкраще задовольняє вимогам інвестора (рис.4.3).

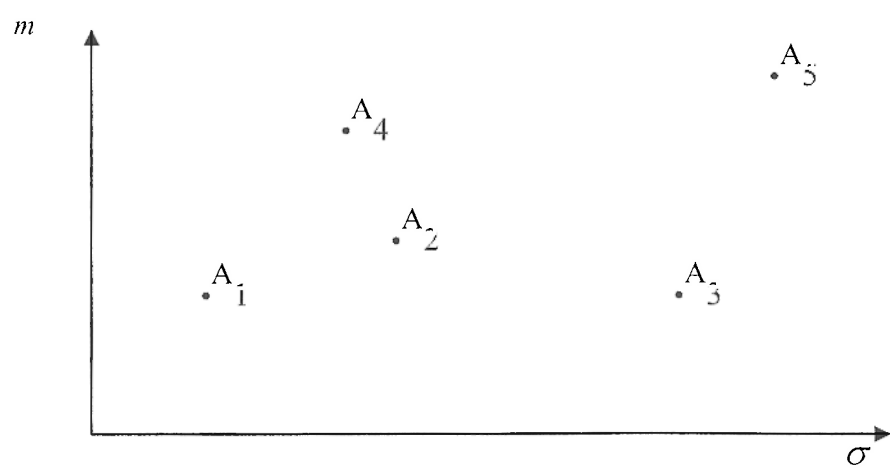


Рис. 4.2. Взаємозв'язок математичного сподівання та середньоквадратичного відхилення

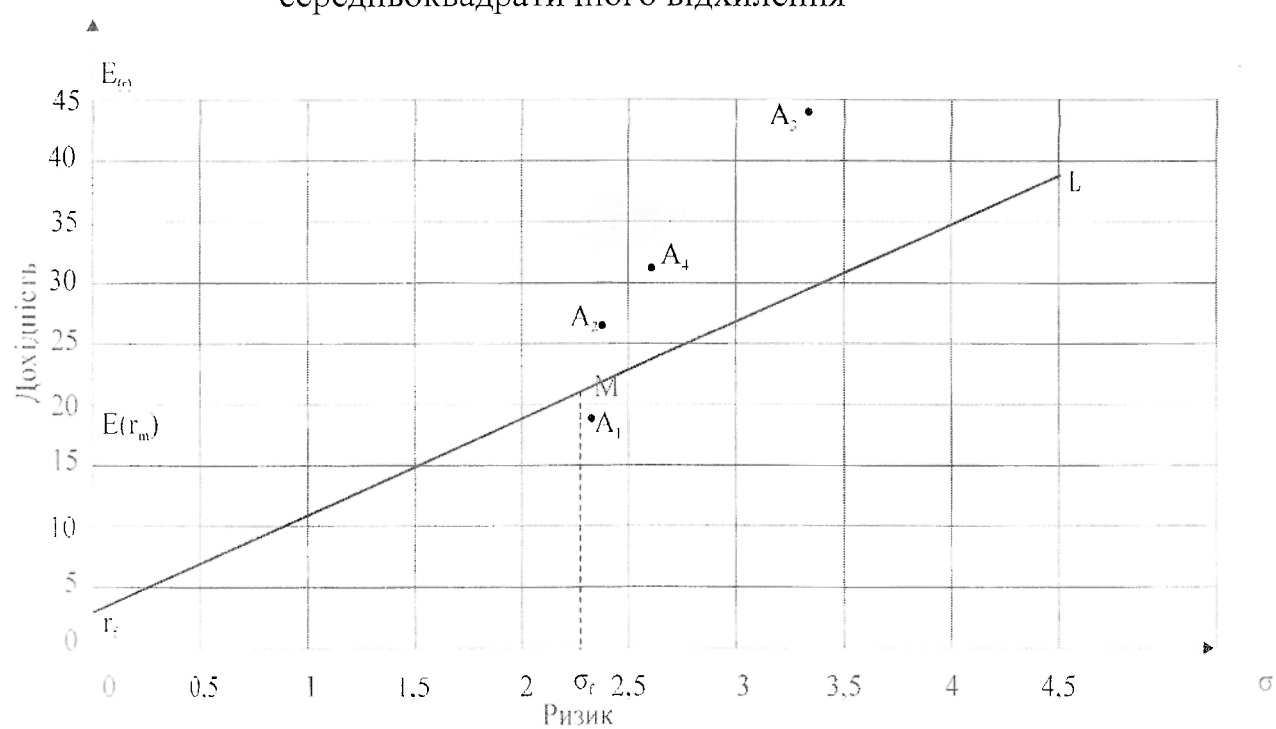


Рис. 4.3. Взаємозв'язок ризику і доходності

У моделі оцінки вартості активів (*CAPM – capital asset pricing model*) залежність між ризиком і очікуваною доходністю графічно описується лінією ринку капіталу – *CML (Capital Market Line)*. На рис. 4.3 *M* – це ринковий портфель; r_f – актив без ризику; $r_f L$ – лінія ринку капіталу; σ_f – ризик ринкового портфеля; $E(r_m)$ – очікувана доходність ринкового портфеля; A_1 – A_4 – точки

портфелів. Всі можливі оптимальні (ефективні) портфелі, тобто портфелі, що включають у себе ринковий портфель M , розміщуються на лінії $r_f L$. Всі інші портфелі, в які не входить ринковий портфель, можуть бути розміщеними вище або нижче лінії $r_f L$. Лінія CML піднімається вгору зліва направо і це говорить про те, що якщо портфель має більш високий ризик, то він повинен пропонувати інвестору більш високу очікувану дохідність. А отже, якщо вкладник бажає отримати більш високу очікувану дохідність, він повинен погодитись на більш високий ризик.

Ефективність портфеля B_p дорівнює:

$$B_p = \sum_{j=1}^n B_j x_j,$$

де, j – індекс виду цінних паперів; $j = \overline{1, n}$; B_j – ефективність j -го виду цінних паперів; x_j – частка вкладень в j -й вид цінних паперів, причому має місце рівність:

$$\sum_{j=1}^n x_j = 1.$$

Очікуваний ефект від портфеля дорівнює:

$$m_p = E(B_p) = \sum_{j=1}^n x_j E(B_j) = \sum_{j=1}^n x_j m_j.$$

Відхилення від очікуваного значення дорівнює:

$$B_p - m_p = \sum_{j=1}^n x_j (B_j - m_j).$$

Математичне сподівання квадрата цього відхилення є дисперсія ефекту портфеля:

$$V_p = E[(B_p - m_p)^2] = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_i x_j E[(B_i - m_i)(B_j - m_j)] = \sum_i \sum_j V_{ij} x_i x_j,$$

де, V_{ij} є коваріаціями випадкових величин B_i і B_j .

$$V_{ij} = E[(B_i - m_i)(B_j - m_j)].$$

Очевидно, що

$$V_{jj} = E \left[(B_j - m_j)^2 \right] = \sigma_j^2,$$

тобто V_{jj} є дисперсіями B_j .

Якщо $V_{ij}=0, i \neq j$, то

$$V_p = \sum_j x_j^2 \sigma_j^2,$$

а середньоквадратичне відхилення σ_p дорівнює $\sigma_p = \left(\sum_j x_j^2 \sigma_j^2 \right)^{1/2}$.

Саме ця величина характеризує невизначеність, ризик, який пов'язаний з вкладеннями в портфель цінних паперів. Часто цей ризик так і називають – “ризик портфеля”.

Процес інвестування і вилучення грошових коштів з фінансових активів поєднаний із рядом різноманітних обмежень. Одним з основних є набір допустимих фінансових інструментів, тобто перелік фінансових активів, які можна придбати для формування портфеля. Про зростанні числа n видів цінних паперів, що включені в портфель, ризик портфеля обмежений і прямує до нуля при $n \rightarrow \infty$. Звідси, чим ширший даний перелік і різноманітніші його складові (фінансові інструменти), тим привабливішим виглядає портфель.

Цей результат відомий у теорії ймовірності як закон великих чисел, а в теорії фінансового ризику – як ефект диверсифікації ризику. Ефект від великої різноманітності цінних паперів випадковий, але випадкові відхилення – незалежні.

На думку багатьох портфельних аналітиків [195], що використовують дані по акціях Нью-Йоркської фондової біржі, оптимальний портфель повинен містити набір від 8 до 20 річних цінних паперів, емітенти яких не пов'язані одним технологічним циклом або іншими подібними обставинами.

Не заперечуючи справедливості такого ствердження, слід відмітити, що в кожному конкретному випадку ні нижня, ні, тим більше, верхня границя діапазону не є догмою. Для пониження ризикованості вкладень застосовують вище згаданий ефект диверсифікації, хоча розхоже формулювання

“диверсифікація понижає ризик” не зовсім точно відображає реальну картину. Скоріше за все, диверсифікація понижає ймовірність ризику.

По мірі збільшення цінних паперів в портфелі (рис. 4. 4) знижується стандартне відхилення (ризик), але воно не скорочується до нуля. Той ризик, який залишається навіть після диверсифікації, називається ринковим або системним. Ризик, який усунений в результаті диверсифікації, називається унікальним, специфічним, несистемним або диверсифікованим ризиком.

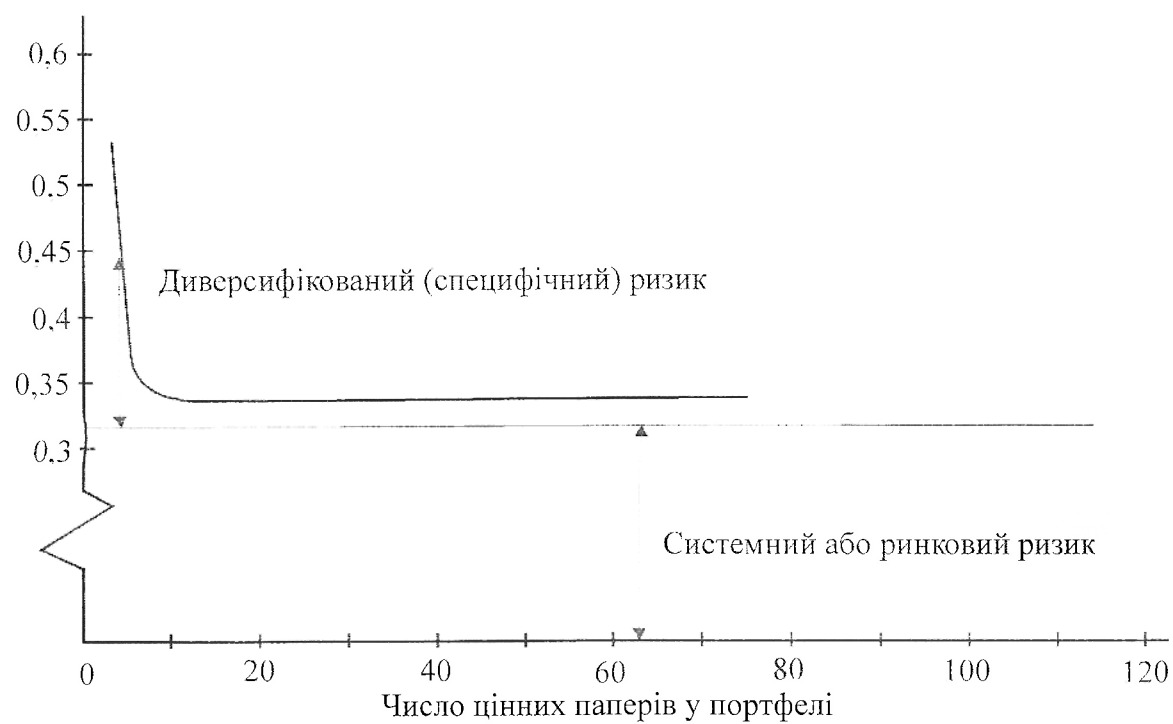


Рис. 4.4. Залежність середньоквадратичного відхилення від числа цінних паперів в портфелі

Якщо інвестор передбачає падіння ціни одного з видів цінних паперів, диверсифікація зменшує ризик втрати всієї суми, але збільшує ризик втрати долі суми, що дорівнює відношенню всієї суми до числа цінних паперів, які складають вибірку. Іншими словами, диверсифікація означає згоду інвестора застрахувати себе від втрати всієї суми (і очікуваного доходу). Ціною ж страхування є згода інвестора на потенційну втрату певної частини. Здавалось би, при нескінченній диверсифікації “страхова премія” зменшується, до того ж, у реальній ситуації число джерел, які складають сприятливу базу для вибору.

обмежено. Більше того, в реальній ситуації проблематично існування хоча би двох джерел з однаковими значеннями показників і 5–6 з близькими.

Розглядаючи оптимальний набір цінних паперів у структурі інвестиційного портфеля, ми не відмітили взаємозв'язку (кореляції) між цінними паперами, які входять до портфеля. Стосовно реального інвестиційного портфелю, кореляцію необхідно розглядати як динаміку цін одних паперів відносно інших. Що вище позитивне значення коефіцієнта кореляції між цінними паперами A_1 і A_2 (рис. 4.2), то більша ймовірність того, що зростання курсової вартості паперу A_1 за певний період буде супроводжуватися зростанням курсової вартості паперу A_2 .

Процес оптимізації структури портфеля тісно поєднується з поняттям кореляції, що є ключовим інструментом побудови ефективного та збалансованого портфеля. Мірою тісноти зв'язку між змінними величинами служить коефіцієнт кореляції:

$$\tau_{ij} = \frac{V_{ij}}{\sigma_i \sigma_j}, i = \overline{1, n}; j = \overline{1, m}.$$

При від'ємному значенні коефіцієнта кореляції передбачається, що із зростанням курсової вартості одних цінних паперів падає курсова вартість інших. Таким чином, коефіцієнт кореляції в економічному тлумаченні можна ідентифікувати як коефіцієнт β ("бета"), що виявляє залежність між загальноринковими прибутками по всіх цінних паперах на ринку в цілому і прибутками по окремих цінних паперах.

Сказане дає підстави зробити висновок про те, що повна пряма кореляція, тобто високе позитивне коефіцієнта, між курсовою вартістю цінних паперів, яка характеризується великою амплітудою коливання цін, підвищує ризикову складову портфеля. І, навпаки, при повній оберненій кореляції, тобто високому від'ємному значенні коефіцієнта, можливий такий розподіл вкладень між різними видами цінних паперів, що ризик повністю відсутній, але на практиці це достатньо рідкісне явище. Найбільш реальною є ситуація, коли немає ні

повної прямої, ні повної оберненої кореляції, але розумна диверсифікація приводить до зниження ризику без втрат сподіваної ефективності.

Лімітування – це встановлення ліміту, тобто граничних сум витрат, що пов'язані з інвестуванням у фінансові інструменти. Воно є важливим засобом зниження ступеня ризику діяльності комерційного банку.

Страховання (хеджування) фінансових ризиків є одним з найбільш розповсюджених способів зниження його ступеня. Якщо диверсифікація – це процес розподілу коштів на інвестиції в різні цінні папери портфеля з метою скорочення ризику, то хеджування – це процес, що направлений на зниження ризику по конкретному цінному паперу. З точки зору Марковітца повний хедж створюється тоді, коли позиції по двох інструментах приводять до протилежної кореляції і відповідно, з точки зору ціни, рухаються в протилежні напрямки.

Всі похідні фінансові інструменти (ф'ючерси, опціони) є звичайними продуктами для використання при хеджуванні. Наприклад, купівля акцій і продаж еквівалентної депозитарної розписки; купівля акцій і продаж відповідної кількості конвертованих облігацій; купівля портфеля акцій і продаж ф'ючерсів на відповідний індекс фондового ринку.

Модель Марковітца дозволяє, задаючи потрібну середню дохідність портфеля B_p , знайти таку кількість цінних паперів, яка *при* $\tau_i = 0$ забезпечує мінімальне σ . Рис. 4.5 ілюструє модель Марковітца стосовно портфеля, який містить два найменування цінних паперів.

Розглянемо випадок двох цінних паперів. Для випадку двох цінних паперів, при $\tau_{1,2} = 0$ задача мінімізації ризику портфеля має такий вигляд.

Знайти мінімум функції: $\sigma^2(x_1, x_2) = \sigma_1^2 x_1^2 + \sigma_2^2 x_2^2 \rightarrow \min x_1 x_2$

при виконанні наступних умов:

$$1) B_1 x_1 + B_2 x_2 = B_p;$$

$$2) x_1 + x_2 = 1.$$

Виразимо цільову функцію через змінну x_1 , поклавши $x_2 = 1 - x_1$:

$$\sigma^2(x_1) = \sigma_1^2 x_1^2 + \sigma_2^2 (1 - x_1)^2 = \sigma_1^2 x_1^2 + \sigma_2^2 - 2\sigma_2^2 x_1 + \sigma_2^2 x_1^2.$$

Для знаходження мінімального ризику портфеля нам необхідно розв'язати рівняння $\frac{\partial \sigma^2(x_1)}{\partial x_1} = 0$. Далі знайдемо похідну цільової функції по x_1 і прирівняємо її до нуля: $2\sigma_1^2 x_1 - 2\sigma_2^2 + 2\sigma_2^2 x_1 = 0$.

$$\text{Отже, } x_1^{min} = \frac{\sigma_2^2}{\sigma_1^2 + \sigma_2^2}; \quad x_2^{min} = \frac{\sigma_1^2}{\sigma_1^2 + \sigma_2^2}.$$

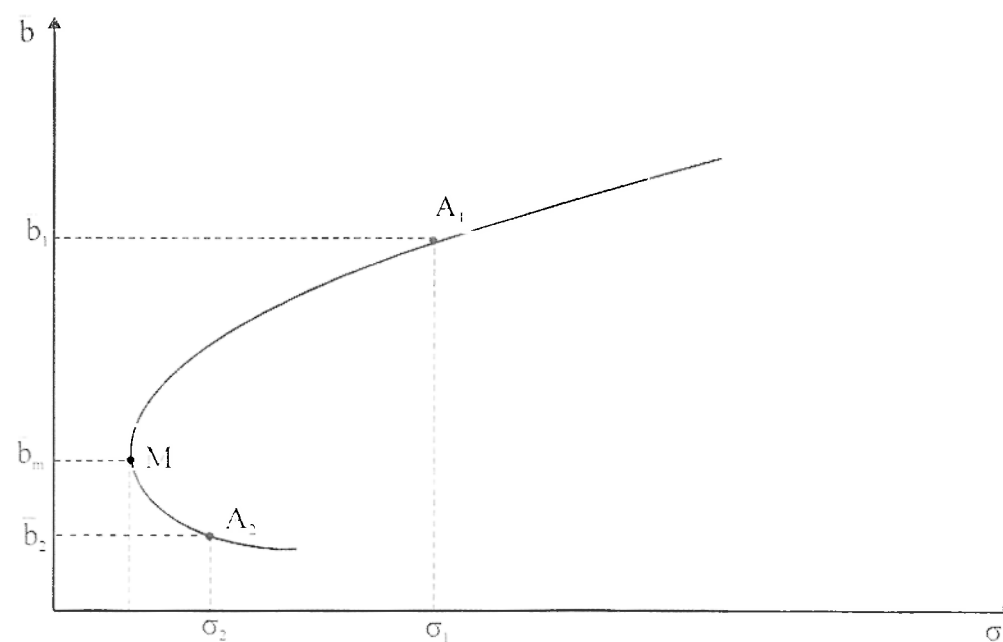


Рис. 4.5. Лінія портфель

На рис.4.5 точка M відповідає оптимальному портфелю (з мінімальним ризиком). Структура портфеля не залежить від сподіваної віддачі цінних паперів, і тільки від їх дисперсії.

Інший лауреат Нобелівської премії за роботу в цьому напрямку - Д. Тобін включив до розгляду безризикові цінні папери (державні цінні папери) як об'єкт портфельного інвестування, і основною проблемою формування портфеля постала задача правильного розподілу капіталу між ризиковими і без ризиковими вкладеннями (вторинний портфель) (рис. 4.6).

B_0 – ефективність безризикового вкладення; B_m – сподівана ефективність ризикованого портфеля; Vr – варіація ризикового портфеля; B_p – сподівана

ефективність комбінованого портфеля; σ_p – середньоквадратичне відхилення комбінованого портфеля.

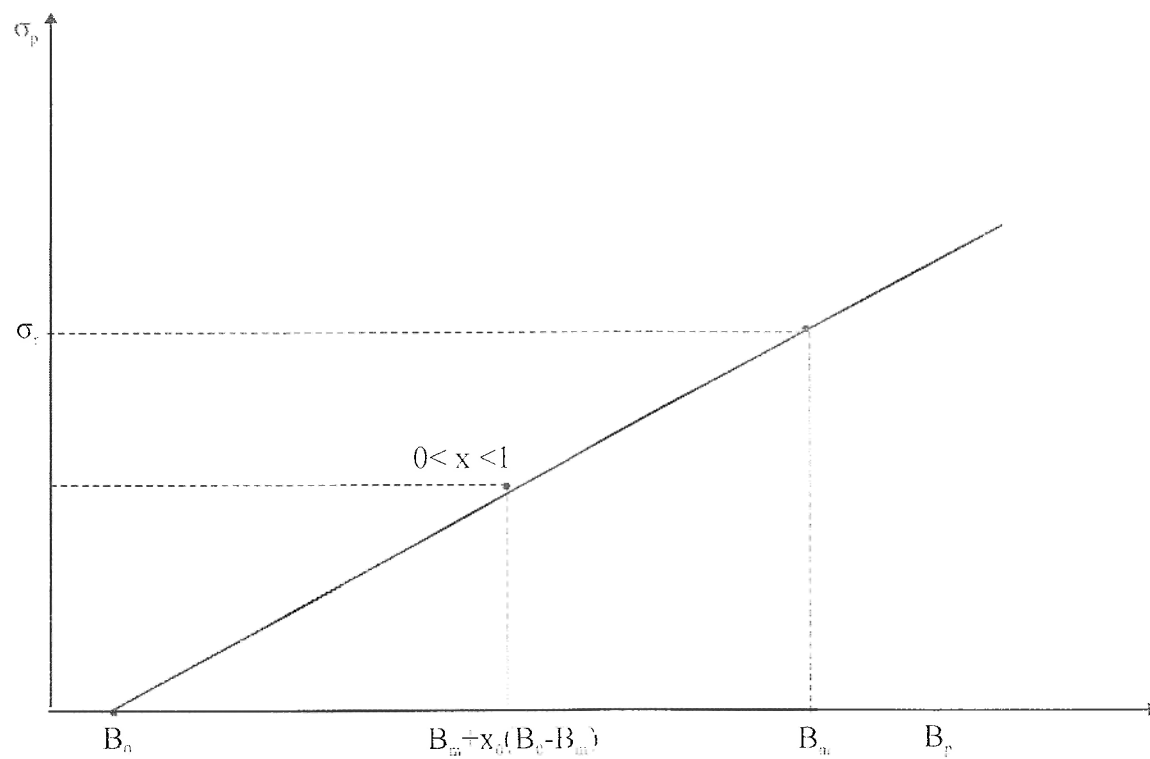


Рис. 4.6. Лінія портфелів з ризиковими і безризиковими цінними портфелями

Ефективність (дохідність) комбінованого вкладення об'єднаного портфеля (x_0 – у безризикові, $1 - x_0$ – у ризикові) є випадковою:

$$B_p = x_0 B_0 + (1 - x_0) B_m = B_m + x_0 (B_0 - B_m); \quad (4.1)$$

$$B_p - B_m = x_0 (B_0 - B_m); \quad (4.2)$$

$$x_0 = \frac{B_p - B_m}{B_0 - B_m}; \quad (4.3)$$

$$1 - x_0 = 1 - \frac{B_p - B_m}{B_0 - B_m} = \frac{B_0 - B_m - B_p + B_m}{B_0 - B_m} = \frac{B_0 - B_p}{B_0 - B_m} = \frac{B_p - B_0}{B_m - B_0}; \quad (4.4)$$

$$V_p = (1 - x_0)^2 V_r; \quad (4.5)$$

$$\sigma_p = (1 - x_0) \sigma_r; \quad (4.6)$$

$$\sigma_p = \frac{B_m - B_0}{\sigma_r} \cdot \sigma_r; \quad (4.7)$$

$$B_p - B_0 = \frac{B_m - B_0}{\sigma_r} \cdot \sigma_p, \quad (4.8)$$

тобто зв'язок між сподіваним значенням і середньоквадратичним відхиленням ефективності всього вкладення є лінійним (рис. 4.7).

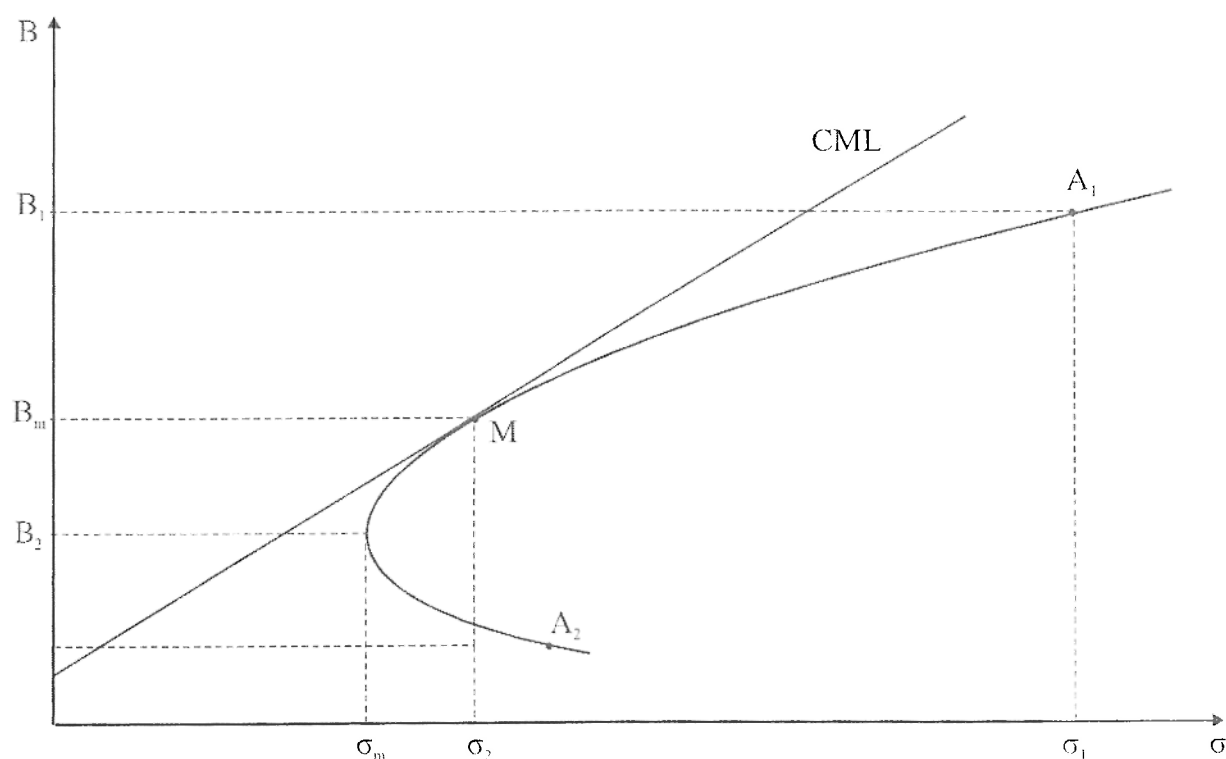


Рис. 4.7. Лінія ринку капіталу

M — оптимальний портфель; CML — (Capital Market Line) — лінія ринку капіталу.

Оптимальний портфель M , що скомбінований з ризикового і безризикового портфелів, знаходиться на дотичній (рис. 4.7).

Основний висновок, який зробив Тобін: якщо є можливість вибирати не тільки між заданим ризиковим портфелем і безризиковими цінними паперами, але й одночасно вибирати структуру ризикового портфеля, то оптимальною буде тільки одна така структура, яка не залежить від схильності інвестора до ризику.

На жаль, при роботі на українському фондовому ринку, класичні методи і теорії практично не застосовуються.

Крім цього, на наш погляд, при всіх позитивних моментах існуючого підходу, де критерієм оптимальності є співвідношення дохідності до ризику, застосування відомих нам моделей відносно моделювання інвестиційного портфеля банку не видається можливим оптимізація такого критерію, як ліквідність цінних паперів в складі портфелю, так і ліквідність всього портфелю

Варто зауважити, що моделювання інвестиційного портфеля здійснюється також в умовах обмежень на суму і період здійснення операцій з активами в складі портфеля. Так, існують обмеження на мінімальну суму інвестицій у різні інструменти, тобто не можна купити цінні папери деякого виду на суму, меншу за певний розмір (граничне значення). Це пов'язане з наявністю мінімального розміру лота будь-якого виду цінних паперів, що виставляється в торгову мережу.

Поряд із нижньою границею, існує верхня границя суми інвестицій, тобто в силу об'єктивних причин неможливо здійснювати операції купівлі-продажу обсягом, що є більшим за розмір "порогу". Наприклад, вексель з фіксованим терміном погашення і дохідністю якого-небудь комерційного банку можна придбати на суму, обмежену зверху і знизу. Крім цього, занадто великий обсяг інвестицій в один із видів цінних паперів неодмінно виведе ринок даного інструменту із рівноваги.

Найважливішим серед об'єктивних обмежень, що не враховуються у вищеописаних підходах до моделювання, слід відмітити обмеженість інвестицій в часі. Під цим розуміють те, що по закінченні певного часового інтервалу частина активів портфеля повинна бути конвертована в грошові кошти. Звичайно, обмеження існують як на мінімальний період інвестування, так і на максимальний. Дане обмеження стає найбільш актуальним, якщо мова йде про портфель цінних паперів комерційного банку. Так, термін залучення

класу або портфелю цінних паперів комерційного банку. Так, термін залучення

йде про портфель цінних паперів комерційного банку. Так, термін залучення

Підсумовуючи аналіз існуючих класичних підходів до моделювання портфельних інвестицій, можна зазначити, що у них не врахована специфіка роботи і критерії, яких повинні притримуватися комерційні банки.

На нашу думку, моделювання банківського інвестиційного портфеля було би доцільно базувати на ієрархічному діалоговому підході з використанням відповідних математичних моделей. До речі, в якості цільової функції у математичних моделях повинні виступати не тільки дохідність і ризик, але й ліквідність цінних паперів і портфеля, що моделюється. Також у моделях має бути передбачена можливість перегляду стратегії управління банківським інвестиційним портфелем залежно від ситуації, що складається на фінансовому ринку і в самій фінансовій діяльності банку. Здебільшого, для більшості керуючих банківськими інвестиційними портфелями визначення максимізації можливої дохідності портфеля, що формується, в якості цільової функції видається більш переважаючим, оскільки точніше відображає сенс діяльності раціонального портфельного інвестора, що полягає в отриманні максимального прибутку при деякому гарантованому мінімумі. Але на практиці доводиться бувати в різноманітних ситуаціях, у яких може опинитися комерційний банк. У моделях, що розробляються слід передбачати можливість обліку специфіки вітчизняного ринку цінних паперів, макроекономічної ситуації в країні, ситуації на світових фінансових ринках, а також особливості ведення бізнесу українськими комерційними банками.

Використання сучасної портфельної теорії дозволить українським банківським установам: 1) здійснювати більш точне та ефективне вкладення коштів завдяки веденню кількісної оцінки ризику; 2) суттєво зменшити ризик портфеля цінних паперів за рахунок фінансових інструментів, які від'ємно корельовані між собою.

На даний час в Україні є лише акції семи емітентів, за якими постійно укладаються угоди на ринку, і саме тільки їх можна використати для побудови портфеля Марковіца. Побудова здійснювалась окремо по чотирьох емітентах з

2000 до 2002 рр., визначено місячні дохідності акцій, коваріаційні та кореляційні матриці (табл.. 4.1, 4.2, 4.3 та дод._____).

Таблиця 4.1

Середньомісячна дохідність “блакитних фішок” українського фондового ринку, %

Емітент	Роки		
	2000р.	2001р.	2002р.
Укрнафта	8,36	-1,72	1,52
Стирол	6,10	11,72	6,58
Київенерго	6,04	5,63	-27,40
Західенерго	2,18	-8,88	11,57

Таблиця 4.2

Коваріаційні матриці “блакитних фішок” українського фондового ринку

2000 рік				
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
Укрнафта	0,0117	0,0025	0,0084	0,0103
Стирол	0,0025	0,0285	0,0040	0,0009
Київенерго	0,0084	0,0040	0,0100	0,0093
Західенерго	0,0103	0,0009	0,0093	0,0163
2001 рік				
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
Укрнафта	0,0059	0,0020	0,0078	0,0081
Стирол	0,0020	0,5000	0,2392	0,0502
Київенерго	0,0078	0,2392	0,2197	0,0343
Західенерго	0,0081	0,0502	0,0343	0,0305
2002 рік				
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
Укрнафта	0,0095	0,0009	0,0485	0,0138
Стирол	0,0009	0,0306	0,0294	0,0275
Київенерго	0,0485	0,0294	2,0079	0,1024
Західенерго	0,0138	0,0275	0,1024	0,0702

Протягом усіх років, незалежно від величини обраної місячної дохідності, такі акції в портфелі складають мінусову частку, тобто необхідно здійснювати “короткий ” продаж цих цінних паперів. Така ситуація передбачається в моделі Блека, що є розвитком теорії Марковіца [111, с.63]. На

нашу думку, для практичного використання вона не прийнятна через значні припущення (наприклад, на отриманні кошти від “коротких” продаж можна придбавати інші цінні папери, хоча згідно світової практики 50% коштів повинно бути на рахунку кредитора як застава отриманих в кредит цінних паперів).

Таблиця 4.3

Кореляційні матриці “блакитних фішок” українського фондового ринку

2000 рік				
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
Укрнафта	1,0000	0,1374	0,7725	0,7473
Стирол	0,1374	1,0000	0,2364	0,0411
Київенерго	0,7725	0,2364	1,0000	0,7293
Західенерго	0,7473	0,0411	0,7293	1,0000
2001 рік				
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
Укрнафта	1,0000	0,0368	0,2149	0,6034
Стирол	0,0368	1,0000	0,7216	0,4065
Київенерго	0,2149	0,7216	1,0000	0,4193
Західенерго	0,6034	0,4065	0,4193	1,0000
2002 рік				
Емітент	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
Укрнафта	1,0000	0,0501	0,3510	0,5354
Стирол	0,0501	1,0000	0,1187	0,5941
Київенерго	0,3510	0,1187	1,0000	0,2728
Західенерго	0,5354	0,5941	0,2728	1,0000

Отримані після розрахунку портфелі цінних паперів не забезпечують оптимальної структури через відсутність активів, які були б пов’язані значною оберненою кореляційною залежністю з іншими інструментами (табл. 4.4).

Таблиця 4.4

Розподіл інвестицій між акціями згідно моделі Марковіна

Встановлена доходність, %	місячна	Укрнафта	Стирол	Київенерго	Західенерго
1		2	3	4	5
2000р.					
5		0,031713	0,219023	0,457369	0,291895
10		0,890971	0,156686	0,440308	-0,48797
15		1,75023	0,094348	0,423248	-1,26783
2001р.					
5		1,638874	0,107955	-0,00539	-0,74144
10		2,095288	0,173769	0,020544	-1,2896

1	2	3	4	5
15	2,551701	0,239583	0,046479	-1.83776
2002р.				
5	0,630754	0,353957	-0,0394	0,054687
10	0,275287	0,360865	-0,07691	0,440763
15	-0,08018	0,367772	-0,11443	0,826838

Лише, якщо з портфеля цінних паперів за даними 2002 року виключити цінні папери, що складають від'ємну частку, то можна отримати портфель цінних паперів з позитивними частками кожного з них. (табл. 4.5).

Таблиця 4.5

Скоригований портфель Марковіца для українських акцій за даними 2002 року

Акції	Частка в портфелі, %		
	Встановлена дохідність в 5% на місяць	Встановлена дохідність в 10% на місяць	Встановлена дохідність в 15% на місяць
“Укрнафта”	39,11	-36,59	-112,28
“Стирол”	58,02	125,32	192,61
“Центренерго”	2,87	11,27	19,67

Портфель вкладень в акції без необхідності проведення “коротких” продаж комерційний банк може отримати при встановленому рівні дохідності портфеля цінних паперів в 5% на місяць, що в річному еквіваленті складає 60% на рік. Для порівняння середньозважена відсоткова ставка за кредитами суб'єктам господарювання та фізичним особам в 2002 році складала 24,8% [1].

Таким чином, в Україні ефективний прибутковий портфель Марковіца комерційний банк може побудувати, проте на даний час лише за акціями “Укрнафти”, концерну “Стирол” та “Центренерго”.

Зроблені в роботі висновки (на основі проведеного дослідження) не претендують на беззаперечну істину, оскільки в процесі побудови портфеля Марковіца використовувалася незначна вибірка цінних паперів, що здійснюють обіг в Україні. З розвитком фондового ринку кількість цінних паперів, що мають постійне котирування на ринку росте, і тоді результати, отримані від побудови портфеля Марковіца, будуть забезпечувати більшу

репрезентативність. Сприятиме побудові більш оптимального портфеля Марковіца і обіг цінних паперів, що мають від’ємну кореляцію між собою.

Наступним етапом розвитку пропозицій Марковіца є модель Тобіна-Шарпа, яка передбачає включення у портфель безризикових активів. У.Шарп вдосконалив процедуру розрахунку оптимального портфеля цінних паперів, розділивши ризик на систематичний (ринковий) та несистематичний (ризик емітента).

Несистематичний ризик можна нівелювати шляхом диверсифікації (включення більшої кількості цінних паперів в портфель), а ринковий – лише усереднити. Кількісно вплив біржового ризику на доходність фінансових активів визначається однофакторною простою регресійною моделлю []:

$$r_i = \alpha_{iI} + \beta_{iI} r_I + \varepsilon_{iI},$$

де r_i - доходність фінансового активу;

α_{iI} - коефіцієнт зміщення (показує доходність цінних паперів при нульовій доходності ринкового індексу) ;

β_{iI} - коефіцієнт нахилу (вимірює чутливість доходності цінних паперів до доходності ринкового індексу);

r_I - доходність ринкового індексу;

ε_{iI} - випадкова погрішність.

Банку-інвестору необхідно придбавати цінні папери з високою бетою (більше 1) при зростаючому ринку та низькою бетою (менше 1) при спаді ринку [].

Цей показник регулярно публікується в аналітичних матеріалах за результатами торгів на ринку цінних паперів розвинутих країн та є одним з важливих індикаторів для прийняття рішень про інвестиційні вкладення, хоча на сучасному етапі ряд фахівців з інвестиційного управління [] не вважають достовірними значення коефіцієнту бета.

Для перевірки придатності моделі У.Шарпа (щодо можливості її використання комерційними банками в українських умовах) зробимо спробу

побудувати регресії місячної дохідності найбільш відомих українських акцій на основі котирувань у ПФТС на протязі 2002 року (табл.4.6).

Аналізуючи таблицю, можна зробити такі висновки: альфа в акцій невелика, а в деяких від’ємна, що свідчить про можливість отримання збитків при нульовій дохідності індексу; усі акції мають високий коефіцієнт бета – найбільший в цінних паперів Нижньодніпровського трубопрокатного заводу (7,96) та в “Дніпроенерго” (5,93), тобто при зміні фондового індексу на певну величину дохідність вказаних цінних паперів зміниться відповідно у 7,96 та 5,93 разів більше. У такому випадку банкам доцільно придбавати ці активи лише при зростаючому ринку.

Таблиця 4.6

Оцінка ризику цінних паперів згідно моделі Шарпа

Компанія	Альфа (α)	Стандартна помилка для альфи	Бета (β)	Стандартна помилка для бети	Коефіцієнт детермінації	Стандартне відхилення випадкової складової	Коефіцієнт кореляції
Укрнафта	-0.01	0.01	1,00	0,08	0,94	0,03	0,97
Стирол	0.06	0.06	0.33	0,58	0,03	0.19	0.18
Київенерго	-0.34	0.45	3,01	4,67	0.04	1.52	0.20
Центренерго	0.11	0.06	4,12	0.66	0,80	0,21	0,89
Західенерго	0.07	0.07	1.79	0.69	0.41	0.22	0.64
НДТПЗ	0.07	0.09	7,96	0.92	0,88	0,3	0.94
Дніпроенерго	0.05	0.08	5,93	0,81	0,84	0,26	0,92

Примітка. НДТПЗ – Нижньодніпровський трубопрокатний завод.

Проте, ще слід звернути увагу на коефіцієнт детермінації, що показує щільність зв’язку та адекватність побудованої моделі. У акцій “Західенерго” (0,41), “Київенерго”(0,04) та концерну “Стирол” (0,03) низький коефіцієнт детермінації, що свідчить про неголовну роль впливу зміни дохідності фондового індексу на дохідність вказаних фінансових активів. Підтвердженням цього є великий розмір стандартного відхилення величини випадкової похибки. Щоб зв’язок був істотним, згідно шкали Чердока коефіцієнт детермінації має бути не менше 0,7 [].

Таким чином, модель У.Шарпа та коефіцієнт бета згідно розрахунків, що наведені в таблиці 4.2, придатні для більшості “блакитних фішок” українського ринку цінних паперів.

Комерційні банки можуть використовувати регресійну модель У Шарпа, однак необхідно здійснювати постійний моніторинг коефіцієнта детермінації (для перевірки адекватності регресійної моделі) та застосовувати цю методику щодо фінансових інструментів, які мають постійні котирування на ринку.

Найбільша вигода, що отримують банки від застосування моделі У.Шарпа, полягає в можливості кількісно визначити вплив руху цін ринку цінних паперів в цілому на величину інвестиційного портфеля банку, на основі отриманих даних здійснювати оперативні коригування, а також прогнозувати очікувану дохідність портфеля в залежності від величини фондового індексу.

Методи аналізу та прогнозування фінансових інструментів.

Для того щоб змодельовати інвестиційний портфель, зокрема і банківський, необхідно провести розрахунок, аналіз і прогнозування всіх показників цінних паперів, що входять до його складу.

Існуючі методи аналізу і прогнозування інвестиційного портфеля, як відомо, поділяють на два класи за показниками, що входять до його складу, фінансових інструментів: технічний і фундаментальний.

Обидва класи методів намагаються вирішити одну і ту саму проблему: визначити напрям подальшого руху ціни. Однак фундаменталісти вивчають причини, що рухають ринок, а технічні аналітики – ефект.

Технічний аналіз в цілому можна визначити як метод пошуку схем руху цін, що повторюються і прогножуються, і який базується на математичних методах. Фундаментальний аналіз – підхід, що базується на макро- і мікроекономічних методах.

При використанні фундаментального аналізу неможливо врахувати всі фактори, тому що які-небудь завжди залишаться невідомими. Концепція фундаментального аналізу будується у такий спосіб: існує “дійсна” або “внутрішня” вартість акції, що залежить від вартості самої акціонерної компанії. Остання визначається потоком майбутніх доходів, для прогнозування якого необхідний фундаментальний (фінансовий) аналіз діяльності

підприємства. Таким чином, не важливо, що було в минулому, погляди фундаменталістів спрямовані в майбутнє.

На початку опишемо більш детально можливості засобів технічного аналізу.

Технічний аналіз – метод прогнозування, що дає велику ймовірність “попадань” (за оцінкою більшості трейдерів – близько 60–70 %). Технічний аналіз установлює, що ціна – це компроміс між реальними попитом і пропозицією, що встановлюються на ринку, і на які впливають інтуїція і спекулятивні дії учасників. Таким чином, “внутрішня” вартість відхиляється, а сподіваний прибуток проголошується лише одним з можливих факторів, які враховуються учасниками ринку при формуванні попиту і пропозиції. Погляди технічних аналітиків спрямовані в минуле, тому що головний об’єкт аналізу для них – ринкова історія (статистичні ряди).

Тому в якійсь мірі ні фундаментальний, ні технічний аналізи не є повними, але гармонійно доповнюють один одного.

Метод технічного аналізу був створений для прикладних цілей, а саме – отримання доходів при грі спочатку на ринку цінних паперів, а пізніше – і на ф’ючерсних. Всі методики технічного аналізу висхідно створювались окремо один від одного, і лише в 70-ті р. були об’єднані в єдину теорію із загальною філософією, аксіомами і основними принципами.

Технічний аналіз широко використовується на Заході, а останнім часом знаходить застосування і в нашій країні на всіх видах товарних, фондовому і валютному ринках. Філософські принципи технічного аналізу (як майже і всі методи) були сформульовані американцями. Математичний базис не складний, але дивним чином з’єднує технічний аналіз із сучасними фізико-математичними теоріями побудови природи – від галактик до атомів.

Усю різноманітність методів прогнозування технічного аналізу можна узагальнити як:

– графічні методи, при яких для прогнозування використовуються наочні зображення руху ринку;

– методи, що використовують фільтрацію або математичну апроксимацію, бурхливий розвиток яких став можливий за останні 25 років разом із розвитком комп'ютерної техніки, тому що кожний з них складно втілити вручну. Найбільш значну і працездатну групу цих методів, яка називається методами фільтрації, можна поділити на дві основні частини: ковзні середні і осцилятори;

– теорія циклів – теорія більше розвинута на теоретичному, ніж на практичному рівні. Вона займається циклічними коливаннями не тільки цін, але й природних явищ у цілому.

Не дивлячись на значні переваги технічного аналізу, в Україні його банки майже не використовують. Це можна пояснити низкою причин.

По-перше, і найголовніше, це відсутність ліквідного фондового ринку, тобто існує мала кількість цінних паперів, за якими регулярно укладаються угоди, а саме лише вони є придатними для внутрішнього аналізу. Так, протягом 1998-2000 рр. ліквідними “блакитними фішками”, тобто придатними для технічного аналізу, були акції підприємств як “Укрнафта”, “Дніпроенерго”, “Донбасенерго”, “Центренерго”, “Західенерго”, “Київенерго” та “Стирол”. Великим недоліком була диспропорція торгівлі акціями в сторону енергетичних компаній та певні економічні негаразди в цій галузі виключили вищенаведені компанії із списку ліквідних. Понад десять тижнів протягом 2001р. не укладалися угоди щодо акцій “Центренерго” “Київенерго”, більше п'ятнадцяти тижнів – “Дніпроенерго”, “Донбасенерго” та “Західенерго”. Крім того, для українських цінних паперів не фіксуються протягом торговельного дня максимальна (High) та мінімальна ціни (Low), а також ціна відкриття (Open) та закриття (Close), які є основою для побудови багатьох індикаторів технічного аналізу, перш за все, осциляторів.

По-друге, для того, щоб оптимізувати ефективність роботи технічних індикаторів необхідно оцінити їх результати за певний період у минулому. В розвинутих країнах цей час складає як мінімум 7-8 років []. В Україні котирування цінних паперів, що піддаються технічному аналізу, придатні лише

з 1997 р., коли за деякими акціями почали укладатися угоди на регулярній основі. Тому використання фахівцями банків індикаторів технічного аналізу можливе лише методом спроб та помилок.

По-третє, у комерційних банках України обмаль фахівців, що володіють методами технічного аналізу.

По-четверте, низька інформаційна забезпеченість ринку ускладнює отримання достовірних даних.

З часом, на наш погляд, необхідність у використанні даного методу аналізу буде неухильно зростати. У міру свого розвитку українські компанії для розширення власної діяльності будуть змушені залучати ресурси через ринок цінних паперів. Як правило, випуск їх буде здійснюватись з допомогою андеррайтингу, який передбачає підтримку ліквідності цінних паперів, що сприятиме зростанню ринку, а як наслідок, з'явиться необхідність у використанні технічного аналізу при прийнятті рішень про інвестування коштів. Це стосується акцій та корпоративних боргових зобов'язань, випуск останніх в значних обсягах, як для українського ринку, вже спостерігався у 2001-2003 роках. Відбувається також поступове відродження обігу державних облігацій, угоди щодо купівлі-продажу яких вже укладаються між комерційними банками на ПФТС без участі НБУ, що робитиме ринок ліквідним та надійним й дасть змогу для оцінки цінних паперів використовувати технічні індикатори.

Придатність технічних індикаторів для використання вітчизняними комерційними банками при побудові портфеля цінних паперів можна проілюструвати на прикладі аналізу динаміки ціни акцій "Укрнафти" за 1998-2002 рр., як найбільш ліквідного інструмента ринку корпоративних цінних паперів.

Початковий етап аналізу ставить за мету визначити характер руху ціни, тобто наявність тренду (рис. 4.8).

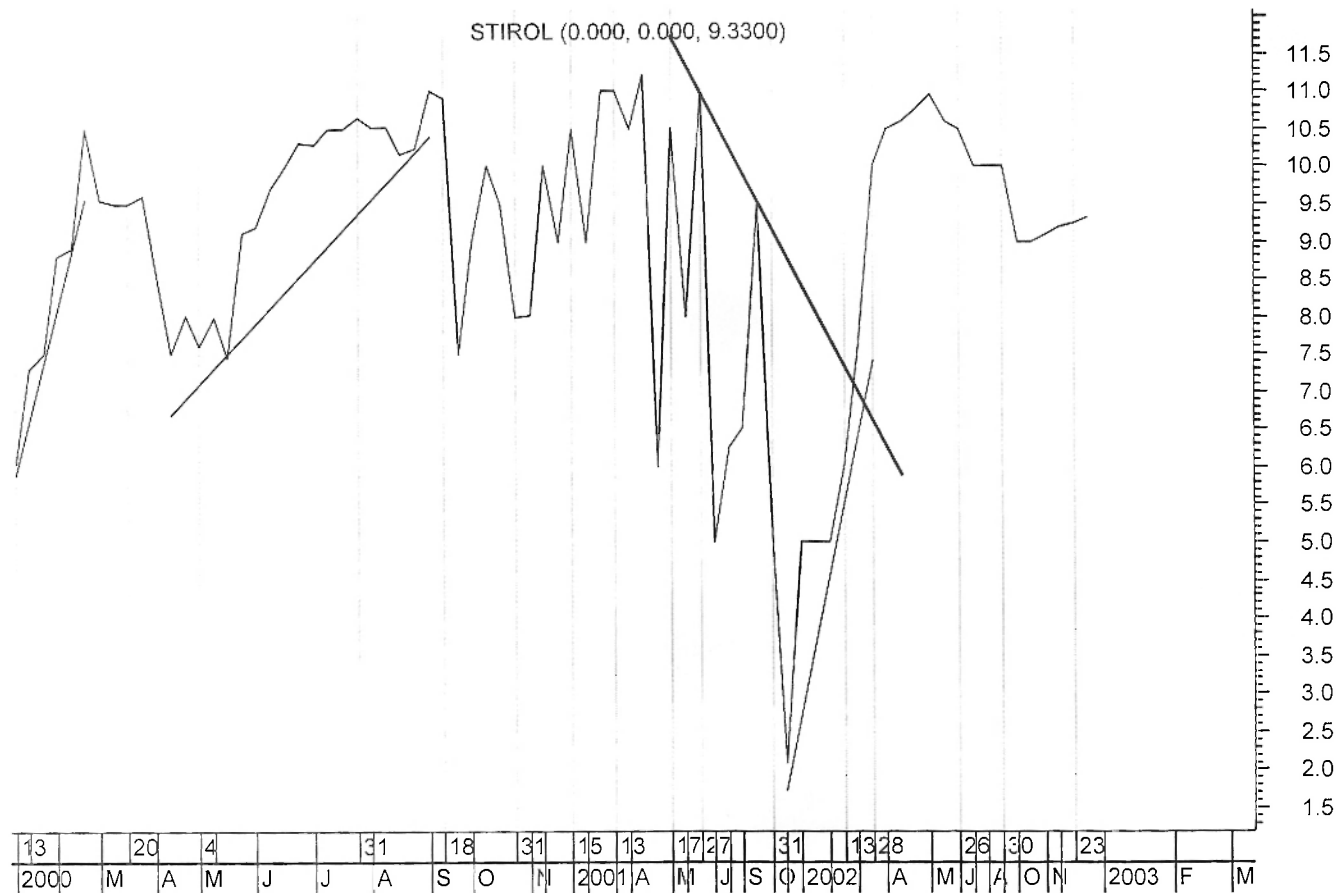


Рис. 4.8. Тренди руху котирувань акцій “Стирол”

Для побудови висхідного тренду вводилась лінія через мінімуми (лінія підтримки), а низхідного через два максимуми (лінія опору). Протягом 1998 року та в середині 2001 року спостерігався “ведмежий ” (низхідний) тренд. Поступово він затухав і змінювався на “бичачий” (висхідний), який був більш крутий та сильний. Таким чином, рух ціни акцій “Укрнафти” має різновекторний характер.

Нині існує велика кількість програмних продуктів, яка дозволяє розв’язати задачу дослідження фінансово-економічних показників математичними методами, що представлені як часовими рядами спостережень, так і даними простору. Багато з них можуть бути повністю реалізованими засобами цих програм.

Діючі програмні продукти включають в себе велику кількість математичних методів і моделей, а в арсенал деяких з них входять порядку 200–

300 методів і моделей. Розібратися в них простому користувачеві видається достатньо проблематично навіть маючи певний рівень математичних знань. Існує також велика кількість компаній і агентств, які професійно використовують існуючі програмні продукти, поставляють оброблену за їх допомогою інформацію на ринок.

У табл. *E.1.1, E. 1.2* дод. *E.* наведено адреси деяких з них у мережі Internet. Крім цього, існує певний набір моделей і методів, що найбільш використовуються професіоналами фінансового ринку для аналізу і прогнозування.

Для найбільш ефективного використання діючих математичних і програмних засобів необхідна методика статистичного аналізу і прогнозування, яка дозволяє отримувати бажаний результат, базуючись на впорядкуванні і групуванні тих або інших математичних моделей і методів залежно від поставлених цілей.

Важливе значення у цьому контексті має програмний продукт STADIA [49], що є інтегрованою системою методів економетричного аналізу та обробки даних у середовищі Windows. Програмний продукт STADIA дозволяє зробити методи аналізу даних доступнішими та наглядними.

Методика такого статистичного аналізу і прогнозування може бути охарактеризована методами обробки одномірних і багатомірних даних, які можуть бути представлені часовими рядами спостережень, кількісними і якісними показниками. Подібна методика, на наш погляд, повинна включати в себе і дозволяти проводити наступні види аналізу:

1. Дескриптивна статистика, що дозволяє розраховувати основні статистичні характеристики для висхідного ряду спостережень і сформованого із нього інтервального ряду.

2. Часові ряди, що дозволяють обробляти дані, що представлені рядами спостережень, і здійснювати попередній аналіз, виявляючи і усуваючи аномальні спостереження, розраховуючи динамічні та їхні середні характеристики.

3. Побудова моделей прогнозування здійснюється за допомогою моделей кривих росту, авторегресійних моделей, параметри яких оцінюються методом адаптивної фільтрації, параметричних моделей Бокса-Дженкінса.

4. Кореляційний аналіз – дозволяє вираховувати парні та частинні коефіцієнти кореляції, а також множинні коефіцієнти кореляції.

5. Регресивний аналіз – проводиться за допомогою моделей лінійної множинної регресії, нелінійних моделей парної регресії, визначаються коефіцієнти економічної інтерпретації – еластичності, бета-коефіцієнт, дельта-коефіцієнт.

6. Факторний і компонентний аналіз – проводиться як за висхідними даними, так і по кореляційній (коваріаційній) матриці.

7. Кластерний аналіз – вирішується задачею класифікації багатомірних спостережень з використанням методів класифікації: “К-середніх”, “Ближнього сусіда”.

8. Частотна фільтрація – використовуються високочастотні і низькочастотні фільтри.

9. Спектральний аналіз – реалізується методом Бартлетта непараметричної оцінки спектра потужності.

Найбільш застосовуються на практиці з перерахованих вище моделей прогнозування наступні: модель Брауна, модель Хольта, модель Хольта-Уїнтерса, модель Бокса-Дженкінса.

Одна з найпопулярніших методик аналізу і побудови прогнозу для послідовних спостережень, яка представляє собою вдалий синтез системи статистичних методів, запропонована Боксом і Дженіксом в середині 70-х років. Ця модель зарекомендувала себе на західному ринку як інструмент для вирішення прикладних задач прогнозування в галузі фінансів, виробництва, маркетингу, наукової і іншої діяльності.

Стаціонарні моделі.

Якщо часовий ряд стаціонарний, що означає наявність статистичної рівноваги відносно постійної середньої C , то він може бути представлений

широким класом лінійних моделей, які називаються моделями авторегресії – ковзної середньої. Це значить, що

$$(Z_t^p - C) = \Phi_1(Z_{t-1}^p - C) - \dots - \Phi_p(Z_{t-p}^p - C) + a_t - Q_1 a_{t-1} - \dots - Q_q a_{t-q},$$

де $Z_t^p = Z_t^\lambda$ – значення попередніх перетворень змінної; a_t – процес “білого шуму”; $\Phi_1, \dots, \Phi_p$ – параметри авторегресії; $Q_1, \dots, Q_q$ – параметри ковзної середньої.

Якщо використати оператор зсуву назад B

$$B Z_t = Z_{t-1},$$

то авторегресія ковзної середньої – модель можна записати в операційній формі:

$$Z_t - C = \frac{Q(B)}{\Phi(B)} a_t.$$

Параметри повинні задовольняти таким наступним умовам:

- для стаціонарності корені рівняння $\Phi(B)=0$ повинні лежати поза одиничний круг для оператора авторегресії $\Phi(B)$ (ряди знаходяться в статистичній рівновазі відносно фіксованого середнього);
- для забезпечення оборотності корені рівняння $Q(B)=0$ повинні лежати поза одиничний круг для оператора ковзної середньої $Q(B)$.

Щоби досягти економії параметрів, у модель включають одночасно оператори авторегресії та ковзної середньої.

Нестаціонарні моделі

У цей час, коли авторегресивні моделі і моделі ковзної середньої були відомі відносно давно, їхнє використання в моделюванні часових рядів було утруднено через:

- відсутність відповідних методів ідентифікації, оцінки і контролю цих моделей;
- наявність неадекватних методів для опису нестаціонарних рядів.

При формалізації нестаціонарних рядів використовують такі класи моделей, які придатні для представлення широкого діапазону практичних

ситуацій, тобто використовують кінцеві різниці порядку d : $W_t = \Delta^d Z_t^\phi$.
(Кінцева різниця першого порядку $\Delta Z_t^\phi = Z_t^\phi - Z_{t-1}^\phi$).

Стаціонарний ряд можна пізніше подати за допомогою авторегресії – ковзної середньої моделі:

$$W_t - C = \frac{Q(B)}{\Phi(B)} a_t.$$

Вище наведена модель називається авторегресивною інтегрованою моделлю ковзної середньої. Взаємопов'язана статистична методика включає в себе:

- ідентифікацію часового ряду (тобто визначення розмірностей операторів кінцевої різниці, авторегресії і ковзної середньої);
- оцінка параметрів моделі;
- перевірку адекватності моделі.

Варіанти вирішення цієї задачі представлені такими західними пакетами: Meta Stock, Wall Street, Statgraphics, SPSS, Forecast Pro. Пакети Statgraphics і SPSS універсальні. Вони включають параметричні і непараметричні тести, дисперсійний і регресійний аналізи, багатомірні методи і аналіз часових рядів. З точки зору масового вітчизняного споживача їх недолік полягає в тому, що вони розраховані на спеціалістів, які добре обізнані з концепціями застосовуваних процедур.

Відмінною рисою фундаментального аналізу є розгляд суті макро– і мікропроцесів, що проходять на ринку, орієнтація на встановлення глибинних причин змін економічної ситуації шляхом виявлення складних взаємозв'язків між різними явищами.

Фундаментальний аналіз проводиться на трьох рівнях.

Перший рівень – аналіз стану економіки в цілому. Він дозволяє з'ясувати наскільки загальна ситуація сприятлива для інвестування. Нестійкість на макроекономічному рівні має велике значення, так як вона може впливати на сподіваний дохід, ризик і ліквідність навіть добре диверсифікованого портфелю.

Другий етап – це галузевий аналіз, під час якого потенційний інвестор вибирає галузь, яка представляє для нього інтерес. Галузі в свою чергу поділяються на зростаючі, стабільні і циклічні.

До зростаючих галузей відносять галузі, що знаходяться на початковому етапі свого становлення, а також традиційні галузі, що переживають період зростання в результаті запровадження нових технологій або переходу на випуск нових нетрадиційних видів продукції.

Стабільні галузі відрізняються стабільністю свого розвитку, вони у меншій мірі, порівняно з іншими, схильні до впливу ситуації в цілому в економіці. Обсяги продажу і прибуток у таких галузях відносно стабільні й стійкі, навіть у період економічних труднощів.

Циклічні галузі характеризуються чутливістю до ділового циклу. До них належать перш за все галузі, що виготовляють засоби виробництва, а також предмети споживання тривалого користування. Дохідність і ризик по інвестиціях в акції компаній циклічних галузей суттєво залежать від фази циклу ділової активності.

Третій етап фундаментального аналізу – аналіз компаній – найскладніший і трудомісткий. На цьому етапі вивчають фінансово-господарський стан компаній за кілька останніх років, як правило, 3–5 років, ефективність управління компанією і прогнозуються перспективи її розвитку.

Конкретна схема і глибина аналізу результатів фінансово-господарської діяльності компаній залежать від повноти інформації, особливостей систем обліку і звітності в цій чи іншій країні. Але, незважаючи на суттєві відмінності у системі опублікованих показників в різних країнах в різних джерелах, коефіцієнти, що використовуються для такого аналізу, можна згрупувати таким чином:

- показники ліквідності і кредитоспроможності;
- показники ефективності;
- показники прибутковості (рентабельності);
- інвестиційні показники.

Аналіз цих показників допоможе портфельному інвестору вирішити питання про те, які фінансові інструменти (акції яких емітентів) є інвестиційно привабливішими, а які, з тих, що вже придбані, необхідно продати.

Аналітичні програмні продукти для розрахунку показників фінансових інструментів

Усі існуючі нині пакети аналітичних програм можна поділити на п'ять груп за якістю оброблення професійної фінансової інформації і точністю складених прогнозів і аналізів, а також за комплексом послуг, що надаються, для вирішення задач аналізу і прогнозування.

Перша група – на нульовому рівні. За своїм оснащенням аналітичними інструментами приблизно дві третини банків і фінансових компаній знаходяться на рівні, наближеному до нуля. Пакет Excel, версія Windows on Woll Street – все їх озброєння.

Аналітичні пакети другої групи. Пакет Meta Stock фірми Equis – одна з найпопулярніших програм технічного аналізу для професіоналів на Заході. Від інших її відрізняє розширений набір індикаторів, потужні засоби опису складних параметрів і формул, зручний об'єктно-орієнтований інтерфейс. Підготовку вхідних даних – щоденний кошмар аналітика – за допомогою Meta Stock значно полегшено:

- пакет комплектується програмою Doran Loader, яка “розуміє” формати 40 провідних світових постачальників інформації;
- передбачено введення даних в форматах Excel, Lotus і у вигляді текстових таблиць;
- власне формат Meta Stock є стандартом de facto у світі фінансового аналізу і підтримується багатьма пакетами.

Для окремих видів фінансових операцій існують спеціалізовані програми. Із класичних програмних продуктів володіють потужним статистичним апаратом пакет Quick Statistica фірми StatSoft, а останнім часом – і зручний багатофункціональний пакет Matlab.

Третя група – нейронні сітки. Нейронні сітки – узагальнена назва груп алгоритмів, які вміють навчатися на прикладах, отримувати скриті закономірності з потоку даних. Дані можуть бути неповними, суперечливими і навіть свідомо перекрученими. Якщо між вхідними і вихідними даними існує який-небудь зв'язок, навіть не виявлений кореляційними методами, нейронна сітка здатна автоматично налаштуватися на нього із заданим ступенем точності. Сучасні нейронні сітки дозволяють оцінити порівняльну важливість різних видів вхідної інформації, зменшити її обсяг без втрат істотних даних, розпізнавати симптоми наближення критичних ситуацій тощо. З середини 80-х років нейронні сітки почали використовуватися на Заході переважно у фінансових і військових застосуваннях. Однак, незважаючи на успіх, спочатку це були поодинокі системи на замовлення – досить складний інструмент і дорогий для розроблення. Ситуація змінилася на початку 90-х років, коли на ринку появилось нове покоління нейросіткових пакетів – потужних, недорогих і простих у користуванні. Одним з лідерів ринку став нейросітковий пакет Brain Maker американської фірми California Scientific Software. Розроблений на замовлення військових, пакет був адаптований для бізнес-додатку і вже у 1990 році відзначений престижною премією журналу PC Magazine “Кращий програмний продукт року”. Відтоді пакет щорічно перемагає на різноманітних конкурсах, пережив понад 20 000 інсталяцій і сьогодні є нейропакетом США, який найбільш продається.

При вирішенні аналітичних задач, що пов'язані з грою на ринках цінних паперів, нейронні сітки використовуються в комбінації з яким-небудь потужним пакетом традиційного технічного аналізу (як правило, з Meta Stock for Windows).

Четверта група – комплексне оснащення аналітичних відділів. Для вирішення кожної з основних фінансових задач підбирається програмно-інформаційний комплекс, що забезпечує вирішення задач “під ключ” – аж до технологічного ланцюга первинного відбору і фільтрації даних.

У банках, що належать до цієї групи, поступово вводиться у спілкування фінансистів нове слово *treasure*, яке означає сукупний облік дохідності за всіма операціями на рівні банку. Для вирішення цієї задачі використовується група пакетів, які базуються на так званій системній динаміці. Вони дозволяють будувати динамічну модель фінансової або промислової структури – банка з його філіями, фінансово-промислової групи, комерційної фірми – і спостерігати динаміку його функціонування на реальних вхідних даних. Ці ж пакети використовуються і для вирішення нового класу задач – BPR (*Business Processing Re-engineering*) – підвищення прибутковості підрозділів за рахунок оптимальної реорганізації її структури. Стає все більш популярна обкатка різних варіантів реорганізації (відкриття і закриття філій, довгострокових інвестиційних проектів тощо).

Для побудови комплексних моделей, що враховують якісні параметри (соціальні, політичні та ін.), отримали розповсюдження пакети на основі нечіткої логіки, і в першу чергу пакет *Cubi Cals*. Фактично цей пакет представляє собою експертну систему, що дозволяє включити в базу знань і нечіткі якісні залежності.

Рішення кожної із аналітичних задач у банку, який всесторонньо оснащений, зводиться до побудови комплексу взаємозв'язаних моделей. Якість прогнозу при цьому різко зростає, а головне – модель зберігає стійкість і в періоди політичних потрясінь.

Звичайно, в арсеналі цієї групи є і нейронні сітки. Однак все частіше *Brain Maker Pro* витісняється більш потужним (але й дорогим) комплексом програм фірми *Ward Systems Group*. Встановлений у 150 найбільш провідних банках і фінансових компаніях США пакети *Ward* представляють собою свого роду “конструктор” для аналітика, що дозволяє формувати комплекс програм будь-якої складності на свій смак, нарощувати його паралельно із підвищенням складності.

П'ята група – пакети нейроплат прискорювачів. Ця група – нечисленна фінансова еліта, “королі ринку”. Їх одиниці. Вони з прибутками виходять з гри

навіть у дні “чорних вівторків”, наперед “приватизовують” нові високодохідні сегменти ринку, можуть, виходячи, “кинути” ринок державних цінних паперів.

Зазвичай саме обивателі “фінансового Олімпу” краще інших розуміють важливість аналітичної обробки інформації. Саме вони стають замовниками комплексних інтелектуальних систем типу знаменитої Nexpert Object фірми Nenron Data. Система Data Mining здатна автоматично витягти смислові залежності із інформаційних потоків і баз даних великого обсягу. Пакети на основі Data Mining, і в першу чергу пакет IDIS фірми Information Discovery, дають відповіді на такі питання: яка група клієнтів приносить банку найбільший прибуток, які параметри визначають дохідність відділень в різних регіонах, які загальні ознаки, що відрізняють легальні операції по кредитних картках від шахрайства.

Фінансисти є саме споживачами технологій нейроплат – прискорювачів. Нейроплати - прискорювачі – стратегічна зброя провідних західних компаній.

Нейроплати – це спеціальні пристрої, так звані акселератори, що прискорюють процес обробки складних фінансових даних у сотні, а в особливо крупних задачах, до тисячі раз. На протязі багатьох років нейроплати, як втілення передової військової технології, були заборонені до експорту із США.

Інформаційні системи на українському фондовому ринку надають користувачам не тільки інформацію, яка пов’язана з торгами, але також економічні і політичні новини, дані про емітентів.

Отримати необхідну інформацію про програмні продукти і ознайомитися з їх демонстраційними версіями можливо, відвідавши Web-сторінки за адресами у мережі Internet, наведених в табл. Ж. 1.1. дод. Ж.

4.3. Моделі формування ефективного інвестиційного портфеля банку за його складовими

Оскільки комерційний банк є одним з основних інвестиційних інститутів ринкової економіки, фінансовий стан якого характеризується рядом

специфічних показників і критеріїв, необхідно провести аналіз і оцінку грошових потоків, які є основними елементами аналізу фінансової діяльності банку, що пов'язаний з надходженням і вибуттям грошових коштів з рахунків клієнтів, а також із розміщенням вільних коштів і власного капіталу банку в різного роду активи в тому числі і цінні папери.

А. Модель механізму формування фонду інвестиційного портфеля банку при узгоджених в часі потоках активів

Потік грошових платежів банку варто розглядати в динаміці і генерувати його протягом часових періодів, в тому числі і майбутніх. Інвестиційний портфель банку не знаходиться в нерухомому стані. Його склад постійно змінюється залежно від ситуації, що складається, як у структурі балансу банку, так і змін, що відбуваються безпосередньо на ринку цінних паперів. Враховуючи вищенаведені фактори, приходиться, або поповнювати портфель цінними паперами, або реалізувати деяку їх частину так, щоб платоспроможність банку знаходилась поза небезпекою.

Назвемо суму активів банку, що інвестовані в цінні папери даного портфеля, – фонд інвестиційного портфеля банку. Фонд інвестиційного портфеля банку оцінюється як станом на певний момент часу, так і в динаміці (в різні періоди часу).

Ефективність моделювання інвестиційного портфеля банку здебільшого визначається узгодженістю в часі його вхідних і вихідних потоків активів, які впливають на стан фонду інвестиційного портфеля. Таку узгодженість у часі вхідних і вихідних потоків активів не завжди вдається досягти на практиці.

Розглянемо задачу прийняття оперативних рішень, що стоять перед керуючим портфелем і менеджером банку, тобто ОПР (особами, що приймають рішення). Необхідно так визначити кількість взятих кредитів на ринку міжбанківських кредитів або на інших ринках (депозитний ринок) і продаж цінних паперів з портфеля, рівні відсоткових ставок (для кредитів) і доходності (для цінних паперів) при заданій пропозиції і попиті ринку на грошові ресурси.

щоб забезпечити, принаймні, не від'ємне значення відсоткової маржі, які є цільовою функцією або кількісним критерієм економічних інтересів банку.

У загальному випадку величина відсоткової маржі залежить від термінів, на які залучаються ресурси, і дохідності від операцій з цінними паперами, а також від обсягів ресурсів, що залучаються. Ринкові відсоткові ставки і дохідність визначаються сукупним попитом і пропозицією всіх банків і учасників фондового ринку на грошові ресурси, тому окремий банк сприймає відсоткові ставки і дохідність як задані із зовнішнього фінансового середовища і його рішення на ринку зводиться до вибору обсягів ресурсів, що залучаються в оборот.

Моделювання цих процесів важливо, так як неправильна реалізація таких операцій може призвести до пониження ліквідності, фінансової стійкості і появи у банку від'ємної різниці від операцій, що проводяться.

Модель механізму формування фонду інвестиційного портфеля при узгоджених грошових потоках зводиться до наступного. Припустимо, що термін залучених депозитів, взятих для формування фонду інвестиційного портфеля, збігаються в часі із термінами погашення або запланованого продажу цінних паперів, що придбані на активи фонду (депозити) інвестиційного портфеля, і дорівнюють $T = t / 360$ (де t – тривалість терміну в днях).

Тоді цільова функція, тобто відсоткова маржа, буде мати вигляд:

$$PM(T) = (B - \beta) \cdot T \cdot A \Phi \rightarrow \max,$$

при обмеженнях моделі:

$$b \geq \beta, S_0 \leq \frac{S_n}{1 + b}, D_n \leq D_s ;$$

$$\Phi = D_d = S_0,$$

де b – річна відсоткова ставка дохідності від операцій з цінними паперами; β – річна відсоткова ставка по депозитах; S_0 – обсяг пропозиції цінних паперів на початок планового періоду; D_n – обсяг попиту банку на грошові ресурси для формування інвестиційного портфеля; S_n – обсяг попиту на цінні папери в кінці

планового періоду; D_s – обсяг пропозиції грошових ресурсів; Φ – розмір інвестиційного портфеля.

Наведена модель кількісно оцінює сукупний ефект від реалізації операцій з цінними паперами інвестиційного портфеля і грошовими коштами за плановий період часу T .

Розв'язок задачі виглядає таким чином:

$$\Phi \leq \min\left(\frac{S_D}{1+B}, D_s\right).$$

Результат даної моделі залежить від відсоткових ставок і однієї змінної – обсягу фонду інвестиційного портфеля Φ , який не повинен перевищувати мінімальну з двох величин: попиту на цінні папери в кінці планового періоду з урахуванням зростання вартості портфеля і пропозиції грошових ресурсів на початок планового періоду.

Модель відображає намагання керуючого інвестиційним портфелем отримати максимальну величину відсоткової маржі і дозволяє обґрунтувати прийняте ним рішення щодо оптимальних стратегій у формуванні спільної політики як на ринку грошових ресурсів, так і на ринку цінних паперів у ситуації, що розглядається.

Б. Модель механізму формування фонду інвестиційного портфеля при неузгоджених грошових потоках

Модель механізму формування фонду інвестиційного портфеля при неузгоджених грошових потоках виглядає наступним чином.

Грошові кошти, що надходять на рахунки клієнтів банку на короткий термін зберігання, залучаються на купівлю цінних паперів з великим терміном до погашення або моменту їхнього продажу. При практичній реалізації такої операції виникає проблема залучення додаткових грошових ресурсів на майбутні періоди, наступні за періодом залучення грошових коштів з коротким терміном (рис.4.9).

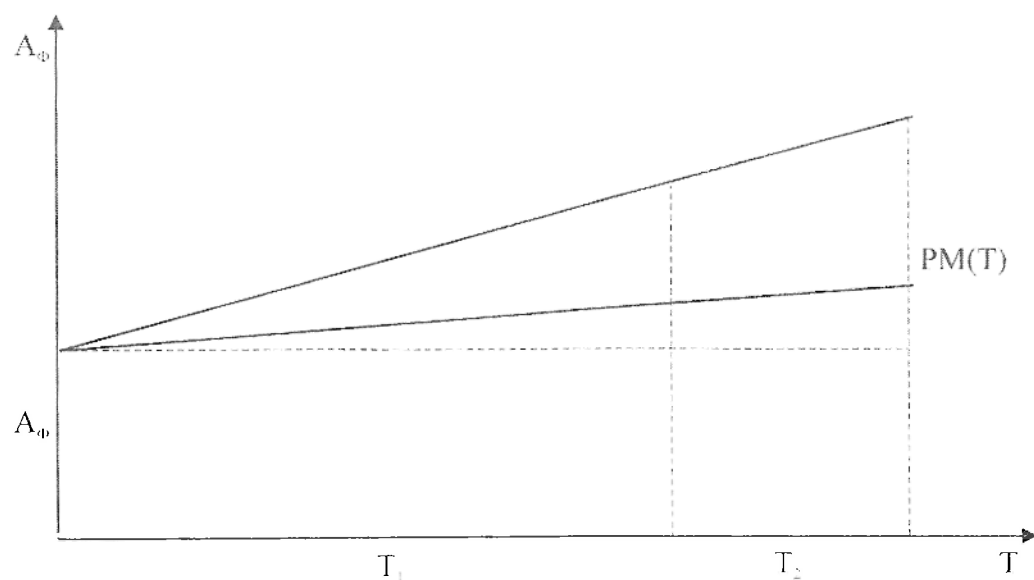


Рис.4.9. Графік формування фонду інвестиційного портфеля при неузгоджених грошових потоках

Модель цільової функції для задачі, що розглядається, має вигляд:

$$M(T) = [(1 + Tb) - (1 + T_1\beta_1) \cdot (1 + T_2\beta_2)] \Phi \rightarrow \max,$$

а обмеження наведені такими співвідношеннями:

$$(1 + Tb) \geq (1 + T_1\beta_1) \cdot (1 + T_2\beta_2),$$

$$T = T_1 + T_2, \quad S_0 \leq \frac{S_n}{1 + b},$$

$$D_{n1} \leq D_{S1}, \quad D_{n2} \leq D_{S2},$$

$$\Phi = D_{n1} = S_0,$$

де T_1 і T_2 — терміни залучення “коротких” грошових ресурсів; β_1 і β_2 — відсоткові ставки залучення “коротких” грошових ресурсів; $D_{n1} = \frac{D_{n1}}{1 + T_1\beta_1}$ — попит на грошові ресурси терміном T_1 ; D_{n2} — попит на грошові ресурси строком T_2 в кінцевий момент строку T_1 ; D_{S1} і D_{S2} — пропозиція грошових ресурсів на строк T_1 і T_2 відповідно.

При даній цільовій функції задача керуючого інвестиційним портфелем полягає у визначенні фонду інвестиційного портфеля Φ і відповідних йому обсягів грошових ресурсів, що залучаються, в теперішній (D_{n1}) і майбутній (кінцевий) (D_{n2}) періоди, які при заданих строках T , T_1 , T_2 і відсоткових ставках b , β_1 , β_2 , забезпечують максимальне значення відсоткової маржі M .

Розв'язок задачі виглядає наступним чином:

$$\Phi \leq \min \left\{ \frac{S_D}{1+B}, D_{S1}, \frac{D_{S2}}{1+T_1\beta_1} \right\}.$$

Якщо припустити, що операції з реінвестування грошових коштів у цінні папери повторюються n раз, то оптимальний розв'язок визначається із рівняння:

$$\Phi \leq \min \left\{ \frac{S_n}{1+b}, D_{S1}, \frac{D_{S2}}{1+T_1\beta_1}, \dots, \frac{D_{Sn}}{1+T_{n-1}\beta_{n-1}} \right\}.$$

Вищенаведені співвідношення дозволяють керуючому інвестиційним портфелем, моделюючи інвестиційний портфель банку, обґрунтувати з позиції отримання максимальної відсоткової маржі про залучення до обороту грошових ресурсів по “коротких” грошових коштах (депозитах) у “довгі” цінні папери.

В. Моделі розподілу фонду інвестиційного портфеля банку за основними класами портфелів

Визначивши розмір інвестиційного портфеля, необхідно розподілити активи фонду інвестиційного портфеля між різними класами цінних паперів.

Під класом портфеля ми розуміємо сукупність цінних паперів, що належать до одного і того ж класу цінних паперів, тобто акції, облігації, векселі, похідні фінансові інструменти (ф'ючерси, опціони, варанти та ін.), з обліком їх терміновості всередині кожного класу (короткострокові – до 30 днів, середньострокові – від 30 до 90 днів і довгострокові – більше 90 днів).

На другому рівні діалогової ієрархічної моделі формування інвестиційного портфеля банку нами пропонується наступна модель лінійного програмування розподілення фонду інвестиційного портфеля за класами портфелів.

Вибираючи в якості цільової функції дохідність, маємо:

$$\text{Знайти } B = \frac{\sum_{i=1}^l b_i y_i}{\Phi} \rightarrow \max \text{ при виконанні обмежень на:}$$

1) розмір портфеля: $\sum_{i=1}^i y_i = \Phi$;

2) коефіцієнти ліквідності балансу банку: $\frac{\sum_{i \in I_l} y_i + A_l}{\Pi_l} \geq H_l, l \in L$;

3) диверсифікацію ризику $\frac{y_i}{\sum_{i=1}^i y_i} \geq \omega_i, i \in I$;

4) ділимість портфеля відносно загальної структури:

$$\sum_{i=1}^i \omega_i \leq 1,$$

де i – індекс класу портфеля, який формується з активів фонду інвестиційного портфеля, $i \in I$, I – множина класів портфелів; y_i – розмір активів фонду, що інвестуються в i -й клас портфеля; B – дохідність банку; l – індекс нормативу ліквідності, $l \in L$, L – множина нормативів ліквідності; A_l – інші активи, що включаються в розрахунок l -го нормативу ліквідності; Π_l – пасиви, що включаються в розрахунок l -го нормативу ліквідності; I_l – підмножина класів портфелів, що приймаються до розрахунку l -го нормативу ліквідності; ω_i – частка i -го класу портфеля в складі всього портфеля цінних паперів; b_i – дохідність від операцій з i -м класом портфеля; H_l – коефіцієнти l -го нормативу ліквідності балансу банку.

У наведеній моделі вказані основні обмеження задачі, а також в ній можуть бути присутні й інші обмеження, такі як, наприклад, обмеження, пов'язані з розмірами лотів цінних паперів, трансакційні затрати по операціях з цінними паперами, облік ставок оподаткування тощо.

Особливостями даної моделі є:

- наявність обмежень, що забезпечують ліквідність балансу банку відповідно до нормативних вимог, встановлених НБУ;
- управління ризиком шляхом диверсифікації портфеля за класами цінних паперів відповідно до рішень керуючого інвестиційним портфелем, прийнятими на основі експертних оцінок.

У результаті розв'язку кожної моделі (в якості методу рішення можливе застосування симплекс-методу) отримуємо оптимальний варіант розподілу коштів за класами портфельів. Формалізоване рішення виглядає так:

$$Y = \{y_i, i \in I\}.$$

Г. Моделі формування інвестиційного портфеля за видами цінних паперів

Розподіливши деяким чином фонд інвестиційного портфеля за класами портфельів, необхідно визначити склад кожного класу портфеля за вхідними до нього цінними паперами.

Побудовані нами моделі формування інвестиційного портфеля за видами цінних паперів дають змогу визначити склад портфеля з цінними паперами, що входять до нього, залежно від обраної стратегії формування і управління інвестиційним портфелем.

Модель об'єднує собою показники дохідності, ліквідності і ризику портфельних інвестицій, а також передбачає вибір одного з цих показників у якості цільової функції при встановленні в якості обмежень двох інших показників у процесі ряду ітерацій.

Даний підхід дозволяє досягти несуперечливих обмежень у задачі і підготувати множину оптимальних варіантів розв'язку задачі для вибору кінцевого результату рішення, що залишається за керуючим інвестиційним портфелем.

Задача може бути сформульована таким чином.

1. а) Максимізувати дохідність портфеля i -го класу

$$B_i = \frac{\sum_{m=1}^M \sum_{n=1}^{N_m} b_{mn} z_{mn}}{\sum_{m=1}^M \sum_{n=1}^{N_m} z_{mn}} \rightarrow \max, i \in I,$$

при обмеженнях на:

$$\text{— ризик} \quad \frac{\sum_{n=1}^{N_m} r_{mn} z_{mn}}{\sum_{n=1}^{N_m} z_{mn}} \leq R_m, 0 \leq r_{min} \leq 1, m = \overline{1, M};$$

– розмір коштів, що направлені в даний клас портфеля

$$\sum_{m=1}^M \sum_{n=1}^{N_m} z_{mn} \leq y_i, i \in I,$$

де i – індекс класу портфеля, $i \in I$, m – індекс рівня ризику, $m = \overline{1, M}$; n – індекс виду цінних паперів, $n = \overline{1, N_m}$; N_m – множина цінних паперів m -го рівня ризику, $\sum_{m=1}^M N_m = Q$; y_i – сума коштів, що інвестована в операції з цінними паперами i -го класу портфеля і визначається на попередньому рівні моделювання; B_i – оптимальна дохідність по операціях з цінними паперами i -го класу портфеля; M – кількість рівнів ризику цінного паперу по дохідності, що задається керуючим інвестиційним портфелем; Q – кількість цінних паперів у портфелі; b_{mn} – дохідність від операцій по n – му цінному папері m -го рівня ризику; z_{mn} – сума коштів, яка спрямовується в n – й цінний папір m -го рівня ризику; $z_{mn} > 0$; r_{mn} – ризик по дохідності від операцій з n – м цінним папером m -го рівня ризику; R_m – ризик по дохідності від операцій з цінними паперами m -го рівня ризику, що задається керуючим інвестиційним портфелем.

$$R_m \in (\lambda_m; \beta_m),$$

де $\lambda_m; \beta_m$ – межі інтервалу m -го рівня ризику; $\beta_m = mh$, $\lambda_m = (m-1)h$, де h – крок рівня ризику:

$$h = \frac{1-0}{M},$$

де 1 і 0 – максимальне і мінімальне значення ризику по дохідності;

$z = (z_{11}, z_{12}, z_{13}, \dots, z_{1n}, z_{21}, z_{22}, \dots, z_{2m}, \dots, z_{m1}, z_{mn})$ – розв'язок моделі.

По тих цінних паперах по яких z відмінне від нуля, сума коштів, що направляється для операцій з ними, рівна величині вказаній в оптимальному розв'язку.

1. б) Максимізувати дохідність портфеля i -го класу.

$$B_i = \frac{\sum_{s=1}^S \sum_{u=1}^{U_s} b_{su} z_{su}}{\sum_{s=1}^S \sum_{u=1}^{U_s} z_{su}} \rightarrow \max,$$

при обмеженнях на:

$$\text{— ліквідність} \quad \frac{\sum_{u=1}^{U_s} F_{su} z_{su}}{\sum_{u=1}^{U_s} z_{su}} \geq L_s, 0 \leq L_{su} \leq 1;$$

$$\text{— розмір коштів, інвестованих у даний клас портфеля} \quad \sum_{s=1}^S \sum_{u=1}^{U_s} z_{su} \leq y_i, i \in I;$$

s – індекс рівня ліквідності цінних паперів, $s = \overline{1, S}$; S – число рівнів ліквідності, задається керуючим інвестиційним портфелем; u – індекс виду цінних паперів, $u = \overline{1, U_s}$; U_s – кількість цінних паперів s -го рівня ліквідності;

$$\sum_{s=1}^S U_s = Q,$$

де Q – кількість цінних паперів у портфелі; b_{su} – дохідність від операцій по u -му цінному паперу s -го рівня ліквідності; z_{su} – сума коштів, направлених в u -й цінний папір s -го рівня ліквідності; F_{su} – ліквідність u -го цінного паперу s -го рівня ліквідності; L_s – ліквідність цінних паперів s -го рівня ліквідності, задається керуючим інвестиційним портфелем.

$L_s \in (\lambda_s; \beta_s)$, де λ_s, β_s – межі інтервалу s -го рівня ліквідності;

$$\lambda_s = (S-1)h, h = \frac{1-0}{S},$$

де h – крок рівня ліквідності; $\{1, 0\}$ – відповідно максимальне та мінімальне значення ліквідності.

$$\beta_s = Sh$$

$z = (z_{11}, \dots, z_{su})$ – оптимальне рішення моделі.

2. а) Максимізувати ліквідність портфеля i -го класу

$$L_i = \frac{\sum_{d=1}^D \sum_{k=1}^{K_d} l_{dk} z_{dk}}{\sum_{d=1}^D \sum_{k=1}^{K_d} z_{dk}} \rightarrow \max,$$

при обмеженнях на:

– дохідність

$$\frac{\sum_{k=1}^{K_d} b_{dk}}{\sum_{k=1}^{K_d} z_{dk}} \geq B_d, d = \overline{1, D};$$

– розмір коштів, інвестованих у даний клас портфеля

$$\sum_{d=1}^D \sum_{k=1}^{K_d} z_{dk} \leq y_i, i \in I,$$

де L_i – оптимальна ліквідність i -го класу портфеля; $d = \overline{1, D}$ – рівень дохідності цінних паперів; D – кількість рівнів дохідності, задається керуючим інвестиційним портфелем; K_d – вид цінного паперу d -го рівня дохідності; $\sum_{d=1}^D K_d = Q$ – кількість цінних паперів d -го рівня дохідності; F_{dk} – ліквідність k -го цінного паперу d -го рівня дохідності; z_{dk} – сума коштів інвестованих в k -й цінний папір d -го рівня дохідності, $z_{dk} \geq 0$; b_{dk} – дохідність k -го цінного паперу d -го рівня дохідності; B_d – допустима дохідність від операцій з цінними паперами d -го рівня дохідності, задається керуючим інвестиційним портфелем.

$$B_d \in (\lambda_d, \beta_d),$$

де λ_d, β_d – межі інтервалу d -го рівня дохідності; $\lambda_1 = -\infty$; $\beta_d = +\infty$; $\beta_1 = 0$; $\lambda_d = (d-1)h$, $d \neq 1$; $\beta_d = d \cdot h$, $d \neq D$, $d \neq 1$; h – крок рівня дохідності за винятком першого та останнього рівня.

При $d = D$, λ_d – задається керуючим інвестиційним портфелем, це те значення дохідності, вище якого керуючий інвестиційним портфелем вважає операції наддохідними, тобто папери, що попадають в інтервал $[\lambda_D; \beta_D] = [\lambda_d; +\infty)$.

∞]. Цінні папери, що попадають в інтервал від $[\lambda_D; \beta_D] = [-\infty; 0]$ – з від'ємною дохідністю.

$(\lambda_z; \beta_{d-1})$ – інтервал дохідності, що розбивається на рівні; $h = \frac{\beta_{D-1} - d_2}{D-2}$ –

крок; $z = (z_{11}, \dots, z_{dk})$ – оптимальний розв'язок моделі.

2. б) Максимізувати ліквідність портфеля i -го класу

$$L_i = \frac{\sum_{m=1}^M \sum_{n=1}^{N_m} l_{mn} z_{mn}}{\sum_{m=1}^M \sum_{n=1}^{N_m} z_{mn}} \rightarrow \max, \quad i \in I,$$

при обмеженнях на:

$$\text{– ризик} \quad \frac{\sum_{n=1}^{N_m} r_{mn} z_{mn}}{\sum_{n=1}^{N_m} z_{mn}} \leq R_m, \quad m = \overline{1, M}, \quad 0 < r_{mn} \leq 1;$$

$$\text{– розмір коштів інвестованих в даний клас портфеля} \quad \sum_{m=1}^M \sum_{n=1}^{N_m} z_{mn} \leq y_i, \quad i \in I,$$

де F_m – ліквідність n -го цінного паперу m -го рівня ризику по дохідності;

3. а) Мінімізувати ризик портфеля i -го класу

$$R_i = \frac{\sum_{d=1}^D \sum_{k=1}^{k_d} r_{dk} z_{dk}}{\sum_{d=1}^D \sum_{k=1}^{k_d} z_{dk}} \rightarrow \min$$

при обмеженнях на:

$$\text{– дохідність} \quad \frac{\sum_{k=1}^{k_d} b_{dk} z_{dk}}{\sum_{k=1}^{k_d} z_{dk}} > B_d, \quad d = \overline{1, D};$$

$$\text{– розмір коштів інвестованих у даний клас портфеля} \quad \sum_{d=1}^D \sum_{k=1}^{k_d} z_{dk} \leq y_i, \quad i \in I,$$

де R_i – оптимальне значення ризику по дохідності i -го класу портфеля; r_{dk} – ризик k -го цінного паперу d -го рівня дохідності.

3.6) Мінімізувати ризик портфеля i -го класу

$$R_i = \frac{\sum_{s=1}^S \sum_{u=1}^U r_{su} z_{su}}{\sum_{s=1}^S \sum_{u=1}^U z_{su}} \rightarrow \min,$$

при обмеженнях на:

$$\text{— ліквідність} \quad \frac{\sum_{u=1}^U l_{su} z_{su}}{l^*} \geq L_s, \quad 0 \leq l_{su} \leq 1, \quad s = \overline{1, S}, u = \overline{1, U};$$

$$\text{— розмір коштів інвестованих у даний клас портфеля} \quad \sum_{s=1}^S \sum_{u=1}^U z_{su} \leq y_i, \quad i \in I$$

де r_{su} — ризик по доходності u -го цінного паперу s -го рівня ліквідності.

Слід відмітити, що в наведених моделях застосовуються лінійні залежності портфельного ризику від шуканих змінних. Саме цей підхід дає змогу сформулювати модель формування інвестиційного портфеля за видами цінних паперів як задачу лінійного програмування.

У загальному випадку, функція портфельного ризику є нелінійною відносно питомої ваги цінних паперів, що увійшли до складу портфеля. Це викликано наявністю кореляційної залежності між цінними паперами яка може бути від'ємною або дорівнювати нулю. Однак, для цінних паперів одного виду кореляційну залежність можна вважати позитивною і відносно великою. У такому випадку, з певним натяком, можлива лінеаризація функції ризику.

Розглянувши моделі формування вигідного інвестиційного портфеля банку за його складовими, ми дійшли висновку, що інвестиційна стратегія комерційного банку визначає тактику вкладання коштів: скільки і в які цінні папери доцільно ці кошти інвестувати. Така розробка інвестиційної стратегії, перш за все, спрямована на максимізацію доходу від вкладених коштів при мінімізації ціни ресурсів, які використовуються для інвестування, і вибір такого варіанту інвестування, що забезпечить найвищу з можливих доходність.

Однак при роботі комерційних банків на фондовому ринку України класичні методи теорії портфельного інвестування практично не використовуються. У моделях, властивих умовам нашої країни, слід передбачати можливість обліку специфіки вітчизняного ринку цінних паперів, ситуацію на світових фондових ринках, особливості ведення бізнесу українськими комерційними банками.

Опираючись на класичний підхід до моделювання інвестиційного портфеля та врахувавши вище згадані особливості, змоделюємо оптимальну структуру інвестиційного портфеля комерційного банку, яка базується на таких висхідних припущеннях:

- інвестування розглядається з позицій банку як портфельного інвестора, що намагається сформувати оптимальний портфель активів, а не тільки інвестувати в єдиний визначений тип фінансового інструменту, наприклад в акції;
- визначеність інвестиційного горизонту (два роки).

У запропонованій моделі також припускається, що маючи на початок періоду певний капітал Q_t , банк з усіх можливих активів формує портфель на термін інвестиційного горизонту T . Отже, для організації інвестиційної діяльності комерційний банк планує включити в портфель такі фінансові інструменти: акції m видів, облігації внутрішньої державної позики n видів з різними термінами обігу, кредити L видів строковості. Інвестиційну діяльність комерційний банк організовує на основі використання власних фінансових ресурсів і можливості отримати міжбанківський кредит при заданих відсоткових ставках. Запозичення міжбанківських ресурсів буде регулюватися Національним банком України через встановлення нормативу Н13 – максимальний розмір отриманих міжбанківських позик, загальний обсяг яких не перевищує трикратного розміру власних ресурсів комерційного банку. Що стосується виходу комерційного банку на ринок облігацій внутрішньої державної позики то, не зважаючи на стабільність курсу облігацій і високу гарантію Уряду при їх погашенні, комерційні банки на початку нового століття

не були достатньо активними на цьому ринку. Про це свідчать результати аукціонів 2001-02 р.р. Ураховуючи це, включення в інвестиційний портфель банку облігацій внутрішньої державної позики обмежимо 20-30 % від загальної суми коштів, які передбачені на формування інвестиційного портфелю комерційного банку.

Для побудови формалізованої моделі нашої задачі вводимо наступні позначення:

t - індекс планового періоду (місяць), $t = \overline{1, T}$, $T \geq 24$; j - індекс виду акцій, $j = \overline{1, m}$; i - індекс виду облігацій державної позики, $i = \overline{1, n}$; l - індекс виду наданих банком кредитів, $l = \overline{1, L}$; k - індекс виду банку, що надає міжбанківський кредит, $k = \overline{1, K}$; x_{jt} - обсяг коштів, вкладених банком в j -й вид акцій у періоді t ; y_{it} - обсяг коштів, вкладених банком в i -й вид облігацій державної позики в періоді t ; z_{lt} - обсяг коштів, виділених банком для l -го виду кредиту в періоді t ; v_{kt} - обсяг взятого міжбанківського кредиту в k -му банку в періоді t ; Q_t - обсяг власних коштів, спрямованих на інвестиційну діяльність банку в періоді t ; α , β - відповідно, верхня та нижня межа, відсоткове співвідношення вартості облігацій державної позики в загальній структурі інвестиційного портфелю; q_{jt} - величина корисності, яку отримує КБ від виділених одиниць коштів для j -го виду акцій в періоді t :

$$q_{jt} = \begin{cases} q_{jt}^*, & \text{якщо від } j - \text{го виду акцій КБ отримує кошти розміром } q_{jt}^* \\ & \text{в періоді } t \text{ на одиницю вкладень;} \\ 0, & \text{якщо від } j - \text{го виду акцій КБ отримує кошти в періоді } t. \end{cases};$$

d_{it} - величина корисності, що отримує КБ від виділення одиниці коштів для i -го виду облігацій державної позики в періоді t ; b_{lt} - величина корисності, що отримує КБ при розміщенні одиниці ресурсів для l -го виду кредиту в періоді t :

$$b_{lt} = \begin{cases} b_{lt}^*, & \text{якщо від } l - \text{го виду кредиту КБ отримує кошти розміром } b_{lt}^* \\ & \text{в періоді } t \text{ на одиницю розміщення;} \\ 0, & \text{якщо від } l - \text{го виду виданого кредиту кошти в періоді } t \text{ не поступають} \end{cases};$$

P_{kt} – відсоткова ставка для k -го виду міжбанківського кредиту, отриманого в періоді t ; P_{kt}^* – умовний коефіцієнт відносно k -го виду міжбанківського кредиту, отриманого в періоді t ;

Метою інвестиційної діяльності КБ є отримання на кінець планового періоду максимального чистого доходу від оптимальної структури портфеля.

Ураховуючи введені позначення, економіко-математична модель набуде такого виду.

Знайти такий невід’ємний розв’язок

$$\{X_{jt} \geq 0, Y_{it} \geq 0, Z_{lt} \geq 0, V_{kt} \geq 0, j = \overline{1, m}; i = \overline{1, n}; l = \overline{1, L}; k = \overline{1, K}; t = \overline{1, T}\},$$

який забезпечить

$$F = \sum_{j=1}^m q_{jt} x_{jt} + \sum_{i=1}^n d_{it} y_{it} + \sum_{l=1}^L b_{lt} z_{lt} - \sum_{k=1}^K \sum_{t=1}^T P_{kt}^* v_{kt} \rightarrow \max,$$

$$\tau_j \in M_1, \tau_i \in M_2, \tau_l \in M_3, t = T = 25,$$

де τ_i – індекс періоду, в якому були вкладені кошти в облігації державної позики i -го виду; τ_j – індекс періоду, в якому були вкладені кошти акції j -го виду; τ_l – індекс періоду, в якому були направлені кошти в l -й вид кредиту; M_1 – множина попередніх періодів τ_j , в яких були вкладені кошти в j -й вид акцій, а часткове чи повне їх повернення настає в періоді t ; M_2 – множина попередніх періодів τ_i , в яких були виділені кошти на придбання i -го виду облігацій державної позики, а повернення відбудеться в періоді t ; M_3 – множина попередніх періодів τ_l , в яких були направлені кошти в l -й вид кредиту, а повернення відбувається в періоді t .

При виконанні наступних умов:

1) балансова умова руху фінансових ресурсів КБ на початок планового періоду

$$\sum_{j=1}^m x_{jt} + \sum_{i=1}^n y_{it} + \sum_{l=1}^L z_{lt} = Q_t + \sum_{k=1}^K v_{kt}, t = 1;$$

2) балансова умова руху фінансових ресурсів КБ в наступні періоди першого року

$$\sum_{j=1}^m x_{jt} + \sum_{i=1}^n y_{it} + \sum_{l=1}^L z_{lt} = \sum_{j=1}^m q_{jt} x_{j\tau_j} + \sum_{i=1}^n d_{it} y_{i\tau_i} + \sum_{l=1}^L b_{lt} z_{l\tau_l} + Q_t + \sum_{k=1}^K v_{kt},$$

$$\tau_j \in M_1, \tau_i \in M_2, \tau_l \in M_3, t = \overline{2, 12};$$

3) балансова умова руху фінансових ресурсів КБ на другий рік планового

періоду
$$\sum_{j=1}^m x_{jt} + \sum_{i=1}^n y_{it} + \sum_{l=1}^L z_{lt} + \sum_{k=1}^K \frac{100 + P_{k,t-12}}{100} v_{k,t-12} = \sum_{j=1}^m q_{jt} x_{j\tau_j} +$$

$$+ \sum_{i=1}^n d_{it} y_{i\tau_i} + \sum_{l=1}^L b_{lt} z_{l\tau_l} + \sum_{k=1}^K v_{kt}, t = \overline{13, T}, T = 24, \tau_j \in M_1, \tau_i \in M_2, \tau_l \in M_3;$$

4) умова відносно структури інвестиційного портфеля з урахуванням нормативних вимог стосовно облігацій державної позики

$$\alpha \left(\sum_{j=1}^m x_{jt} + \sum_{i=1}^n y_{it} + \sum_{l=1}^L z_{lt} \right) \leq \sum_{i=1}^n y_{it} \leq \beta \left(\sum_{j=1}^m x_{jt} + \sum_{i=1}^n y_{it} + \sum_{l=1}^L z_{lt} \right).$$

Для формування реального інвестиційного портфеля комерційного банку нами використані в межах інвестиційного горизонту (2001 – 2002 р.р.):

1. Середньомісячна дохідність акцій компаній Укрнафта, Київенерго та концерну “Стірол.” які входять у розрахунок індексу ПФТС (табл. Н. 1.1. дод.Н);

2. Середньозважена дохідність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) (табл. Н. 2.1 дод. Н);

3. Середньозважені місячні, квартальні та річні відсоткові ставки банків України за кредитами (див. табл. Н. 3.1 дод. Н);

4. Середньозважені відсоткові ставки за кредитами на міжбанківському ринку (табл. Н. 4.1 дод. Н).

За цими даними побудована числова економіко-математична модель, яка розв’язана з допомогою програмного продукту LINA (дод. О). В результаті нами отримано оптимальний інвестиційний портфель банку (табл.4.7). Таким чином інвестиційний портфель комерційного банку, що формувався на основі власних коштів банку і міжбанківського кредиту, має таку оптимальну структуру: акції компанії “Київенерго” та концерну “Стірол,” облігації внутрішньої державної позики та місячні кредити.

Придбання акцій компанії “Укрнафта,” видача річних і квартальних кредитів, як показує економіко-математичний аналіз, є не вигідним для формування інвестиційного портфеля комерційного банку.

Аналіз двоїстих оцінок доводить високу ступінь ефективності власних коштів у перші місяці інвестиційного горизонту. Так, наприклад, одна тисяча гривень додаткових коштів у середньому може дати приріст доходу комерційного банку на кінець планового горизонту в розмірі 30-40 тис. грн.

Разом із тим, запропонована економіко-математична модель може бути доповнена більшим числом фінансових інструментів, а також є можливість збільшити тривалість інвестиційного горизонту. Більш того, дана модель може бути використаною не тільки для прийняття оптимізаційних інвестиційних рішень комерційними банками, а й іншими фінансово-кредитними установами. Дана модель знайде чільне місце і в діяльності створених фінансово-промислових груп щодо активізації їхньої інвестиційної діяльності зокрема.

Придбання акцій компанії “Укрнафта,” видача річних і квартальних кредитів, як показує економіко-математичний аналіз, є не вигідним для формування інвестиційного портфеля комерційного банку.

Аналіз двоїстих оцінок доводить високу ступінь ефективності власних коштів у перші місяці інвестиційного горизонту. Так, наприклад, одна тисяча гривень додаткових коштів у середньому може дати приріст доходу комерційного банку на кінець планового горизонту в розмірі 30-40 тис. грн.

Разом із тим, запропонована економіко-математична модель може бути доповнена більшим числом фінансових інструментів, а також є можливість збільшити тривалість інвестиційного горизонту. Більш того, дана модель може бути використаною не тільки для прийняття оптимізаційних інвестиційних рішень комерційними банками, а й іншими фінансово-кредитними установами. Дана модель знайде чільне місце і в діяльності створених фінансово-промислових груп щодо активізації їхньої інвестиційної діяльності зокрема.

Таблиця 4.7

Структура оптимального інвестиційного портфеля комерційного банку

Рік	М-ць	Власні кошти тис. грн	u_{1i}	u_{2i}	u_{3i}	u_{4i}	u_{5i}	u_{6i}	u_{7i}	
			Укр. нафта 1 рік	Київ енерго 3 м	“Сіро-Г” 1 м	ОВДЦ	Річний кредит	Кредит місцевий	Кредит квартал.	Міжбанк. кредит
2001 р	1	200.0			908.09	44.0		176.0	20.0	
	2	80.0			277.8	61.45			30.0	
	3	90.0			405.8	101.45			40.0	
	4	80.0				136.7		546.81	50.0	
	5	120.0				177.23		708.93	40.0	
	6	100.0				225.74		908.96	100.0	
	7	80.0		1147.58		286.9			140.0	
	8	90.0				322.27		1289.09	150.0	
	9	40.0		1688.75		422.19			100.0	
	10	80.0			1506.57	376.64			60.0	
	11	30.0		2088.43		522.11			120.0	
	12	60.0		2121.2		530.3				
2002 р.	1		x_{1i}	x_{2i}	x_{3i}	y_{1i}	y_{2i}	y_{5i}	y_{7i}	y_{9i}
	2			3452.79		227.02				40.0
	3				2898.82	861.2				50.0
	4				3821.2	724.7				60.0
	5					955.8				80.0
	6				7301.75	1825.94				100.0
	7			8101.6		2025.9				140.0
	8			1214.15		301.54				100.0
	9			1840.37		460.09				200.0
	10			8577.76		2144.44				180.0
	11				10538.97	2634.74				150.0
	12				13526.88	3381.72				100.0
				15831.43	3957.86				180.0	

4.4. Створення інтегрованої системи управління інвестиційним портфелем в банках

Формування інвестиційного портфеля банку – складний багатоступінчастий процес, що пов’язаний з оперативним прийняттям рішення.

Для підвищення ефективності досягнення цілі, з одного боку, вже на початковому етапі прийняття рішення необхідно володіти інформацією про стан як інструментів фондового ринку, також фінансових показників комерційного банку, і на всьому етапі процесу моделювання цю інформацію постійно і контролювати, а з іншого – повинен здійснюватися двосторонній зв’язок, тобто обмін повідомленнями зі всіма підрозділами, що зайняті у формуванні і управлінні інвестиційним портфелем. Під цим слід вважати постійне отримання і переробку великої кількості даних, що безперервно поступають і змінюються.

Переробка великої кількості інформації дає ефект лише у випадку, якщо інформація, що поступає до її споживача, якісна, тобто є достовірною, поступає своєчасно, регулярно, в повному обсязі і вигляді, які задовольняють інформаційні потреби. Програмних продуктів для реалізації цих завдань достатньо, але всі вони різні як за своїми функціями і структурою, так і за технічними характеристиками. Саме тому проблеми автоматизації не закінчуються установкою того чи іншого пакета або декількох пакетів, які автоматизують цей процес. Постає проблема створення єдиної інтегрованої інформаційної системи в рамках комерційного банку, тобто інтеграції фінансових і фондових додатків на основі інформаційних, комп’ютерних і мережних технологій.

Створення такої системи передбачає інтеграцію технологій, апаратних і програмних продуктів. Мережного обладнання у єдиний інформаційний комплекс, що забезпечує можливість його використання у відкритих системах.

У загальному випадку така інтегрована система повинна будуватися на множині модулів, які об’єднані загальним інтерфейсом і можливістю виконання з будь-якого робочого місця банківського службовця за наявності відповідних прав.

Банківська інтегрована система інформаційної підтримки формування і управління інвестиційним портфелем повинна забезпечити користувача не тільки внутрішньою інформацією банку: фінансовий стан банку, потік і наявність грошових коштів банку і т.д., але й зв'язок користувача при роботі із зовнішнім потоком інформації, а саме: стан фондового ринку в цілому і його сегментів зокрема тощо.

Оскільки інформаційні системи, що відповідають всім вимогам моделювання інвестиційного портфеля банку у вітчизняній практиці нам невідомі, організація моделювання повинна передбачати розробку відповідної інтегрованої системи.

Функціонально інтегрована система інформаційної підтримки формування і управління інвестиційним портфелем банку повинна складатися із наступних модулів:

- формування і ведення баз даних про стан ринку цінних паперів;
- аналіз і прогноз показників фінансових інструментів, що входять до складу портфеля, і показників всього портфеля банку;
- формування і ведення бази даних фінансового стану комерційного банку;
- узгодження обмежень інвестиційного фонду і показників фінансового стану банку;
- моделювання інвестиційного портфеля банку;
- оперативного обліку і контролю портфеля банку.

Усі ці модулі повинні бути об'єднані загальним інтерфейсом і можливістю використання на будь-якому робочому місці за наявності відповідних прав.

Функціональну схему роботи банківської інтегрованої системи інформаційної підтримки формування і управління інвестиційним портфелем наведено на рис. 3. 1.1. дод. 3.

Розглянемо детально роботу кожного модуля інформаційної системи окремо.

Модуль формування і ведення бази даних про стан ринку цінних паперів – власна база даних по цінних паперах, або “шлюз для підкачування” із зовнішніх

джерел; в оптимальному варіанті – це комплектування інформації із декількох джерел, що отримана по різних каналах зв’язку.

Для функціонування інтегрованої системи формування і управління портфелем цінних паперів потрібна інформація. Принцип “чим більше, тим краще” тут не проходить. Потрібні не “гори” даних, що накоплені банком за роки його існування і розпорошені по різних базах даних, а тільки ця інформація, що викликає інтерес з точки зору конкретної задачі прийняття рішення – в нашому випадку, оптимальний за складом інвестиційний портфель комерційного банку.

Джерелом первинної інформації для інформаційних сховищ – бази даних, з якими працюють найрізноманітніші корпоративні додатки (пакети статистичної обробки, електронні таблиці, системи підтримки прийняття рішень та ін.).

Нині постачальників інформації нараховується близько 200. Найбільш популярні провайдери світової фінансової інформації наведені в табл. 4.8.

Таблиця 4.8

Провайдери світової фінансової інформації

Адреса в мережі Internet	Найменування організації
www.pcquote.com	PC Quote
www.tdc.com	Track Data
www.dbc.com	Data Broadcasting Corporation (DBC) Online
www.tfc.com	The Financial Center Online
www.smartmoney.com	Smart Money Interactive
www.telescan.com	Telescan Inc.
www.quote.com	Quote Com
www.yahoo.com	Yahoo! Finance
www.stockmaster.com	The Stockmaster
www.stat-usa.com	STAT-USA

Програми, що пропонують провідні провайдери фінансової інформації, несуть фізичні дані, які розміщуються на різних платформах – мейнфреймах, файл-серверах, на твердих дисках робочих станцій. Далеко не всі постачальники інформації використовують одні і ті самі формати даних. скоріше навпаки, вони дуже різні.

Така несумісність даних, що поступають, і їхніх форматів породжують багато проблем. “Добування” інформації з віддалених баз даних передбачає собою трудомістку операцію з розшифрування реляційних посилань в записах. Дуже часто відбуваються розриви з’єднань із сервером, інформація частково може дублюватися.

Отже, виникає необхідність обробки первинних даних під формати, що використовуються, їх переформатування, приведення їх до єдиної розмірності – інтеграції. Необхідна система, що дозволяє дані, що поставляють різні джерела, в одному місці, зберігати їх у структурованому вигляді. Сьогодні для найповнішого аналізу фінансового і фондового ринків доводиться акумулювати дані, які надходять від таких агенств як REUTERS, TENFORE, Финмаркет, НИА, Ros Business Consalting, АК & М та ін.

Діючі інформаційні сховища класичного типу підтримують тільки дві операції – завантаження і зчитування даних. Сьогодні появилось інформаційне сховище Diasoft FINSTORE, яке має власну інтерфейсну оболонку і яке забезпечує крім вище перерахованих операцій, візуальний доступ до інформації, яка зберігається.

Схему роботи цього модуля із використанням згаданого інформаційного сховища наведено на рис.К. 1.1 дод. К.

Уся оброблена інформація подається у вигляді таблиць доступних до перегляду, вилучення і редагування. Будь-яку таблицю можна роздрукувати у вигляді стандартного звіту, подати у вигляді графіку або діаграми.

Модуль аналізу і прогнозу показників фінансових інструментів і показників інвестиційного портфеля дозволяє здійснити статистичний (технічний) і фундаментальний аналізи з метою оцінки поточної і майбутньої ринкової ситуації (по секторах ринку аж до окремих емісій і по ринку в цілому).

Отриману і оброблену нами інформацію в модулі формування і ведення бази даних про стан фондового ринку, перш за все ціни, можна аналізувати і прогнозувати двома методами – фундаментальним і технічним (рис. 4.9). Модуль також дозволяє прогнозувати стан інвестиційного портфеля, він дуже тісно

пов'язаний з попередніми модулями і дозволяє після орієнтованого вибору активів і схеми грошових потоків, задавати їх пріоритети – ступінь переваги для подальшого вибору і моделювання структури і складу портфеля.

Так, найбільш пріоритетними є високоліквідні активи з невеликими термінами обігу до погашення, потім менш ризиковані активи і в кінці найбільш дохідні. Всі ці активи повинні забезпечувати найбільш стійкий рівень ліквідності. Можливе введення комплексного коефіцієнта, який враховує найсуттєвіші показники активів, що входять до складу портфеля, а також ранжування згідно зі значенням коефіцієнта (за зростанням або спаданням).

Здійснення прогнозування портфеля, яке базується на прогнозі показників кожного фінансового інструмента, що входять до складу портфеля, без використання математичної статистики і теорії ймовірності, які дозволяють адекватно проаналізувати і спрогнозувати процес, видається дуже проблематичним.

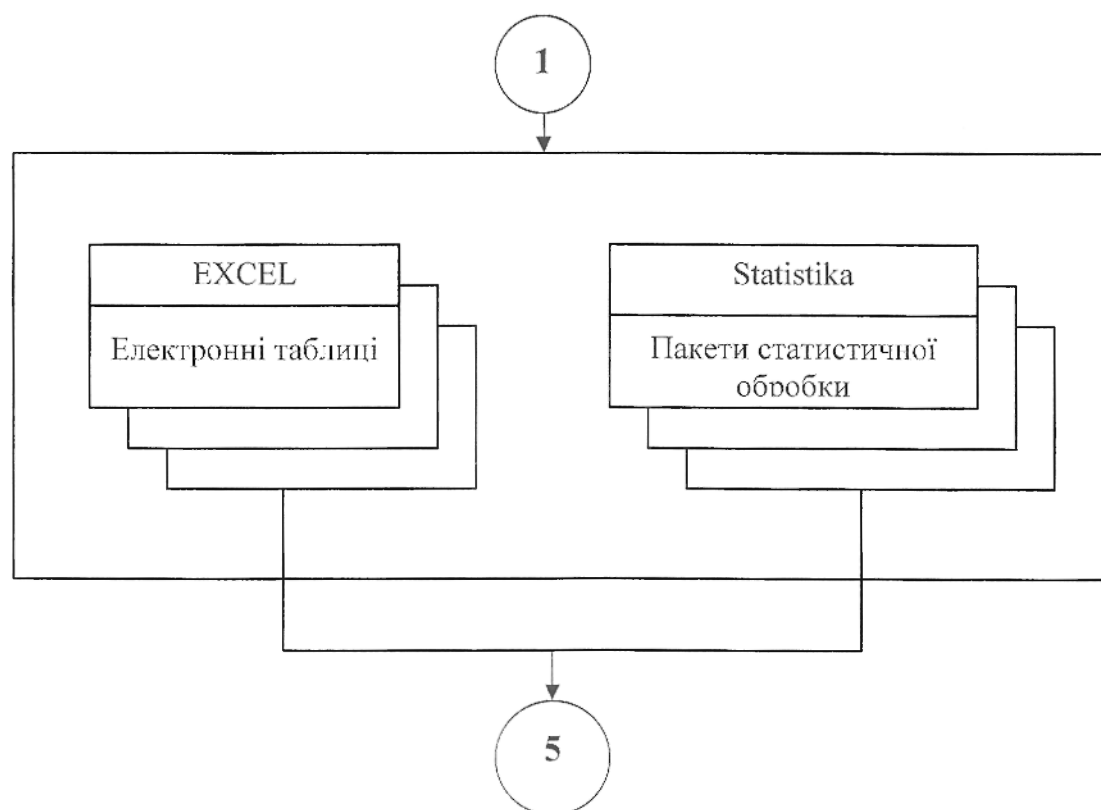


Рис. 4.9. Модуль аналізу і прогнозу показників фінансових інструментів і показників інвестиційного портфеля

Модуль формування і ведення бази даних фінансового стану банку – база даних фінансових показників діяльності банку, балансів і розрахункових показників коефіцієнтів ліквідності, “шлюз для підкачування” із внутрішніх джерел; в оптимальному варіанті – це комплектування інформації із декількох внутрішніх джерел банку по локальних комп’ютерних мережах (див. табл. 7. 1.1 дод. Л).

Модуль узгодження обмежень інвестиційного фонду і фінансового стану банку (рис. 4.10) дозволяє провести комплексний аналіз економічної діяльності банку і визначити оптимальний розмір інвестиційного фонду портфеля цінних паперів. Цей блок повинен містити інформаційну базу даних для проведення аналізу.

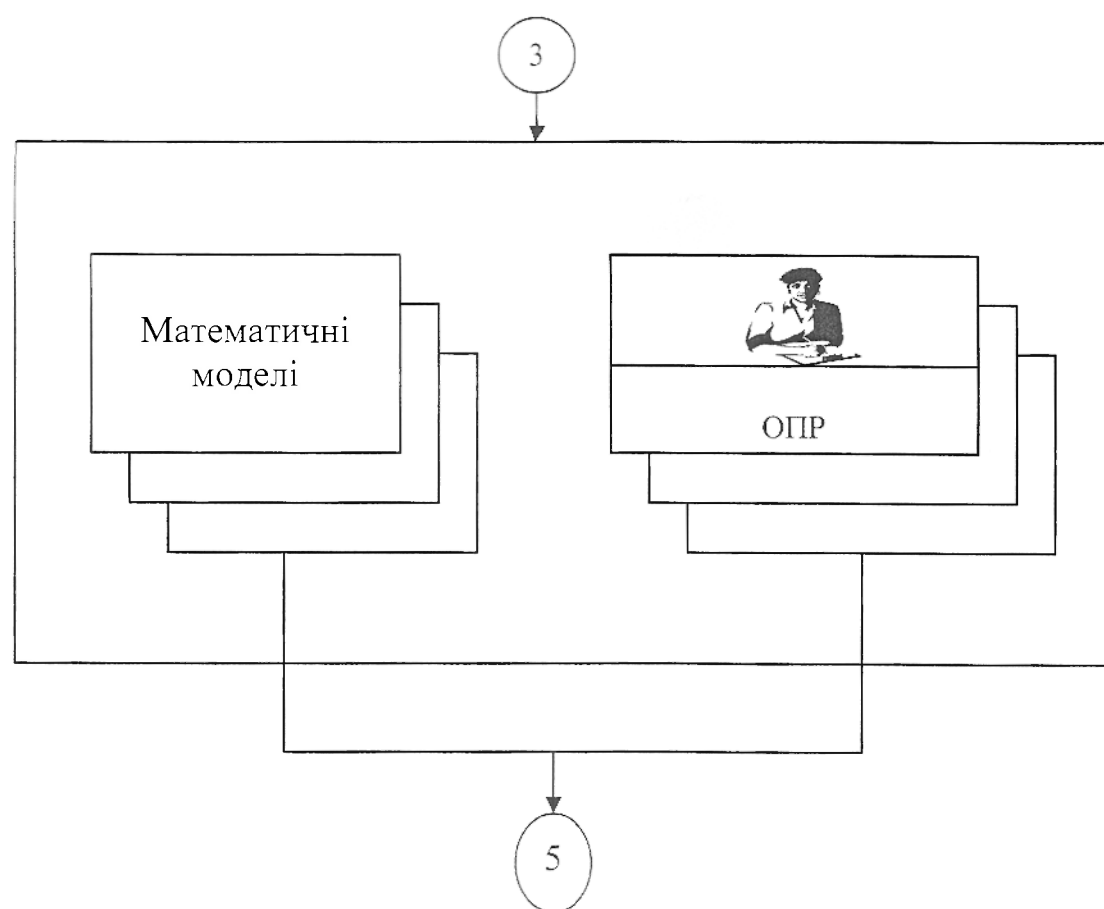


Рис. 4.10. Модель узгодження обмежень інвестиційного фонду і фінансового стану банку

В основу роботи даного блоку покладено математичну модель формування розміру інвестиційного фонду при узгоджених і неузгоджених грошових потоках.

що розроблена і запропонована нами в попередньому підрозділі даного наукового дослідження.

Для того щоб дати оцінку фінансового стану комерційного банку і визначити перспективи його розвитку, необхідно проаналізувати не тільки баланс і інші звітні матеріали самого банку, але й дати характеристику економічного стану клієнтів банку (кредиторів і позичальників), оцінити конкурентів, провести маркетингове дослідження кон'юнктури ринку тощо.

На сьогоднішній день далеко не всіма банками використовується аналіз подібного роду інформації. У більшості випадків аналіз фінансового стану банку обмежується звітними (балансовими) даними банку, які є важливими, але цього недостатньо. Особливу увагу в роботі модуля приділяється аналізу грошових потоків, так як рух грошових коштів неможливо відслідкувати по бухгалтерських звітах. У зв'язку з цим ліквідність банку за балансом може бути задовільною, але реальна ліквідність, виходячи з аналізу грошових потоків – явно незадовільною. Запропонована математична модель формування розміру інвестиційного фонду портфеля цінних паперів банку дозволяє визначити оптимальний розмір інвестиційного фонду із врахуванням аналізу поточних і прогнозу майбутніх грошових потоків банку. Крім вищеперерахованого, для комплексної оцінки стану банку, необхідно проаналізувати наступні напрями і критерії: економічний стан позичальників, рівень рентабельності, конкурентну позицію, структуру і динаміку власних коштів, рух коштів на рахунках клієнтів, кон'юнктуру, ресурсну базу, фондовий портфель.

Досить складно систематизувати всю вищенаведену інформацію, отриману в результаті проведеної аналітичної роботи без застосування програмних продуктів, що дозволяють оцінити фінансовий стан комерційного банку на базі отриманих результатів. Останнім часом подібного роду програмні продукти почали пропонуватися на ринку банківських послуг, вони відповідають практично всім вище перерахованим критеріям і дозволяють вирішити проблему з використанням існуючих методів економічного аналізу: традиційних (порівняльний, нормативний, структурний, графічний тощо), статистичних (структурно-динамічний, індексний).

регресивний, кореляційний, балансовий та ін.), математичних (математичне програмування, імітаційне моделювання, лінійні методи, факторний аналіз ймовірних подій і інші методи).

Модуль формування та управління інвестиційним портфелем банку (рис. М.1. І дод. М) дозволяє реалізувати закладену в основу математичну модель, розроблену в даній науковій роботі, – математичну модель формування і управління інвестиційним портфелем банку.

Модель дозволяє здійснювати моделювання портфеля, використовуючи багаточисленні варіанти математичних моделей, запропонованих нами в попередньому підрозділі. Даний модуль реалізує математичну модель формування і управління інвестиційним портфелем банку, використовуючи висхідну інформацію модулів: узгодження обмежень інвестиційного фонду та фінансового стану банку; аналізу і прогнозу показників фінансових інструментів, що входять до складу портфеля.

Робота модуля і математичної моделі може бути реалізована на вже діючих програмних пакетах, надаючи користувачу можливість вибору найбільш зручного.

Модуль оперативного обліку та контролю інвестиційного портфеля банку (рис.4.11) ведеться з метою достовірного та своєчасного відображення планових і фактичних показників сформованого портфеля і його окремих фінансових інструментів для обґрунтування зміни структури портфеля.

Як уже зазначалося вище, основою для цього є ведення бази даних. За результатами обліку виконання різних операцій з активами, що входять до складу портфеля операцією і портфеля в цілому, шляхом розрахунку показників ефективності і порівняння їх з нормативними значеннями, а також необхідна реалізація, повинен існувати постійний моніторинг (контроль) за кожною окремою фінансових розрахунків і принципів організації фінансових платежів за операціями з цінними паперами.

Необхідним є відображення в бухгалтерському обліку операцій, що проводяться, і повинна бути реалізована можливість автоматичного формування платіжних документів. Доцільно ввести автоматизацію роботи Back-office.

формування платіжних і інших документів, що супроводжують операції із цінними паперами, які входять до складу портфеля. Для аналізу зіставляють показники ліквідності, дохідності, ризикованості і рентабельності від операцій і фактичне їх значення, по кожній операції, з активом, в динаміці; аналізуються і відхилення фактичних показників від запланованих значень, рівні ліквідності портфеля, дохідності, ризику і рентабельності від встановленого нормативного показника.

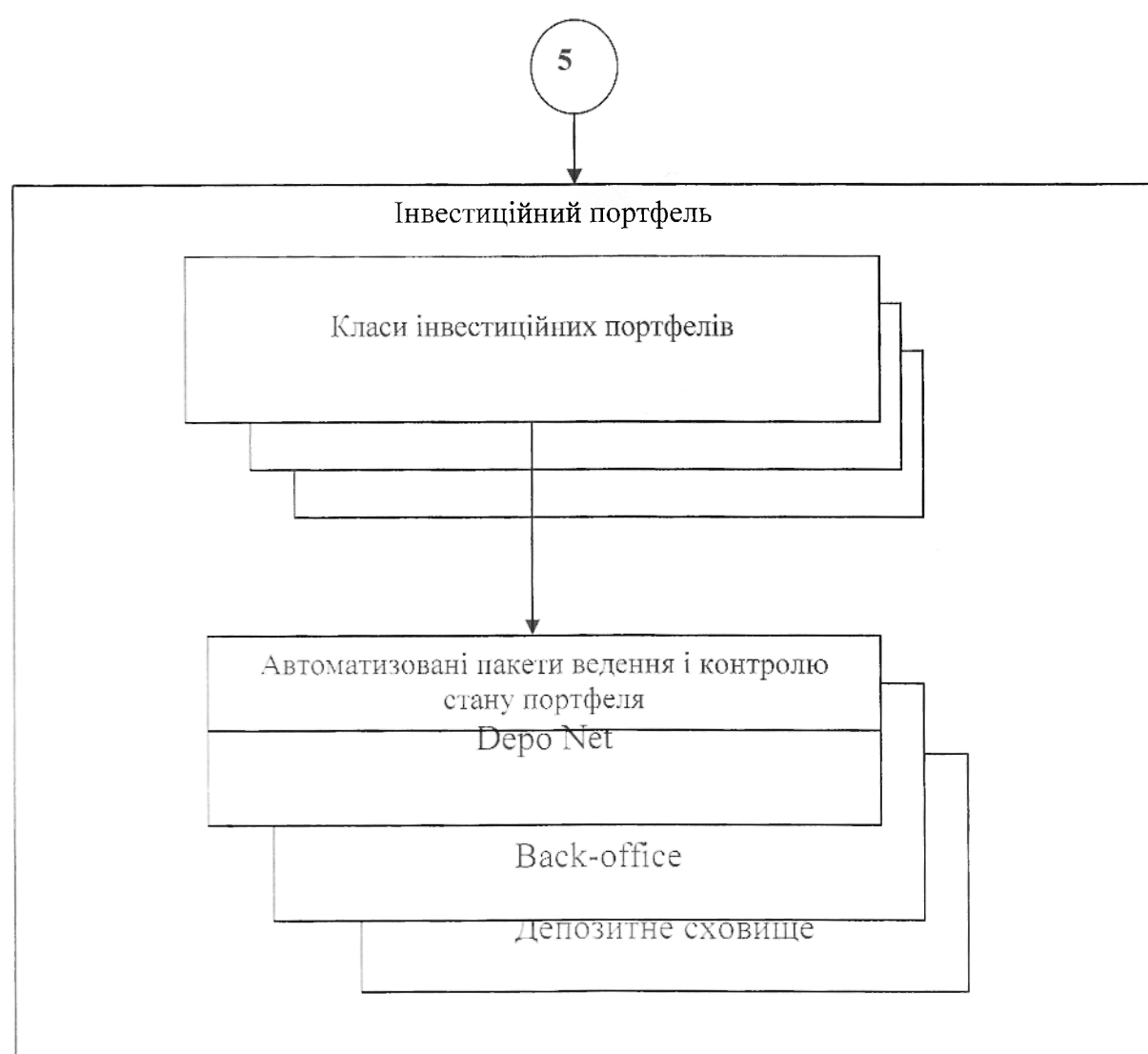


Рис. 4.11. Модуль оперативного обліку та контролю інвестиційного портфелю банку

Загальний резерв ліквідності банку залежить від норми обов'язкового резерву, що встановлюється НБУ, і рівня резерву ліквідності, який визначається банком для себе. Кожний комерційний банк намагається зменшити резерв

ліквідних ресурсів і збільшити кредитний потенціал, виходячи з своїх обмежень по ліквідності, надійності і прибутковості.

Доступність і наглядність інформації, що отримується в результаті контролю і обліку, є незаперечною вимогою до даного модуля банківської інтегрованої системи формування і управління інвестиційним портфелем.

Висновки до розділу 4

Досліджуючи питання теорії та практики управління портфельними інвестиціями банку, інформаційної підтримки цього процесу, а також аналізуючи показники стану інвестиційного портфелю (дохідність, ризик, ліквідність), можна зробити такі висновки:

1. Структурним підрозділом комерційного банку, котрий займається виробленням, прийняттям стратегічних, тактичних рішень, а також проведенням оперативних дій з управління інвестиційним портфелем, є фондове управління (фондовий відділ). Нами запропонована структура такого підрозділу. Оскільки процес прийняття рішень з формування та управління інвестиційним портфелем пов'язаний зі збором, обробкою і аналізом інформації про стан фінансових ринків, то до структури фондового управління повинні входити інформаційні та аналітичні служби.

2. Основним завданням у моделюванні інвестиційного портфеля банку є вибір і обґрунтування показників стану інвестиційного портфеля та ефективності його управління. Оскільки операції з цінними паперами, що знаходяться в складі інвестиційного портфеля банку, і грошові потоки самого банку не збігаються у часі, необхідно враховувати часову вартість грошей при визначенні розміру фонду інвестиційного портфеля банку. Операції банку з цінними паперами, що формують його інвестиційний портфель, пов'язані як із надходженням, так і з відпливом грошових ресурсів банку, а також купівлею і продажем цінних паперів, повинні бути пов'язані між собою термінами та сумами, а головне – в оптимальний і

раціональний спосіб підібрані за складом у розумінні вибраного критерію ефективності.

3. Моделювання інвестиційного портфеля банку передбачає не тільки побудову математичних моделей у вигляді сукупності формул і алгоритмів, що відображають взаємозв'язок параметрів моделі, а й розробку методів дослідження моделей, і, нарешті, проведення розрахунків за моделями з метою інформаційної підтримки прийняття рішень з формування та управління інвестиційним портфелем. Сформульовано основні вимоги щодо забезпечення входження інтегрованої банківської системи моделювання інвестиційного портфеля, здатної забезпечити комплексну інформаційну підтримку процесу моделювання на основі математичного апарату в діалоговому режимі, в загальнобанківську інформаційну систему.

4. Запропонована узагальнююча схема взаємозв'язку елементів діалогової ієрархічної моделі вироблення прийняття рішень щодо управління інвестиційним портфелем банку. Діалогова система підтримки прийняття рішень стосовно процедури моделювання оптимальної структури інвестиційного портфеля має забезпечити інтерфейс керуючого інвестиційним портфелем з ієрархічною системою математичних моделей управління інвестиційним портфелем.

5. Процес формування та управління інвестиційним портфелем комерційного банку можна віднести до часткових портфельно-теоретичних моделей банківської фірми, оскільки здебільшого він спрямований на управління ліквідністю і підтримку платоспроможності банку. Що ж стосується запропонованих вченими Заходу часткових моделей банківської фірми, котрі розглядають питання формування і управління інвестиційним портфелем банку, то всі вони розглядають проблему формування портфеля з якогось одного боку і зорієнтовані на конкретні ситуації. Існуючі підходи можуть дати позитивний результат при моделюванні на розвинутих фінансових ринках. Тому, зважаючи на економіку перехідного періоду в нашій країні і через нерозвинутий український фондовий ринок, застосування класичних підходів може бути суттєво утруднено.

6. Моделювання банківського інвестиційного портфеля доцільно базувати на ієрархічному діалоговому підході з використанням відповідних математичних моделей. Як цільова функція у математичних моделях повинні виступати не тільки дохідність і ризик, а й ліквідність цінних паперів і портфеля, що моделюється. У моделях має бути передбачена можливість перегляду стратегії управління банківським інвестиційним портфелем залежно від ситуації, що складається на фінансовому ринку і в самій фінансовій діяльності банку.

7. Для найефективнішого використання діючих математичних і програмних засобів необхідна методика статистичного аналізу і прогнозування, що дає змогу отримувати бажаний результат, базуючись на впорядкуванні та групуванні тих або інших математичних моделей і методів залежно від поставлених цілей. У цьому контексті запропоновано програмний продукт STADIA, що є інтегрованою системою методів економетричного аналізу та обробки даних у середовищі Windows. Цей продукт забезпечує методику, яка включає в себе і дає змогу проводити такі види аналізу: описова статистика, часові ряди, моделі кривих зростання, кореляційний аналіз, регресивний аналіз, факторний і компонентний аналіз, кластерний аналіз, частотна фільтрація, спектральний аналіз.

8. Для оцінки ефективності операцій стосовно стану й управління інвестиційним портфелем банку одержали подальший розвиток такі показники: розмір фонду інвестиційного портфеля, ціна інвестиційного портфеля, дохід і дохідність портфеля, ризик і ліквідність інвестиційного портфеля, ліквідність балансу комерційного банку.

9. Інвестиційний портфель банку характеризується динамізмом. Його стан постійно змінюється залежно від ситуації, що складається, як у структурі балансу банку, так і змін, що відбуваються на ринку цінних паперів. Тому запропоновано різні моделі формування ефективного інвестиційного портфеля банку за його складовими, зокрема:

– модель механізму формування фонду інвестиційного портфеля банку при узгоджених у часі потоках активів. Результат даної моделі залежить від відсоткових ставок і однієї змінної – обсягу фонду інвестиційного портфеля, що не

повинен перевищувати мінімального значення серед двох величин: попиту на цінні папери в кінці планового періоду з урахуванням зростання вартості портфеля і пропозицій грошових ресурсів на початок планового періоду;

- модель механізму формування фонду інвестиційного портфеля при неузгоджених грошових потоках. Запропонована модель дасть змогу керуючому інвестиційним портфелем обґрунтувати рішення з позиції отримання максимальної відсоткової маржі про залучення до обороту грошових ресурсів по “коротких” грошових коштах (депозитах) у “довгі” цінні папери;

- моделі розподілу фонду інвестиційного портфеля банку за основними класами портфелів;

- моделі формування інвестиційного портфеля за видами цінних паперів.

10. Банківська інтегрована система інформаційної підтримки формування і управління інвестиційним портфелем повинна забезпечити користувача не тільки внутрішньою інформацією банку: фінансовий стан банку, потік і наявність грошових коштів банку і т. д., а й зв'язком користувача при роботі із зовнішнім потоком інформації, а саме: стан фондового ринку в цілому і його сегментів зокрема тощо. Оскільки інформаційні системи, що відповідають всім вимогам моделювання інвестиційного портфеля банку, у вітчизняній практиці відсутні, то організація моделювання мусить передбачити наступну функціонально інтегровану систему інформаційної підтримки формування та управління інвестиційним портфелем з такими модулями:

- формування і ведення баз даних про стан ринку цінних паперів;

- аналіз і прогноз показників фінансових інструментів, що входять до складу портфеля і показників всього портфеля;

- формування і ведення бази даних фінансового стану банку;

- узгодження обмежень інвестиційного фонду і показників фінансового стану банку;

- моделювання інвестиційного портфеля банку;

- оперативного обліку та контролю портфеля банку.

Основні результати дослідження опубліковано у працях автора [].

РОЗДІЛ V

Банківське інвестиційне кредитування в умовах стабілізації фінансово-кредитного ринку

5.1. Методологічні засади формування кредитної політики банку

Відповідно до концепції інвестиційної політики України одним із основних інституційних інвесторів стають комерційні банки. Участь комерційних банків в інвестиційних процесах проявляється у двох напрямках: фінансування інвестиційних проектів і придбання цінних паперів.

У попередніх розділах дисертаційного дослідження була проаналізована інвестиційна діяльність банку при формуванні власного портфеля цінних паперів. Тому, відштовхуючись від об'єктивних економічних умов в яких знаходиться економіка України, зокрема створення національної банківської системи, яка вступила на етап активної реструктуризації і перейшла в більш стійкий стан свого розвитку, варто зупинитись на інвестиційному кредитуванні з позицій його актуальності щодо залучення великих банківських кредитів для реалізації інвестиційних проектів.

Однак, інвестиційна діяльність комерційних банків стримується недостатньо відпрацьовано технологією цього процесу. Причин низької інвестиційної активності банків України є кілька:

- аналітичні служби багатьох банків не готові до того, щоби самостійно оцінити напрями структурних зрушень і пріоритетів в економіці і прогнозувати можливий ризик втрат від інвестиційних кредитів;
- не враховуються темпи інфляції, зміни валютних курсів, помилки при розрахунках цін на вироблену продукцію і сировину, матеріали та обладнання;
- відсутність методології обґрунтування підходів до визначення цін на кредити;
- недостатня кредитоспроможність підприємств, яка в значній мірі визначається низькою якістю діючих систем управління;
- відсутність в банках сучасних надійних механізмів кредитування інвестиційних проектів підприємств, які спираються на високу якість управління в

банках і забезпечують таку ж якість видачі інвестиційних кредитів.

Успішному вирішенню даних проблем у значній мірі може сприяти вироблення системи адекватної поведінки кожної із сторін (кредитор-позичальник), при якій обидві будуть добре розуміти інтереси і проблеми одна одної і прийдуть до узгодженої оцінки реально існуючих ризиків при кредитуванні інвестиційного проекту. За останні роки сучасні дослідження з проблем інвестиційного кредитування дозволили просунутись у цьому напрямку, але здебільшого вони присвячувались окремим аспектам однієї із сторін кредитного процесу без певного взаємозв'язку, що й не дозволило забезпечити досягнення необхідного взаєморозуміння []. Більше того, не дивлячись на наявну позитивну практику за кордоном, для її практичного використання в Україні потрібно доопрацювати ряд методичних аспектів, які пов'язані з відлагодженням технологій інвестиційного кредитування стосовно реальних умов розвитку економіки України.

Для більш повного в подальшому дослідженні розкриття суті інвестиційного кредитування зупинимось спочатку на хрестоматійних засадах суті кредиту та кредитних відносинах. Питання природи зародження такого важливого економічного явища, яким є кредит, досить повно викладено як в зарубіжній так і у вітчизняній літературі. []. Всі дослідники сходяться до єдиної думки, що нерівномірність кругообігу і обороту капіталів стає визначальною базою для виникнення відносин, які усувають невідповідність між часом виробництва і часом обігу ресурсів. Однак, нерівномірність кругообігу і обороту капіталу лише створює умови для вивільнення коштів в одній ланці й появи необхідності в них в іншій ланці. Звідси, вже в самому кругообігу і обігу капіталу закладена можливість виникнення кредитних відносин. Для того, щоб ця можливість стала реальною, необхідні певні умови. З цілого набору умов найважливішими виступають дві:

- учасники кредитної угоди - кредитор і позичальник - повинні бути юридичними особами, тобто вони повинні мати у власності, господарському володінні або оперативному управлінні відокремлене майно і відповідати за своїми зобов'язаннями цим майном і т.ін.;

- кредит стає необхідним і можливим у випадку, коли відбувається взаємна узгодженість інтересів кредиторів і позичальників.

Стосовно останньої умови, то деколи в економічній літературі при формулюванні даної умови можна зустріти таке трактування, що кредит стане необхідним і можливим, якщо відбудеться співпадання інтересів кредитора і позичальника. У реальних умовах господарювання такого співпадання бути не може, оскільки інтереси позичальника і кредитора, які пов'язані умовами надання кредиту, знаходяться в об'єктивному протиріччі. І лише у процесі підготовки і укладанні кредитної угоди відбувається зближення позицій і знаходження компромісних рішень щодо умов надання кредиту.

Дуже важливо при визначенні суті кредиту дотримуватись таких методологічних принципів. Так, всі різновиди кредиту повинні відображати його суть не залежно від форми, в якій він виступає. Наприклад, кредит може обслуговувати різноманітні довгострокові і короткострокові потреби, може функціонувати як у внутрішньому, так і зовнішньому економічних оборотах, у товарній й грошовій формах. Однак, незалежно від потреб, які обслуговує кредит, його суть не змінюється, кредит продовжує виражати характерні для нього риси.

Питання про суть кредиту слід розглядати стосовно сукупності кредитних угод. Так, якщо в одній з кредитних угод позичальник не повертає позику, то це не означає, що одна з властивостей кредиту – поверненість – стає необов'язковою для кредиту як економічної категорії. Не проявлення якої-небудь якості кредитної угоди не означає, що кредит втрачає свою визначеність.

Важливим методологічним принципом при аналізі суті кредиту є також розкриття його конкретних характеристик, які показують суть в цілому. Тому, коротко заглиблюючись у суть кредиту, зупинимось на його структурі. Структура є те, що залишається стійким, незмінним в кредиті. Кредит як об'єкт дослідження складається з елементів, які пов'язані між собою певними відносинами. Такими елементами є перш за все суб'єкти його відносин – кредитор і позичальник. Банк-кредитор має можливість надати позику не тільки за рахунок своїх власних ресурсів, але й за рахунок залучених, що розміщені на його рахунках, а також мобілізованих через розміщення

акцій і облігацій. Стан банків-кредиторів стосовно ресурсів, які позичаються, двоякий. З одного боку, власні ресурси кредитора, що передаються позичальнику на основі кредитної угоди, залишаються у його власності. З іншого, власниками залучених ресурсів, які розміщені кредитором, залишаються юридичні й фізичні особи. Оскільки банки як кредитори працюють в основному на залучених ресурсах, вони повинні будувати систему кредитування таким чином, щоб забезпечити своєчасне повернення розміщених ресурсів і їх передачу справжнім власникам за їх вимогою. Важливо зауважити, що мобілізація вивільнених ресурсів кредиторами несе продуктивний характер, бо вона повинна забезпечити їх перетворення в ресурси, що "працюють". Розміщуючи запозичену вартість, банк-кредитор створює умови для її продуктивного використання як для своїх власних цілей, так і для цілей інших учасників відтворювального процесу. Іншою стороною в кредитних відносинах виступає позичальник, положення якого в кредитній угоді обумовлюється загально визначеними умовами та особливостями. Однак, не можна беззастережно погодитися з думкою О.І. Лаврушина, який стверджує, що "позичальник залежить від кредитора, кредитор диктує свою волю" []. Що торкається залежності, то вона обоюдою і на різних етапах кредитного процесу проявляється по-різному. Зокрема, банк-кредитор, який вирішив кредитувати реалізацію великого інвестиційного проекту, попадає у тривалу залежність від свого позичальника і ефективності його діяльності.

Також непростим є питання про ціль і інтереси суб'єктів кредитних відносин. Розповсюджена думка, що, "вступаючи в кредитні відносини, кредитор і позичальник демонструють єдність своїх цілей, єдність своїх інтересів" []. У цьому випадку дане ствердження вірне лише у випадку, якщо під єдністю розуміється поєднання цілей та інтересів або їх непротиворічність. Однакових цілей та інтересів у двох сторін, які активно торгуються за умови надання кредиту, не може бути по самій суті даної угоди. Кредитор зацікавлений у більш високому позичковому проценті, а для позичальника важливо отримати більш дешевий кредит.

Об'єктом передачі при кредитних відносинах виступає вартість, що позичається. Вона є своєрідною нереалізованою вартістю. Завдяки кредиту, вартість, яка

тимчасово зупинилась у своєму русі, продовжує свій шлях, переходячи до нового суб'єкта, який заволодівши нею, направляє на потреби виробництва і обігу.

У всіх теоретичних працях з кредиту розглядаються три зазначені вище елементи його структури [].

Однак, враховуючи специфіку проблем банківського кредитування інвестиційних проектів, вважаємо за доцільне включити в структуру кредиту даного виду ще два важливих елементи: забезпечення виконання зобов'язань по кредиту і кредитний договір. Дане трактування базується на наступних висновках:

По-перше, в теорії систем, яка є загальною методологічною основою для побудови і дослідження систем всіх видів, в структуру систем прийнято включати не тільки основні елементи, їх складові, але й зв'язки або відносини між цими елементами []. Тому кредитний договір, який укладений між кредитором і позичальником, стає елементом структури кредиту, що регламентує всі відносини між учасниками угоди.

По-друге, забезпечення кредиту фактично є елементом в структурі кредиту, який врівноважує у системі запозичену вартість, оскільки знижує ризик збитків кредитора від неповернення кредиту. Видача незабезпечених кредитів, яка в принципі можлива при кредитуванні поповнення обігових коштів надійних позичальників, стає не оправдано ризиковою для банка-кредитора при кредитуванні інвестиційних проектів, коли кредитоспроможність позичальника має значення не стільки на момент отримання позики, скільки на час завершення проекту.

По-третє, положення суб'єктів в кредитних відносинах в якості кредитора і позичальника з точки зору існуючих правових норм не зовсім однозначне, бо, взявши взаємні зобов'язання, вони стають кредиторами один одного. Суттєву визначеність між елементами структури кредиту (кредитором і позичальником) вносить кредитний договір, який визначає всі умови кредитної угоди.

З огляду на те, що кредитування завжди було й залишається пріоритетною економічною функцією банків [], треба докладніше зупинитися на кредитній діяльності сучасних банків України, з тим, щоб сформувати методологічну базу для

ефективного запровадження банківського кредитування інвестиційних проєктів. Щодо кредитної діяльності сучасного банку, то вона є різноманітною і включає різні форми та види позичок, наданих юридичним чи фізичним особам з метою одержання доходів, а також банківської послуги кредитного характеру. В економічній літературі банківські кредити та позички класифікуються за різними критеріями та ознаками []. Розширене трактування кредитної діяльності банків запропоновано Національним банком України в Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні: “До кредитних операцій належать активні операції банку, що пов’язані з наданням клієнтам залучених коштів у тимчасове користування (надання кредитів у готівковій та безготівковій формі на фінансування житла та у формі врахування векселів, розміщення депозитів, проведення факторингових операцій, операцій РЕПО, фінансового лізингу тощо) або прийняттям зобов’язань про надання коштів у тимчасове користування (надання гарантій, поручительств, авалів тощо), а також операцій з купівлі та продажу цінних паперів за дорученням клієнтів і від свого імені (включаючи андеррайтинг), будь-яке продовження строку погашення боргу, яке надано в обмін на зобов’язання боржника щодо повернення заборгованої суми” []. Такий підхід пов’язано перш за все з необхідністю вироблення ефективної кредитної політики банку та формування ним оптимального кредитного портфеля.

Уже визначалася загальна тенденція зростання інтересу комерційних банків до довгострокових кредитів. Так, якість кредитного портфеля банківської системи України за 2001-2003 рр. характеризується такою структурою (табл.5.1) [].

Отже, надання кредитів — це одна з основних операцій комерційного банку, яка визначає ефективність його діяльності і поєднана з великим ризиком. Тому необхідна розробка чіткої методики надання кредитів, дотримання якої повинно попередити можливість виникнення збитків і знизити ризикованість кредитних операцій.

Кожний комерційний банк розробляє власну методику організації кредитного процесу, яка є його ноу-хау.

Таблиця 5.1

Аналіз структури та динаміки активів банків України

тис.грн.

Назва показника	01.01. 2001 р.	01.01. 2002 р.	01.01. 2003 р.	01.01. 2004 р.
1. Загальні активи (не скориговані на резерви за активними операціями)	39 866	50 785	67 774	105 559
2. Високоліквідні активи	8 270	7 744	9 043	16 043
3. Кредитний портфель, у тому числі:	23 637	32 097	46 736	73 445
- кредити, надані суб'єткам господарювання	18 216	26 564	38 189	57 973
- кредити, надані фізичним особам	941	1 373	3 255	8 879
4. Питома вага кредитного портфеля у загальних активах, %	59.3	63.2	68.9	69.6
5. Довгострокові кредити, у тому числі:	3 309	5 683	10 690	28 116
- довгострокові кредити, надані суб'єткам господарювання	2 761	5 125	9 698	23 220
6. Питома вага довгострокових кредитів у кредитному портфелі, %	14.0	17.7	22.9	38.3
7. Проблемні кредити (прострочені та сумнівні)	2 679	1 863	2 113	2 499
8. Вкладення в цінні папери	2 175	4 390	4 402	6 534

Не вдаючись у деталі, розглянемо загальні принципи організації кредитного процесу в банку. де основні етапи такого процесу показані на рис. 5.1.

Відправною точкою організації кредитного процесу є взаємопов'язаний аналіз власних можливостей банку та інвестиційної привабливості зовнішнього середовища з метою визначення прийнятного рівня ризику щодо прибутковості і ліквідності балансу банку. У результаті такого аналізу формуються (або уточнюються) основні напрями кредитної політики банку:

- ступінь доступного ризику;
- галузева або інша структура кредитів;
- баланс кредитного портфеля.

Аналіз діяльності українських банків показує, що період становлення банківської системи завершується, настає час вироблення стратегічних рішень про принципи

політики, про прийняття для банку співвідношення ризик/дохідність, про рівень ліквідності тощо.

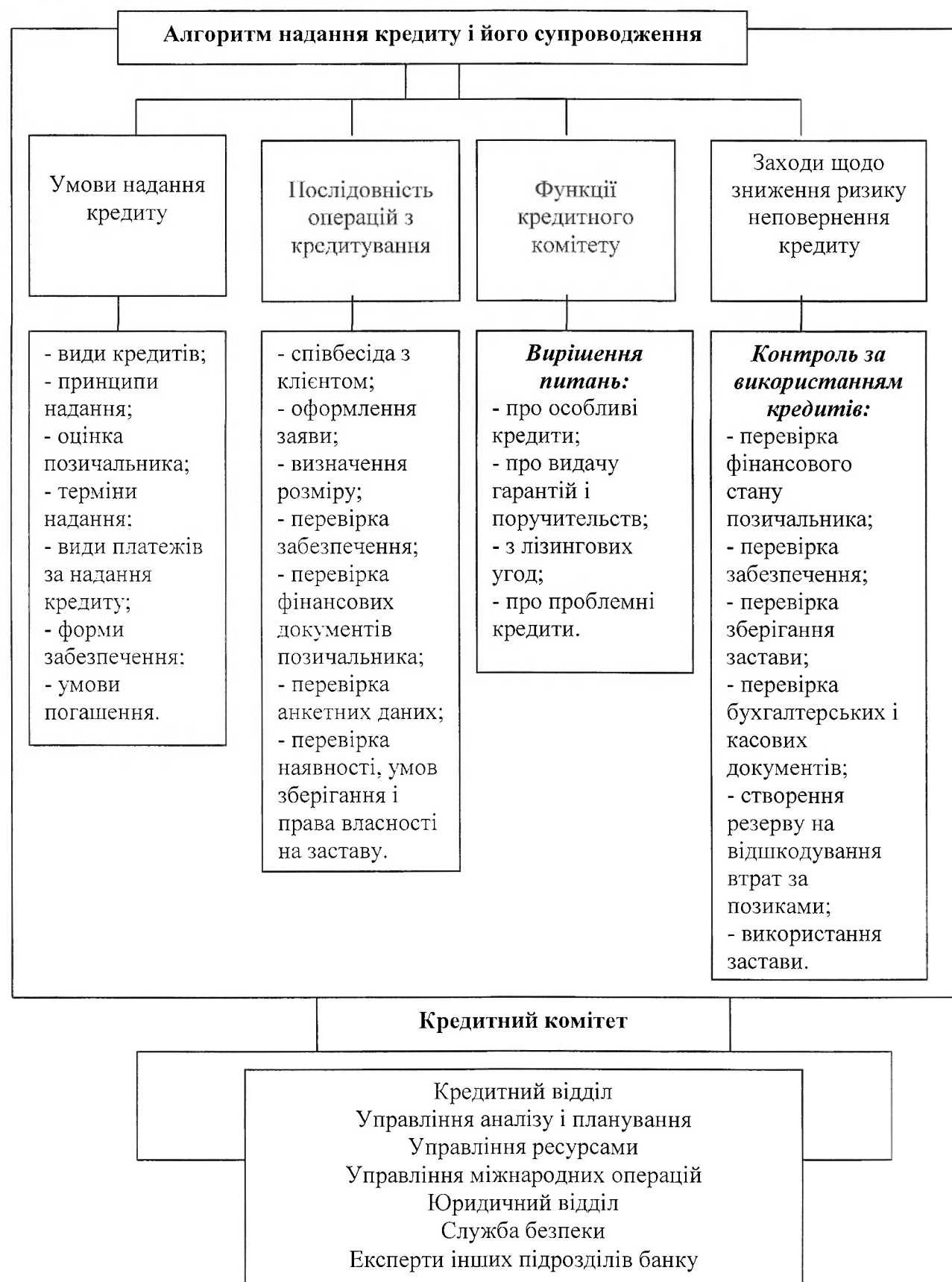


Рис. 5.1. Структура методики надання кредиту

Практично в усіх провідних українських банків простежується певна стратегія роботи на ринку: це торкається кола клієнтів, пріоритетних галузей, регіонів, умов і спектра наданих послуг.

Аналіз економіки регіонів, у тому числі їх інвестиційної привабливості, здійснюється банками при прийнятті рішення про створення мережі філій. Так, відкриваючи філії, комерційні банки намагаються проводити активну роботу зі стабільно працюючими підприємствами, демонструють готовність придбати пакети акцій цих підприємств при обміні на інвестиції.

Зазначимо, що визначення регіональних і галузевих пріоритетів в обслуговуванні і кредитуванні клієнтів є важливою складовою загальної стратегії розвитку комерційного банку, при розробці якої аналітичні служби повинні оцінити напрями структурних зрушень в економіці, можливі податкові пільги і стимули, виділити перспективні галузі і підприємства регіону відповідно до сфери інтересів і можливостей банку. На цьому етапі проводиться збір і всебічний аналіз різноманітної інформації, у тому числі і про діяльність банків-конкурентів, місцевих органів влади, інтересів клієнтів та ін.

Наступним важливим моментом кредитної політики банку є розробка основних положень (умов), відповідно до яких надаються кредити:

1. Кредити надаються на принципах поверненості, платності, цільового характеру і наявності забезпечення. Останні дві умови можуть бути взаємовиключними: при прийнятному і достатньому забезпеченні кредит може бути наданий без встановлення обмежень за його цільовим використанням (на розгляд позичальника). Якщо позичальник має бездоганну кредитну історію, платіжну репутацію і значні залишки коштів на рахунках, то банк може надати кредит без додаткового забезпечення.

2. Принципи надання кредитів для клієнтів і "неклієнтів" банку відрізняються. Хоча в банках нагромаджений великий досвід аналізу надійності позичальника, перевага при кредитуванні надається клієнтам банку, бо про них в банку є достатньо інформації у динаміці. "Неклієнти" банку можуть розраховувати на отримання кредиту тільки при наданні достатнього забезпечення. Зрозуміло, що при таких умовах

потенційних позичальників різко звужується, однак при цьому зменшується ризик неповернення кредитів.

У сучасних українських умовах перевага при кредитуванні надається позикам із короткими і середніми термінами окупності, що призначені для переоснащення і модернізації уже діючого виробництва без додаткового капітального будівництва в значних розмірах, але які передбачають вкладання, разом із залученими, власних коштів клієнтів.

Управлінські рішення про видачу інвестиційного кредиту або відхилення кредитної заявки приймаються кредитним комітетом банку, членами якого є керівники провідних підрозділів банку: кредитного відділу й управління міжнародних операцій, планово-аналітичного управління й управління ресурсами, юридичної служби і служби безпеки. При необхідності до роботи кредитного відділу залучаються спеціалісти інших підрозділів банку.

Виключно до компетенції кредитного комітету належить вирішення таких питань:

- про можливість надання кредиту на термін понад рік незалежно від суми;
- про можливість надання інших кредитів, які виходять за межі повноважень, наданих керівником кредитного відділу й управління міжнародних операцій;
- про доцільність й умови видачі банком і його філіями гарантій і поручительств незалежно від суми;
- про доцільність укладення усіх лізингових угод;
- підготовка пакету документів і висновку для затвердження на засіданні Правління банку суми кредитів, які перевищують повноваження комітету.

Отже, в банку створена ієрархічна система прийняття рішень про надання кредитів залежно від суми і призначення кредиту, причому рішення про інвестиційні кредити залежно від суми приймають кредитний комітет або Правління банку (рис. 5.2).

Регламент роботи банку з позичальником передбачає проходження ряду етапів.

1. На стадії попереднього контролю проводиться співбесіда з клієнтом, який звернувся за отриманням кредиту, для прийняття рішення про принципову можливість роботи з даним клієнтом. При розгляді заявки вимагаються такі документи:

- статут юридичної особи;
- заявка на отримання кредиту із зазначенням суми, мети, терміну повернення кредиту та виду забезпечення;
- техніко-економічне обґрунтування або бізнес-план;
- баланс фінансово-господарської діяльності на останню звітну дату.



Рис. 5.2. Ієрархічна система прийняття рішень про надання кредитів

Кредитний відділ перевіряє правильність й обґрунтування усіх розрахунків. До перевірки документів позичальника залучається юрист банку, який повинен підтвердити правильність установчих документів позичальника, повноваження керівників організацій, право власності на заставне майно. Служба безпеки здійснює перевірку анкетних даних позичальника, з'ясовує стосунки клієнта з правоохоронними і податковими органами,, здійснює перевірку наявності застави у заставодавача, умови зберігання застави, наявність реєстрації права власності на заставне майно.

2. Розмір процентних ставок і комісій, а також умови і порядок оплати кредиту визначають залежно від кон'юнктури ринку і ризику по угоді з погодженням сторін. Проценти по кредитах нараховуються за ставками, які складаються з вартості залучених банком коштів на внутрішньому або міжнародному грошовому ринку на відповідні терміни і банківської маржі, яка визначається з конкретних умов угоди з урахуванням податкових та інших виплат банку.

3. Розробка кредитного договору здійснюється відповідно до умов надання кредиту, його використання, здійснення розрахунків і стягнення процентів (комісій) погашення заборгованості, забезпечення кредиту, застосування кредитних санкцій. Заборгованість боржника погашається у такій послідовності: відшкодування банківських витрат, сплата нарахованих процентів за кредит, погашення основного боргу.

4. Організація контролю банку за виконанням умов кредитного договору.

4.1. Для здійснення контролю за використанням наданого кредиту створюється спеціальна група контролю, до функцій якої входить регулярна перевірка ходу реалізації угоди за термінами і цільовим використанням коштів:

- своєчасність надання бухгалтерської звітності позичальником і контроль за його фінансовим станом;
- відвідування, у випадку необхідності, позичальника, у тому числі із залученням спеціалістів інших організацій;
- своєчасне списання з позабалансового рахунку гарантійних зобов'язань банку;
- контроль за зберіганням предмета застави;
- оперативна інформація банку про можливий зрив термінів погашення кредиту й процентів по ньому;
- повідомлення податкових органів про результати перевірок;
- участь у підготовці висновку про доцільність чи недоцільність змін умов кредитування, надання гарантійних зобов'язань та інших оплачених послуг.

Перевірка фінансового стану позичальника, зберігання застави, первинних бухгалтерських і касових документів по підприємствах, які отримали кредит на тривалий термін, проводиться не рідше одного разу на місяць. Головною метою діяльності групи контролю є попереднє виявлення непередбачених обставин, порушення умов кредитного договору. У випадку виявлення під час перевірок обставин, які попередньо не обговорювались, але які збільшують ризик неповернення кредиту, перед кредитним комітетом і керівництвом банку негайно ставиться питання про вживання відповідних заходів.

4.2. Оформлення, облік і реалізація майна, прийнятого банком у заставу.

Передача майна в заставу банкові здійснюється на підставі договору застави, акту прийому-передачі майна та інших документів, які торкаються забезпечення. У випадку порушення позичальником умов кредитного договору реалізація заставного майна проводиться відповідно до письмової угоди заставодавача або за рішенням суду. Для реалізації застави необхідно вивчити кон'юнктуру ринку збуту заставленого майна, можливі терміни реалізації і узгодити з позичальником ціну реалізації застави. При виконанні позичальником зобов'язань щодо повернення кредиту і сплати процентів за його використання застава повертається заставодавачеві.

4.3. У процесі поточної діяльності кредитного відділу в банку створюється база даних за кредитами, у якій подається інформація про позичальників (кредитна історія), про причини неповернення кредитів і порушення умов кредитної угоди, інша корисна для подальшої діяльності інформація.

Зазначимо також, що в банку передбачені матеріальні санкції до членів кредитного комітету у випадку прийняття кредитним комітетом рішення про надання кредиту, який згодом став безнадійним при погашенні з причини неправильного оформлення документів або недостатнього їх аналізу.

Описана методика організації кредитного процесу показує свою ефективність для українських комерційних банків. Звичайно, на кожному етапі описаного процесу можливе відхилення заявки на кредит з різних причин. Частина з них, зокрема неграмотне оформлення інвестиційних проектів, необґрунтованість розрахунків тощо, з часом зникає. Однак, як і колись, залишаються невирішеними головні причини, які стримують інвестиційну активність банку: слабка фінансова база банків і складність контролю за використанням наданих ресурсів за призначенням. Ці причини, в свою чергу, багато в чому зумовлені діючою нормативно-законодавчою базою, на аналізі якої ми зупинимося в останньому розділі дисертаційного дослідження.

Розвиток ринкових відносин завжди пов'язаний із деякою нестабільністю різних економічних параметрів, що відповідно породжує серію банківських ризиків. Постійно змінюється попит і пропозиція, фінансові умови укладання угод, платоспроможність клієнтів та ін. Тому комерційний банк при здійсненні певної інвестиції ніколи не може

бути наперед впевнений у її результатах або, іншими словами, банк бере на себе ризик фінансового результату від здійснення інвестицій.

Встановлення обов'язкових резервів щодо пасивних операцій веде до обмеження наданих банком інвестицій. Результатом цього є зростання процентних ставок по банківських інвестиціях. Крім цього, створення резервів у зв'язку з ризиком банку по інвестиціях у кредитній формі і по деяких видах активних операцій безпосередньо сприяє зростанню процентних ставок по них, а отже, зменшує їх обсяг.

Цілком очевидно, що резерви впливають на дохідність активно-пасивних операцій комерційного банку. Норми резервів по залучених грошових коштах або виданих кредитах сприяють зменшенню доходів банку, який намагається компенсувати втрачену вигоду шляхом зниження процентів, які сплачуються по залучених коштах, або шляхом підвищення процентів по своїх інвестиціях у кредитній формі.

Зазначимо, що оскільки в даний час облікова ставка Національного банку України не може розглядатися як базова ставка, яка б визначала розмір процентів по інших активно-пасивних операціях комерційних банків, то фактичним орієнтиром для встановлення процентів по позиках і депозитах банку є процентні ставки міжбанківського ринку. Ця обставина обумовлює взаємодію НБУ і комерційних банків, яка не завжди регулюється ринковими інструментами.

Надання кредитів комерційними банками на міжбанківському ринку регламентується Законом України "Про банки і банківську діяльність", Цивільним кодексом України, нормативними актами Національного банку України (зокрема Положенням НБУ "Про кредитування"), статутами комерційних банків і кредитними договорами.

Процентні ставки на міжбанківському ринку складаються під впливом попиту і пропозицій кредитних ресурсів і рівня облікової ставки і тому можуть слугувати для вирівнювання рівнів процентів по позиках і депозитах. Для забезпечення впливу на процентні ставки на міжбанківському ринку центральному банку необхідно регулярно виходити на цей ринок шляхом збільшення або скорочення пропозиції кредитних ресурсів, ставлячи перед собою

мету впливу на ринкові відносини в сфері банківських інвестицій у кредитній формі.

Упродовж 2002 року на міжбанківському ринку кредитів мала місце тенденція зниження процентних ставок.

Аналіз середньозважених процентних ставок, диференційований за строками міжбанківських кредитів у національній валюті показав, що загальна тенденція до зниження процентних ставок, яка спостерігалась упродовж 2002 року, складалася за рахунок зниження процентних ставок за кредитами, наданими на всі строки. Так, середня вартість кредитів овернайт, частка яких у загальному обсязі міжбанківських кредитів була найбільшою, зменшилася за рік на 4,3 процентного пункту й становила у грудні 2002 року 4,5% річних (рис. 5.3).

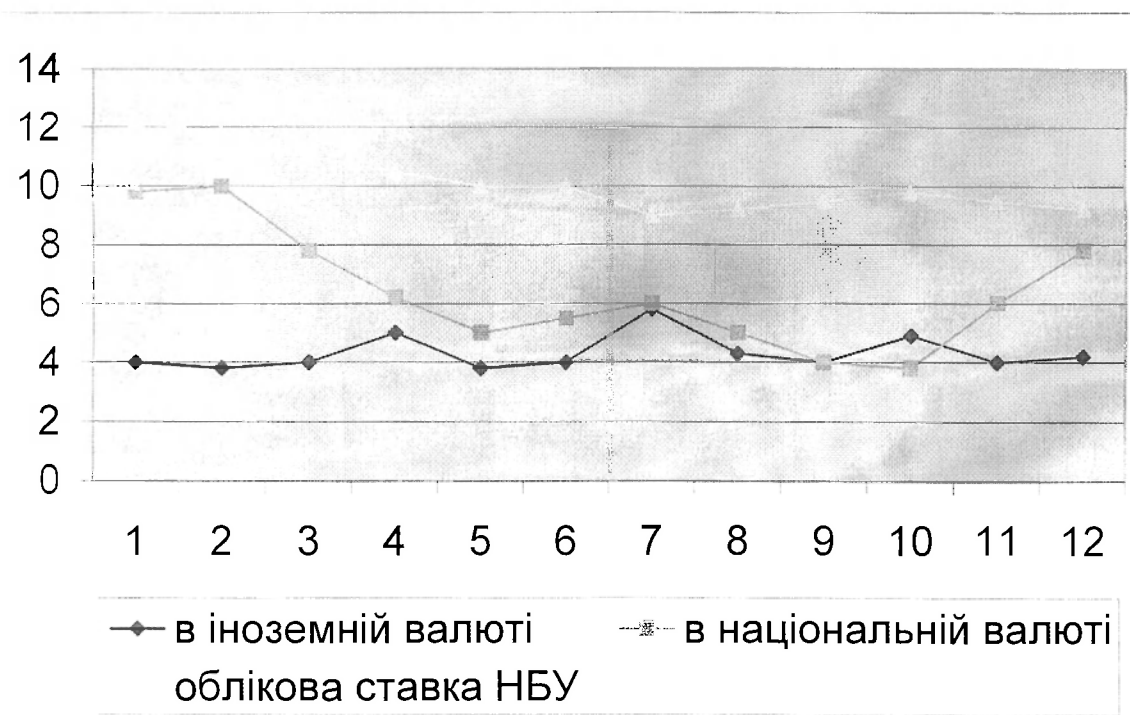


Рис. 5.3. Рівень середньозважених процентних ставок комерційних банків на міжбанківському ринку та облікової ставки НБУ []

Серед активних міжбанківських операцій значне місце займає розміщення грошових коштів за допомогою короткотермінових депозитів або у формі міжбанківських кредитів. За допомогою короткотермінових депозитів між банками і міжбанківського кредиту проходить повторне розміщення грошових коштів або їх реінвестування. Більше того, комерційні банки з їх допомогою, навіть виступаючи

позичальниками, можуть підтримувати активність і можливість двостороннього проведення своїх депозитних або кредитних операцій, що важливо для підняття престижу банку. Потрібно також враховувати, що потенціал ліквідності, закладений в операціях із клієнтурою, не можна розглядати ізольовано від міжбанківських і фондових операцій комерційного банку. Скорочення ліквідності по клієнтських рахунках може оцінюватися як від'ємний результат інвестиційної діяльності банку за умови зменшення, стагнації або недостатнього збільшення ліквідності по міжбанківських і фондових операціях. Не виключено, що комерційний банк може вирішити проблему ліквідності за рахунок інших інвестицій, використовуючи клієнтські операції для забезпечення дохідності банку.

Одним із аспектів діяльності комерційного банку з клієнтурою є перевірка диверсифікації ризику, щоби мінімізувати ризик по банківських інвестиціях. Свої активні кредитні операції з клієнтурою комерційні банки будують на базі різної класифікації кредитів за видами позичальників, термінами, джерелами кредитного портфеля. Комерційні банки при цьому повинні прагнути до мінімуму доводити частку своєї участі в інвестиційній програмі клієнта, а у випадку надання великого кредиту одному клієнтові їм доцільно об'єднати свої ресурси.

Об'єктивна оцінка фінансового стану позичальника й облік можливих ризиків по інвестиціях у кредитній формі дозволяє банкові ефективно управляти грошовими ресурсами й отримувати прибуток.

У сфері прямих банківських інвестицій у кредитній формі в договірні відносини вступають комерційні банки і господарські суб'єкти як кредитори і позичальники. Але необхідно зазначити, що хоча кредитні договори стали формою подальшого поглиблення диференціації кредитних відносин банків з клієнтами, засобом впливу на підвищення загальної платіжної і кредитної дисципліни позичальників, на становлення і розвиток партнерських відносин з ними, вони аж до 1991 року в Україні не були в повному розумінні юридичними, правовими документами як за формою, так і за змістом. Це пояснюється тим, що кредитні договори, по-перше, рясніли зайвою інформацією про умови надання кредиту, які одночасно містились у банківських інструктивних документах із кредитування, по-друге, включали тільки економічні зобов'язання двох сторін, хоч господарський

договір є угодою не тільки рівновідповідальних, а й рівноправних суб'єктів. по-третє, були стереотипними, чітко розписаними і тому не могли врахувати повною мірою специфіку діяльності позичальника.

Вивчення особливостей різних стадій ендogenousного циклу розвитку виробництва, які вимагають залучення неоднакових за величиною залучених коштів і характеризуються різним ступенем ефективності їх використання, наводить нас на висновок про необхідність налаштування механізму кредитування на відповідну (до даного періоду часу) форму інтенсифікації виробництва кожного конкретного підприємства.

При цих умовах комерційний банк може стати істинним його партнером, який почне враховувати особливості того чи іншого періоду його розвитку і сприяти нормальному функціонуванню кругообігу коштів підприємства. При постійних кредитних взаємовідносинах комерційного банку зі своїми клієнтами нам видається за доцільне також укладання єдиного кредитного договору на термін до трьох (або п'яти) років зі щорічною конкретизацією умов здійснення прямих банківських інвестицій у кредитній формі, яке перетворює цей договір у генеральний договір.

Процес комерціалізації банків характеризувався наданням свободи не тільки підприємствам у виборі банку для свого кредитно-розрахункового обслуговування, а й банкам - у виборі клієнтів для укладання кредитної угоди. Головний критерій у цьому виборі - кредитоспроможність, яка є якісною характеристикою позичальника як суб'єкта кредитних відносин. Вона виражає не тільки його фінансовий стан на даний момент, а й потенційні можливості на ближню і віддалену перспективу. При цьому кредитоспроможність обумовлюється багатьма чинниками як об'єктивного економічного характеру, так і суб'єктивного, а також форсмажорного (випадкового) характеру.

При інвестуванні в кредитній формі комерційного банку належить, перш за все, визначити, чи здатний позичальник своєчасно і в повному обсязі погасити заборгованість щодо позики. Це передбачає необхідність оцінки банком кредитоспроможності позичальника. Для комерційного банку найбільше значення мають показники, які характеризують платоспроможність і фінансову стійкість

клієнта. Для клієнта ж пріоритетним є показники інвестиційного потенціалу комерційного банку й ефективності інвестицій, тому що вони можуть розглядатися як чинники, які забезпечують фінансову стійкість партнера. Разом із цим, нам видається, що основні недоліки оцінки кредитоспроможності позичальника пов'язані з тим, що вони базуються на даних звітності, які характеризують стан справ у попередньому періоді. Тому вважається за доцільне робити прогнозовані розрахунки фінансового стану позичальника в наступному періоді, щоби приймати обґрунтовані рішення про надання позик. Додаткові ускладнення оцінки перспектив зміни кредитоспроможності пов'язані з інформаційними процесами, які обумовлюють застосування такого заходу попередження втрат внаслідок знецінення грошової одиниці, як підвищення процентних ставок за банківські інвестиції у кредитній формі. У свою чергу зростання процентних ставок не може не відобразитися на збільшенні витрат позичальників, а, відповідно, і на їх кредитоспроможності. Звичайно, це повинно враховуватися при оцінці кредитоспроможності позичальників.

Оскільки прямі банківські інвестиції у кредитній формі для комерційних банків є прибутковою справою, хоча одночасно і ризикованою, то з метою зниження цього ризику стає доцільним створення спеціальних служб, які б займалися оцінкою плато- і кредитоспроможності суб'єктів підприємницької діяльності. Інформація цих служб потрібна не тільки банкам, а й контрагентам його клієнтів із господарських зв'язків, лізинговим фірмам, страховим компаніям, фондовим біржам, брокерським конторам, які починають розвивати свою діяльність із переходом економіки до ринкових відносин.

Крім цього, необхідно вдосконалювати методику вирахування показників кредитоспроможності. Думається, що весь комплекс показників, які всебічно характеризують фінансовий стан підприємств, комерційним банкам доцільно використовувати при укладанні кредитного договору з клієнтом перший раз, а також при черговому переоформленні генерального договору на початку нового календарного року. Що ж стосується оцінки кредитоспроможності в середині року (поточної) для контролю за дотриманням встановленого режиму кредитування, то, на наш погляд, вона повинна проводитись за обмеженим колом показників і коефіцієнтів, найбільш важливих і узгоджених із позичальником. Серед них, на наш погляд, обов'язково

мусять бути такі, як коефіцієнт покриття і коефіцієнт ліквідності, оборотність усіх активів і оборотність запасів (як найменш ліквідної частини активів), коефіцієнти: власності і прибутковості (рентабельності) до собівартості і до фондів. Можлива й модифікація набору показників з урахуванням індивідуальних особливостей позичальників і видів отриманих ними позик.

Варто також зазначити, що підприємства як самостійні господарчі суб'єкти кредитних відносин повинні мати право на вільний вибір видів банківських інвестицій. Комерційні банки як основні кредитори економіки повинні пропонувати своїм клієнтам різнобічні види позик: під окремі цільові об'єкти, під укрупнений об'єкт, за контокорентом, забезпечені і незабезпечені, різні за термінами - від місяця до одного року, від одного року до 3-х та ін. У свою чергу, підприємства на власний розсуд, зважаючи на свій фінансовий стан і під свою матеріальну відповідальність, мають вирішувати питання про конкретну форму банківських інвестицій, що залучаються у їх господарський оборот. Реальна межа залучення банківських інвестицій в оборотні засоби має економічну основу, яка визначається інтересами підприємств, а саме величиною прибутку, що залишається у їх розпорядженні.

Напрямок діяльності позичальника має для комерційного банку значення як з точки зору вигідності, прибутковості розміщення кредитних ресурсів, так і соціально-економічної корисності для суспільства. Рівень кредитоспроможності підприємства дає змогу робити висновок про повернення наданої йому банківської позики і, відповідно, про можливість підтримки комерційним банком на належному рівні своєї ліквідності. Наявність і характер забезпечення є основою для вибору позики і визначення максимального терміну її використання підприємством. Ці основні чинники вирішення банком питання про можливість надання суб'єктові господарської діяльності позики повинні розглядатися у сукупності і в логічній послідовності: вид діяльності, кредитоспроможність, забезпечення, причому по кожній групі підприємств-позичальників.

Система основних показників оцінки кредитоспроможності, яка включає дві або більше динамічні складові, повинна описувати стан рівноваги (стійкості)

фінансового стану позичальника не тільки на момент звернення у комерційний банк за позиною, а й на період прогнозування його наступних змін, аж до погашення позики з урахуванням процентних платежів по ній. Як система, пов'язана з можливостями, потребами й економічними інтересами позичальників і комерційного банку, вона є похідною від стану ринкової кон'юнктури, рівня дохідності (прибутковості) інвестицій та інших чинників. Тому нам видається, що важливе значення для оцінки кредитних взаємовідносин комерційного банку з клієнтом повинна бути і група показників, яка характеризує динаміку розвитку галузі, стан та інтенсивність змін на різних сегментах інвестицій, а також на ринках інвестиційних товарів.

У цьому контексті пропонуємо дещо інший методичний підхід до аналізу кредитоспроможності позичальників, який базується на рівноважній системі показників оцінки кредитних взаємовідносин банку і клієнта (рис. 5.4).

Цей підхід, на наш погляд, найповніше поєднує можливості взаємозв'язку в єдиний аналітичний ланцюжок сукупності чинників, які можуть вплинути на стан кредитного портфеля комерційного банку і можливі його зміни, і закладає основу розробки стратегії і практики управління банківськими інвестиціями в кредитній формі. Способом запобігання від знецінення активів і пасивів комерційного банку може бути індексація. Цілком очевидно, що індексація передбачає вибір обґрунтованої бази для перерахунку. Останні можуть розглядатися як індекси оптових або споживчих цін, індекси процентних ставок (облікової ставки НБУ, процента по міжбанківських депозитах та інші), індекси ринку цінних паперів, наприклад, по державних цінних паперах як найбільш ліквідних і т. д. При цьому індексації належить або вся сума боргу, або процент по ньому, або це та інше одночасно. Зрозуміло, що з метою збереження банківської маржі при переоцінці депозитів комерційного банку відповідним чином вигідно індексувати і свої інвестиції у кредитній формі.

У практичній діяльності ряду банків отримують деяке підтвердження такі два типові способи індексації, як "плаваюча ставка" і застереження у контрактах. У першому випадку кредитор і позичальник визначають тільки базову ставку процента, як прийняту для комерційного банку реальну ставку, і механізм вирахування

інфляційної надбавки до неї. Різновидом контрактів з обмеженням можуть виступати валютні облігації, де визначена залежність між вартістю цієї облігації і курсом іноземної валюти.

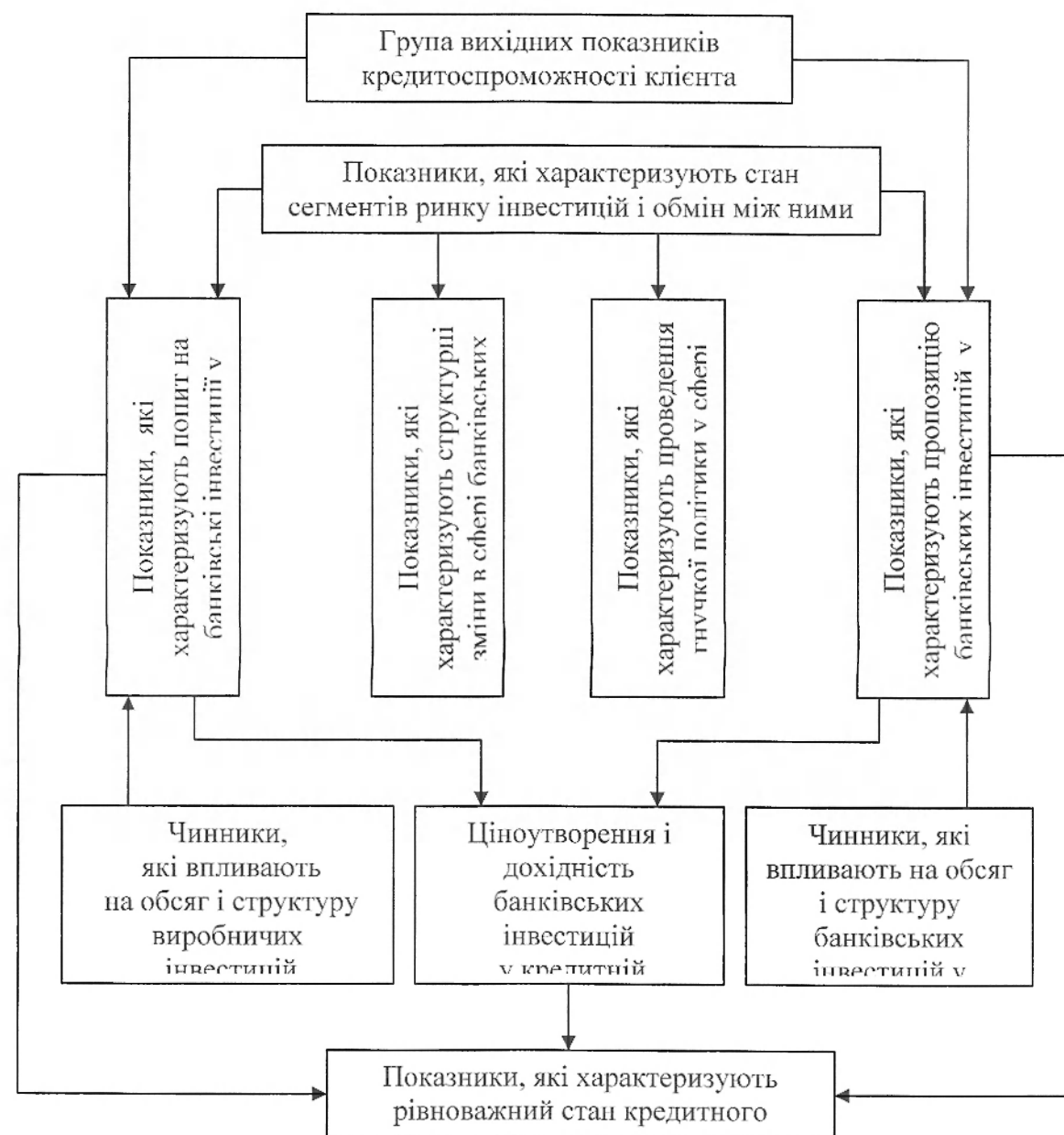


Рис. 5.4. Рівноважна система показників взаємовідносин банку з клієнтом з приводу здійснення інвестицій у кредитній формі

Крім розглянутої вище індексації, комерційними банками застосовуються й інші способи збереження і примноження своїх активів і пасивів, серед яких виступає скорочення термінів видачі позики, причому у випадку укладання тривалих кредитних

договорів в них, як правило, передбачають періодичний перегляд процентних ставок, а також проміжне погашення позичкової заборгованості з наступною видачею позики за новими умовами (пролонгація зі змінами).

Своєрідним амортизатором кредитного ризику є резервний фонд, який створюється у комерційних банках для компенсації збитків по списаних позиках.

Формування резерву для покриття можливих збитків, що можуть бути завдані в результаті кредитної діяльності комерційного банку, здійснюється відповідно до Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків (Постанова Правління НБУ № 119 від 19.03.2003 р.). Цей резерв під кредитний ризик розподіляють на резерв під стандартну заборгованість за кредитами та резерв під нестандартну заборгованість за кредитами (кредити під контролем, субстандартні, а також безнадійні, сумнівні кредити). Резерв має бути сформований у повному обсязі відповідно до сум фактичної кредитної заборгованості за групами ризику та встановленого рівня резерву (табл.5.2).

Таблиця 5.2

Коефіцієнти резервування за кредитними операціями банків України

Категорія кредитної операції	Норма відрахувань, %
Стандартна	1
Під контролем	5
Субстандартна	20
Сумнівна	50
Безнадійна	100

Формування нормативу відрахувань у резервний фонд, виходячи із фактичних втрат від списання кредитів за попередні роки і в проценті від його бази, яким є кредитний портфель банку, дає змогу звести до мінімуму втрати комерційного банку від непогашення позики.

При цьому ефективне управління кредитним портфелем передбачає, на нашу думку, створення такої системи, яка дозволила б не тільки виявляти причини виникнення проблемних позик, а й прогнозувати саме їх виявлення.

Прийнявши рішення про надання позики, комерційний банк як кредитор організовує управління процесом повернення позиченої вартості. Оскільки повернення позик зовсім не автоматичний процес, то порядок погашення виданих позик визначається кредитним договором, а якщо цього недостатньо, то банк вдається до таких форм забезпечення своїх інтересів, як гарантія третьої особи, страхування кредитного ризику, заставна форма. Застосування застави в банківській практиці, на наш погляд, доцільне лише при умов, що заставодавач наділений незаперечними правами на майно. Потім заставодавач повинен бути готовим застрахувати майно за свій рахунок на повну вартість, а комерційному банку доцільно мати відповідну інфраструктуру для контролю за збереженням заставленого майна. І нарешті, повинен дотримуватися принцип достатності об'єкта застави, згідно з яким величина заставлених цінностей завжди перевищує суму виданої позики. Тільки при наявності вищеназваних умов для комерційного банку стає можливим взаємопов'язане формування кредитного договору і договору застави.

Важливе місце відводиться заставі при формуванні резерву для відшкодування можливих втрат за позиками комерційних банків. Так, при визначенні розміру резерву сума заборгованості за кожним позичальником окремо зменшується на вартість предмета застави (майна та майнових прав, у тому числі цінних паперів, позичальника чи третіх осіб - майнових поручителів).

Вартість предмета застави визначається комерційним банком при кредитуванні за реальною (ринковою) вартістю з урахуванням практичної складності його реалізації у разі невиконання позичальником своїх зобов'язань.

Керуючись законами ринку, комерційні банки інвестують грошові ресурси в такі активні операції, які забезпечують їм найвищу процентну маржу. Ця стратегія - недостатньо адекватна з точки зору соціально-економічних пріоритетів, і тому здатна привести до серйозних негативних наслідків в інвестиційній діяльності банку. Постійне зростання ставки процента в результаті призводить до того, що багато підприємств не мають можливості виплачувати навіть проценти по своїх боргових зобов'язаннях, а не те, щоб погашати основну суму платежу по позиці. Більше того, нестійкий характер фінансового стану підприємства, навіть у межах одного кварталу.

загальна нестабільність економічної ситуації і швидка зміна ринкової кон'юнктури перетворюють підприємства з найнадійніших позичальників у достатньо сумнівні. При таких умовах закономірним процесом є зростання простроченої заборгованості за короткостроковими позиками банків, включаючи державні кредити, що значно погіршує якість кредитного портфеля банку.

Для забезпечення привабливості для комерційних банків інвестиційних і конверсійних позик з урахуванням великих обсягів затрат на обслуговування, високим ступенем ризику, відсутністю надійних гарантій повернення банківських інвестицій нам видається за необхідне: по-перше, надавати право комерційним банкам списувати в безспірному порядку на підставі термінових зобов'язань, або векселів позичальників державні кредити у випадку порушення термінів їх повернення; по-друге, звільнити комерційні банки від оподаткування.

Можливий й інший підхід до здійснення банківських інвестицій за рахунок державних ресурсів, які надаються на поверненій основі на інвестиційні програми. Практика раціоналізації банківських інвестицій у кредитній формі обумовлює вимоги комерційних банків до своїх позичальників, які передбачають зберігання у банку на спеціальному компенсаційному безпроцентному рахунку певної суми грошових коштів у розмірі позичкового процента. Надаючи дисконтну позику, номінальна величина якої більша за величину, надану фактично в розпорядження позичальника, банк намагається: по-перше, забезпечити повернення наданих позик, по-друге, знизити ризик, який пов'язаний з непогашенням наданих позик, по-третє, компенсувати можливі збитки по цих видах активних операцій. З іншого боку, ці заходи стануть однією з форм забезпечення державної підтримки процесу глибокої структурної перебудови, швидкої зміни пріоритетів, зміни методів роботи в сфері банківських інвестицій.

Серйозну загрозу для платоспроможності комерційного банку має надання великих позик. Для регулювання цього виду ризику встановлений певний норматив, який обмежує видачу позики одному позичальнику розміром власного капіталу банку.

Цей норматив входить до групи нормативів ризику і визначає максимальний розмір ризику на одного контрагента – Н7 []. Визначається як співвідношення суми всіх вимог банку (за мінусом фактично сформованих резервів) і всіх позабалансових

зобов'язань щодо цього контрагента до капіталу банку. Нормативне значення цього нормативу Н7 не має перевищувати 25%.

З оцінкою ефективності інвестиційної діяльності і надійності комерційного банку, на наш погляд, можна пов'язати суму активів балансу, розмір власного капіталу банку. Однак обтяженість балансу наших банків, обумовлена наявністю численних регулюючих і транзитних рахунків, які завищують реальну оцінку валюти балансу, вартості майна банків, вимагає додаткового перегруповання ряду статей, виключення регулюючих рахунків, іншими словами, очистки балансу.

Більше того, класифікація банківських інвестицій за ознакою терміновості набуває виняткового значення в умовах комерціалізації банківської справи, якій властиві всілякі види ризику: кредитний, валютний та ін. Одним з основних способів оцінки банківського ризику є зіставлення активних і пасивних операцій за їх термінами. Даний метод дозволяє здійснювати не тільки ефективніший контроль за банківськими інвестиціями, а й управляти ліквідністю комерційних банків, яка базується на відповідності структури активів кредитної установи структурі її пасивів за термінами і залежить від здатності банку своєчасно і без втрат перетворювати свої інвестиції у наявні грошові засоби.

Загальновідомо, що кредитна політика кожного комерційного банку є одним з основних джерел його доходів і збитків, а кредитний ризик - головна проблема комерційних банків. Ця теза обґрунтована в низці праць і статей багатьох вчених-економістів []. Відповідно до цього виробляється певна стратегія кредитного ризику. Однак недоліки, які мають місце в діяльності комерційних банків, свідчать про суттєві проблеми в стратегії управління кредитним ризиком. До них можна віднести: надмірну централізацію або ж децентралізацію управління кредитуванням, недостатній аналіз ризику за кредитною угодою, завищену вартість застави, невміння ефективно контролювати й аудитувати кредитний процес і т. д.

У загальній теорії економічного ризику [] пропонується стратегію кредитного ризику в діяльності комерційного банку деталізувати за такою схемою:

- якісний аналіз кредитного ризику;
- кількісний аналіз;

- система показників кількісної оцінки міри (ступеня) кредитного ризику;
- моделювання кредитного ризику;
- способи (методи) оптимізації управління (зниження та врахування) кредитного ризику в діяльності комерційного банку.

Існують різноманітні методики зниження ступеня кредитного ризику, серед яких можна навести наступну (рис. 5.5) [].



Рис. 5.5. Способи (методи) зниження ступеня кредитного ризику

Варто зазначити, що на практиці комерційні банки використовують не окремі способи зниження ступеня кредитного ризику, а їх комбінацію, залучаючи економіко-математичні моделі та методи, а також спираючись на власний досвід та інтуїцію фахівців [].

Таким чином, перехід на горизонтальні зв'язки в економіці створює умови для залучення дійсних договірних відносин між комерційними банками і їх клієнтами,

оскільки ті й інші перетворюються у суб'єктів, які виражають власні економічні інтереси на основі майнової самостійності і відповідальності. За цих умов кредитний договір повинен передбачити неминучість і невідворотність покарання за невиконання взятих на себе за договором зобов'язань, які не виключають, однак, придбання суб'єктами прав кредитних відносин на взаємні пільги і заохочення при довготерміновому або ефективному та раціональному виконанні договору. При цьому між клієнтом і комерційним банком, як учасниками постійних кредитних взаємовідносин, кредитний договір може бути єдиним, довготерміновим і враховувати права клієнта на вибір форм і видів банківських інвестицій, а банку - на вибір критеріїв якісної характеристики своїх позичальників.

Свої активні операції з клієнтурою комерційні банки будують з урахуванням диверсифікації ризику, намагаються до мінімуму звести частку своєї участі в інвестиційній програмі клієнта. Для прийняття обґрунтованого рішення про надання позики доцільним є використання системи показників оцінки кредитоспроможності клієнта, похідної від стану ринкової кон'юнктури, рівня доходності інвестицій. Ця система, в свою чергу, включає динамічні параметри, які описують стан рівноваги фінансового стану позичальника не тільки на момент звернення за позикою, а й на період прогнозування його наступних змін, аж до погашення позики з урахуванням процентних платежів по ній.

Після того, як кредит був наданий, банк повинен прийняти заходи для забезпечення його повернення. Якісне управління кредитом не виправить "поганий" кредит, але багато "хороших" кредитів можуть стати проблемними у випадку неефективного управління ними з боку працівників кредитного відділу банку.

Для контролю за позичальником використовуються чотири джерела інформації: інформація, якою володіє сам банк; інформація, отримана у партнера позичальника; в інших фінансових інститутів і в самого позичальника.

Інформаційною основою кредитної діяльності банку є картотека кредитної інформації, яка може бути використана як внутрішніми і зовнішніми аудиторами, так і регулюючими органами (банківський нагляд).

Картотека кредитної інформації повинна схематично увібрати інформацію такого характеру (рис. 5.6).

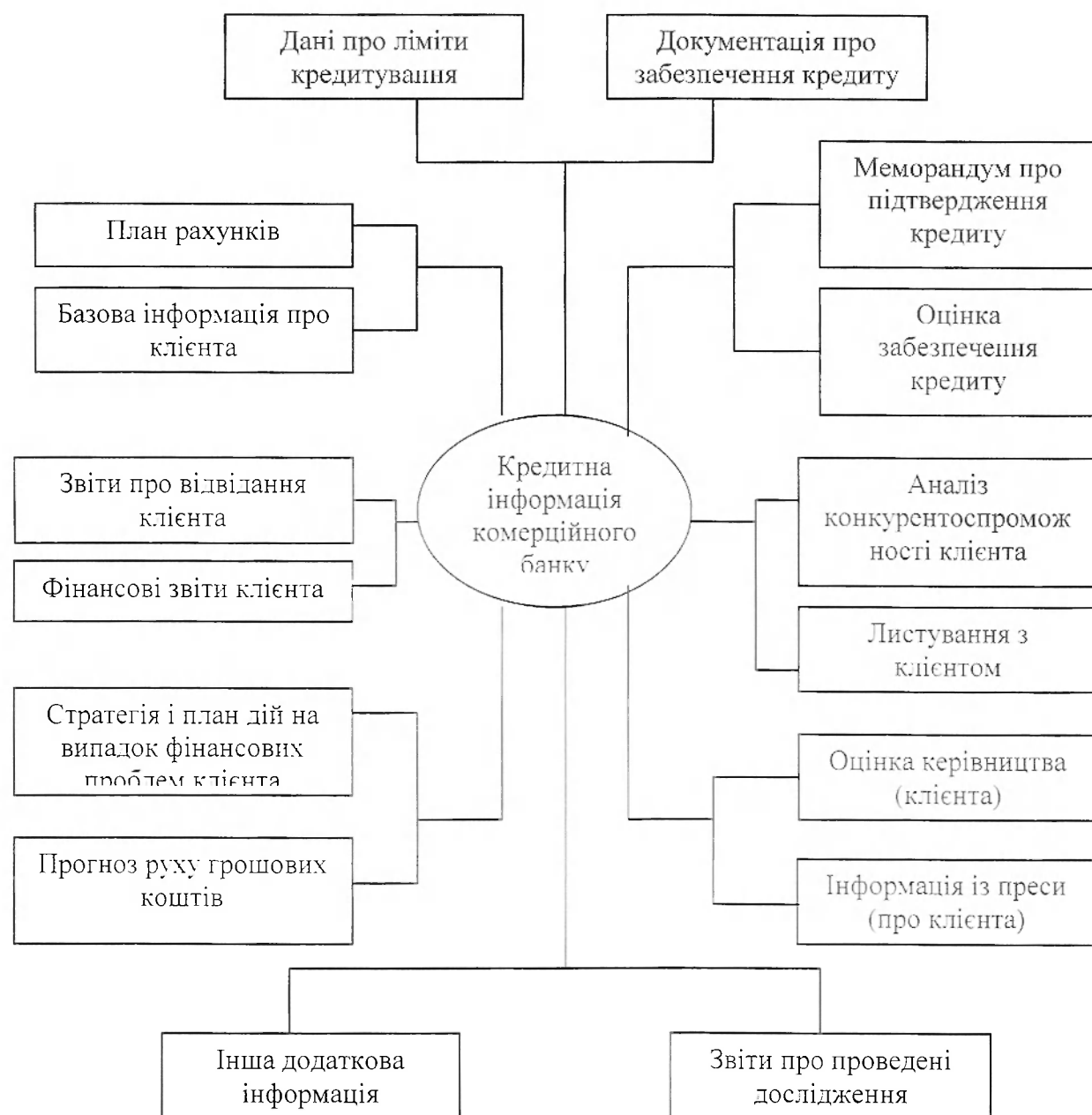


Рис. 5.6. Картотека кредитної інформації

Документація з кредиту повинна також містити умови, які дають банкові право перевіряти звітність клієнта або, зрештою, можливість отримати пояснення клієнта щодо своєї фінансової звітності. У процесі ефективного управління кредитним ризиком першим, хто виявить проблемний кредит, повинна бути система внутрішнього контролю банку. Багато банків ставлять собі за мету внутрішнє виявлення проблемних кредитів і застосування санкцій до спеціалістів кредитного

відділу, якщо проблеми з кредитами помічені кимсь іншим. Проблемні кредити є результатом грошової кризи клієнтів і низької дисципліни розрахунків.

Виявлення проблемного кредиту супроводжується, як правило, такими заходами:

- аналіз проблем позичальника;
- збір інформації про те, де ще банк може зіткнутися з ризиком у роботі з даним клієнтом;
- щоденний контроль за рахунком клієнта на предмет можливого овердрафту;
- вивчення можливостей отримання забезпечення (у випадку, якщо кредит незабезпечений);
- розробка плану коригувальних заходів.

У стратегії "рятування" кредиту не існує будь-яких універсальних правил, оскільки кожний проблемний кредит унікальний по-своєму. Потенційно і реально існуючі проблемні кредити вимагають застосування таких процедур, як класифікація активів, створення резервів по кредитах, ведення обліку проблемних кредитів, овердрафтів і списання кредитів.

Узагальнюючи вище наведений підхід до формування кредитної політики банку, можемо цілком підставно висновувати, що за сучасних умов потребує подальшого дослідження проблематика аналізу кредитної діяльності банків, вибору оптимального кредитного портфелю, вдосконалення методики оцінювання кредитного ризику та аналізу фінансового стану позичальника.

5.2. Банки на ринку проектного фінансування (кредитування)

Для найкращої розуміння специфіки розвитку інвестиційної діяльності в Україні необхідно виділити найрозповсюдженіші форми, які використовуються нині при здійсненні інвестицій:

- державні централізовані капітальні вкладення;
- довгострокове банківське кредитування;

- фінансування капітальних вкладень за рахунок власних джерел;
- прямі інвестиції й створення фінансово-промислових груп.

На жаль, доводиться визнати, що діючий механізм здійснення інвестицій є досить неефективним для того, щоби задовольняти зростаючі потреби цього сегмента ринку. Можливо, в Україні необхідно не лише вдосконалювати вже діючі форми, а й розробляти нові, нетрадиційні взаємовідносини між учасниками інвестиційного процесу, які б характеризувалися великою довірою, високим професіоналізмом і глибоким розумінням економічної природи процесів, які відбуваються у нашій країні.

Банки Заходу традиційно здійснюють довгострокові інвестиції у відповідь на бажання і пропозиції своїх клієнтів, однак українські банки намагаються зайняти активнішу позицію і дедалі частіше самі стають ініціаторами інвестиційних проектів.

Зокрема аналіз показників інвестиційної діяльності свідчить, що обсяги інвестування в оновлення основного капіталу, починаючи з початку 90-х років, постійно скорочувалися. Починаючи з 1996 р. відбувається нарахування обсягів інвестицій в основний капітал (табл.5.3).

Таблиця 5.3

**Динаміка обсягу інвестицій в основний капітал
(у фактичних цінах, з 1991 по 1995 роки – трлн. укр.крб.)***

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Інвестиції в основний капітал (капітальні вкладення)	0.05	0.9	29	228	938	12557	12401	13958	17552	23629	32573	37178
Темпи зростання до попереднього року у порівнянних цінах, %	92.9	63.1	89.7	77.5	71.5	78.0	91.2	106.1	100.4	114.4	120.8	108.9

* Розраховано за даними НБУ [].

У Посланні Президента України до Верховної Ради 22 лютого 2000 року “Україна: поступ у ХХІ століття” запропонована стратегія соціального та економічного розвитку на 2000-2004 рр. Головною метою економічної політики

держави має стати досягнення щорічних темпів зростання ВВП у 2000 р. не менше 1%, 2001 р. – на рівні 4%, 2002-2004 рр. – на рівні 6-7%. Виходові на ці рубіжні показники мають бути підпорядковані основні важелі фінансової, регуляторної, промислової, аграрної і, безумовно, інвестиційно-інноваційної політики. Серед головних завдань інвестиційної політики – нарощування інвестиційних ресурсів, поліпшення їх структури, задіяння усіх інвестиційних джерел, зростання норми чистих заощаджень не менш як до 20% у ВВП. Усі ці нові явища змушують дедалі більше орієнтуватися на інвестиційні вклади.

Збільшення частки інвестиційних кредитів у структурі активних операцій комерційних банків, на нашу думку, буде проходити, перш за все, в напрямі надання довготермінових кредитів підприємствам, над якими банки матимуть можливість здійснювати контроль як власники.

Кредитування непідконтрольних банкові підприємств проходить лише епізодично, при чому інші банки не намагаються виділяти кредитів підприємств з “чужої” групи.

Цілі інвестиційної діяльності полягають у тому, щоби забезпечити банкові збереження коштів, дохід і ліквідність. Вимоги до дохідності інвестицій, звичайно, є вищими, ніж до дохідності інших видів банківських активів. Більш високий дохід досягається на шкоду ліквідності і пов'язаний, як правило, з вищим рівнем ризику, тому інвестиції повинні бути диверсифіковані. Відповідно до цього основні положення інвестиційної політики банку передбачають визначення:

- а) пріоритетних напрямів інвестування з урахуванням очікуваних доходів і ризику; відбір інвестиційних проектів;
- б) загального обсягу довготермінових інвестицій щодо всіх активів банку;
- в) граничної величини кредиту або іншого виду інвестицій на одного позичальника;
- г) механізму реалізації (здійснення) інвестицій, у тому числі можливостей об'єднання коштів і системи участі у фінансово-промислових групах;
- д) способів контролю за реалізацією інвестицій і санкцій до них.

Для реалізації ефективної інвестиційної кредитної політики необхідна розробка механізму управління інвестиціями в умовах інфляції, несприятливого для інвестиційного режиму і недостатньо розвинутого господарського права.

Методологія управління інвестиційною діяльністю банку включає цілу низку етапів і процедур.

По-перше, необхідна розробка правил прийняття рішень за інвестиційними проектами, які захищають від елементів випадковості і суб'єктивізму.

По-друге, визначення факторів, які дозволяють обрати об'єкт фінансування. До таких факторів потрібно віднести:

- пріоритети в політиці реалізації структурної перебудови економіки регіону;
- концентрацію коштів на обмеженому числі об'єктів;
- можливість використання пільгової політики оподаткування;
- порівняно швидкі терміни окупності вкладів;
- наявність виробничої бази та інфраструктури для реалізації інвестиційних проектів.

По-третє, обов'язкова економічна експертиза проектів із дотриманням вимог міжнародних методик.

Існує розвинутий методичний апарат (методика ЮНІДО оцінки інвестиційних проектів, методика Всесвітнього банку та ін.), який підкріплений, як правило, програмними продуктами. На вітчизняному ринку комп'ютерних програм за останні роки з'явилося багато програм оцінки інвестиційних проектів, адаптованих до українських умов.

По-четверте, участь банків у статутному капіталі позичальника часткою, яка дає право на входження у Раду директорів.

По-п'яте, період кредитування. Термін погашення і плата за кредит повинні пов'язуватись таким чином, щоби фінансові потоки були в кореляції з ходом будівництва, розвитком виробничих потужностей, реалізацією продукції та інфляційними процесами.

Основні труднощі пов'язані зі змістовністю, тобто наскільки очікувані величини інвестицій, терміни їх здійснення, доходи і видатки близькі до реальних. У будь-якому випадку рішення про здійснення інвестицій базується не стільки на відповідності заданих формальних параметрів, скільки на довірі до ініціаторів, керівників і виконавців прийнятого проекту інвестицій, а також на багатьох інших неформалізованих чинниках.

Отже, інвестиційні вклади в економіку України є якщо і не найголовнішим, то одним із найвагоміших чинників можливої зміни сьогоденних вітчизняних реалій. Недостатність фінансування не лише стримує запровадження конкретних виробничих проектів чи розвиток окремих галузей, а й робить неможливим реструктурування економіки в цілому. Структурна перебудова української економіки вимагає, перш за все, концентрації капіталу у вузлових точках економіки. З усіх інвестиційних інститутів тільки банки при здійсненні реструктурування їх інвестиційної діяльності можуть спільно із підприємствами і державними інститутами сприяти структурній перебудові економіки в найближчій перспективі.

Активізація інвестиційної діяльності банків може здійснюватися в найрізноманітніших формах. Крім вкладання власних коштів банків у вигляді середньо- і довготермінових кредитів (табл. 5.4), купівлі цінних паперів підприємств, важливого значення набуває їх діяльність, пов'язана з управлінням коштами самих підприємств – різні довірчі і страхові операції банків, участь у роботі наглядових рад, безпосередній контроль і консультування конкретних інвестиційних проектів та ін. Чи здатні наші банки до такої різнобічної і активної інвестиційної діяльності? Однозначної відповіді на це запитання немає, однак певні передумови вони для цього мають.

Звертаючись до досвіду Заходу, можна простежити, що інвестиційна діяльність у розвинутих країнах має специфічну сферу, зорієнтовану на фінансування переважно великих промислових проектів – проектне фінансування.

Проблема надання банками кредитів для реалізації інвестиційних проектів є однією з найбільш гострих загальноекономічних проблем. Більше того.

знаходячись в епіцентрі багатьох проблем, вона, з одного боку, акумулює всі труднощі їх вирішення, а з іншого, у свою чергу, народжує нові проблеми.

Таблиця 5.4

Структура кредитного портфеля банків України у національній валюті за період з 1991 по 2002 р.*

Період	Усього	у тому числі за видами кредитів			
		короткострокові		довгострокові	
		усього	у % до попереднього року	усього	у % до попереднього року
1991	0.97	0.85	—	0.12	—
1992	24	23	27 р.	1	10 р.
1993	385	374	16 р.	11	9 р.
1994	1199	1022	3 р.	176	16 р.
1995	3029	2664	261	365	207
1996	4102	3653	137	449	123
1997	5195	4682	128	513	114
1998	5117	4438	95	679	132
1999	5716	4714	106	1002	148
2000	10222	8617	183	1605	160
2001	15436	12717	148	2719	169
2002	23912	18270	144	5642	208

*Складено за: Вісник НБУ.— 2003.— № 2.— С.88.

Банківська практика в країнах Заходу володіє чималим досвідом середньо- і довгострокового кредитування підприємств. Більше того, за кордоном розвивається практика проектного кредитування, багато елементів яких варто запозичити українським банкам. Застосування технологій проектного кредитування дозволило б залучити до кредитування економіки України значну кількість банків і великі ресурси, у тому числі з світових фінансових ринків. Проектне кредитування є відносно новою формою запозичення коштів у міжнародній практиці, яка має непогані перспективи розвитку в Україні.

У світовій економічній науці механізм і специфіка кредитування інвестиційних проектів, розроблення бізнес-планів для реалізації інвестиційних проектів, їх кредитування комерційними банками розроблено досить ґрунтовно. Серед західних економістів вагомий внесок у розроблення цієї тематики зробили Д. Гарнер, С. Зігель Ерік, Р. Конвей, Д. Норткотт, Р. Оуєн, Х.Решке, Х. Шеме. З реформуванням банківської системи і розвитком банківської справи на теренах колишнього

Радянського Союзу проблеми інвестиційного кредитування почали досліджувати російські та українські економісти-вчені В.В. Ковальов, Т.В. Майорова, В.А. Москвін, А.А. Пересада, А.Л. Смірнов, В.Д. Шапіро, В.М. Шенаєв.

Проектне кредитування інколи називають також “проектне фінансування.” В його основу покладена ідея фінансування інвестиційних проектів за рахунок доходів, які принесе в майбутньому підприємство, що заново створюється або реконструюється []. За допомогою цих доходів забезпечується організоване банками фінансування і досягається повернення інвестицій. Такий напрям банківської діяльності вважається у світовій практиці особливо актуальним для тих країн і регіонів, які потребують розширення і модернізації виробничих потужностей.

При проектному кредитуванні основним забезпеченням наданих банками кредитів є інвестиційний проект, тобто доходи, які отримає в майбутньому підприємство, що заново створюється або реконструюється.

Загалом всі визначення проектного фінансування у міжнародній банківській справі зводяться до наступного:

1. Фінансування, яке базується на життєздатності самого проекту без урахування кредитоспроможності його учасників, їх гарантій і гарантій погашення кредиту третіми сторонами.
2. Фінансування інвестицій, при якому джерелом погашення заборгованості є потоки грошової готівки (cash flow), які генеруються у результаті самого інвестиційного проекту.
3. Фінансування, при якому кредитор оцінює, по-перше, потоки готівки й обсяг очікуваних поступлень для визначення перспектив повернення наданих коштів, по-друге, активи підприємства (або іншої економічної одиниці), які служать забезпеченням кредиту.
4. Фінансування, забезпечене економічною і технічною життєздатністю підприємства, що дає змогу генерувати потоки готівки, достатні для обслуговування боргу.

З наведених визначень випливає, що проектне фінансування характеризується особливим способом забезпечення, в основі якого лежить підтвердження реальності отримання запланованих потоків готівки шляхом виявлення і розподілу всього комплексу пов'язаного з проектом ризику між сторонами, які беруть участь у його реалізації (підрядні організації, фінансові установи, постачальники сировини, споживачі готової продукції, державні органи). У банківській практиці залежно від того, яку частку ризику бере на себе кредитор, виділяють типи проектного фінансування:

1. Без будь-якого регресу на позичальника.

Кредитор бере на себе комерційний та політичний ризик, пов'язані з реалізацією проекту, оцінюючи лише потоки готівки, які генеруються проектом і спрямовуються на погашення кредитів.

2. Без регресу на позичальника в період, який є наступним за введенням проекту в експлуатацію (до виходу на проектну потужність і заплановану собівартість продукції).

Спонсори проекту або його підрядчики гарантують завершення освоєння капіталовкладень, введення об'єкта кредитування в експлуатацію, дотримання кошторисної вартості і, при певних умовах, беруть на себе відшкодування збитків, пов'язаних із затримкою введення об'єкта в експлуатацію і перевищенням розрахункової собівартості. Гарантійне зобов'язання видається кредиторіві на забезпечення своєчасної сплати належної від позичальника суми основного боргу і нарахованих процентів.

3. З повним регресом на позичальника.

Кредитор у такому випадку не бере на себе ніякого ризику, пов'язаного з проектом, обмежує свою участь наданням коштів проти гарантій спонсорів проекту або третіх осіб, не аналізуючи або аналізуючи генеровані проектом потоки готівки. Надані кредиторіві гарантії можуть мати “небалансовий” характер і виступати у формі договорів про управління, безумовних договорів постачання та ін., кожний з яких може об'єднуватися з певними обмеженнями в кредитній угоді, а саме: обмеженнями у виплаті дивідендів, створенні резервних та інших фондів.

4. З повним регресом на позичальника й аналізом потоків готівки від проекту.

Необхідність детального вивчення проекту з аналізом потоку готівки може виникнути у кредитора, якщо він вважає, що зобов'язання позичальника недостатньо надійно гарантовані.

5. З повним регресом на позичальника в частині комерційного ризику, який приймається спонсорами проекту або третіми сторонами.

З прийняттям кредитором на себе політичного ризику в повному обсязі.

Перераховані вище типи проектного фінансування мають як переваги, так і певні недоліки і можуть бути об'єднані в три групи за ознакою обмеженості регресу:

- з повним регресом на позичальника (full recourse financing);
- без регресу на позичальника (non recourse financing);
- з обмеженим регресом на позичальника (limited recourse financing).

Найрозповсюдженішою формою проектного фінансування є фінансування з повним регресом на позичальника. Йому віддають перевагу через швидкість і простоту отримання необхідних коштів для фінансування проекту, а також виходячи з низької вартості цієї форми фінансування порівняно з іншими. Фінансування з повним регресом вимог кредитора на позичальника застосовується у таких випадках:

- надання коштів для фінансування малоприбуткових проектів, які мають державне значення, несамофінансованих проектів (створення інфраструктури тощо), у яких є можливість погасити кредити за рахунок інших доходів позичальника;
- надання коштів у формі експортного кредиту, бо багато спеціалізованих агентств із надання експортних кредитів мають можливість брати на себе ризик проектів без додаткових гарантій третіх сторін, але згідні надавати кошти тільки в такій формі;
- недостатня надійність виданих за проектом гарантій, хоча вони і покривають увесь проектний ризик;

— надання коштів для невеликих проектів чутливих навіть до невеликого збільшення витрат (може бути пов'язане з організацією інших форм проектного фінансування).

В останній час почався процес переходу до обмеженого регресу на позичальника при фінансуванні проектів у сфері інфраструктури. Набули поширення контракти, де обумовлюються незаперечні зобов'язання покупця типу “бери і плати” (“take and pay”) і “бери або плати” (“take or pay”) з третіми кредитоспроможними сторонами. Прикладом може бути будівництво великих електростанцій із залученням іноземних кредитів за схемами ВОО, або “будуй – володй – експлуатуй” (“build, own, operate”); БОТ, або “будуй – експлуатуй – передавай” (“build – operate – transfer”); ВООТ, або “будуй – володй – експлуатуй – передавай” (“build – own – operate – transfer”), де відбувається поєднання фінансування з обмеженим регресом і фінансування під урядову гарантію.

У випадку використання проектного фінансування без регресу на позичальника кредитор не має ніяких гарантій і бере на себе майже весь ризик, пов'язаний із реалізацією проекту. Ця форма проектного фінансування найдорожча для позичальника, тому що кредитор розраховує отримати відповідну компенсацію за високий ступінь ризику. Кредитор може брати на себе невелику частину ризику від проекту у випадку, якщо вдасться розробити відповідну схему зобов'язань сторін-учасників реалізації проекту. Це стосується питань постачання, транспортування, збуту, страхування та ін. У даному випадку певні переваги має позичальник, оскільки він не несе затрат щодо залучення коштів, а кредитний рейтинг дає йому можливість залучати кошти для інших потреб. Як правило, кредиторам доводиться йти і на надання певних пільг: участь у статутному фонді, укладання довготермінових договорів, гнучкий графік погашення кредитів. Використовується ця форма фінансування дуже рідко через велику складність, значні затрати часу на створення системи комерційних зобов'язань, великі фінансові витрати (на залучення спеціалістів, на консультаційні послуги та ін.). Без регресу на позичальника фінансуються проекти, які мають високу рентабельність і забезпечують випуск конкурентоспроможної продукції, перш за все проекти.

пов'язані із добуванням і переробкою корисних копалин. Для того, щоби кредитори вважали їх ризик вкладів коштів у проект прийнятним, необхідні такі умови:

- можливість оцінити ризик будівництва, виведення на проектну потужність і ризик, пов'язаний із функціонуванням фінансового підприємства;
- кінцева продукція мусить мати досить місткий ринок збуту і легко реалізовуватися, бо тільки в такому випадку можна визначити ціновий ризик;
- угоди з постачальниками сировини і комплектуючих, якщо такі необхідні;
- домовленість із постачальниками енергоносіїв про встановлення допустимих (мінімальних) цін;
- політична стабільність у країні, котра реалізує проект.

При використанні проектного фінансування з обмеженим регресом на позичальника всі види ризику пов'язані з проектом, розподіляються між сторонами пропорційно до характеру і частки участі кожної з них, наприклад:

- позичальник – ризик, пов'язаний з експлуатацією об'єкта;
- підрядчик – ризик завершення будівництва об'єкта і введення його в експлуатацію;
- постачальник обладнання – ризик, пов'язаний із комплектуванням, якістю постачання.

Перевагою такого типу проектного фінансування є помірна ціна фінансування і максимальний розподіл ризику щодо проекту для позичальника. Сторони, зацікавлені в реалізації проекту, беруть на себе комерційні зобов'язання замість виставлення гарантій, що також є певною перевагою. Одним із різновидів проектного фінансування з обмеженим регресом на позичальника є фінансування, яке не зачіпає балансу організації ("off balance sheet financing"). Використання цього методу фінансування впливає на фінансовий стан і баланс позичальника меншою мірою, ніж інші форми, що і пояснює його популярність. Позичальник повинен надати тільки певні гарантії і частково закласти свої активи. Крім цього, позичальник може отримати й інші (додаткові) переваги:

- можливість отримати кошти, які неможливо отримати з інших джерел;

- при правильному розподілі ризику за проектом забезпечуються сприятливі умови для надання кредитів;
- платіжні зобов'язання перед кредитором не лягають тягарем на позичальника;
- добра організація фінансування проекту може поліпшити репутацію позичальника і полегшити залучення коштів у майбутньому.

Аналізуючи основи банківського кредитування неважко дійти висновку, що як нова форма кредиту, проектне кредитування істотно відрізняється від його інших традиційних форм. Зокрема, при проектному кредитуванні в якості кредиторів можуть виступати суб'єкти інших форм кредиту – комерційного, банківського, державного, лізингу і ін. Кредиторами можуть бути підприємства, постачальники продукції, банки, пенсійні фонди, інвестиційні та лізингові компанії, венчурні фірми-інвестори, держава і ін. Очевидно, що така різноманітність суб'єктів кредитного процесу зумовлює ще одну особливість проектного кредитування – можливість використання декількох джерел залученого капіталу, що нерідко стає необхідною умовою для реалізації великого інвестиційного проекту. Стає можливим доступ до більш вигідного джерела кредиту – ресурсів світового фінансового ринку, довгострокових кредитів Світового банку, Європейського банку реконструкції та розвитку.

Крім того, для проектного кредитування характерним є залучення широкого кола кредиторів, що сприяє організації ними консорціуму, де один з великих і авторитетних кредиторів виступає як кредитор-агент, який представляє інтереси консорціуму.

Ще однією з відмінних рис проектного кредитування є можливість залучення капіталу у великих розмірах і з високим фінансовим важелем (financial leverage) – відношенням залучених коштів компанії до власного капіталу, а звідси з підвищеним ризиком. Для невеликих компаній доступ до кредиту у великих розмірах і з високим левериджем практично є закритим. Зауважимо також ще одну особливість проектного кредитування, а саме, можливість засновникам переносити частину своїх ризиків на інших учасників проекту, тоді як при звичайному

кредитуванні учасники несли б всю відповідальність за повернення кредиту самотужки.

З огляду на те, що банк бере частину ризиків проекту на себе, виникають і інші особливості проектного кредитування, які з точки зору засновників є недоліками в порівнянні із звичайним кредитом. Так, вартість проектного кредитування вища за вартість звичайного кредитування. Процент по проектному кредиту складається з ринкової процентної ставки, комісії за зобов'язання надати позику і за резервування коштів, а також з надбавки до ставки проценту-маржі. Маржа виплачується банку за згоду взяти на себе частину проектних ризиків, вона повинна компенсувати ризик банку і є джерелом банківського прибутку у випадку успіху проекту.

Узагальнюючи сказане, доходимо висновку, що проектне кредитування відрізняється від інших форм кредитування такими особливостями:

- основою виплати процентів і основою боргу стають доходи від реалізації даного проекту;
- ризики проекту розподіляються між широким колом учасників;
- можливість одночасного використання декількох джерел запозичення капіталу;
- передача залучених коштів здійснюється під самостійний проект спеціально створеній компанії;
- вартість проектного кредитування є достатньо високою.

Отже, зважаючи на виявлені особливості проектного кредитування, від його учасників буде вимагатись ретельного проведення передінвестиційної фази проекту, приділивши особливу увагу на підготовлення якісного бізнес-плану реалізації інвестиційного проекту.

В основу проектного кредитування покладено специфічний об'єкт — інвестиційний проект. Щодо суті інвестиційного проекту, то в економічній літературі можна знайти різні його трактування. Вивчення різних трактувань цього важливого атрибуту процесу інвестиційного кредитування свідчить, що в цілому погляди авторів не містять суттєвих розбіжностей. Так, експерти Світового банку

визначають його як “дискретну сукупність ресурсів, інвестицій і певних дій, що мають за мету усунення або помягчення різного роду обмежень на розвиток або досягнення більш високої продуктивності і покращення життя, певної частини населення за даний проміжок часу” [10].

Взявши за основу наведене трактування Світового банку інвестиційного проекту, В.М.Шенаєв і Б.С.Урніязов дають своє визначення: інвестиційний проект – дискретна сукупність ресурсів, інвестицій і певних дій, що мають за мету задоволення тих чи інших потреб і отримання прибутку в межах певного періоду [11].

Якщо співставити ці два визначення, то очевидно, що в першому з них закладено великий за змістом обсяг, а друге поняття – значно вужче.

У вітчизняній науці дехто з науковців ототожнює інвестиційний проект з сукупністю документів, що необхідні для здійснення яких-небудь дій. Зокрема, А.А.Пересада і Т.В.Майорова пишуть, що інвестиційний проект “це не лише система організаційно-правових та розрахунково-фінансових документів, необхідних для здійснення яких-небудь дій, а й заходи (діяльність), які передбачають їх виконання для досягнення конкретних цілей” [12].

Зустрічаються випадки коли в економічній, а також у банківській літературі автори намагаються поставити знак рівності між інвестиційним проектом і бізнес-планом. Не можна з тим погодитись, оскільки і інвестиційний проект і бізнес-план його практичної реалізації – це далеко не одне й теж. Є різні формулювання поняття “бізнес-план” [13]. Більшість з них можна підвести до загального визначення, а саме: бізнес-план – це комплексний документ, що містить необхідну і достатню інформацію про шляхи і можливості практичного досягнення цілі, поставленої у проекті ділового підприємства. Можна ще простіше і коротше сказати, що бізнес-план – це план розумної організації конкретної справи.

Отже зважаючи на специфіку кредитування інвестиційних проектів, є достатньо підстав стверджувати, що банківське інвестиційне кредитування може приймати самостійне значення лише у плані кредитування інвестиційних проектів.

У протилежному випадку, коли спеціальний інвестиційний проект не розробляється, воно перетворюється у звичайне кредитування.

Очевидно, що в недалекому майбутньому системні банки України змушені будуть брати активну участь в інвестиційному кредитуванні промислових підприємств. Надання інвестиційних кредитів на відміну від кредитування для поповнення обігових коштів буде супроводжуватися у банківській справі з появою цілої системи ризиків характерних для інвестиційного кредитування підприємств.

За таких умов, банкам корисно мати реальне уявлення про систему ризиків властивих інвестиційному кредитуванню бо, як вірно зауважує Л.М.Примостка, "... економічні ризики в тій чи іншій мірі властиві діяльності всіх суб'єктів ринкових відносин, але в банківській сфері їхній вплив є особливо значним" []. Тому адекватне розуміння системи економічних ризиків дає можливість реально оцінити ризики й прийняти відповідні заходи щодо їх мінімізації на підприємстві. В економічній літературі існують різні трактування категорії ризику, підходи до класифікації економічних ризиків, методи управління ними, але до нині залишаються не дослідженими питання внутрішніх ризиків для інвесторів, що пов'язані безпосередньо з роботою підприємства.

Робляться перші спроби до наукового обґрунтування ієрархічної структури ризиків при інвестиційному кредитуванні підприємств, особливо ґрунтовно це досліджено в статтях В.А.Москвіна []. Відповідно до об'єктивно існуючої на промислових підприємствах системи ризиків, В.А.Москвін пропонує наступну класифікацію ризиків при інвестиційному кредитуванні підприємства (рис. 5.7)[].

Зовнішні ризики (1.1,1.6) достатньо повно описані в економічній літературі і не залежать від діяльності підприємства. Тому їх слід оцінювати не тільки стосовно даного конкретного підприємства, але й для групи аналогічних або однорідних підприємств. Особливої уваги при оцінці заслуговують внутрішні ризики, тому що є суголосними індивідуальними для кожного підприємства зокрема. Це особливо важливо з огляду на те, що, по-перше, керівники підприємств намагаються скрити їх від

кредиторів, а, по-друге, і це дуже небезпечно, часто самі керівники не мають достатньо ясного уявлення про них.



Рис. 5.7. Класифікація ризиків при інвестиційному кредитуванні підприємства

Отже, система ризиків, пов'язаних з діяльністю підприємства, дуже тісно корелюється з виробленням кредитної політики комерційного банку, оскільки будь-який з її елементів може стати причиною неповернення інвестиційного кредиту. Тому у виробленні кредитної політики банку стає об'єктивною необхідністю визначення таких аспектів, що пов'язані з інвестиційним кредитуванням підприємства, як система діючих на підприємстві ризиків і оцінка інвестиційної кредитоспроможності стосовно всіх чинників, які на неї впливають.

В Україні рівень ризикованості кредитних операцій банку оцінюється за трьома параметрами:

- фінансовий стан позичальника (контрагента банку);
- стан обслуговування позичальником кредитної заборгованості за основним боргом та відсотками (комісії чи інші платежі), а також спроможність позичальника надалі обслуговувати цей борг;
- рівень та якість забезпечення кредитної операції.

У Положенні наведено перелік основних економічних показників діяльності підприємства-позичальника, які підлягають урахуванню при визначенні його фінансового стану: платоспроможність, фінансова стійкість, обсяг реалізації, обороти на рахунках, склад та динаміка дебіторсько-кредиторської заборгованості, собівартість продукції, прибутки і збитки, рентабельність та кредитна історія позичальника [].

Загальноекономічні [] і нормативні джерела [] розкривають кредитоспроможність підприємства-позичальника як можливість погашення позичальником позичкової заборгованості. По відношенню до платоспроможності підприємства, його здатності і можливості погасити всі види заборгованості, кредитоспроможність є вужчим поняттям, яке банки ураховують у своїй практичній діяльності (рис. 5.8.).

При оцінці кредитоспроможності підприємства-позичальника використовуються декілька методів оцінки кредитоспроможності. Найбільш розповсюдженими з них є:

- система фінансових коефіцієнтів;

- аналіз грошових потоків;
- аналіз ділового ризику.

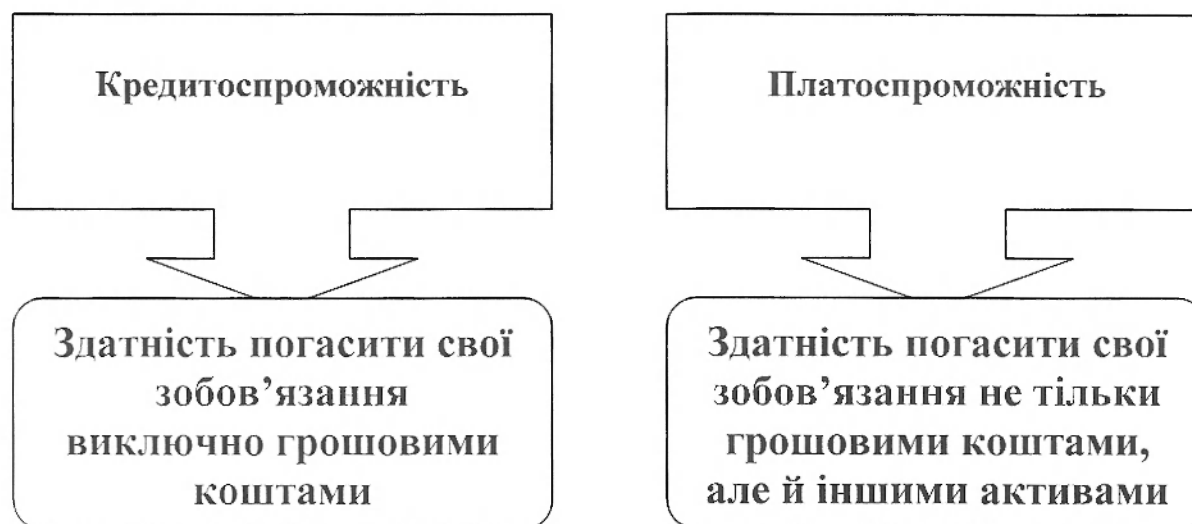


Рис. 5.8. Ключові відмінності понять “платоспроможність” і “кредитоспроможність”

Кожний з цих методів має свої особливості і вони немов би взаємно доповнюють один одного. Якщо аналіз ділового ризику дозволяє оцінити кредитоспроможність клієнта у момент заключення угоди тільки на підставі однієї позичкової операції і пов'язаного з нею грошового потоку, то система фінансових коефіцієнтів прогнозує ризик з урахуванням сукупного боргу і певних тенденцій. Аналіз грошового потоку клієнта не тільки оцінює загалом кредитоспроможність клієнта, але й показує на цій основі граничні розміри нових позик, а також слабкі місця в управлінні підприємством, з яких можуть впливати умови кредитування.

У загальному Положенні запропоновано проводити агрегування і за певними критеріями визначити належність кожного позичальника до одного з п'яти класів, позначених літерами А, Б, В, Г, Д. Дана процедура оцінки позичальника завершує перехід від багатовимірного простору до одновимірного (вектора) і тому наділена певними елементами суб'єктивізму. Тому проведемо критичний аналіз наведених способів оцінки кредитоспроможності позичальника, оскільки кожний з них має певні недоліки. Так, оцінюючи кредитоспроможність на основі системи фінансових коефіцієнтів зауважимо, що розраховані коефіцієнти відображають стан справ в минулому, і то лише окремі сторони діяльності підприємства. Окрім того, вони не

ураховують багатьох чинників, а саме: репутацію позичальника; перспективи і особливості економічної кон'юнктури, у тому числі інфляцію; оцінку випущеної і реалізованої продукції і т.ін. Що торкається методів аналізу ділового ризику і грошових потоків клієнта, то вони орієнтовані на оцінку кредитоспроможності підприємства-позичальника під кредити на поповнення обігових коштів або на інші поточні цілі оперативного плану. Тому для оцінки можливого повернення інвестиційних кредитів вони також не підходять.

Як бачимо, ці методи не ураховують багатьох реально існуючих на підприємствах ризиків і орієнтуються або на аналіз поточного стану, або на його оцінку за певний період. У випадку надання інвестиційного кредиту важливо спрогнозувати майбутній стан підприємства, тобто урахувати динаміку розвитку його фінансового стану при реалізації інвестиційного проекту.

Підсумовуючи результати проведеного дослідження, доходимо висновку, що перш ніж прийняти рішення про надання інвестиційного кредиту підприємству, банк повинен оцінити не просто кредитоспроможність клієнта, а його інвестиційну кредитоспроможність. Відповідно до цього тут виникають зразу дві проблеми.

По-перше, банк повинен створити відповідний внутрішній механізм інвестиційного кредитування підприємств і відлагодити технологію кредитування інвестиційних проектів, котра суттєво буде відрізнятись від технології надання короткострокових кредитів. По-друге, вирішити задачу визначення кредитоспроможності підприємства для надання довгострокового кредиту, який піде безпосередньо не на виробництво продукції, а на розвиток основних фондів підприємства.

З огляду на те, що при інвестиційному кредитуванні необхідно вміти прогнозувати майбутній стан підприємства, є вимогою часу ввести в банківську справу принципово інші підходи до методології кредитування, зокрема:

1. Запровадити в повсякденний діловий оборот, методику аналізу фінансового стану позичальника довгострокового кредиту показник "інвестиційна кредитоспроможність підприємства". Нині все більше і більше у працях російських вчених-економістів [] зустрічаються однакові за змістом трактування цього

показника. Зокрема, В.А.Москвін визначає цей показник як "... можливість погашення інвестиційних кредитів в результаті успішної реалізації інвестиційного проекту" []. Як бачимо у даному визначенні закладено якісно інший смисл. на відміну від звичайної кредитоспроможності.

Через універсальне поняття "кредитоспроможність підприємства" в банківській справі виражається лише здатність повертати короткострокові позики. Інвестиційна кредитоспроможність, крім звичайно зрозумілої здатності підприємства управляти обіговими коштами, досить сильно прив'язується до системи внутрішніх ризиків і залежить від реальної оцінки як підприємством-позичальником так і банком-кредитором всієї системи ризиків.

Узагальнюючи сказане, можемо цілком підставно дати більш ширше трактування показника інвестиційна кредитоспроможність. Інвестиційна кредитоспроможність підприємства-позичальника – це потенційна можливість погашення інвестиційних кредитів в результаті успішної реалізації інвестиційного проекту на базі ефективної реальної оцінки суб'єктами кредитного процесу всієї системи ризиків в умовах надійності та стійкості бізнесу, котрим займається підприємство-позичальник за час погашення кредиту.

2. Знайти методичний підхід до визначення інвестиційної кредитоспроможності, яка б була достатньо достовірною для практичних цілей. Якщо звичайна кредитоспроможність позичальника визначається загалом його поточним фінансовим станом, то виникає задача, як достовірно визначити фінансовий стан підприємства через рік, два, або більше років, коли закінчиться термін реалізації інвестиційного проекту. Вважаємо, що вирішити поставлену методичну задачу можна, опираючись в банківській справі при інвестиційному кредитуванні на наступних, об'єктивно діючих, положеннях:

1. Нині фінансовий стан будь-якого підприємства може бути достовірно визначеним, була б тільки надана об'єктивна інформація і вистачило б кваліфікації спеціалістам. Відповідно, можна визначити і поточну кредитоспроможність підприємства на предмет можливості погасити короткостроковий кредит.

2. Можливо достовірно визначити всі основні внутрішні ризики, які мають місце на підприємстві, і пов'язати їх з можливістю успішно реалізувати інвестиційний проект.

3. Діюча методика оцінки поточної кредитоспроможності і об'єктивно існуюча система ризиків фактично є відправною точкою в системі координат, якою буде рухатися підприємство в процесі реалізації інвестиційного проекту аж до його завершення.

4. Інвестиційний проект містить цілком конкретний набір параметрів, яких повинно дотримуватись підприємство у процесі його реалізації. Рух підприємства від відправної точки в системі координат до успішної реалізації проекту повинен бути зафіксований в бізнес-плані реалізації інвестиційного проекту, який надасть підприємство до банку.

5. Банк має можливість не тільки проаналізувати бізнес-план, але й провести самостійне обстеження підприємства на предмет перевірки достовірних даних, що містяться в наданому бізнес-плані.

6. Результати аналізу бізнес-плану реалізації інвестиційного проекту і обстеження підприємства-позичальника, зокрема його інвестиційної програми, повинні бути віднесені на захист прав і обов'язків сторін в угоді про надання інвестиційного кредиту.

Отже, наведенні вище положення стануть у кінцевому підсумку основою для вироблення підходу щодо вирішення задачі визначення інвестиційної кредитоспроможності.

Кредитна діяльність сучасних банків є досить різноманітною, проте для українських комерційних банків ситуація з кредитуванням складних і довгострокових інвестиційних проектів підприємств є недостатньо визначеною і не отримала широкого розвитку.

З одного боку, Кабінет Міністрів України і Національний банк України на протязі останніх років намагаються активізувати банки до посилюючого кредитування реального сектора економіки, зокрема, не стільки до кредитування поповнення обігових коштів, як до довгострокового кредитування.

З іншого боку, не створено ніяких механізмів, які б адекватно захищали банки і робили ризики подібного кредитування для них прийнятними, та дозволяли встановлювати посильну для підприємства-позичальника плату за кредит. При довгостроковому кредитуванні традиційні види забезпечення (застава, поручительство і гарантія), які застосовуються банками, в умовах реальної української економіки втрачають свої найважливіші властивості, забезпечуючи їм якість, і не забезпечують повернення запозичених коштів. Отож, при прийнятті рішення про надання довгострокових коштів, навряд чи варто розраховувати на збереження достатньо високої якості традиційних (майнових) видів забезпечення банківських кредитів.

Важливо зазначити у цьому контексті, що для оцінки інвестиційної кредитоспроможності підприємства-позичальника обмежитись лише оцінкою його поточного фінансового стану вже не вдасться. Необхідно оцінювати і аналізувати інші чинники. Так, В.А.Москвін пропонує проводити аналіз інвестиційної кредитоспроможності позичальника по трьох напрямках (рис. 5.9.) [].



Рис. 5.9. Напрями аналізу при оцінці інвестиційної кредитоспроможності підприємства-позичальника

Слід визнати, що при вирішенні питання про можливе надання довгострокового інвестиційного кредиту спеціалістам банківської справи варто не тільки вимагати якісного майнового забезпечення, але й серйозну увагу приділяти

аналізу як самого позичальника, так і документів, що відносяться до реалізації інвестиційного проекту. Тому важливо оцінювати не тільки документи, що відносяться до даного проекту, але й аналізувати всю інвестиційну програму даного підприємства за всією сукупністю проектів.

Добре відлагоджений в банку механізм інвестиційного кредитування підприємств буде вимагати від нього дещо іншої організації роботи чим при звичайному кредитуванні підприємств. Тут замало буде звичайного ознайомлення з фінансовими документами підприємства, а лише комплексний аналіз за всіма чинниками внутрішнього ризику позичальника на предмет виявлення певного ступення ризикованості у наданні коштів.

За обставин, коли у кредиторів є обмежені можливості в отриманні адекватного майнового забезпечення виданих довгострокових позик, у світовій практиці все більше надійним видом забезпечення інвестиційних кредитів визнаний добре пророблений інвестиційний проект і якісний бізнес-план його практичної реалізації. На нашу думку, інвестиційний проект і бізнес-план, якщо їх уважно і якісно оцінювати, описують реальний стан підприємства за всіма існуючими ризиками набагато достовірніше, ніж той майбутній стан бізнесу, на досягнення якого вони направлені. Тому можна стверджувати, що інвестиційний проект і бізнес-план його практичної реалізації можуть бути достатнім забезпеченням для надання великого інвестиційного кредиту.

Однак, при інвестиційному аналізі не можна обмежуватись лише одним джерелом забезпечення інвестиційного кредиту. Важливою проблемою, яку вирішують банківські спеціалісти при запровадженні ефективного механізму довгострокового кредитування є організація аналізу забезпечення кредитів, які необхідні позичальникам для реалізації інвестиційних проектів. Вирішення даної проблеми викликає необхідність розглянути певну сукупність взаємозалежних задач, зокрема, слід отримати чітке уявлення про ймовірність зміни якості того чи іншого виду забезпечення в часі. При наданні короткострокових кредитів вирішити дану проблему в банку немає необхідності, оскільки за короткий період часу суттєвих змін у якості заставленого майна не відбудеться. Зміну якості

забезпечення при довгостроковому кредитуванні можна таким чином графічно зобразити (рис. 5.10).

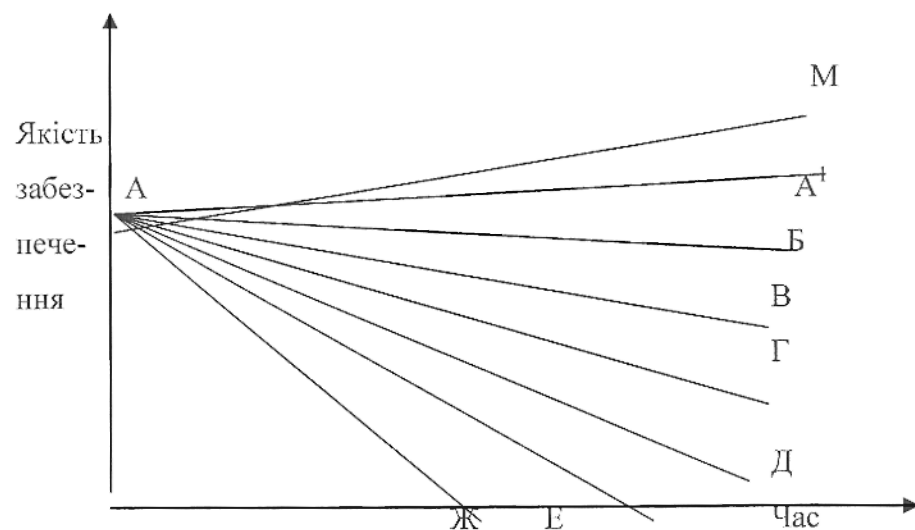


Рис. 5.10 Зміна якості забезпечення довгострокового кредиту в часі

Прокоментуємо лінійну залежність у зміні якості того чи іншого виду забезпечення при довгостроковому кредиті, пам'ятаючи, що в реальній діяльності вона може набувати різного характеру, навіть доходити до стрибкоподібних коливань. На вісі, що характеризує якість забезпечення, точкою А позначено такий стан забезпечення, який є реальним у момент укладання угоди і який здатний компенсувати кредитору втрату запозиченої вартості або процентів за наданим кредитом. Лінія AA^1 показує рівень стабільної якості забезпечення у випадку, коли якість забезпечення не змінювалась в часі. Однак, якість основних видів забезпечення, що прийняті банком, з часом знижується. Характер такого пониження буде залежати від конкретних значень чинників. Тому лініями АБ, АВ, АГ, АЕ, АЖ показана можлива динаміка подібного пониження для різного забезпечення протягом тривалого періоду часу. Лініями АЕ і АЖ показана ситуація, коли якість забезпечення дійде до нуля, тобто відбудеться фактична втрата забезпечення. Стосовно застави, то її якість з часом також буде знижуватися, але можливі випадки зростання вартості заставленого майна і підвищення якості застави проти моменту укладання кредитної угоди (лінія АМ).

Можна дійти висновку, що є всі підстави стверджувати про неможливість збереження високої якості традиційних видів забезпечення банківських кредитів при прийнятті рішення про надання довгострокових кредитів за українських умов господарювання. Тому необхідно вирішувати проблему пошуку нових видів забезпечення. Можливо навіть також не переводити вирішення цієї проблеми в таку площину, не змінювати вже традиційні види забезпечення на нові, а доповнювати їх при реалізації технологій довгострокового кредитування підприємств. З цього приводу зустрічаються дослідження де пропонується широка гамма видів забезпечення довгострокових кредитів (рис. 5.11) [].

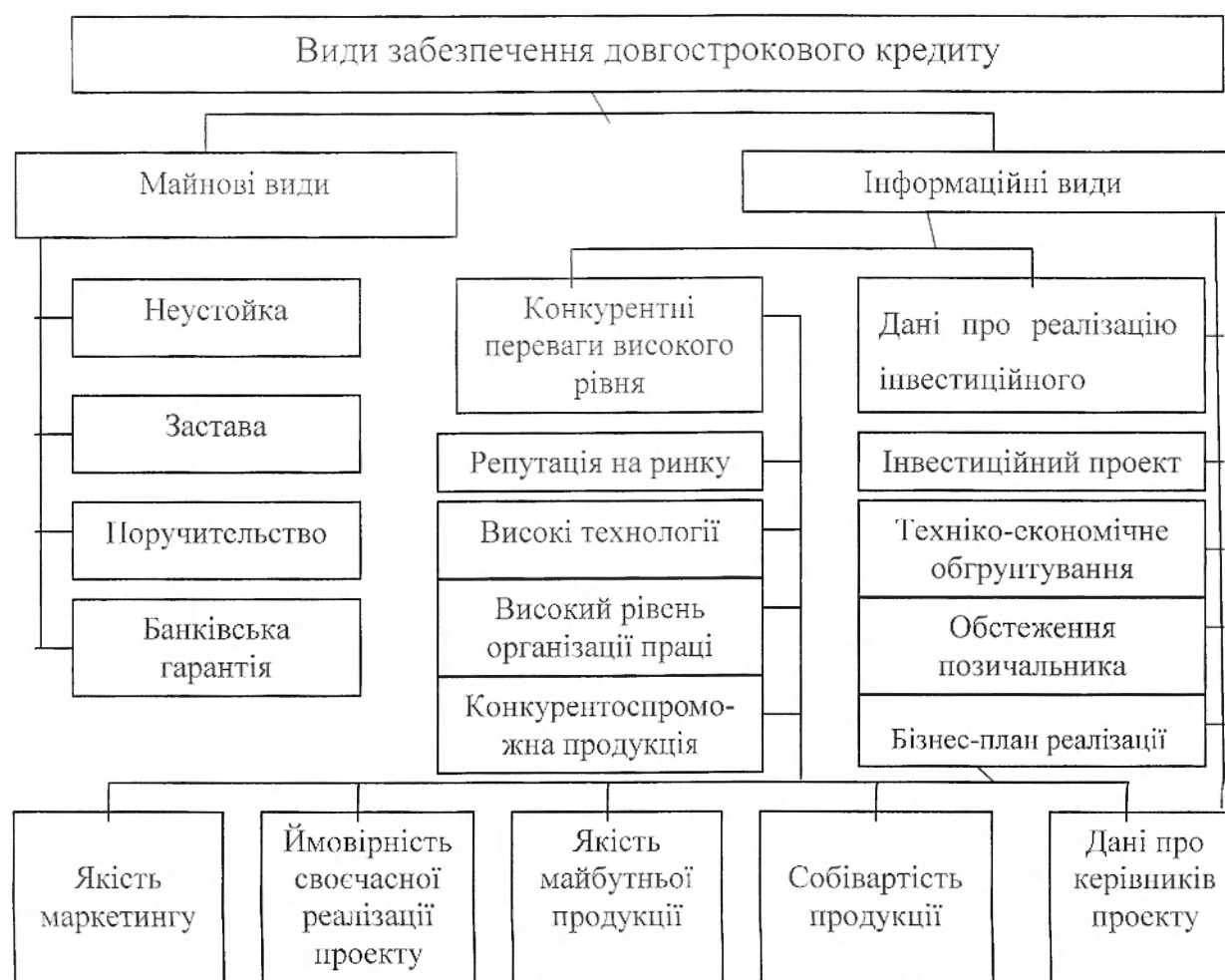


Рис.5.11. Види забезпечення при кредитуванні інвестиційних проектів

Таким чином, види забезпечення довгострокового кредиту утворюють дві групи. До однієї групи входять традиційно прийняті в банківській практиці види забезпечення кредитів, які умовно можна назвати майновими видами забезпечення.

оскільки за ними завжди стоїть конкретне майно (в матеріальній або в грошовій формі). Для практичної реалізації цієї групи майнових видів забезпечення в Україні створена правова база. Інша група видів забезпечення, як правило, не може бути оцінена конкретно грошовою сумою, яку кредитор може отримати у випадку неповернення запозиченої вартості або неотримання плати за кредит. Більше того, деякі види забезпечення взагалі неможливо відокремити від даного підприємства, що реалізує інвестиційний проект, продати або отримати в натурі. Важливим тут є те, що отримання об'єктивної інформації про стан даних видів забезпечення дає банківським спеціалістам можливість судити про ймовірність успішної практичної реалізації інвестиційного проекту. Тому таку групу видів забезпечення можна віднести до інформаційних.

Нині важко визначити, якими темпами у перспективі буде розвиватися банківське кредитування довгострокових інвестиційних проектів. Але, на нашу думку, із впевненістю можна стверджувати, що обов'язково буде розвиватися, оскільки серйозної альтернативи у цього процесу немає.

З огляду на те, що українське банківське співтовариство має негативний досвід довгострокового кредитування інвестиційних проектів, потребують подальшого дослідження питання щодо юридичного підкріплення взаємовідносин між суб'єктами інвестиційного кредитування, а також в перспективі виділення нової галузі права. Можемо стверджувати, що серйозної законодавчої бази для розвитку проектного кредитування в Україні немає. Не виключно, що Національний банк України зможе видати свої нормативні акти замість відсутніх в законах правових норм, які регулюють взаємовідносини суб'єктів при інвестиційному кредитуванні. Але це не стане в кінцевому підсумку реальним виходом з даної ситуації. Важливо визначити, що настав час приступити до підготовки і прийняття в законах сукупності правових норм, які б регулювали найважливіші питання практичного кредитування.

Дискусійним залишається питання до якої галузі права відносяться або повинні відноситись правові норми, що регламентують банківське кредитування інвестиційних проектів підприємств? Якщо розглядати банківське право, то, по-

перше, не дивлячись на наявну юридичну літературу з цього питання, у науковців і спеціалістів є серйозна різниця у поглядах з ряду принципових питань, які не дозволяють їх теоретичні положення об'єднати в єдиний і незаперечний науковий фундамент даної галузі. [] По-друге, діяльність підприємств реального сектору, у тому числі з підготовки і реалізації інвестиційних проектів, не регулюються банківським законодавством. З іншого боку, ряд законів, що відносяться до діяльності підприємств, не мають ніякого відношення до роботи банків. Більше того, українським банкам законодавчо заборонено займатися виробничою, торговельною і страховою діяльністю[].

Можна дійти висновку, що сукупність правових норм, які визначають досліджувану сферу діяльності, банківське кредитування інвестиційних проектів підприємств, знаходиться в області перетину галузей банківського і інвестиційного права. Очевидно, що на даному перетині галузей права, появиться нова галузь права – кредитно-інвестиційне право, яка буде мати шанси на існування як самостійної комплексної галузі права, в якій будуть існувати цілком певні правові інститути.

На жаль, в Україні проектне фінансування поки що мало використовується. Тому логічно було б детально зупинитися на деяких конкретних його схемах, які найчастіше використовуються у розвинутих країнах, і розглянути їх у розрізі застосування безпосередньо до українських умов.

1. Оплата продукцією.

Цю форму проектного фінансування скоріш пов'язують із американськими нафтовими і газовими проектами, а також із проектами добування мінеральних ресурсів. Дана схема організації кредитування під забезпечення продукції і виручки від реалізації підкріплюється укладенням контрактів типу “бери і плати” (рис. 5.12) [].

Ця схема передбачає створення посередницької компанії, яка є покупцем продукції у спеціальній компанії, що реалізує проект. Часто посередницька компанія створюється самими кредиторами. Прикладом такої схеми може бути розробка в 1972 р. нафтової свердловини компанією British Petroleum. Фінансові

менеджери компанії прийняли рішення залучити кредити для освоєння родовищ у сумі 945 млн. дол., а щоб обмежити свої зобов'язання перед кредиторами, створили спеціальну компанію, яка освоїла свердловину-проект. Для надання такої суми кредитори (66 банків) створили синдикат і видали кредит не безпосередньо, а через утворену посередницьку компанію, яка контролювалась ними. У свою чергу, компанія надала фінансові кошти спеціальній компанії у формі передоплати за майбутнє постачання останньою певної кількості нафти за фіксованою ціною. Погашення ж кредитів спеціальною компанією було пов'язано з добуванням і реалізацією нафти. Реалізація продукції, яка постачається посередницькою компанією, була гарантована укладенням договору реалізації з дочірньою компанією British Petroleum, яка зобов'язалась купувати її за ціною, достатньою для обслуговування боргу. Таким чином, ризик – розподілений між учасниками проектного фінансування:

- а) банківський синдикат – ризик недостатності запасів нафти;
- б) British Petroleum – completion rich, тобто гарантії засвоєння родовища у встановлений термін. Причому, до погашення кредитів на спеціальному рахунку нагромаджувалась різниця між виручкою і витратами (включаючи обслуговування боргу) від реалізації добутої нафти, щоби погасити борг у випадку швидкого виснаження запасів, а погашення боргу у випадку настання форс-мажору передбачалось із компенсаційного рахунку British Petroleum. У підсумку така схема дала можливість British Petroleum залучити кошти без відображення їх у балансі (off balance), що сприяло компанії у реалізації одночасно декількох проектів.

Така схема могла б застосовуватись і в Україні, де є певний потенціал у розробці родовищ корисних копалин. Основними проблемами, на наш погляд, тут можуть бути:

- недостатній “запас надійності” діючих добувних компаній;
- політика великих банків, спрямована на взаємне втілення (практика створення тимчасових банківських об'єднань на основі пайової участі практично відсутня, а для реалізації великих проектів, особливо після кризи на валютному ринку. позиції окремих банків досить слабкі);

– відсутність гарантій через “форс-мажорні” обставини (враховуючи нестабільну політичну та економічну ситуацію у країні).

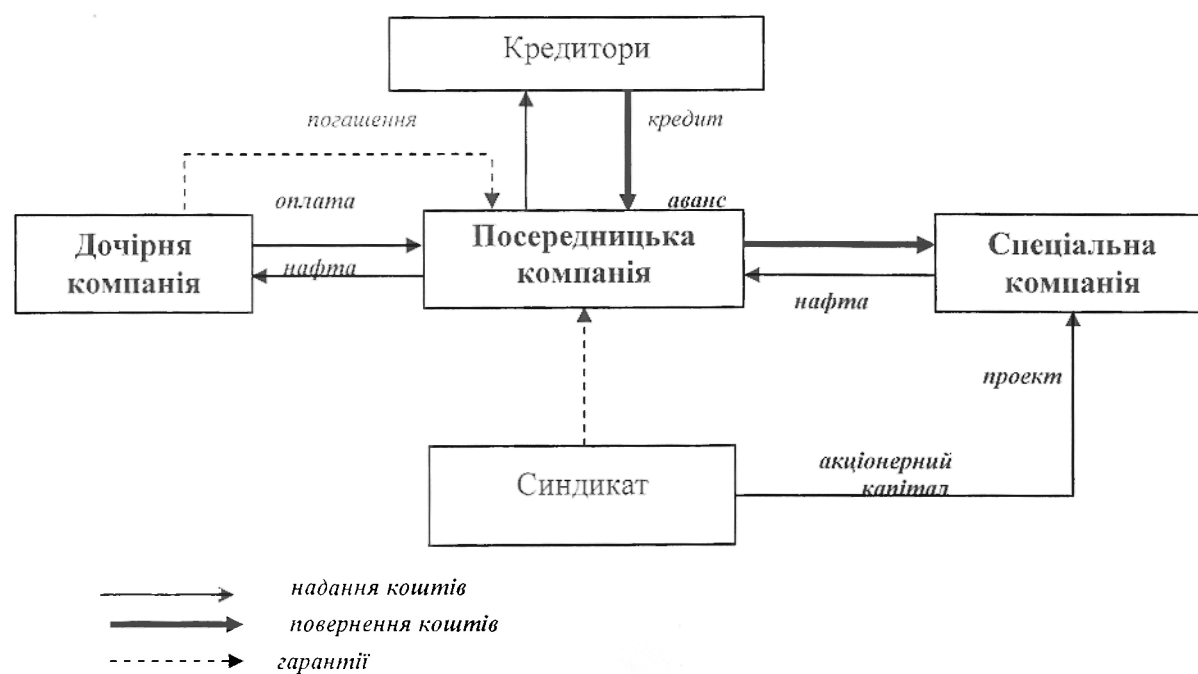


Рис. 5.12. Схема організації проектного фінансування “оплата продукцією”

Але ці проблеми нам видаються такими, що можуть бути реально подоланими для використання даної схеми в Україні переважно для підприємств, утворених на базі великих державних структур або зорієнтованих на видобування сировини з експортним потенціалом.

2. Використання лізингу при проектному фінансуванні

Така схема викликає особливе зацікавлення у випадку потреби проекту у великих інвестиціях в основні засоби. Тут можуть бути використані різні форми лізингу: оперативний, фінансовий, компенсаційний, відновлювальний і поворотний.

Існуючі форми лізингу поділяються на дві категорії: прямий (direkt) і левереджований (leveraded).

Відмінність левереджованого лізингу від прямого – в кількості учасників. Тут щонайменше три сторони беруть участь в угоді: орендодавець, орендар і кредитор. Крім цього, при левереджованому лізингу орендодавець є власником обладнання: надає тільки частину його вартості (20-50%); тоді як при прямому – вся вартість обладнання надається з власних джерел орендодавця. Кредити при

левереджованому лізингу надаються без регресії на орендодавця і забезпечені орендним обладнанням, лізинговою угодою і зобов'язанням орендних платежів з боку орендаря. Для підвищення надійності, а також у випадках великої кількості учасників (декілька кредиторів), левереджований лізинг передбачає використання трасту. У такому випадку колективним власником обладнання є довірена особа – трастова компанія, яка сприяє виконанню учасниками лізингу взятих зобов'язань. Але на відміну від прямого, левереджований лізинг пов'язаний із великими витратами (оплата за кредит, організація трасту), а також ризиком, бо в поєднанні з кредитами збільшується фінансовий леверидж (financial leverage). Тому використання цієї категорії лізингу обмежується проектами з великою часткою інвестицій в обладнання, коли позитивний ефект переважає негативні сторони його використання (рис.5.13).

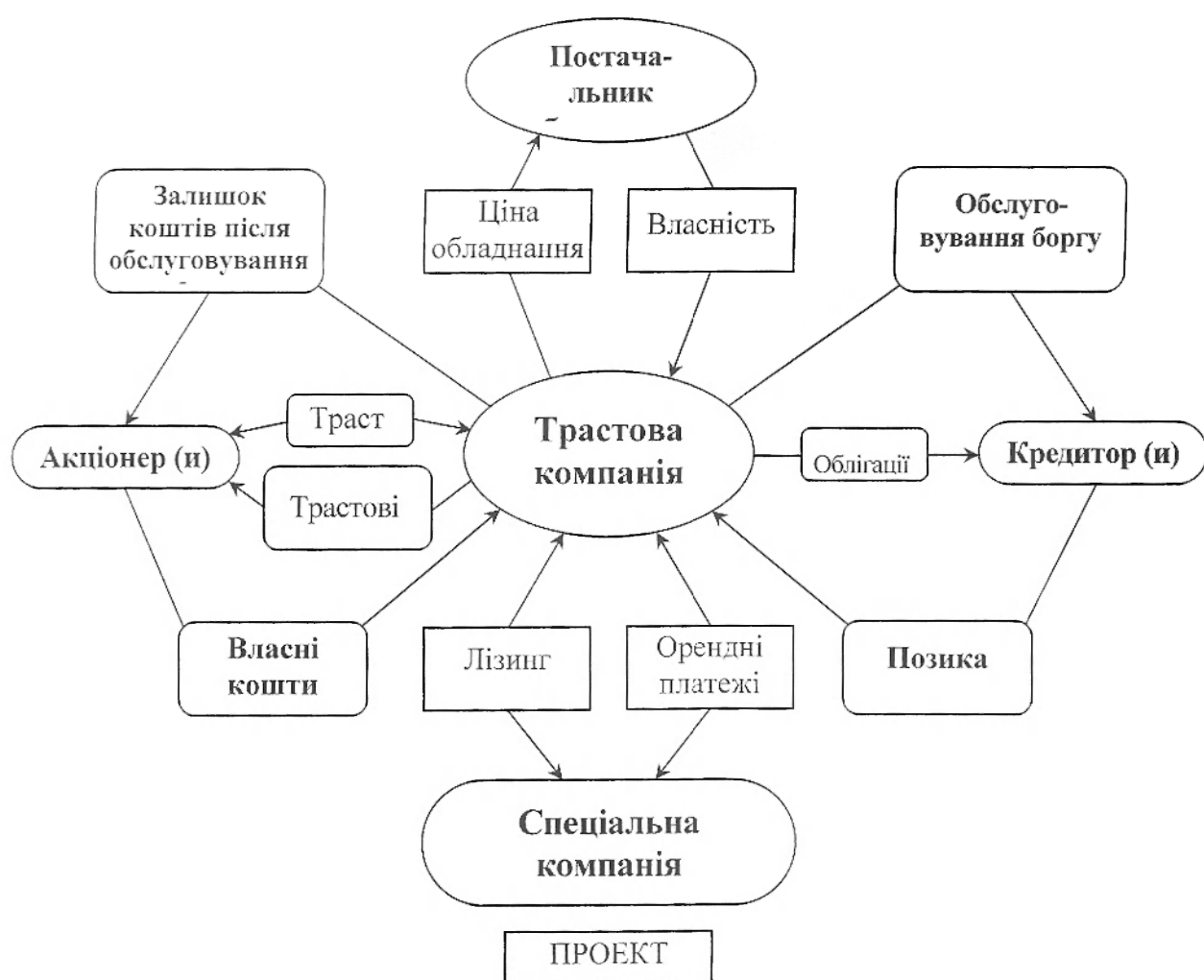


Рис. 5.13. Схема організації проектного фінансування з використанням левереджованого лізингу []

В Україні, де необхідність інвестицій в основні засоби обумовлена наявністю великої кількості вже діючих підприємств із застарілим обладнанням, які вимагають реконструкції, використання лізингу дало б змогу виробництву значно просунутись уперед. Однак найбільшою проблемою тут залишається невизначеність законодавства з лізингу, відсутність підзаконних актів, які регламентують режим податкових і митних пільг і взаємовідносин сторін. Крім цього, використання левереджованого лізингу практично неможливе через крайню розпливчастість трастового законодавства, яка може стати – і вже ставала – приводом для фінансових махінацій. Однак, враховуючи пряму зацікавленість держави в розвитку лізингу, перспективи хоча й розпливчасті, але достатньо позитивні.

3. Використання “кептивної” фінансової компанії.

За допомогою своєї “кептивної” фінансової компанії (*captive finance company*) засновник проекту має можливість збільшити частку запозичених джерел у загальній сумі використаного капіталу. Ця можливість базується на тому, що фінансові компанії мають високоліквідні і диверсифіковані активи (цінні папери надійних фірм і різних галузей), за якими отримують стабільний дохід. Крім цього, “кептивна” компанія забезпечується великою самостійністю як відокремлена юридична одиниця. Якщо велика частина активу “кептивної” фінансової компанії складається з довготермінових і менш ліквідних вкладень, то це може негативно відобразитися на її можливості залучити кредити.

У такому випадку для залучення кредитів потрібна буде підтримка з боку материнської компанії у формі виставлення листів підтримки, зобов’язань і гарантій (див. рис. 5.14). Більше того, материнська компанія може непрямо підкріпити борги “кептивної” компанії, які використовуються для фінансування спеціальної компанії, шляхом укладення з останньою контрактів типу “бери і плати”. Використання “кептивної” фінансової компанії у поєднанні з левереджованим лізингом дає змогу досягти подвійного фінансового левериджу, тобто збільшення частки використовуваних позичених коштів. Материнській компанії дане поєднання дає змогу зменшити оподаткований прибуток на суму виплат процентів з кредиту (які

Розглянемо порядок організації проектного кредитування на умовах BOT (див. рис. 5.15).

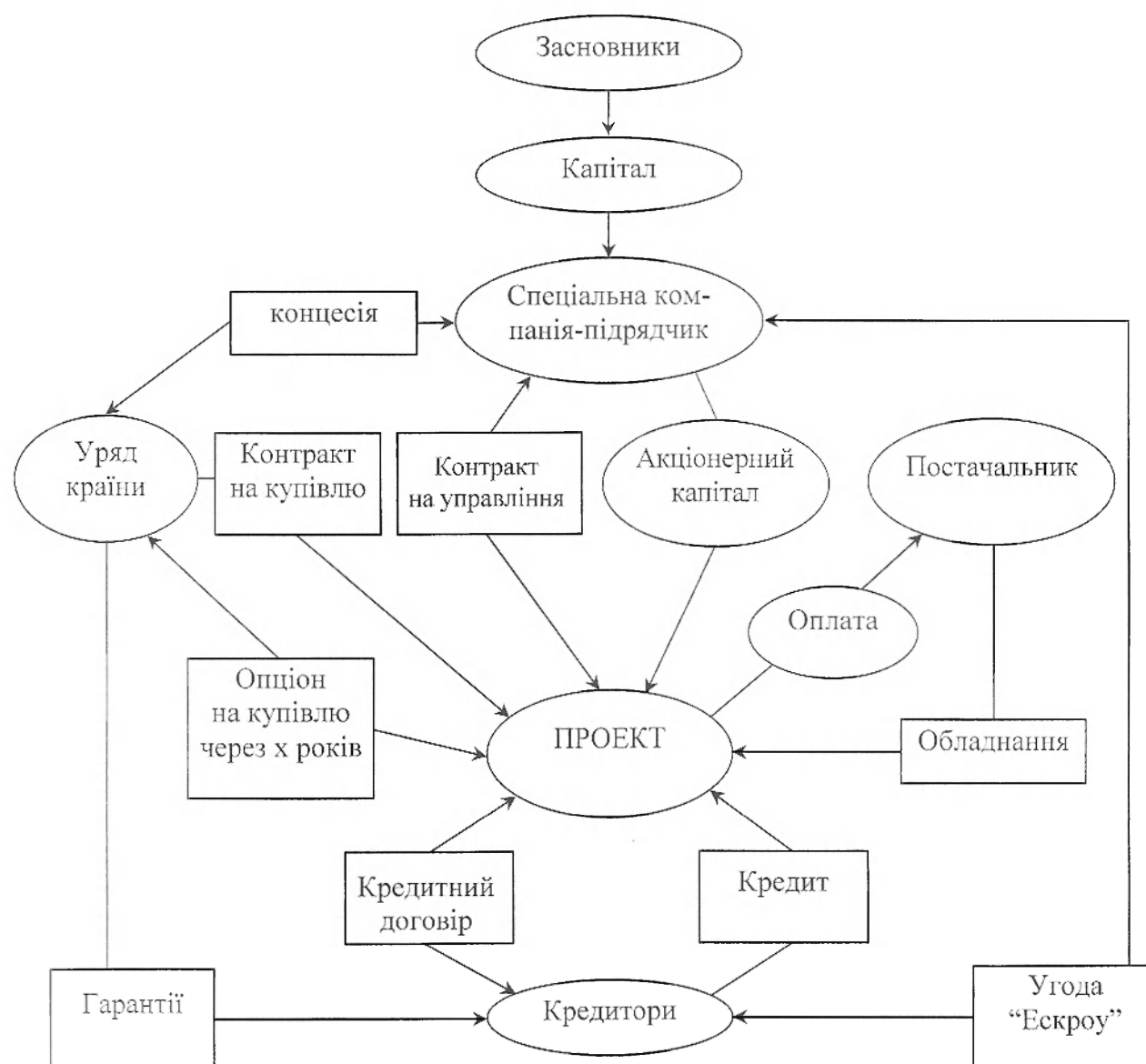


Рис.5.15. Схема організації проектного фінансування "будівництво – експлуатація – передача" (BOT) []

Для отримання концесії на будівництво й управління проектом її засновники, як правило, створюють спеціальну компанію. Згідно з концесійною угодою саме на цю компанію покладаються зобов'язання фінансувати й організовувати будівництво об'єкта, після цього вона отримує право експлуатувати об'єкт або стає власником, залежно від цілей створення компанії. Якщо держава виявляє інтерес до проекту, то вона може сприяти його реалізації, надаючи прямі або непрямі гарантії, купуючи опціон на придбання об'єкта та ін.

Ризик при даній схемі проектного фінансування розподіляється між учасниками. На базі BOT побудована й інша схема організації проектного фінансування – BOOT. Класичний приклад – будівництво тунелю в Гонконгу. Тендер уряду на фінансування, дизайн, будівництво й експлуатацію тунелю в 1984 р. виграв консорціум. Тендер включав контракт із місцевим урядом на “франчайз” (franchise) майбутнього тунелю (на 30 років автомобільної дороги і залізниці) і право купівлі тунелю державою після закінчення терміну франчайза. Обидві дороги тунелю кредитувались окремо через спеціально створені консорціумом компанії, одна з яких займалась будівництвом і прокладанням автодороги, інша – залізниці. Державний “франчайз” знижував політичний ризик і робив проект привабливішим для кредиторів: відносна стабільність очікуваних поступлень, готовність уряду розділити проектний ризик і висока мотивація контрактів на успішне й своєчасне завершення робіт спонукала до цього. Але, на відміну від BOT, ця схема передбачає кредитування безпосередньо спеціальної компанії під непрямі гарантії уряду. Крім цього, “франчайз” передбачає консорціум ліцензії на здійснення даної діяльності. Тому при наявності вказаних особливостей у BOOT мають місце відносини права власності з боку спеціальної компанії. Деколи схеми BOT і BOOT розглядаються як вид приватизації, але така думка часто помилкова. За винятком тих випадків, коли період концесії або “франчайза” наближається до терміну корисності життя проекту, їх суть зводиться до передачі працюючого проекту назад, у власність відповідних державних органів. Тому краще назвати ці схеми проектного фінансування тимчасовим переключенням на приватний сектор, розвитком і первинною експлуатацією того, що спочатку передбачалось як державний проект. Використання BOT і BOOT особливо вигідне для держави з таких причин: мінімізує вплив на держбюджет – дає змогу здійснити проект у час, коли немає достатніх коштів або їх потрібно спрямувати на інші потреби, які не представляють інтересів приватного сектора; дає можливість на конкурсній основі вибрати підрядчиків; стимулює іноземних інвесторів і приплив нових технологій. Варто також зазначити, що таким способом держава, відіграючи суттєву роль у реалізації проекту, може мати найменший зв’язок із кредиторами.

Концесійна або “франчайз” угода обов’язково повинна враховувати думку кредиторів із розподілу ризику. Укладення угод, передбачених у схемах BOT і BOOT, підвищує відповідальність ініціаторів при реалізації проекту й одночасно є певною мірою, гарантією стабільності у взаємовідносинах із державою, де здійснюється проект. Це дозволяє урізноманітнити структуру капіталу і використані фінансові інструменти. Проаналізувавши вищенаведені приклади, можна дійти висновку, що основним завданням учасників проекту є правильний вибір прийнятної для усіх зацікавлених сторін схеми організації фінансування.

Необхідно розмежувати інформаційну і кредитну стадії фінансування проекту і шукати компромісне вирішення, щоби пропозиції і рекомендації, закладені на інформаційній стадії, не йшли урозріз із практикою фінансування проекту. В Україні використання схем BOT і BOOT, можливо, найприйнятніше порівняно з іншими. Першим і основним стабілізуючим чинником є участь у них держави (у формі тендерів, концесій і гарантій), яка може стимулювати потенційних інвесторів до вкладень у соціально важливі об’єкти за рахунок значного зниження проектного ризику. Для банків обслуговування великих проектів під гарантії держави також вигідне за рахунок можливості тимчасового користування залишками коштів, які спрямовуються на фінансування проекту.

Проаналізувавши можливості застосування основних схем проектного фінансування в Україні, можна виділити такі основні чинники, які перешкоджають їх активному використанню:

- пасивна роль держави у стимулюванні приватних інвесторів;
- невідлагодженість законодавства і регламентованих підзаконних актів у суміжних секторах ринку (трастові і лізингові операції, страхова справа, консорційне право, фондовий ринок, надання гарантій і концесій тощо);
- недостатній інвестиційний потенціал передбачуваних учасників;
- небажання фінансових інститутів взаємодіяти між собою, взаємна недовіра, побоювання фінансових махінацій.

Звісно, що сьогодні всі ці чинники так чи інакше впливають на виникнення численних ризиків, які роблять використання проектного фінансування

непривабливим для серйозних інвестицій. Шляхи вирішення цієї проблеми, можливо, – у комплексному підході, де враховуються інтереси окремих сторін. Нині інтерес до довготермінових вкладень зростає, і в Україні будуть вироблені свої схеми, найадекватніші до потреб вітчизняних інвесторів.

Нам видається реальним використання механізму проектного фінансування вже зараз. Головне тут – не йти сліпо у фарватері традиційних схем Заходу, а пристосуватись до української дійсності. Специфіка в тому, що ініціаторами проекту в розвинутих країнах є великі промислові компанії (економіка Заходу базується саме на них). В Україні перебудова економіки логічно обумовила відносно бурхливе зростання і, як наслідок, перехід ініціативи до фінансових структур. Ми вбачаємо закономірне явище в тому, що при такій розстановці сил, коли великі комерційні банки користуються найбільшою довірою і повагою, володіють найкращими показниками ліквідності, надійності і достатнього капіталу, є зв'язковою ланкою між державою і підприємствами, використання механізму проектного фінансування можливе, в рамках фінансово-промислової групи, де ініціатором проекту є контролюючий банк (див. рис. 5.16).

Проект, у цьому випадку, може мати яскраво виражений галузевий характер. Банк проводить організацію тимчасового пулу сторонніх інвесторів, причому залучені кошти акумулюються у спеціально створеній фінансовій компанії, обов'язки якої врівноважуються:

- можливістю участі кредиторів у статутному капіталі банку-ініціатора;
- пасивами, сформованими акціями й облігаціями банку-ініціатора;
- безумовними гарантіями банку-ініціатора.

Можливий також варіант участі кредиторів у прибутку проекту. Однак, враховуючи, що вкладання спрямовуються у галузь, яка вже перебуває у сфері впливу банку-ініціатора, для сторонніх інвесторів кращий варіант – отримання процентних доходів.

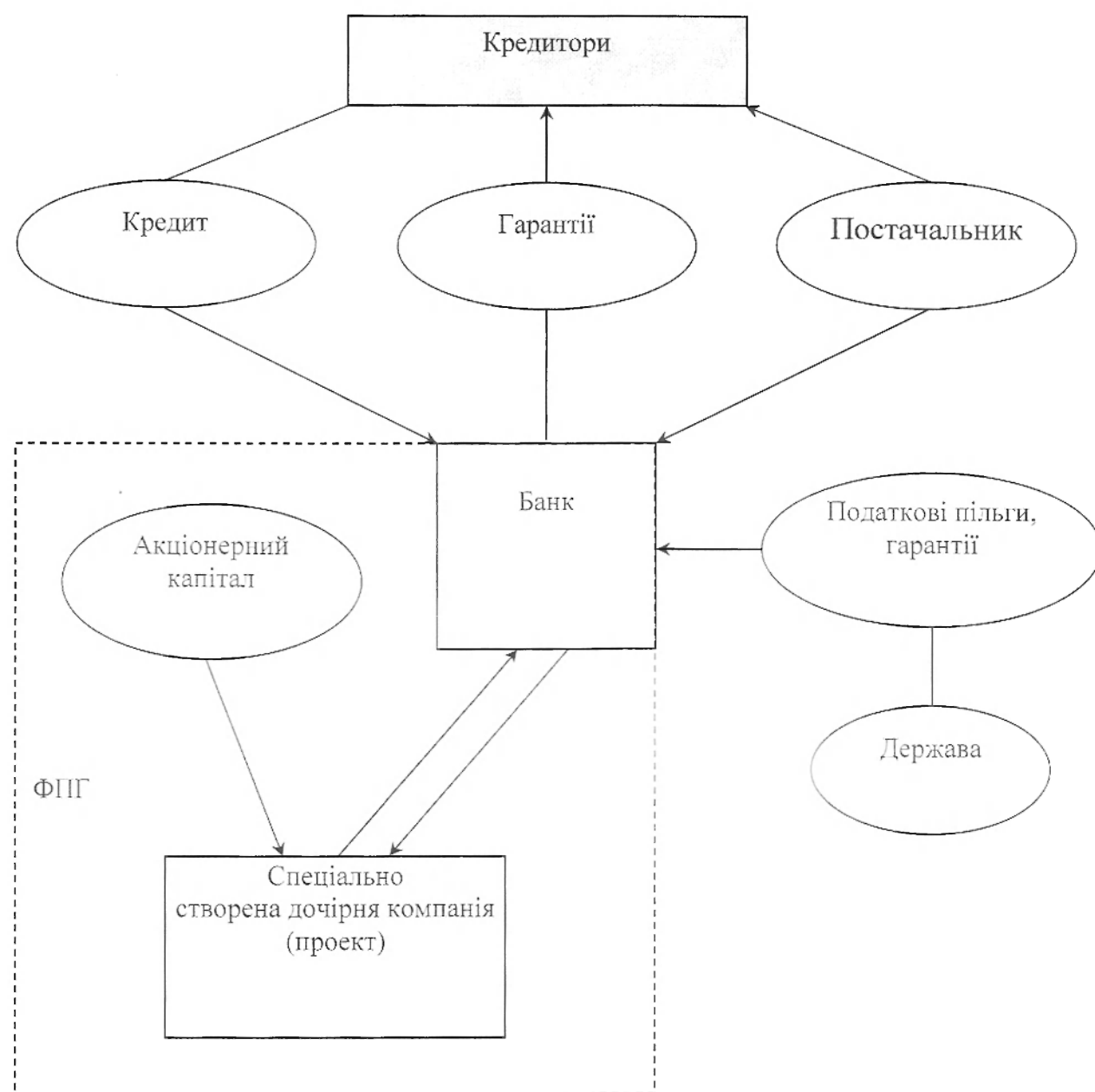


Рис. 5.16. Схема організації проектного фінансування на базі ФПГ

До переваг пропонованої моделі можна віднести:

- надання переваги банкові, як ініціаторові проекту, перед підприємством із точки зору довіри інвестора і фінансової стійкості;
- реальну можливість залучення коштів малих і середніх сторонніх інвесторів при наявності надійних гарантій і високої дохідності;
- відмінне володіння ситуацією у середині галузі і на ринку з боку банку-ініціатора;

– значний інтерес з боку держави, яка, крім можливої безпосередньої участі, може переслідувати макроекономічні цілі, регулюючи стихійне переливання капіталів з однієї галузі в іншу через надання податкових пільг;

– якщо фінансовий стан банку відповідає світовим стандартам і його гарантії котуються за кордоном, то для іноземних інвесторів подібні гарантії бажаніші навіть, ніж державні.

Однак у запропонованій моделі є недоліки, на які потрібно звернути особливу увагу: сьогодні тільки найбільш великі і стабільні банки здатні виступити ініціаторами проектів при запропонованій схемі фінансування.

Проте при зваженому підході до управління ризиком фінансової стійкості банку-ініціатора, зацікавленості держави у розвитку національного виробництва перспективи розвитку запропонованої схеми на практиці видаються нам достатньо позитивними. Проектне фінансування в Україні може стати реальним. Але, кількість банків, які вирішили йти на довготермінове кредитування промисловості, дуже мала. Висуваються високі вимоги до забезпечення кредиту ліквідними активами, терміни кредитування коротші, ніж вимагає виробництво. Крім цього, ситуація у країні продовжує залишатися нестабільною, ставка рефінансування то зростає, то падає, а нерозвинута законодавча база практично не припускає серйозної відповідальності за неповернення або порушення термінів платежу.

Висновки до розділу 5

Проведене дослідження інвестиційного кредитування з позицій залучення значних кредитних ресурсів банками України для реалізації інвестиційних проектів, дає змогу зробити такі висновки:

1. Інвестиційно-кредитна діяльність банків України стримується недостатньо відпрацьованою технологією цього процесу, що зумовлено цілою низкою основних причин, зокрема: неготовністю банків до оцінення напрямів структурних зрушень і пріоритетів в економіці України; відсутністю методологічно обґрунтованих підходів до визначення цін на кредити, сучасних

надійних механізмів кредитування інвестиційних проектів, а також недостатньою кредитоспроможністю підприємств. Успішному вирішенню цих проблем можуть сприяти вироблення системи адекватної поведінки кожної із сторін (кредитор-позичальник), що дозволить їм прийти до узгодженої оцінки реально існуючих ризиків при кредитуванні інвестиційних проектів.

2. Враховуючи специфіку проблем банківського інвестиційного кредитування, до структури інвестиційного кредиту слід включити окрім традиційних елементів його структури (кредитор, позичальник і вартість, що позичається), ще й таких два елементи: забезпечення виконання зобов'язань за кредитом і кредитний договір. Це зумовлено наступним:

а) оскільки, в теорії систем передбачено до структури системи включати не тільки основні елементи, їх складові, але й зв'язки або відносини між ними, тому кредитний договір, який укладений між кредитором і позичальником, стає важливим елементом структури кредиту і забезпечує регламентацію всіх відносин між учасниками угоди;

б) забезпечення кредиту в структурі кредиту покликане врівноважувати запозичену вартість між суб'єктами кредитних відносин. Водночас знижується ризик збитків кредитора від неповернення кредиту, бо при кредитуванні інвестиційних проектів визначальним є оцінка кредитоспроможності не стільки на момент отримання позики, скільки на час завершення проекту;

в) кредитний договір вносить суттєву визначність між елементами структури кредиту (кредитором і позичальником), визначає всі умови майбутньої інвестиційно-кредитної угоди.

3. При інвестуванні в кредитній формі для банку особливого значення набуває оцінка кредитоспроможності позичальника. Тому запропонована рівноважна система показників взаємовідносин банку з клієнтом з приводу здійснення інвестицій у кредитній формі. Даний методичний підхід до аналізу кредитоспроможності позичальника поєднує можливості взаємозв'язку в єдиний аналітичний ланцюжок сукупності чинників, які можуть вплинути на стан

кредитного портфеля банку і можливі його зміни, та закладає основу розробки стратегії й практики управління банківськими інвестиціями в кредитній формі.

4. Проектне кредитування є новою формою кредиту, яка істотно відрізняється від традиційних форм кредитування такими особливостями:

- основою виплати процентів і основного боргу стають доходи від реалізації даного проекту;
- ризики проекту розподіляються між широким колом учасників;
- можливість одночасного використання декількох джерел запозичення капіталу;
- передача залучених коштів здійснюється під самостійний проект спеціально створеній компанії;
- вартість проектного кредитування є достатньо високою.

Зважаючи на специфіку кредитування інвестиційних проектів, доходимо висновку, що інвестиційне кредитування може приймати самостійне значення лише у плані кредитування інвестиційних проектів. У випадку, коли спеціальний інвестиційний проект не розробляється, це – звичайне кредитування.

5. Система ризиків, що пов'язана з діяльністю підприємств, тісно корелюється з виробленням кредитної політики банку, оскільки, будь-який з її елементів може стати причиною неповернення інвестиційного кредиту. Тому, у виробленні кредитної політики банку запропоновано визначення таких аспектів інвестиційного кредитування підприємства як систему діючих на підприємств ризиків, а також оцінку інвестиційної кредитоспроможності.

6. При оцінці кредитоспроможності підприємства-позичальника існуючі методи не враховують багатьох реально існуючих у клієнта ризиків, а зосереджуються або на аналізі поточного стану, або на його оцінці за певний період. Відповідно до цього, банк повинен створити відповідний внутрішній механізм інвестиційного кредитування і відлагодити технологію кредитування інвестиційних проектів. Водночас запропоновано запровадити в методику аналізу фінансового стану позичальника довгострокового кредиту показник інвестиційна кредитоспроможність підприємства. Суть цього показника зводиться до

потенційної можливості погашення інвестиційних кредитів в результаті успішної реалізації інвестиційного проекту на базі ефективної реальної оцінки суб'єктами кредитного процесу всієї системи ризиків в умовах надійності та стійкості бізнесу клієнта за час погашення кредиту.

7. Довгострокове кредитування за українських умов господарювання не може вже базуватись тільки лише на традиційних видах забезпечення. Встановлено, що види забезпечення довгострокового кредиту утворюють дві групи. До однієї групи входять традиційно прийняті в банківській практиці види забезпечення кредитів (майнові). Інша група видів забезпечення, яка не може бути оцінена конкретно грошовою сумою, відноситься до інформаційних, отримання яких дасть банківським спеціалістам можливість об'єктивно судити про ймовірність успішної практичної реалізації інвестиційного проекту.

Основні результати дослідження опубліковано у працях автора [].

РОЗДІЛ 6

Економіко-правові умови розширення інвестиційної діяльності банків

6.1. Зміцнення законодавчих основ державного регулювання діяльності банків в інвестиційній сфері

Стабільне банківське законодавство – основа кредитно-банківської системи. Тому формування українського банківського законодавства – проблема актуальна, об'єктивна і невідкладна. У зв'язку з цим сьогодні головним завданням розвитку законодавчої і нормативної бази діяльності банків є створення умов для адаптації української банківської системи до особливостей економічного розвитку країни, забезпечення передумов для стабільного її розвитку. З цією метою необхідно приймати законодавчі і нормативні акти, які сприяють розвитку кредитної системи, підвищують її надійність і самостійність, захищають банки від надмірного втручання у їх поточну діяльність адміністративних і контролюючих органів. Серйозні питання чекають вирішення в галузі правового регулювання державного управління кредитною системою, а також правового регулювання взаємодії різних рівнів кредитної системи.

Перехід від жорстко централізованої системи Держбанку СРСР до нових, комерціалізованих, умов функціонування банків у ринковій економіці з самого початку вимагав не менш жорсткого регулювання і контролю процесу формування банківських структур, створення чітких законодавчих основ їх діяльності. Однак реформування банківської системи пішло шляхом так званої лібералізації цього процесу, а по суті – стихійного розвитку з високим рівнем свавілля як із боку самих банківських структур, так і з боку відповідних гілок влади.

Істотна неузгодженість і незалежність двох рівнів банківської системи – верхнього (Національний банк України) і нижнього (мережа кредитних установ) заклала основу багатьох конфліктів і нестабільність взаємовідносин між цими двома рівнями. Суто рамковий характер чинного законодавства обумовив індиферентне

ставлення до вироблення підзаконних правових установок, які б чітко регулювали взаємовідносини всіх суб'єктів банківської діяльності.

Крім цього, чинне законодавство однозначно націлює комерційні банки на отримання прибутку, що ставить їх в один ряд із підприємницькими структурами, нівелюючи їх сутнісну особливість як єдиного механізму просування грошей в економіці. Це, в свою чергу, спровокувало ситуацію, коли з грошима почали працювати найрізноманітніші установи, аж до товариств із обмеженою відповідальністю, а грошовий ринок дедалі більше почав більше втрачати межі цивілізованого ринку. Тим часом, банки в ринковій економіці повинні функціонувати в тісному взаємозв'язку як один з одним, так і з суб'єктами реального сектора, в рамках єдиного економічного простору. Саме ігнорування цього принципу стало причиною банкрутства багатьох банківських установ. Гонитва за тимчасовим прибутком відриває банки від роботи в руслі єдиної системи. Поодинці вони гинуть, що в кінцевому результаті може призвести до розпаду всього сектора.

Тенденції розвитку банківської системи багато в чому визначаються початковим правовим полем й умовами формування кредитних інститутів. Відмінність механізмів і бази їх утворення – виділення з системи Держбанку СРСР або виникнення на комерційній основі – породила неоднорідність всієї маси кредитних організацій за рядом істотних ознак. Банки, що виділилися із системи Промбудбанку, спочатку були пов'язані з реальним сектором, мали певне коло клієнтури, що стабілізувалось і перебувало у великій залежності від фінансового становища цієї клієнтури. Те ж стосується і банків, що виникли на базі Агропромбанку. Огульна комерціалізація кредитних установ (нівелювання особливостей їх діяльності) на фоні реформування економіки і масштабної фінансової кризи поставила ці банки в надто невигідні умови щодо банків, не пов'язаних із реальним сектором. Індиферентність банківського законодавства і державної грошово-кредитної політики до ситуації, що склалася в банківському середовищі нині, загрожує банкрутством не тільки банкам, “зав'язаним” на підприємствах реального сектора, а й самим цим підприємствам. Властива банківському середовищу підвищена імовірність системної кризи, пов'язана з

обслуговуванням єдиного грошового простору, посилю, у зв'язку з цим, загрозу перспективам зростання української економіки.

Відсутність необхідних законодавчих регламентацій у сфері визначення специфіки діяльності кредитних інститутів призвела до повного свавілля у виборі банком пріоритетних сфер діяльності. У час, коли в країнах із розвиненою ринковою економікою є чітка межа між універсальними, інвестиційними, комерційними та іншими кредитними інститутами, в Україні практично всі кредитні структури мають статус універсальних, фактично віддаючи перевагу одному напрямку діяльності – операціям на фінансовому ринку, що є найбільш прибутковими в умовах, що склалися.

До чинників, дія яких підриває перспективи забезпечення надійності та стійкості банківської системи, можна також віднести невизначеність її головної діючої особи. Очевидно, в економіці, яка нормально функціонує, такою головною дійовою особою повинен бути клієнт, тільки на його користь здійснюються всі дії, саме його інтереси покликана захищати держава в особі Мінфіну, Мінекономіки, Верховної Ради, НБУ, органів нагляду і т. д. У країнах із розвинутою ринковою економікою клієнтами банку є всі економічні суб'єкти – приватні особи і підприємці.

Не можна погодитися з практикою, коли стан платіжно-розрахункових відносин між економічними контрагентами ставиться у залежність від стану коррахунку банку (наявності або відсутності на ньому грошей). Тому необхідно прийняти спеціальні нормативи, що забезпечать безперебійне здійснення розрахунків клієнтів незалежно від стану ресурсної бази банку і визначить у якості достатньої умови наявність коштів на рахунках самого платника.

Поза полем відповідальності держави в особі фінансових інститутів верхнього рівня (Мінфін України і НБУ) залишаються не тільки клієнти банків, й самі кредитні організації.

Діючі правові норми цілком зорієнтовані на односторонню відповідальність кредитних організацій перед НБУ і Міністерством фінансів. Особливо яскраво це виявляється у частині встановлення норм і порядку оподаткування кредитних

організацій, коли вони позбавлені можливості реагувати на них адекватно до свого фінансового становища.

Створення відповідної законодавчо-правової основи забезпечення виконання зобов'язань органів державної центральної банківської і фінансової системи щодо кредитних організацій вимагає внесення необхідних коректив у чинне законодавство. Передусім це стосується вже згаданої практики створення і використання резервних фондів. Нині в руках центральних органів акумулюються значні кошти клієнтів банків (кредиторів банків), що, відповідно, знижує реальні можливості банку щодо забезпечення власних зобов'язань зі своєчасного здійснення розрахунків клієнтів. Необхідно змінити порядок взаємовідносин, що склався при формуванні і використанні резервних фондів, який суперечить основному постулату діяльності банку – першочерговому забезпеченню інтересів клієнта. В даній ситуації НБУ, використовуючи кошти банку, не розділяє з ним його відповідальності за зобов'язаннями. Внаслідок “вилучення” істотної частки банківських ресурсів при певних умовах у банку виникає дефіцит платіжних коштів для забезпечення розрахунків конкретного клієнта при наявності грошей на його розрахунковому рахунку.

Істотною є відсутність норм, що визначають основу і порядок визнання банків неплатоспроможними, а також наслідки такого визначення. Тим часом, банки є вельми специфічним учасником цивільних відносин, а тому порядок їх банкрутства вимагає спеціального врегулювання.

Розглядаючи проблеми вдосконалення банківського законодавства, потрібно звернути увагу на той факт, що на відміну від інших країн в Україні практично не застосовується карне або адміністративне покарання керівників і власників банків за *ухиляння від ліквідації, офіційної дискваліфікації банкірів*, навіть якщо Арбітражний суд довів, що причиною банкрутства стало безграмотне, непрофесійне керівництво. Цю прогалину в банківському законодавстві потрібно заповнити.

Вважаємо за доцільне встановити спеціальними законодавчими актами відповідальність за поширення банками недостовірної інформації. Справа в тому, що забезпечення достовірності інформації про фінансове становище і надійність кожного

банку, групи банків або всієї банківської системи є однією з важливих умов стійкості банків і всієї системи. Поширювана інформація повинна, на нашу думку, пройти цензуру спеціального органу банківського нагляду.

Щоденна практика банківської діяльності вимагає узгодження норм внутрішнього законодавства, яке б регулювало розрахункові відносини з міжнародними правилами для полегшення входження українських банківських установ у міжнародні розрахункові системи. Такі ж вимоги можна поставити і до системи бухгалтерської і статистичної звітності банків з метою полегшення аналізу їх стійкості іноземними інвесторами.

Керованість банківською системою значною мірою також залежить від сформульованих у чинному законодавстві вимог і від ефективності банківського нагляду. Зосередження банківського нагляду під владою НБУ дозволяє вирішити, в основному, лише одне завдання – виконання директив самого центрального банку. У зв'язку з цим домінують штрафні санкції та інші акції репресивного характеру. Щоби посилити попереджаючий ефект банківського нагляду і контролю, доцільно створити спеціальну державну комісію, що виконувала б функції незалежного експерта. Одночасно вона повинна володіти правом контролю за виконанням комерційними банками і НБУ банківського законодавства. Невиконання банківськими структурами розпоряджень про усунення виявлених відхилень дає даному органу право інформувати про це широку громадськість. Необхідне вироблення не тільки загальної стратегії розвитку української банківської системи, а й механізму відповідальності за прийнятими зобов'язаннями на всіх рівнях ієрархії банківського менеджменту.

Існуючих законодавчих положень, на наш погляд, недостатньо для повноцінного контролю за процесом концентрації банківських капіталів. Необхідно зазначити, що в ситуації, яка склалася, ймовірні негативні наслідки нерегульованої концентрації капіталу в банківській сфері. Існує реальна небезпека того, що цей процес вийде з-під контролю урядових органів і набуде масштабного хаотичного характеру. Очевидно, концентрація коштів, що досягається шляхом злиття, поглинання банків або шляхом створення холдингу, в умовах дії відповідного законодавства і з участю

НБУ дозволила б прискорити утворення блоку інвестиційних інститутів кредитної системи, розширити базу проектного фінансування й одночасно знизити імовірність банкрутства недостатньо сильних комерційних банків.

Однак в Україні тенденція об'єднання капіталів (зокрема в формі утворення холдингових компаній) має специфічний характер. Мета концентрації капіталу, необхідної для здійснення масштабних проектів, при цьому не досягається у зв'язку з невеликими розмірами капіталу, що поглинається. Щоби закріпити позитивні зрушення в тенденції консолідації банківських активів, потрібно, зокрема, заповнити правовий вакуум у цій сфері банківської діяльності. Створення банківських холдингів, участь банків у фінансово-промислових групах (ФПГ) повинні терміново отримати чітке правове забезпечення з визначенням усього переліку юридичних норм: участі або неучасті банків у приватизації з використанням тільки власних чи позикових коштів, участі в довірчому управлінні власністю і т. д.

Розглядаючи банківський капітал, необхідно також вказати на надто складну прогнозованість його поведінки, що багато в чому зумовлено відсутністю ефективного механізму управління ринком банківських капіталів. НБУ повинен мати чітку позицію щодо процесу формування і розміщення банківських ресурсів. Оцінюючи банківський баланс, не можна обмежуватися тільки системою макроекономічних індикаторів і нормативів, не зважаючи на структуру активів і пасивів. Звичайно, мова йде не про директивний вплив на сукупні ресурси банків, а про спрямування їх оцінки Центральним банком таким чином, щоби при цьому здійснювалася основна функція НБУ – захист національної валюти і забезпечення її стійкості. Так, нині НБУ практично ніяк не впливає на пропорції між довготерміновими і короткотерміновими вкладеннями капіталу. Але переважання обсягу спекулятивних цінних паперів над інвестиційними не може сприяти активізації інвестиційної діяльності банків.

Наростання обсягів позабанківського обороту – бартерних операцій, квазіплатіжних коштів, розрахунків готівкою і використання різних коштів, що забезпечують виведення прибутків економічних суб'єктів з-під організованого їх

обліку і оподаткування – ініційоване відсутністю механізму забезпечення правозначних гарантій для банківської клієнтури, включаючи системний контроль НБУ за діяльністю банків і відповідальність його за зумовлені цим втрати. Не можна не бачити, що в ситуації, яка склалася, заходи, що спонтанно приймаються НБУ щодо посилення контролю над грошовим обігом, зокрема над банківськими рахунками в зв'язку з кампанією з посилення порядку збору податків, не можуть мати бажаного ефекту, оскільки банківські рахунки в цей час відображають лише частину всього платіжного обороту. Крім цього, поглибленню деформацій, що склалися у банківській системі, активно сприяє відсутність законодавства, що чітко регламентує діяльність різних небанківських фінансових інститутів (пенсійних фондів, інвестиційних, страхових і трастових компаній та ін.), а також достовірної інформації про діючі банки, реального контролю за їх діяльністю з боку держави і НБУ.

Очевидні залежність досягнення фінансової стабілізації і, відповідно, надій на пожвавлення ділової активності в реальному секторі української економіки від ступеня стійкості банківської системи, а також той факт, що українські банки перебувають на стадії свого становлення, вимагають прийняття програми з формування і зміцнення банківської системи. Прийняття такої програми на державному рівні (в доповнення до чинного законодавства в цій сфері) дозволило б правильно розставити акценти грошово-кредитної політики щодо зміцнення банківської системи і визначити комплекс першочергових заходів у цьому напрямі. Необхідність такої програми пов'язана, передусім, із тим, що забезпечення стійкості банківської системи залежить від багатьох чинників: фінансової ситуації у реальному секторі, бюджетно-податкової політики, ряду інших, не менш значущих, процесів, що виходять за рамки безпосередньо банківської діяльності.

Аналіз показує, що зміцнення законодавчих основ діючої моделі банківської системи вимагає розробки і прийняття нових законів, а також внесення серйозних коректив у чинне законодавство, зокрема з таких питань:

- законодавчо-правова база структуризації банківського середовища з виділенням інвестиційних, універсальних, ощадних банків та інших кредитних інститутів;

- виділення сфер відповідальності і виконання зобов'язань кожного з рівнів банківської системи (НБУ і банки другого рівня);

- розробка на законодавчій основі і введення у дію механізму стимулювання нагромаджень фізичних і юридичних осіб, в основі якого повинні бути гарантії держави щодо збереження нагромаджень, а також заходи, які б спонукали до нагромадження;

- підпорядкування всіх рішень, що приймаються, і законодавчо-правових норм критерію забезпечення відповідальності банків за прийнятими ними зобов'язаннями перед банками-партнерами, акціонерами, засновниками, депозитаріями, всім колом фізичних і юридичних осіб і перед державою.

Особливо несприятливий стан справ із законодавчою базою в інвестиційній сфері, що є однією з причин інвестиційної кризи, яка продовжується у країні. Як показала практика, недостатньо створити економічні умови: приборкувати якоюсь мірою інфляцію, стабілізувати курс гривні, знизити процентні ставки. Потрібно створити відповідну правову базу, без якої великомасштабних вкладів в економіку ніколи не буде. При цьому мова йде не тільки про іноземні інвестиції, й про внутрішні.

Потрібно зазначити, що якщо в сфері здійснення вкладів у фінансові активи законодавча база якось визначена, то в сфері нерухомості, тісно пов'язаній із промисловим виробництвом, відсутність законів значно стримує процес інвестування. Нерухомість – це основа для інвестицій.

Інвестиційні вклади передбачають купівлю або оренду будівель, споруд, приміщень. Однак невизначеність законодавства в сфері нерухомості веде до того, що чимало потенційних інвесторів відмовляється від участі в будь-яких проектах тільки тому, що стикається з величезними труднощами при оформленні майнових прав, що часто затягується на роки.

Залишається законодавчо неоформленою процедура оцінки нерухомого майна. Та тільки незалежна оцінка може стати основою для справедливого оподаткування нерухомості й операцій з нею.

Особливої уваги заслуговує питання про законодавче визначення самого механізму здійснення інвестицій в економіку. Такий механізм міг би включати, по-перше, види інвестицій і визначення сфери їх правового регулювання, в тому числі особливості участі різних інвесторів у кредитуванні інвестиційних проектів, а також права юридичних осіб на емісію боргових цінних паперів, надання вексельних кредитів; по-друге, порядок придбання прав власності інвестором; по-третє, порядок державного регулювання інвестиційної діяльності, що включає принципи розміщення централізованих інвестиційних ресурсів і державних замовлень, механізм державної підтримки пріоритетних галузей і виробництв.

Як свідчить світовий досвід, розвиток банківського сектора економіки, як ніякий інший, вимагає не тільки надійної законодавчо-правової бази, а й прийняття стратегічних установок у сфері розвитку економіки і фінансово-грошових відносин. Життя показує, що діяльність кредитних організацій цілком залежить від можливості оцінити перспективу і надійність цільових орієнтирів державної економічної політики.

Активізація процесу злиття і поглинання у банківській системі України за останні роки відбувається в умовах свавілля у цій сфері. Але процес поглинання і злиття банків вимагає складного організаційного та юридичного оформлення, пов'язаного зі зміною структури і правового статусу відповідних банківських установ. Діючих нині законодавчих положень, на наш погляд, недостатньо для повноцінного контролю за процесом концентрації банківських капіталів.

Зауважимо ще раз, що недосконалість банківського законодавства – одна з основних причин, що стримує процес становлення вітчизняної банківської системи. Початковою базою, на якій удосконалювалося б банківське законодавство, повинна стати Концепція економічного розвитку України, якої, на жаль, немає. Неузгодженість позицій із даного питання офіційних урядових структур, з одного боку, та фінансових і промислових кіл країни – з іншого, перешкоджає виробленню

обґрунтованої концепції економічної реформи, а отже, й удосконалення банківського законодавства.

Загальновідомо, що основою стратегії розвитку будь-якого комерційного банку є наявність правової бази, яка регулює і регламентує умови діяльності банків і визначає їх фінансово-економічні результати. Удосконалення законодавчої бази банківської діяльності і взаємодія податкового і банківського законодавства впливає з таких основних положень.

1. Правове регулювання банківських і податкових відносин є складовою частиною єдиного законодавчого процесу, покликаного забезпечити становлення ринкових відносин і взаємодію усіх ланок соціально-економічної системи України як на державному, так і на регіональному рівнях.

2. Зміна банківських і податкових норм повинна мати послідовний, передбачуваний характер, який відображає потреби розвитку банківської системи і фінансово-кредитних відносин в Україні і сприяє досягненню фінансової стабілізації, без чого неможливе піднесення економіки.

3. Ефективність законодавства про оподаткування банків повинна визначатися не тільки фіскальними, а й, перш за все, несуперечністю правових норм і їх відповідністю цілям суспільно-економічного розвитку.

У ринковій економіці функції управління з боку держави не настільки примітивні, як при адміністративно-розподільчій системі, коли роль державного управління зводилась до визначення кому і скільки виготовляти, а пізніше – кому і за якою ціною передавати. В нових умовах функції держави значно складніші: завдання полягає в тому, щоби діяльність державних органів управління створювала такі умови, при яких розвиток економічних і соціальних процесів йшов би в напрямі заданих соціальних цілей.

У ринковій економіці важливим інструментом регулювання суспільно-економічного розвитку є фінансова політика, а основними провідниками її реалізації є банки.

Банки, які перетворились у нових економічних умовах в основні структурні ланки фінансово-промислових груп, транснаціональних корпорацій, державних і

недержавних фінансово-інвестиційних компаній, асоціації економічної взаємодії, банківські холдинги та інші промислово-фінансові конгломерати, стали власниками, користувачами і розпорядниками великих доходів і, відповідно, великими платниками податків.

Банківська сфера є особливим видом підприємницької діяльності, тому правове регулювання оподаткування банків виділяється у самостійний розділ податкового і банківського права в силу специфіки об'єкта правових відносин.

Податкова політика – це створення системи законів, правил і норм вилучення частини доходів юридичних і фізичних осіб, створених у результаті володіння власністю, що може приносити дохід, або в результаті господарської діяльності, яка так само приносить дохід, і при цьому стимулює примноження власності та розширення господарської діяльності. Податкове право є сукупністю правових норм, які регулюють суспільні відносини, що виникають у зв'язку із встановленням порядку здійснення обов'язкових платежів у державний бюджет від різних видів господарської, соціально-громадської та індивідуальної діяльності. Банківське право регламентує правові умови залучення грошових коштів юридичних і фізичних осіб та їх розміщення на умовах платності, термінованості, поверненості, а також інших різноманітних послуг щодо вдосконалення фінансових угод і розрахунків.

Держава безумовно зацікавлена в розвитку банківської системи, в її стійкості і надійності як гаранта подолання кризи в економіці. Тому основні вимоги до законодавчої бази, на якій реалізується фінансова політика, включають:

- забезпечення стійкого розвитку банківської системи і попередження її краху;
- обмеження концентрації капіталу в одних руках і недопущення монопольного контролю над ринком фінансових ресурсів;
- забезпечення конкурентоспроможності банків на ринку фінансових ресурсів порівняно з іншими небанківськими фінансовими посередниками;
- активне стимулювання інвестиційної діяльності банків як важливого фактора зниження економічного спаду і наступного піднесення економіки та зростання життєвого рівня населення.

Система оподаткування банків за кордоном, як правило, пов'язана із загальною системою податків на корпорації.

Порівнюючи ставки податків, які сплачуються зарубіжними банками, можна зробити висновок, що кожна країна з достатньо розвинутою ринковою економікою застосовує власну систему оподаткування, адаптовану до умов і особливостей менталітету свого народу, традицій, структури господарства і багатьох інших чинників. Крім цього, ця система перебуває у стані постійних змін, що цілком природно, оскільки, виступаючи головним інструментом індикативного управління, вона повинна чітко реагувати на динамічно змінні суспільно-економічні процеси у своїх країнах.

У Японії банки сплачують, крім корпоративного податку (37,7 %), також місцевий (12,6 %) і подушний податок (7,76 %). Після віднімання деяких неоподаткованих доходів середня ставка становить від 44 до 56 %. В Італії з банків стягується податок з прибутку корпорацій (36 %) і місцевий податок (12,6 %). При вирахуванні податку з прибутку корпорацій 75 % місцевого податку віднімається з оподаткованого доходу, і тому реальна ставка становить 48 %. У Франції банки сплачують податок із корпорацій, який дорівнює 34 % з нерозділеного прибутку і 42% з прибутку, який сплачується як і дивіденди. Податок на додану вартість не стягується з основних видів банківської діяльності, але сплачується з доходів від операцій по лізингу, торгівлі благородними металами, трастових операцій (18 %)[184].

Розвиток законодавства України з основ оподаткування комерційних банків має розв'язати основну суперечність податкової системи, яка, з одного боку, має за мету поповнення бюджету, а з іншого, – стимулювання розвитку кредитно-фінансової системи і ринку капіталів.

Процес формування принципово нової для України податкової системи, розпочатий на початку 90-х років, ще не завершений; і іде постійне корегування прийнятих законів і правових норм, але можна говорити про те, що контури структури і методологія системи оподаткування вже визначились, хоча зберігається недооблік інтересів підприємницької сфери, в тому числі і банків, що створює перепони загальному піднесенню економіки.

Податковими органами останнім часом було видано стільки нормативних актів, які ліквідували прогалини в законодавстві, що сьогодні практично неможливо дати будь-які загальні рекомендації з оптимізації податкових платежів: мова може йти тільки про кожну конкретну угоду. Тактика мінімізації податків суттєво змінилась – тепер натиск робиться на пошук не стільки юридичних, скільки бухгалтерських лазівок. Основний принцип – зарахування коштів на ці балансові рахунки, які можуть не використовуватись при сплаті податків. Доцільна розробка податкових схем із паралельним удосконаленням техніки бухгалтерського обліку, як це роблять високотехнологічні банки.

Рушійною силою будь-якої суспільно-економічної структури є її інтереси. Все банківське середовище безумовно зацікавлене в розвитку економіки як природного середовища його життєдіяльності. З цієї точки зору воно зацікавлене в здійсненні відтворювальних процесів в економіці, тобто в постійному відновленні і нарощуванні виробничого апарату, в здійсненні інвестиційної діяльності. З іншого боку, кожний банк зацікавлений в отриманні прибутку, мінімізації ризиків, тому довготермінові кредити, як найризикованіші, відіграють незначну роль у кредитних вкладах.

Для вирішення даної суперечності для активного залучення комерційних банків – одного з найрозвинутіших на сьогодні ринкових інститутів – для досягнення основної мети – розвитку економіки і підвищення його ефективності, держава повинна вирішити триєдине завдання:

- а) стимулювати створення комерційними банками достатнього для здійснення інвестування власного капіталу і забезпечити його збереженість;
- б) забезпечити зниження ризику в інвестиційній діяльності;
- в) забезпечити дохідність коштів, вкладів банків в інвестиції.

Частка довготермінових кредитів у загальному обсязі наданих комерційними банками кредитів на 01.10. 2002 р. становить лише 20.4 % (табл.5.1).

Таблиця 5.1.

Розподіл кредитів за термінами надання у 2002 р. [67]

Показники	За станом на 01.01. 2002 р.		За станом на 01.04. 2002 р.		За станом на 01.07. 2002 р.		За станом на 01.10. 2002 р.	
	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%	млн грн	%
Довготермінові кредити	5683.0	17.7	6210.1	18.0	6961.2	18.5	8461.7	20.4
Коротктермінові кредити	26413.7	82.3	28271.5	82.0	30657.2	81.5	32959.4	79.6

Передумовою збільшення банками обсягів довгострокового кредитування протягом десяти місяців 2002 року була послідовна політика НБУ, спрямована на зниження норм обов'язкового резервування коштів, введення у практику щоденних і щотижневих тендерів з продажу кредитних ресурсів.

Сьогодні можливості банківської системи щодо довготермінових вкладів в українську економіку обмежені фінансовим потенціалом окремого банку. З огляду на це перспективним вбачається консорціумне кредитування. Така система кредитування дає змогу реалізувати значні проекти шляхом об'єднання кредитних ресурсів кількох банків при одночасному дотриманні ними економічних нормативів щодо максимального розміру ризику на одного позичальника.

За різними оцінками вклади банків на фондовому ринку становлять зараз 50-70 млн. дол. Зрозуміло, що це дуже мало для нашої економіки. Повноцінне залучення комерційних банків у процес інвестування зачіпає чимало сфер – законодавство, оподаткування, здійснення державою контрольних функцій і т. д.

Зупинимось детальніше на деяких аспектах даної проблеми.

Одним з основних пунктів, що визначають активність банку в сфері інвестування, є розмір його власного капіталу. Причому тут необхідно мати на увазі, що мова йде не тільки про пряме спрямування власного капіталу банку на цілі інвестування. По суті, достатній власний капітал банку виконує страхову функцію на випадок збитків від різноманітних видів ризику, у тому числі і від кредитування. Тому держава повинна бути зацікавлена в тому, щоби банки мали можливість

сформувати власний капітал в обсягах, що дозволяють брати активну участь в інвестиційних процесах.

Сприятливо впливає на формування комерційними банками своїх власних капіталів розмір податкового навантаження. Так, банківським сектором України у 1998-1999 рр. сплачено податків та інших обов'язкових платежів на суму 699 млн. грн. кожного року. Податкова складова ціни банківських послуг в Україні у 1998 р. становила 12,3 %, у 1999 р. – 10,1 % [45]. Цей показник, порівняно з іншими секторами економіки України, – досить помірний. Банкіри пояснюють це тим, що банківські операції не входять до бази оподаткування ПДВ і не можуть зазнавати його руйнівного впливу.

Ще один спосіб, за допомогою якого держава може впливати на формування достатнього для здійснення інвестування власного капіталу банку, – розширення діяльності комерційних банків у тих сферах, які в усіх розвинутих країнах є одвічно банківськими і дозволяють банкам прибутково працювати, а значить і нарощувати власний капітал. Зокрема, мова йде про операції із дорогоцінними металами. З одного боку, частині банків дозволено проводити операції із золотом. Однак на ділі держава ще не готова відмовитись від тієї монополії, яку вона мала протягом десятиріч. Тому банки поставлені в такі умови, коли вони не можуть з прибутком працювати в цьому напрямі. Від цього страждає і сама держава, бо бюджетних коштів не вистачає для організації золотодобування.

Як показує досвід, важливою проблемою є захист власного капіталу й оборотних коштів як таких, що належать клієнтам банку, причому найчастіше “захищати” їх доводиться не від когось іншого, як від самої держави.

По-перше, мова йде про неточності певних законів, різних нормативних актів. Можливість різного тлумачення законів контролюючими органами, суперечності нормативних актів по суті відкривають дорогу безправ'ю. Суми накладених штрафів часто-густо перевищують залишений у розпорядженні банку прибуток. Порядок безспірного стягнення таких штрафів приводить до того, що в бюджет вилучаються кошти клієнтів банку – підприємств і населення. Тому законодавча база повинна

бути дуже коректна щодо банків як до структур, які оперують не тільки “своїми”, а й “чужими” коштами, в тому числі коштами державних підприємств і організацій.

По-друге, в будь-який момент можуть змінитися, причому заднім числом, скажімо, умови обов’язкового резервування, порядок інших відрахувань. Необхідно забезпечити стабільність податкового режиму, заборонити прийняття податкових рішень, які мають зворотну силу.

По-третє, сьогодні склалась така ситуація, що закон ніяк не переслідуює недобросовісних позичальників банку. Здійснюючи жорсткий контроль за діяльністю комерційних банків, держава повинна чітко визначитись і щодо цієї категорії осіб (юридичних і фізичних).

З вищенаведеного можна зробити короткий висновок: тільки маючи нормальні умови для створення власного капіталу та забезпечення твердого захисту з боку держави, українські комерційні банки зможуть активізувати свою діяльність як інвестори, а також взяти на себе відповідальність за кошти інших інвесторів.

З іншого боку, при таких умовах споживач інвестиційних коштів буде нести відповідальність не тільки перед банком, а й перед законом. Іншим важливим аспектом активізації інвестиційної діяльності комерційних банків з боку держави є забезпечення зниження їх ризику. Це сьогодні має стати одним із важливих державних завдань, без вирішення якого неможливо серйозно говорити про оздоровлення економіки. Тут можна виділити два основні моменти.

1. Держава або її суб’єкт повинні чітко визначити пріоритети в інвестиційній політиці.

2. Всі зобов’язання, які бере на себе держава щодо банків, мусять неухильно виконуватися.

Форми взаємодії держави з комерційними банками в цьому напрямі можуть бути різноманітними. Наприклад, бачиться можливим надання банкам у вигляді застави державного майна цінних паперів під інвестовані засоби з обов’язковим викупом застави у банків в першочерговому порядку у випадку неповернення цих коштів.

Інший приклад: такий метод стимулювання інвестування, як пайова участь державних коштів у спільному фінансуванні проектів у пропорції “одна державна гривня на чотири приватні при конкурсному розподілі державних ресурсів”. Однак така пропорція викликає великі сумніви. Так, у банківських колах висловлюються навіть за обернену пропорцію.

Важливим тут є те, що всі ці рішення повинні не лише декларуватися, а й втілюватися у життя. Необхідно розуміти, що в нашій країні роль держави не може зводитись тільки до створення сприятливих умов для інвестування з допомогою податкової, митної чи іншої політики, як це відбувається в економічно розвинутих країнах. Держава повинна виступати повноцінним партнером, готовим розділити з комерційними банками всі види ризику довготермінових вкладів.

І останній, однак не менш важливий, аспект – це необхідність забезпечення дохідності коштів, вкладених банками в інвестиції. Потрібно чітко розуміти, що в комерційного банку, який виступає в ролі інвестора, інтерес може бути тільки один – отримання прибутку. Історія розвитку економіки всіх суспільних формацій, включаючи соціалізм, показала, що капітал рухається тільки в тому напрямі, де забезпечується його приріст, а не до лозунгів і закликів.

У зв'язку з тим, що українські комерційні банки не встигли створити достатніх власних капіталів, а залучені ними “чужі” кошти – короткотермінові, банки не можуть дозволити собі відстрочити отримання доходів, вкладаючи кошти на тривалий період.

Це реальність, на яку доводиться зважати. Якщо держава хоче залучити банки до участі в процесі інвестування, то вона повинна потурбуватися про збереження нормального рівня доходів банків, які беруть участь в інвестиційній діяльності.

При бажанні можна знайти масу варіантів формування інвестиційних коштів. Тут важливе лише одне застереження: дійсно необхідне бажання держави.

Реальну можливість зберегти дохідність з участю банків у довготерміновому кредитуванні дає відповідна податкова політика держави щодо них. Як уже нами зазначалось, зменшення податкового тягара на тривалий період, причому не тільки обіцяне, а й реально встановлене, створить можливість формування довготермінових фінансових ресурсів, що обумовить потребу в їх вкладенні.

Нам видається існування наявності двох, далеко не безспірних, шляхів реалізації цього питання.

1. Податкова ставка зменшується тільки для тих банків, які беруть участь в інвестиційній діяльності. Наприклад, усі, або відібрані за будь-яким рейтингом банки звільняються від податків зовсім чи частково на 3-5 років, а з фактично утворених податкових платежів формується фонд інвестицій. Хоча ці кошти не поступають до бюджету, але зможуть бути використані на інвестування соціальних програм, які все одно фінансуються з бюджету. Та в даному випадку це буде перехід від безповоротної роздачі бюджетних коштів до поворотного фінансування.

2. Податкова ставка зменшується умовно, скажімо, на 15 %. Фактична сума, яка становить оці 15 %, направляється у фонд інвестицій, який формується і зберігається у створеному ним банку до нагромадження суми, необхідної для вкладення у конкретно визначене до інвестування підприємство. Об'єкти інвестування у даному випадку визначаються державними органами. При отриманні інвестиційного ефекту банки повертають бюджету відповідного рівня недоплачені податки (15 %).

Інтерес банку будуть становити доходи від тимчасового використання фонду інвестицій до їх вкладання у підприємство. Бюджет у даному випадку матиме податковий збір (15 %) від банку і покриття інфляційних втрат на вказані 15 % із підприємств, які використовували інвестиційні кошти. Податкові законодавці, у випадку зацікавленості держави, могли б запропонувати ще десяток аналогічних схем.

Залучення приватного капіталу для інвестування економіки залежить від багатьох факторів, одним із яких є розвиток земельного законодавства. Без відповіді на запитання, чи володіє приватизоване підприємство єдиним неподільним об'єктом нерухомості або тільки його частиною, неможливо визначити, чим забезпечене повернення коштів у випадку невдачі інвестиційного проекту. В інвесторів повинна бути визначеність щодо перспектив продовження договору оренди з власником землі – державою чи місцевим органом. Більше того, іноземні інвестори дуже часто згодні надати кредит тільки під гарантію земельної власності.

Дія банків, які беруть участь в інвестуванні економіки, продиктована як намаганням вигідного вкладання капіталу, так і природним бажанням успішно розвиватися у новому конкурентному середовищі. Для багатьох банків фінансування бізнес-планів приватизованих підприємств стало достатньо прибутковою справою і одним із надійних видів бізнесу. Як показує досвід, спекуляції на валютному, кредитному і фондовому ринках завжди здатні викликати великі збитки, пов'язані з постійним ризиком.

Невирішеність проблеми власності на землю суттєво гальмує розвиток виробничої інфраструктури і весь інвестиційний процес у цілому. Аналіз показує, що є пряма залежність між інвестиційним кліматом і процесом викупу землі приватизованими підприємствами.

Логіка економічних реформ привела до того, що наявність земельної ділянки стала однією з умов, які визначають інтерес інвесторів Заходу до здійснення різних проектів в Україні, оскільки цінність землі безумовна. Причому значення цього чинника для зарубіжних інвесторів переважає порівнянно із законодавчою, юридичною і податковою сферою, які вважаються несприятливими.

У даний час інвестори Заходу використовують два основні способи вкладання коштів в українську економіку:

- за допомогою іноземних інвестиційних фондів, представлених на українському ринку;
- за допомогою українських банків, які формують для інвесторів необхідні пакети акцій.

Другий із цих способів практикується частіше, оскільки українські комерційні банки краще орієнтуються у вітчизняній стихії, краще уявляють собі перепони і шляхи їх подолання.

Якщо ринок землі не запрацює на повну силу, комерційні банки будуть і надалі обмежуватись маломасштабними, експериментальними акціями фінансування інвестиційних проектів.

Отже, для того, щоб активізувати діяльність банків у процесі інвестування, держава повинна забезпечити їм:

- *по-перше*, можливість накопичити необхідні для цього кошти;
- *по-друге*, розділити з ними ризик інвестиційної діяльності, обумовлений економічним становищем країни;
- *по-третє*, забезпечити достатній рівень прибутковості інвестиційної діяльності.

Для цього держава наділена дуже важливими важелями, одним із яких є законодавча правова база, послідовний розвиток якої сприятиме вирішенню перерахованих вище завдань, а відтак, розвитку і підвищенню ефективності економіки як умови соціального прогресу суспільства.

6.2. Управління інвестиційним процесом у банківській сфері

З метою підвищення рівня керованості банківською системою загалом необхідно забезпечити чітке розмежування діяльності банків за ознакою орієнтації на довготермінову інвестиційну або короткотермінову (поточну) діяльність і відповідно виділити групу інвестиційних банків. Статус їх, на нашу думку, повинен бути закріплений відповідним законом про діяльність інвестиційних банків.

Необхідність внесення істотних корегувань у діючу інституційну структуру банківського сектора пов'язана з рядом негативних тенденцій, що намітилася у діяльності українських банків за період становлення цього сектора економіки.

Перше. Формування інституційної структури банківської системи в Україні відбувається не тільки в умовах невизначеності стратегії становлення банківського сектора і розвитку грошової системи загалом, явного відставання розвитку законодавчо-правової бази діяльності кредитних установ від темпів лібералізації їх функціонування, а й всупереч логіці еволюційного розвитку. Про це свідчить той факт, що синхронізація перетворень усіх сегментів фінансового ринку і відтворювальної структури елементів української економіки практично відсутня. У зв'язку з цим необхідне подолання стихійних явищ, які виявляються, передусім, у відсутності критеріїв присвоєння кредитним установам різних статусів і надання їм відповідних уповноважень. У результаті втрачається така невід'ємна властивість

банківської системи, як градація її структурних ланок, внаслідок чого знижується її керованість.

Основним у стратегії становлення інституційної структури банківського сектора повинно бути: по-перше, подолання синдрому штучного укрупнення складових ланок банківської системи (утворення супербанківських структур); по-друге, забезпечення диференціації у здійсненні грошово-кредитної політики щодо структурних ланок кредитної системи, що розрізняються за своєю функціональною спрямованістю і регіональною приналежністю.

Нині за ознакою надання банкам повноважень з боку суб'єктів держави можна виділити банки, уповноважені на проведення яких-небудь операцій урядом, адміністрацією регіонів і т. д. В Україні існує інститут банку-агента Кабінету Міністрів України. Донедавна такий статус мав лише Укрексімбанк. За станом на 01.01.2000 р. таких банків-агентів уряду вже є 12. Функціональне призначення банків-агентів уряду – обслуговування іноземних кредитних ліній під гарантії держави. Розвиток економічної ситуації в Україні за останній час цілком вмотивовано і доцільно підтверджує подальше збільшення кількості банків-агентів уряду з обслуговування іноземних кредитних ліній. Окремо потрібно виділити банки, уповноважені на проведення операцій з коштами населення. Мова йде про доцільність надання особливого статусу системі Ощадбанку України. До цієї ж категорії можна віднести муніципальні банки. Для обґрунтованішого визначення статусу банку необхідно заздалегідь розробити систему нормативів, яка враховувала б структуру активів банків, диференціацію їх за обсягами кредитних вкладів у виробництво, будівництво, транспорт та інші сфери реального сектора.

Нині вже існують інвестиційні за своєю суттю банки. Це, передусім, регіональні банки: “Національні інвестиції”, “Перший інвестиційний банк”, Інвест-банк Україна, Київський інвестиційний банк, Приватінвест, Інвестбанк, Коопінвестбанк, Інвест-Кривбас банк та ін. Вони мають у своїх активах близько 50-70 % вкладів у реальний сектор, мають у своєму розпорядженні фахівців, здатних провести експертизу проектно-кошторисної документації, техніко-економічних показників і т. д.

Існуюча мережа таких банків може бути використана для реалізації регіональних інвестиційних програм.

Друге. Банківська система України, як уже зазначалося, переживає процес становлення, а тому в цей період, як показує світова практика, неминучими є банківські крахи. У зв'язку з цим нині гострою є проблема розробки і прийняття законів, що визначають такі банківські процедури, як неспроможність (банкрутство), злиття, поглинання і ліквідацію комерційних банків, а також обов'язкове страхування банківських вкладів громадян. Тому необхідно створити правову основу для своєчасної допомоги проблемним банкам, для надійного захисту розміщених у них коштів громадян і підприємств, причому – на страховій основі, без участі бюджету. Ці заходи, на нашу думку, можуть підвищити надійність кредитно-фінансової системи, а також оздоровити інвестиційний клімат.

Протягом 1999 р. і на початку 2000 р. кількість проблемних банків динамічно коливалась на рівні 50-68 (рис. 6.1).

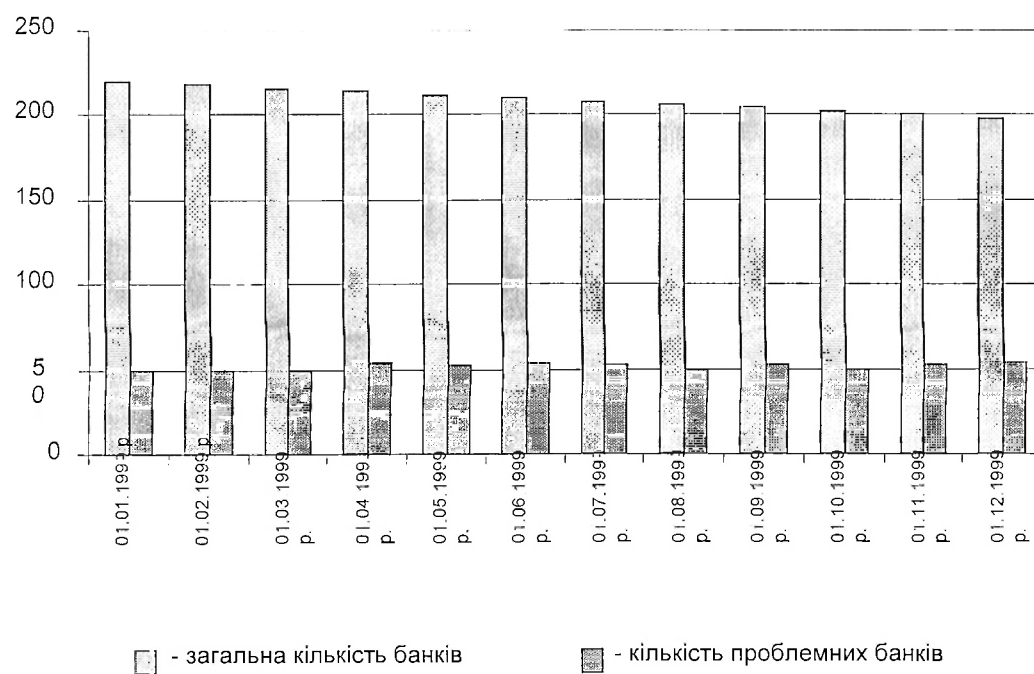


Рис. 6.1. Динаміка загальної кількості та кількості проблемних банків у 1999-2000 рр. [61]

Станом на 01.03.2000 р. налічувалось 68 проблемних банків (33,8 % від загальної кількості комерційних банків України). Протягом 1999 р. активи проблемних банків зменшились на 21,6 %.

З метою відновлення ліквідності та платоспроможності проблемних банків поряд з іншим заходами варто передбачити документальне підтвердження інвесторам банку своєї платоспроможності.

Під час процесу скорочення кількості банків, розробка законодавчих актів, що стосуються злиття і поглинання банків, також повинна вестися особливо активно. Створення банківських холдингів, участь банків у фінансово-промислових групах має у найближчий час отримати чітке правове забезпечення з встановленням повного переліку юридичних норм, зокрема участі або неучасті банків у приватизації з використанням тільки власних або власних і позикових коштів, їх участі в довірчому управлінні власністю та ін.

Очевидно, концентрація коштів, що досягається шляхом злиття, поглинання банків або оформлення у вигляді холдингу, в умовах відповідного законодавства і з участю НБУ дозволила б прискорити утворення блоку найбільших кредитних інститутів банківської системи, розширити базу проектного фінансування й одночасно знизити ймовірність банкрутства недостатньо сильних комерційних банків.

Потрібно чітко фіксувати процес створення холдинг-компаній у банківській системі України, забезпечувати регламентацію їх діяльності відповідними законодавчими актами, щоби подолати невизначеність і приватний характер угод у цій сфері. Внаслідок відсутності чітких визначень різних банківських утворень, які забезпечували б їх правову ідентифікацію, органи, що регулюють банківську сферу, нині можуть покладатися в цьому питанні лише на антимонопольне законодавство. Відповідно недостатньо конкретно встановлені правові норми регулювання взаємовідносин у таких структурах, норми створення й управління банками, злиття банків і т. д.

Третє. Процес структуризації банківського співтовариства в Україні характеризується функціонуванням безлічі дрібних банківських структур й

очевидною потребою у них української економіки. Потрібно зауважити, що як для чинного банківського законодавства, так і для грошово-кредитної політики, що проводиться, характерна повна байдужість до специфіки діяльності кредитних організацій залежно від їх “розміру”, цільової орієнтації і забезпечення регіональних інтересів. Така ситуація посилює процес зростаючої нестабільності в банківській діяльності: адже основний контингент – це дрібні банки, поставлені в особливо скрутні умови через ряд причин, які часто від них не залежать.

Для використання накопиченого позитивного банківського потенціалу необхідно припинити зростаючий вал банкрутств дрібних банків, розуміючи, що значною мірою різке зниження їх ліквідності спровоковане індіферентним ставленням до цієї проблеми з боку не тільки НБУ, а й самого банківського співтовариства (в особі його асоційованих структур). Переважання в Україні банків із низьким рівнем капіталу – дійсність, яка чітко відповідає фінансовій ситуації, що склалася в країні. Зауважимо також, що відсутність чітких правових норм, особливо в діяльності малих банків, посилює привабливість саме цієї групи банків для здійснення протизаконних операцій.

Створення банківських об'єднань і конкретно такого могутнього об'єднання, як Асоціація українських банків (АУБ), сприяє формуванню і захисту спільних інтересів комерційних банків. Але це не знімає з НБУ його прямих обов'язків забезпечувати рівні умови діяльності кредитних організацій, захищати права кожного комерційного банку, стимулювати активність кредитних організацій, гарантувати своєчасність і повноту виплат по боргах держави, по страхуванню кредитного ризику та ін.

Четверте. У рамках корегування банківської стратегії у частині підтримки діяльності кредитних установ державою представляється безальтернативним є не тільки здійснення НБУ грошово-кредитної політики, збалансованої за основними напрямками, а й взяття ним на себе відповідальності за створення умов для стабілізації банківської діяльності і на цій базі – всієї інституційної структури банківського співтовариства.

П'яте. Ситуація банкрутств банків створює для організації якісно інших банківських структур, здатних вирішувати завдання не тільки поточного, а й стратегічного характеру, використовуючи весь набір сучасних досягнень у банківській справі.

Врахування особливостей сучасного етапу розвитку банківського сегмента дозволяє визначити вихідні позиції утворення нових банківських структур. До можливих варіантів утворення таких структур відносять:

- формування їх на базі банку, що збанкрутував;
- у рамках створення фінансово-промислових компаній;
- як самостійної банківської структури.

Вибір організаційної форми банку – акціонерної або пайової – залежить від ряду умов. Пайова форма організації банку більш прийнятна, коли планується створити банк як структуру фінансового забезпечення основної діяльності засновників і жорстко контрольованої ними. Ця форма організації доцільна і в тих випадках, коли при збільшенні власного капіталу небажане тривале проходження реєстраційних процедур, оскільки тут не потрібне проходження реєстрації випуску цінних паперів. Однак при цьому необхідно враховувати ту обставину, що керівництво банку буде поставлене у велику залежність від пайовиків, що може згодом істотно утруднювати процес розвитку банку.

Акціонерна форма організації банку (як закритого, так і відкритого типу) доцільна, якщо банк створюється як самостійна фінансова структура. У цьому випадку рух акціонерного капіталу має мобільніший характер. У той же час зростає імовірність проникнення до складу засновників будь-яких небажаних, з точки зору засновників, структур і осіб.

Банкові, орієнтованому на широкий діапазон діяльності, коло клієнтури і роботу в інвестиційній сфері, більше відповідає акціонерний тип. У такому банку можливий тісний взаємозв'язок зі складом засновників і їх намірами. Якщо не передбачаються жорсткі обмеження складу засновників і автономізації діяльності банку, то перевагу потрібно віддати акціонерному типу банку.

Щоби знизити вплив стихійних явищ у становленні банківського сектора, необхідно модифікувати інституційне середовище банківської системи на основі вироблення відповідної державної програми і її законодавчо-правового забезпечення.

До числа основних положень цієї програми повинно входити визначення типів банків за їх функціональними, територіальними і організаційними ознаками з урахуванням відповідності характеру їх діяльності потребам економічного зростання. Так, за функціональними ознаками можна виділити банки: що спеціалізуються на інвестиційній діяльності; що мають універсальний характер; комерційні банки, орієнтовані на операції поточного характеру та ін. З урахуванням ситуації, що склалася в інвестиційній сфері, доцільно виділити діючі комерційні банки, діяльність яких пов'язана з реальним сектором, і надати їм статусу інвестиційних, поклавши на них контроль за мобілізацією і використанням грошових коштів суб'єктів інвестиційного процесу. З метою забезпечення нормалізації інвестиційного процесу ці банки при реалізації державних інвестиційних програм можуть бути уповноваженими банками і вести інвестиційні рахунки уряду та підприємств, через які здійснюватиметься фінансування даних програм.

6.3. Переваги та недоліки професійного посередництва інвестиційних банків на фінансовому ринку

Проведене вище дослідження основних функцій інвестиційно-банківських інститутів, а також механізму їх діяльності, було зумовлено завданням дати відповідь на ряд запитань, які є дуже актуальними для сучасної України. Наприклад, чому для виконання розглянутих видів діяльності потрібні саме такі спеціалізовані інститути як інвестиційні банки, чому цим не можуть займатися універсальні комерційні банки, які основні переваги професійного посередництва інвестиційних банків на фінансовому ринку. Відповідно до цього, відповідь на поставлені запитання постараємось дати в процесі наступного аналізу.

Для того, щоб показати важливість присутності на фондовому ринку інвестиційних банків, нам видається необхідним вивчити це питання з двох сторін. По-перше, слід розглянути саме ті переваги, які мають місце завдяки функціонуванню спеціалізованих інститутів взагалі й інвестиційних банків зокрема в порівнянні із комерційними банками. При цьому важливо підкреслити, що йдеться не про одноосібну присутність спеціалізованих інститутів і повне заперечення універсальних, а лише про позитивні риси, які вони приносять, здійснюючи свої операції паралельно з універсальними. Однак для збереження наукової об'єктивності ми будемо також розглядати й недоліки, що виникають в результаті їхньої діяльності. По-друге, беззаперечний інтерес представляють ті вигоди, які мають компанії-клієнти, звертаючись за професійною допомогою до інвестиційних банків. Тому спочатку необхідно коротко окреслити переваги присутності на фондовому ринку інвестиційних банків, що висувуються різними науковцями, які в подальшому будуть нами аналізуватись. Присутність спеціалізованих інститутів на фінансовому ринку необхідна для:

1. Забезпечення фінансової стабільності, уникнення фінансових криз і прийняття вигідного ризику.
2. Більш ефективного розміщення ресурсів урядом.
3. Отримання більшої ефективності через економію від масштабності.
4. Сприяння підприємництву за допомогою розвитку активного ринку цінних паперів.
5. Посилення конкуренції і забезпечення більшого вибору фінансових продуктів і послуг для споживачів.
6. Зменшення зіткнень інтересів клієнтів банку і власних інтересів банку.

І. Фінансова стабільність і уникнення фінансових криз.

Очевидно, що чим більший розмір банку, тим сильніший його вплив на всю банківську систему у випадку банкрутства або виникнення яких-небудь проблем. Якщо б на фінансових ринках були присутні лише універсальні банки, то їхнє банкрутство знищило б усю систему або, принаймні, привело б до значних

проблем. Підтвердженням цієї тези є приклад банкрутства Банку США під час економічної кризи 1929-1933 р.

Спеціальні інститути, зокрема інвестиційні банки, можуть й повинні існувати, оскільки їх індивідуальні банкрутства є менш пагубними для всієї економічної ситуації в цілому. Крім цього, їхня діяльність може ефективно контролюватись, так як функції банків обмежені. Отже, ці інститути можуть брати на себе більше ризику, ніж універсальні банки, що є перевагою з обох сторін. По-перше, можуть мати місце бажані експерименти, які не ставлять під загрозу всю фінансову систему. По-друге, спеціалізація дозволяє більш чітко агрегування й однорідність (приведення до однорідного виду) запланованих видів ризику. Комерційні банки, наприклад, повинні мати дуже невелику ймовірність банкрутства, оскільки вони забезпечують життєдіяльність механізму платежів і є провідниками, через які Національний банк України проводить свою фінансову політику. Окрім того, якщо комерційні банки зазнають банкрутства, уряд зіткнеться із політичним тиском, оскільки комерційні банки здійснюють свої операції в значній мірі за рахунок вкладів населення, і у випадку банкрутства банку вкладники втратять свої збереження, що призведе до зростання їх невдоволення економічним станом, і як наслідок, урядом. Відповідно, уряду доведеться поручитися перед вкладниками, незалежно від того, чи застраховані їхні вклади, як це було в 1934 році в США, коли після потоку банкрутств універсальних банків було створено Федеральну Корпорацію Страхування депозитів.

Інвестиційні банки, в свою чергу, відомі як агенти що працюють з ризиковими активами. Вони можуть дозволити собі ризикувати, так як клієнти, що користуються їхніми послугами, знають про той ризик, на який йдуть, і немає політичної необхідності компенсувати втрати інвесторів.

Однак слід признати, що спеціалізовані інститути наражаються на постійний ризик банкрутства, так як їхні активи, пасиви і операції менш диверсифіковані. Більше того, ризик банкрутства фінансової системи є набагато меншим при універсальній банківській системі, так як добре диференційовані банки мають меншу ймовірність збанкрутувати.

Таким чином, на сьогоднішній день в Україні ризик банкрутства існує для будь-якого виду фінансових інститутів.

II. Ефективне розміщення ресурсів.

Виникнення спеціалізованих банківських інститутів здебільшого є результатом того, що окремим галузям промисловості або групам людей не вистачає ресурсів на розвиток. Так, наприклад, у США були створені позико-ощадні асоціації для надання допомоги фермерам; невеликі промислові банки – для підтримки дрібних товаровиробників, яких ігнорували діючі банки; експортно-кредитні банки – для стимулювання експорту і нових виробництв. У країнах, що розвиваються, появились банки розвитку, які на середньостроковій і довгостроковій основі забезпечували засоби для створення й розширення промислових підприємств, оскільки комерційні банки займаються головним чином наданням кредитів на комерційні потреби. Окрім того, вони надавали кредити на таких умовах, які були не прийнятні для підприємств, що заново організовані, або для фінансування великих проектів.

Однак негативною стороною створення спеціалізованих банків для цільового розміщення ресурсів є те, що пріоритети змінюються і, зрештою, дуже важко закрити створені спеціалізовані інститути.

III. Більша ефективність через економію від масштабності.

Нам видається, що спеціалізація веде до більшої ефективності на масштабі [146].

Серед них – здатність поділяти операції на якнайменші, як пояснив на прикладі шпилькової мануфактури А. Сміт, роблячи робітників ще більш спритними та ефективними при виконанні кожної операції, – економія в кількості закупок комплектуючих виробів і матеріалів, використання обладнання занадто дорогого для оправдання виробництва меншого масштабу, – розподіл постійних витрат на все більшу кількість обсягів випуску. Спеціалізовані фірми можуть домогтися економії від спеціалізації. Вони можуть дозволяти собі найняти або підготувати експертів і використати спеціальне обладнання. А також скоротити затрати клієнтів з пошуку, інформуючи потенційних споживачів про свої послуги. Прикладом в США є іпотечні банки, які спеціалізуються на обслуговуванні застави,

компанії з фінансування продажів у відстрочку. Однак, якщо спеціалізовані інститути, що надають фінансові послуги, не отримують захисту на протязі періоду їх формування, вони не мають змоги розвиватися і зростати до того моменту, коли вже зможуть досягти економії від масштабу.

З другого боку, фінансові інститути можуть отримувати економію тоді, коли вони виготовляють або купляють різні продукти разом, як це роблять універсальні банки – економія на охопленні [156]. Економія на охопленні – скорочення середніх і граничних витрат, яке відбувається в результаті використання потужностей і процесів в одному підрозділі, що функціонує, для виробництва великого розмаїття товарів і послуг. Основа цієї економії – спільне виробництво: кілька різних виробничих ліній використовують одні й ті самі виробничі потужності, канали реалізації продукції та системи маркетингу. Фінансові інститути досягають цієї економії завдяки об'єднаним централізованим засобам (обладнанню) і експертизі (спеціалістам), інформації, яку вони можуть використати для різних цілей, завдяки об'єднаному постачанню послуг населенню, скороченню ризику, як результату більш ефективної диверсифікації. Наприклад, банк може використати комп'ютер для здійснення угоди по вкладах, кредитах, цінних паперах тощо. Інформація про ділову діяльність клієнту може допомогти банкіру скласти для цього клієнта оптимальний набір послуг, кредитів, пакета цінних паперів і фінансового консультування. Споживачі можуть зекономити свій час, отримавши всі необхідні фінансові послуги від однієї організації.

IV. Сприяння підприємництву з допомогою розвитку ринку цінних паперів.

Немає сумніву, що спеціалізовані банки стимулюють розвиток підприємництва і ринок цінних паперів. Великі організації можуть стати бюрократичними і негнучкими. Правила й ієрархія домінують, нові ідеї і ризик не схвалюються. Універсальні банки за необхідності є великими, оскільки вони пропонують різносторонні фінансові та інші послуги. Вони мають переваги при пошуку і утриманні в себе клієнтів перед невеликими спеціалізованими інститутами, бо вони використовують економію від охоплення (включаючи менші

затрати при здійсненні всіх операцій з тією самою організацією), і тому споживачі вірять, що вони гарантовані від банкрутства із-за значної диверсифікації послуг.

Універсальні банки можуть використовувати стримуючі ціни [174] на свої послуги, через що вони зменшують ціни до такого ступеня, коли потенційні учасники не можуть перекрити вступні витрати прибутком. Якщо новий учасник фінансового ринку захоче розпочати діяльність, універсальні банки можуть встановити непосильні ціни, скорочуючи їх до рівня нижче допустимих витрат його конкурентів. Навіть якщо б підприємці захотіли звернутися за допомогою до невеликих банків, вони не змогли б цього зробити. Ця ситуація вимагає існування значної економії від масштабу або від охоплення.

Великі банки намагаються також працювати з великими, авторитетними і відомими клієнтами. Тому якщо на ринку будуть тільки універсальні банки, то невеликі й зановосформовані компанії не будуть отримувати такого ж обслуговування як великі фірми. Коли універсальні банки займаються продажем і купівлею цінних паперів й довго тримають їх у себе, вони дестимулюють активний розвиток фондового ринку і незалежних брокерів та дилерів. У результаті чого витрати нової компанії при отриманні капіталу від розміщення цінних паперів значно високі.

З іншого боку, як вважають окремі дослідники, універсальні банки можуть сприяти економічному розвитку, так як вони можуть запропонувати деякі важливі переваги новим підприємствам, які були їм недоступні. Основною перевагою є те, що універсальні банки можуть брати на себе більше ризику, ніж зовнішні інвестори. Власники акцій і зовнішні інвестори часто вважають за дороге для себе перевіряти операції фірми на постійній основі. Банки отримують постійну інформацію про вкладників і вже займаються певним моніторингом, коли надають кредити. Постійна, своєчасна інформація банків про їхніх клієнтів допомагає їм оцінити і проконтролювати позиції цінних паперів. Така перевага особливо відчутна для нових і невеликих підприємств, для яких витрати з моніторингу зовнішніх інвесторів, перевищують вигоду, яку вони можуть від них отримати.

Однак, на нашу думку, з цим можна погодитись лише частково, оскільки спеціалізовані інститути, зокрема інвестиційні банки, коли ми розглядали суть інвестиційно-банківської діяльності, також займаються цими видами діяльності, тобто моніторингом компанії, їх консультуванням, кредитуванням тощо, і при цьому не ставлять під загрозу громадскість, оскільки не займаються залученням депозитів.

V. Посилення конкуренції і забезпечення великого вибору фінансових продуктів і послуг для споживачів.

Вважаємо, що спеціалізація банківської справи веде до розвитку конкуренції і збільшенню споживчого вибору. Якби були присутні на фінансовому ринку лише універсальні банки, то було би значно менше незалежних організацій і менше вибору для споживачів. Відповідно, компанії не мали б альтернативи при отриманні консультаційної допомоги і пропозиції цін від незалежних інвестиційних банкірів, якщо б вони не змогли продовжити діяти як незалежні фірми. На вибір інвесторів, в першу чергу, впливали б банки. Через те, що їх поради були б консервативні, результатом був би менший обсяг інвестицій у розвиток нових фірм, і, хоча ризикованих, але багатообіцяючих проектів.

Комерційні банки, що надають повний набір послуг, далеко не завжди обслуговують всіх клієнтів на достатньо високому рівні. В США, наприклад, ощадні банки, а не комерційні банки пропонували відкрити ощадні вклади бідним верствам населення, а будинкові застави давались в основному позико-ощадними асоціаціями, а не комерційними банками. Компанії з фінансування продаж в розстрочку пропонували кредити на купівлю автомашин, а компанії споживчого кредиту пропонували позики на споживчі цілі задовго до того, як тим розпочали займатися комерційні банки. Таким чином, спеціалізовані інститути відіграють важливу роль у створенні і розвитку нових продуктів і послуг.

VI. Зменшення зіткнень інвесторів.

Діяльність універсальних банків приводить до великої кількості зіткнень між інтересами клієнтів і власними інтересами банків.

Так, зіткнення інтересів мали місце тоді, коли американські комерційні банки займалися інвестиційно-банківським бізнесом в період великої депресії 1928-1933 р., що призвело до погіршення економічної ситуації. Варто відмітити, що можливість виникнення зіткнень інтересів присутня практично в будь-якій справі. Спеціалізовані інститути є також об'єктом звинувачень у створенні зіткнень інтересів.

Щодо вигід, які мають компанії-клієнти, звертаючись за професійною допомогою до інвестиційних банків, то серед них можна виділити наступні:

по-перше, інвестиційні банки, що спеціалізуються на розміщенні цінних паперів, мають більше можливостей здійснювати таке розміщення швидше і з меншими затратами, ніж самі компанії-емітенти. Підприємство, яке бажає розмістити пакет цінних паперів, змушене буде створювати окрему структуру – відділ зі збуту цінних паперів, що стане дуже дорогим і неефективним способом продажу цінних паперів. Інвестиційні банки ж, з одного боку, володіють постійним, обученим персоналом, здатним займатися розміщенням цінних паперів, а, з другого боку, були змушені опиратися у своїй діяльності на розгалужену мережу брокерсько-дилерських організацій. Крім того, якщо інвестиційний банк відомий як “спеціаліст”, що відбирає добрі компанії і встановлює розумні ціни, то його репутація допомагає йому з часом створити широку мережу клієнтури, перш за все інвестиційну, тим самим підвищуючи ефективність його андерайтингової діяльності;

по-друге, далеко не кожне підприємство, що вирішило залучити додатковий капітал через випуск цінних паперів, може провести всі необхідні дослідження на всіх етапах підготовки і проведення емісії, про які йшлося вище, в тому обсязі і на тому ж рівні, як це здатні зробити відповідні підрозділи інвестиційно-банківських інститутів;

по-третє, багато молодих компаній, що тільки-но розгортають свою діяльність, гостро відчують потребу в професійній підтримці інвестиційних банків. Причина криється не тільки і не стільки в недосвідченості їх керівництва, скільки в тому, що такі фірми потребують створення вторинного ринку для своїх

акцій. Тому їм не обійтися без послуг інвестиційного банку, адже, як наголошувалось раніше, інвестиційні банки виконують посередницькі функції не тільки на первинному, але й на вторинному ринках збуту. При здійсненні брокерсько-дилерських операцій молоді компанії особливу увагу приділяють тим паперам, у випуску й розміщенні яких брали участь. Інвестиційний банк не може дозволити собі таку розкіш, як розмістивши цей чи інший випуск і отримавши свої комісійні, забути про його існування. Від того, як будуть змінюватися ціни на цінні папери цього випуску на вторинному ринку, залежить репутація інвестиційного банку, а, звісно, і кількість його клієнтів;

по-четверте, необхідність залучення професійних послуг інвестиційних банків стає особливо очевидною тоді, коли мова заходить про такі ключові моменти у процесі підготовки емісії, як: проектування, конструювання випуску, визначення часу емісії, встановлення ціни випуску – емісійного курсу.

При конструюванні випуску інвестиційний банк допомагає емітенту вибрати тип цінних паперів, сформувані їх характеристики і умови емісії. Головна ідея при цьому – досягти компромісу між інтересами емітента і інвесторів, тобто врахувати потреби і побажання компанії-емітента, і разом з цим забезпечити привабливість випуску в очах потенційних інвесторів. При виборі типу цінних паперів інвестиційний банк враховує стан економіки в цілому (і в першу чергу рівень інфляції), ситуацію на фондовому ринку, яка в значній мірі визначає зростання (падіння) популярності тих чи інших видів цінних паперів, а також фінансовий стан компанії (рівень її заборгованості, поточний рейтинг тощо).

По-п'яте, інвестиційний банк відіграє головну роль у визначенні часу, найбільш сприятливого для емісії. Володіючи професійним відчуттям, він здатний визначити коли відкривається навіть саме вузьке “вікно”, наприклад, на ринку перших емісій.

Підсумовуючи, можна зробити висновок, що універсальні банки можуть надати значні переваги і доставити мало проблем для економіки. Це не значить, що спеціалізовані постачальники фінансових послуг не повинні будуть існувати. Досвід і логіка показують, що ці компанії можуть робити дещо набагато краще за

універсальні банки. Зокрема, спеціалізовані фірми можуть краще справитись з багатьма аспектами інвестиційно-банківської діяльності. Розміщення цінних паперів, злиття, випуск контрольного пакета акцій, поглинання, створення фірм шляхом відокремлення та інші види реструктуризації часто повинні бути зроблені швидко і ефективно. Ці угоди, здебільшого, вимагають дуже високооплачуваних спеціалістів, що бажають працювати на протязі багатьох годин на протязі сконцентрованого періоду часу. Комерційні банки, що мають бюрократичну структуру організації, часто не підходять для такого виду діяльності. Тому підприємства воліють звертатись до інвестиційних банків.

Узагальнюючи розглянутий матеріал, вважаємо, що зметою підтримки функціональності фінансового ринку і формування системи ефективної акціонерної власності, відповідно до сучасної тенденції інституціоналізації та згідно з принципами побудови банківської системи України необхідно погодитися з роботою банків на ринку акцій як універсальних фінансових інститутів. Тому одним із варіантів розв'язання проблеми участі банків на ринку акцій є їх спеціалізація, тобто розподіл на комерційні та інвестиційні. Ця проблема знайшла відображення у новому Законі “Про банки і банківську діяльність”, згідно з яким банки в Україні можуть функціонувати як універсальні та як спеціалізовані, в тому числі й як інвестиційні. Банк набуває статусу спеціалізованого, якщо понад 50 % його активів є активами одного типу.

Нині за приклад спеціалізації зазвичай наводять банківську систему США, де організаційне розмежування комерційної та інвестиційної діяльності банків відбулося після банкрутств у 1930-1933 рр., спричинених кризою на фондовому ринку. Однак конкретні історичні умови та кардинальні зміни, що відбулись від того часу на фінансовому ринку, вносять певні корективи в теперішню побудову банківської системи, а саме:

а) фондовий ринок та його учасники досить ефективно нині контролюються як державою, так і фондовими біржами:

б) відбувається трансформація традиційних банківських інститутів у фінансові компанії з надання різноманітних видів фінансових послуг. Банки:

активно опановують нові для себе види діяльності, створюючи власні відділення для проведення інвестиційних, страхових операцій на фінансовому ринку, займаючись управлінням фінансовими активами.

в) загострюється конкуренція між банківськими і небанківськими фінансовими інститутами за залучення вільних коштів та їх розміщення на фінансовому ринку.

г) все більше по новому окреслюється інституціоналізація фондового ринку – зростання ваги інвестування через фінансових посередників (пенсійні та інвестиційні фонди, страхові компанії). Інституціоналізація сприяє подоланню асиметричності інформації на фондовому ринку, підвищенню його інформаційної забезпеченості, кращій прогнозованості ринкової кон'юнктури, руху курсів акцій.

д) з домінуванням інституційних інвесторів зменшується роль фондової біржі, оскільки переміщення великих пакетів акцій, якими вони володіють, переважно відбувається поза біржею або на так званому “четвертому ринку”.

Отже, наведені чинники засвідчують, що поділ банків на інвестиційні та комерційні не слід брати обов'язково за зразок, оскільки він є результатом конкретної історичної ситуації і нині проходить перевірку часом. Дана модель буде зазнавати змін, тому її у “чистому” вигляді, на нашу думку, не варто використовувати в Україні.

З огляду на це до питання діяльності українських універсальних банків на фондовому ринку необхідно ставитися дуже виважено, розглядаючи його в контексті підвищення ефективності функціонування українського фінансового ринку і економіки в цілому.

6.4. Напрями активізації інвестиційної діяльності банків України

Головна суперечність сучасної ситуації щодо участі комерційних банків в інвестиційних процесах в Україні в тому, що, з одного боку, банківська система, яка зацікавлена в нормальному економічному середовищі своєї життєдіяльності, зацікавлена також і в активізації інвестиційних процесів, з іншого, – для кожного

окремого банку надання довготермінових кредитів поєднане з підвищеним ризиком, який не зіставляється з можливими прибутками на вкладені кошти. Тому для того, щоби банки включались в активну інвестиційну діяльність, необхідно створити умови, при яких банки були би застраховані від невинновданого ризику.

Створення таких умов залежить як від власної політики банку, так і від дій влади – законодавчої, виконавчої, центральної і муніципальної.

Власна політика банку перш за все пов'язана з розробкою принципів формування ефективності його клієнтури. В сучасній Україні це досить складна проблема. У клієнтів існує широкий вибір – банків багато, але клієнтів більше. Однак тих, які своєю успішною діяльністю примножують не тільки своє багатство, а й принесуть добрі доходи банкові, не так вже й багато. А завдання банку полягає у тому, щоби залучити до себе таких клієнтів.

Форми і методи залучення “добрих” клієнтів різноманітні й охоплюють усі сфери внутрішньої діяльності банку, які включають:

- придбання банками контрольних пакетів акцій підприємств, що кредитуються, з метою впливу на прийняття рішень, які забезпечать досягнення інтересів банку;
- створення привабливих умов з обслуговування клієнтури, які включають різні банківські операції, їх якість, своєчасність виконання, доступність;
- забезпечення високорентабельної діяльності за рахунок гнучкого управління активними і пасивними операціями банку;
- підвищення конкурентоспроможності банку на основі зростання технічної бази і професійного рівня обслуговування;
- диверсифікацію видів банківської діяльності на основі аналізу поточних і прогнозу майбутніх потреб клієнтів банку;
- використання сучасних банківських технологій з підключенням до міжнародних каналів зв'язку для отримання інформації міжнародних розрахункових систем;
- організацію широкої, грамотної і привабливої реклами діяльності банку.

Разом із бюджетною системою комерційні банки покликані здійснювати переливання капіталу в перспективні галузі економіки. При цьому фінансування довготермінових інвестиційних програм вимагає, щоби банки здійснювали аналіз і контроль діяльності підприємств, які ними кредитуються, і розподіляли відповідальність за прийняті рішення. Тільки в такому випадку банки стають безпосередніми учасниками стратегії фінансового забезпечення інвестиційних проектів і можуть понизити ризикованість своїх вкладень.

Саме банки виступають ініціаторами таких форм і методів залучення фінансових коштів у розвиток виробництва, які захищали б від ризику не тільки власні капітали, а й кошти інвесторів – клієнтів банку (перш за все, гроші населення). Наявність такого захисту, а також пов'язане з ним зміцнення банківської системи в цілому поступово відчувається і на припливі коштів населення, що безпосередньо оживить інвестиції в економіку.

Перші кроки в розвитку таких форм зроблені, є і окремі приклади їх запровадження, хоча необхідно визнати, що всі вони перебувають на етапі зародження.

Реалізація великомасштабних інвестиційних проектів із залученням кредитних ресурсів часто-густо не може здійснюватися з допомогою окремих комерційних банків із причини обмеженості їх власних коштів і складності залучення коштів для довготермінового кредитування.

Крім цього, кожний комерційний банк керується деякими загальноприйнятими правилами, які обмежують використання коштів для довготермінового кредитування. Ці правила включають:

- обмеження граничного розміру позики, яка видається окремому клієнту;
- діючі нормативи банківської діяльності.

З одного боку, банк не може дозволити собі ризиковане кредитування (тривалий період, ймовірність неповернення кредиту, можливість зміни фінансово-економічного середовища). З іншого боку, як ми на це вже неодноразово вказували, неучасть банків в інвестиційних процесах веде до продовження і нарощення кризи. Тому банки вимушені шукати виходу із даної ситуації. Одним із способів є

створення банківських об'єднань – консорціумів і холдингів для надання довготермінового кредиту на інвестиційні цілі. Це дасть можливість мобілізувати великі ресурси і розділити ризик між членами консорціуму.

Банки можуть стабілізувати стан один одного за рахунок збільшення загальної маси капіталу й узгодження дій на ринку. Банки, які входять до холдингу, менше залежать від регіональної кон'юнктури і зміни стану на ринку.

При створенні банківських об'єднань закладається фундамент для створення фінансово-промислових груп. Існуючий потенціал банківської інвестиційної діяльності дозволяє зробити прогноз, що в майбутньому промислове інвестування стане одним з основних доходних джерел банку.

Формування фінансово-промислових груп є одним із найреальніших й ефективних способів формування міцних взаємозв'язків між всіма елементами, які забезпечують ефективний розвиток економічних суб'єктів. У рамках ФПГ відбувається об'єднання промислового, фінансового та інтелектуального капіталу, що базується на взаємних інтересах, створює сприятливі передумови для формування інвестиційного клімату і при цьому може сприяти стійкості самого банку.

Світовий досвід. Оскільки українські прихильники ФПГ постійно апелюють до світового досвіду, доцільно розглянути окремі основні форми інтеграції промислових і фінансових (банківських) компаній, які мають достатньо широке розповсюдження у світі.

Одна з таких форм характерна для американських корпорацій транснаціонального типу. За останні десятиріччя американські транснаціональні компанії почали створювати свої дочірні фінансові компанії, які глибоко інтегровані в їх корпоративну структуру й суворо підпорядковані загальній корпоративній політиці.

У 80-і роки ці фінансові компанії, виконуючи свої корпоративні функції, почали активну експансію на ринку банківської продукції. Так, фінансовий підрозділ корпорації “Америкен Телефон енд Телеграф”, поряд із кредитуванням продажу телефонного обладнання, випускає кредитні карти, кредитує придбання активів компаній радіомовлення, здійснює лізинг автотехніки, фінансує інноваційні проекти.

Майже всі фінансово-кредитні структури провідних транснаціональних компаній ведуть найрізноманітніші операції з цінними паперами.

До створення подібних фінансових компаній активно приступили й відносно нові промислові групи країн, які прориваються у число високорозвинутих держав світу, наприклад, Південної Кореї. Так, в однієї із провідних південнокорейських фінансово-промислових груп “Лаки Голдстар” обсяг продажу мав в 1990 р. таку структуру: побутова і виробнича електроніка – 32 %, хімічна продукція – 25 %, торговельні послуги – 25 %, фінансові послуги – 18 %.

В Америці розповсюджена й інша форма інтеграції. Оскільки банківські закони цієї країни не дозволяють банкам безпосередньо брати участь у капіталі нефінансових компаній і контролювати їх діяльність, то цю заборону обходять шляхом створення холдингів. Великий банк формує холдинг, якому передається, як правило, весь пакет акцій банку або його основна частина. Холдинг (формально вже не банк) здійснює прямі інвестиції в промислові та інші нефінансові компанії. Найвідоміші банківські холдинги “Ситикорп”, “Бэнкамерика Корп”, “Чейз Манхеттен Корп” активно беруть участь у капіталі металургійної, машинобудівної, військової, нафтової промисловості, створюючи з відповідними корпораціями досить стійкі фінансово-промислові групи.

Третя група інтеграції характерніша для Європи, де банківське законодавство, на відміну від США, не забороняє банкам здійснювати прямі інвестиції у промислові та інші нефінансові сектори економіки. Провідний універсальний банк “Дойче Банк”, який сформувався на основі прямих вкладів особистої унії і розвинутих форм співпраці, створив потужну фінансово-промислову групу, яка включає в себе такі світові гіганти, як машинобудівний концерн “Деймлер-Бенц” (частка банку в акціонерному капіталі в 1991 р. становила 28,8 %), будівельну фірму “Филипп Хольцман” (відповідно, 30 %), взуттєву “Саламандер” (10 %), торговельну “Карлштадт” (25 %), страхові компанії “Альянс аг Коммерцбанк” (10 %) і “Мюнхенер Рюк” (10 %).

У подібних групах універсальний банк і корпорації, які здійснюють свої глобальні стратегії, охоплюють багато держав, тісно координують свої зусилля.

включаючи капіталовкладення, торгівлю, контакти з владою і багато інших аспектів.

Четверта форма інтеграції має місце в Японії, де склались ледь не провідні в світі фінансово-промислові групи – “Міцубісі”, “Міцудзі”, “Сумітомо”, “Фuyo” та інші. Наприклад, ядро групи “Міцубісі” складається з 28-и корпорацій, більшість із яких має ім’я групи, і включає банк “Міцубісі Банк”. Головною особливістю японських фінансово-промислових груп є перехрестна власність, коли в капіталі кожної корпорації від 25 до 100 % належить тим чи іншим членам групи. Тут немає ні холдингової організації, ні яскраво вираженої материнської компанії. Однак, за суто японською традицією, ці фірми міцно пов’язані фінансовими відносинами, довготерміновими діловими зв’язками, участю керівників одних фірм в управлінні іншими і, головне, наявністю єдиної довготермінової стратегії, яка визначає перспективи і напрями руху всієї групи.

Не зважаючи на відмінності в методах утворення фінансово-промислових груп й управління ними, ефективність їх діяльності доведена світовою практикою.

В Україні з часу прийняття перших нормативних документів, якими було дозволено створення промислово-фінансової групи (Закон України “Про промислово-фінансові групи в Україні від 21.11.1995 р.), минуло сім років. Однак жодної ПФГ офіційно не було зареєстровано. Хоча є чимало прикладів групування навколо фінансово міцних банків підприємницьких структур, які за своїм складом практично відповідають вимогам до об’єднань такого типу. З іншого боку, вже не одне могутнє виробниче об’єднання завело власний “кишеньковий” банк. Так, група “Меркс” придбала контрольний пакет акцій Укрсоцбанку [52].

Важливою особливістю діяльності банків України в сучасних умовах є їх широка участь у функціонуванні ринку цінних паперів. Вже було зазначено нами в попередніх розділах, що в Україні банки почали займатися операціями з цінними паперами відносно недавно, для багатьох із них це ще нова сфера діяльності. Однак існує ряд проблем, які гальмують як загалом розвиток ринку цінних паперів, так і активізацію діяльності на ньому такого потужного економічного інституту, як банк.

За останній час у розвитку інфраструктури ринку цінних паперів намітилися значні перекоси. У країні співіснують дві різні системи органів (депозитарії і реєстротримачі, банки та інвестиційні інституційні фонди), властиві різним моделям фондового ринку. І це не випадково. Існують різні думки про те, як повинен бути організований український фондовий ринок. Ряд економістів вважає, що вітчизняний ринок цінних паперів повинен створюватися за подобою ринку США. На їх думку, в Україні незабаром буде створене значне число пенсійних та інвестиційних фондів, а також страхових компаній, які стануть основними учасниками операцій із цінними паперами. З комерційних же банків виділяються інвестиційні, які будуть спеціалізуватися в операціях на фондовому ринку (передусім з акціями). Одночасно в Україні будуть створюватися такі інститути фондового ринку, як асоціації власників цінних паперів, електронні біржі і т. д.

У той же час багато економістів дотримуються іншої позиції. На їх думку, для України більше підходить європейська модель фондового ринку. Це виявляється в першорядній ролі комерційних банків як інвесторів, так і брокерів і дилерів на фондовому ринку, відсутності великих інституційних інвесторів, більшому втручанні держави в економіку взагалі і в операції з цінними паперами зокрема.

Яка ж із цих позицій більше відповідає умовам України? Звернімося до фактів. У процесі приватизації в країні створено безліч інвестиційних фондів. Хто хоч трохи обізнаний з нинішньою їх діяльністю? Буквально одиниці – професіонали фондового ринку. Абсолютна більшість цих фондів володіє акціями, що не користуються попитом, і відіграють не те, щоб значної, але навіть ледь помітної ролі на ринку.

На зміну цим прийшли пайові фонди. Вони широко рекламуються, котирування їх паїв регулярно публікуються у спеціальних виданнях. Не зважаючи на це, лише декілька пайових фондів, пов'язаних з іноземним капіталом, що консультуються зарубіжними менеджерами, проводять відносно великі операції. Але й ці фонди своєї основної ролі – залучення вільних грошових коштів населення – не здійснюють. Основними пайовиками їх є юридичні особи.

Серед недержавних фондів лише близько десяти організацій є порівняно великими, але пасивними власниками цінних паперів. Вони здебільшого створені для того, щоби володіти пакетами акцій, необхідними для контролю над відповідними підприємствами. Внаслідок цього пенсійні фонди не є активними учасниками фондового ринку.

Ще більш переконливим прикладом для вибору моделі фондового ринку є порівняння банківського капіталу з капіталом інституційних інвесторів. Якщо взяти сукупні активи інвестиційних, інвестиційно-пайових, пенсійних і тому подібних фондів, то вони становитимуть усього декілька процентів від сукупних банківських активів. Яка вже тут конкуренція банкам на фондовому ринку?

Український ринок формується за моделлю близькою до європейської. Цей висновок є принциповим для розуміння перспектив його розвитку. Враховуючи дану обставину, необхідно внести певну корективу в розвиток ринку. Аналіз участі банків на ринку цінних паперів у різних країнах дозволяє зробити висновок про те, що різні моделі регламентації участі банків на фондовому ринку пов'язані з тенденціями розвитку банків, мірою універсалізації їх діяльності і спеціалізації.

Загальна тенденція – активізація частки банківських структур на фондовому ринку у різних напрямках. Спільною межею між німецьким й українським ринком є, по-перше, те, що в Україні, як і в Німеччині, значну роль у біржовій торгівлі відіграють комерційні банки. По-друге, німецький ринок є високо сегментованим, тобто в Німеччині немає єдиного загальнонаціонального центру біржової торгівлі подібно до Нью-Йоркської фондової біржі. Та ж межа характерна для українського ринку. Діяльність комерційних банків найближчим часом буде істотно визначатися також певними чинниками грошово-кредитної політики НБУ і Кабінету Міністрів України, а саме:

- скороченням практики покриття простроченої заборгованості комерційних банків по процентах новими централізованими кредитами, що ускладнить платоспроможність комерційних банків і зменшить пропозицію кредитних ресурсів;

– активізацією операцій Мінфіну України НБУ на відкритому ринку, що приведе як до посилення його зв'язку з бюджетною системою і бюджетною політикою (бюджетним дефіцитом), так і до зростання масштабів ринку державних цінних паперів;

– зростання попиту на гроші буде продовжуватися, а пропозиція грошей буде стримуватися як політикою обмеження інфляції, так і активізацією реальної інвестиційної діяльності.

Загальний ефект вказаних чинників полягає у тому, що умови ліквідності для комерційних банків загалом будуть погіршуватись, прибутковість по інвестиційних операціях у зв'язку зі збільшенням термінів державних зобов'язань матиме тенденцію до зниження, посилиться залежність комерційних банків від державної фінансової політики і стану бюджету, в тому числі від необхідності погашення зовнішнього державного боргу.

У зв'язку з цим у розробці інвестиційної політики комерційних банків на перспективу доцільно вийти з наступного прогнозу змін кон'юнктури ринку державних цінних паперів:

- а) посилення нестійкості ринку державних цінних паперів;
- б) прагнення уряду до максимального його розширення;
- в) зростання ризику вкладів комерційних банків у певні види державних цінних паперів;
- г) великого динамізму структури ринку державних цінних паперів і різкої диференціації прибутковості різних секторів фондового ринку;
- д) загального переливання інвестиційного банківського капіталу в прямі виробничі капітальні вкладення, операції з нерухомістю і в портфельні операції.

Інвестиції в акції, як і всі довготермінові вклади в умовах нестабільності економіки, не вигідні. Широкомасштабні потоки банківських коштів на ринок акцій підуть лише зі стабілізацією загальноекономічної ситуації. Однак і в цей час є можливості для залучення банків до вкладів в акції.

Одна з цих можливостей підказана самими банками. Мова йде про так звані кредити кредитних установ під заставу державних пакетів акцій приватизованих

підприємств. Це винятково велика для українського фондового ринку операція. Однак вона значною мірою має посередницький характер.

У той же час існує спосіб залучити кошти кредитних установ для прямих інвестицій в акції. Однак НБУ встановив надзвичайно жорсткі вимоги щодо формування обов'язкових резервів кредитних установ. Банки постійно вимагають пом'якшення умов резервування своїх коштів. Тому було б доцільно дати можливість банкам за рахунок частини своїх обов'язкових резервів купувати акції виробничих підприємств. При цьому НБУ і Мінфін повинні встановити перелік таких підприємств. При продажу кредитними установами акцій, придбаних за рахунок цих коштів, виручка повинна поступати в резерв НБУ.

Конкретно ці загальні умови і тенденції виявляться у функціонуванні ринку державних зобов'язань.

Український ринок державних цінних паперів переважно короткотерміновий, що додає йому дискретного характеру і нестабільний рівень прибутків, до того ж кредиторами виступають, в основному, комерційні банки і фінансові компанії. Комерційним банкам, Асоціації українських банків (АУБ) доцільно:

- посилити взаємодію з метою вироблення загальних правил “гри” з державними цінними паперами і відносинами з державою;
- звернути особливу увагу на забезпечення рівних умов конкуренції з банками і банківськими союзами, в яких бере участь державний капітал, або утвореними державними органами і структурами;
- активізувати операції на ринку цінних паперів підприємств і акціонерних товариств і поступово зменшити частку вкладів у державні цінні папери;
- розширити діяльність на первинному і вторинному ринках державних цінних паперів, що розміщуються серед фізичних осіб, пенсійних фондів, страхових організацій;
- враховуючи розвиток ринку нерухомості, земельних ділянок, підвищити ліквідність своїх вкладів, пов'язаних у цей час із кредитуванням бюджетного дефіциту;

– розробити технологію прямих вкладів в активи перспективних підприємств, особливо в зв'язку з хвилею їх банкрутств, що насуваються через неплатоспроможність.

Дотепер використання ринку боргових зобов'язань для регіонального і місцевого фінансування в Україні було обмеженим. Ця практика в цілому нова як для місцевих органів управління, так і для інвесторів. І хоч нині доступ до ринків боргових зобов'язань для органів регіонального та місцевого управління ускладнений, їм потрібно вже зараз планувати свої дії на період, коли вказані ринки стануть для них більш доступними. Якщо цього не зробити зараз, то можна опинитися в незavidному становищі.

Очікуваний інтенсивний розвиток регіональних і муніципальних (місцевих) фондових ринків ставить багато проблем, які необхідно враховувати в фінансовій стратегії і тактиці комерційних банків і їх взаємодії з регіональними та місцевими органами влади:

– найважливіша проблема – це недопущення надмірної (неефективної) конкуренції комерційних банків на регіональному і муніципальному фондовому ринку, результатом чого може бути надлишок пропозицій з боку інвесторів (комерційних банків) і перенасичення місцевого фондового ринку цінними паперами (падіння прибутковості та неліквідність);

– істотно важлива проблема – це здатність місцевих бюджетів (і комерційних банків) до погашення великої кількості облігацій та інших фінансових зобов'язань у зв'язку з наростанням обсягів регіонального (місцевого) держобороту і зобов'язань щодо його обслуговування (зростання бюджетних витрат по відповідних статтях бюджетної класифікації);

– обмеженість інвестиційного потенціалу більшості комерційних банків України, недостатня надійність інвестиційних вкладів у фондові операції в умовах кризової економічної кон'юнктури і нестабільності всіх органів влади (виконавчої і законодавчої) в перспективі на найближчі 1-3 роки;

– небезпека втягування ресурсів комерційних банків у фінансування проектів боргових зобов'язань регіональних і місцевих органів держави, поява яким

(проектів) викликана не явними економічними і соціальними, а політичними чинниками й амбіціями, що також приховує загрозу надмірного фінансового ризику для банків;

– на регіональному і місцевому фондовому ринку більш істотної ваги, ніж на державному рівні, набуває чинник дискретності емісії боргових зобов'язань і, відповідно, більш низька міра забезпечення їх ліквідності прибутками від подальших емісійних випусків. У будь-якому випадку необхідний аналіз потоків бюджетних ресурсів, що забезпечують стійке функціонування регіональних і муніципальних ринків. Як правило, навіть в умовах ринкової економіки вторинний ринок муніципальних облігацій не є високоліквідним;

– на відміну від практики Заходу, українські комерційні банки, що мають намір діяти на ринках муніципальних зобов'язань, повинні враховувати вищу міру адміністративного контролю за цінами на ті послуги, які надаються по об'єктах муніципальної власності.

Необхідна розробка механізму державного і регіонального регулювання фондового ринку з метою створення єдиного ринкового простору, що відповідає довготривалим стратегічним інтересам усіх комерційних банків (введення заборони на нерозголошення інформації про інвесторів, загальноукраїнський моніторинг провінційного фондового ринку).

Збільшення активності банків у сфері фінансових інвестицій вимагає проведення комплексних заходів.

Нині надзвичайно важливе місце в емісійній діяльності банків, на нашу думку, повинні зайняти нові фінансові інструменти, що враховують специфіку економічного становища в країні. До них належать:

– сертифікати Ощадбанку зі щомісячною ставкою процента. Величина процента повинна коректуватися залежно від темпів інфляції. Сертифікати повинні розміщуватися через відділення Ощадбанку серед фізичних осіб серіями терміном не менше року (при цьому по довготермінових серіях доцільно встановлювати вищий процент). Наявність таких цінних паперів дозволить не тільки захистити кошти

населення від інфляції, а й надасть йому надійний інструмент для гри на зміні курсової ціни паперів;

- валютні сертифікати Ощадбанку.

Випуск валютних сертифікатів дасть змогу скоротити обсяги готівкових доларів на споживчому ринку й одночасно створити Ощадбанкові довготерміновий ресурс для кредитних вкладів. Для населення ці цінні папери дадуть можливість захистити валюту, що є у нього, від знецінення.

До інвестиційних ресурсів банків для фондового ринку відносяться власні кошти, термінові депозити і кошти, залучені за рахунок розміщення довготермінових боргових зобов'язань.

Враховуючи ймовірність збереження високої інфляції, а також деяке звуження можливостей розміщення додаткових випусків акцій, найбільші можливості для зростання інвестиційних ресурсів банків можуть бути знайдені за рахунок:

- переорієнтації банків з випуску депозитних сертифікатів на розміщення довготермінових цінних паперів (наприклад, сертифікатів зі щомісячною виплатою процентів). Справа в тому, що депозитні сертифікати не можуть бути реалізовані на сторону, і клієнт, щоби повернути внесок, вимушений чекати закінчення терміну дії сертифіката (договору). В умовах інфляції це не вигідно. Випуск же банками ліквідних цінних паперів дозволить власникам реалізувати їх у будь-який час і, можливо, крім процента по них, отримати ще й прибуток від зміни курсової ціни;

- розміщення боргових зобов'язань серед найбільшого виробничого комплексу (підприємств нафтогазової промисловості, кольорової металургії, зв'язку);

- розміщення боргових зобов'язань серед іноземних інвесторів.

Тому для залучення банків до операцій з довготерміновими цінними паперами потрібно зробити натиск не на підвищення їх прибутковості, а на випуск спеціальних високоліквідних паперів. До них належать:

- облігації, конвертовані в акції акціонерних товариств, які є у державній власності. При цьому доцільно випускати нафтові, газові, металургійні і т. п. позики.

облігації яких через 1-2 роки можуть бути обміняні на акції відповідних підприємств. Проценти від облігацій можуть бути встановлені на рівні прибутковості тримісячних ОВДП;

- боргові зобов'язання акціонерних товариств, створених у процесі приватизації державних підприємств. Найважливішою умовою підвищення їх ліквідності, як і для державних облігацій, є можливість конвертації в акції цих акціонерних товариств;

- муніципальні боргові зобов'язання, що дають право їх власникам отримувати в траст пакети акцій і паї підприємств, що знаходиться у відповідних регіонах.

Особливу увагу потрібно звернути на участь банків в операціях із довготерміновими державними цінними паперами, призначеними для населення – ОВДП. Запропонована Мінфіном система розміщення ОВДП не цілком вдала. По-перше, попит на ОВДП визначається, по суті, заявками банків, а не можливостями населення. По-друге, до населення більшість паперів поки що не дійшла в зв'язку з тим, що навіть якщо частина кредитних установ розлучиться з ОВДП, то їм легше реалізувати їх великими пакетами юридичним особам, а не налагоджувати спеціальну мережу для роботи з великою кількістю дрібних інвесторів-фізичних осіб.

Перспективним напрямом активізації фондової діяльності банків є залучення вільних коштів населення, що вкладаються ним у готівкову вільноконвертовану валюту, за рахунок скорочення купівлі доларів.

Головну роль тут повинен відіграти Ощадбанк. Його депозити нині мало привабливі для населення. Проценти по них набагато нижчі, ніж у комерційних банках. Занижуючи відсотки, Ощадбанк обмежує свою ресурсну базу, а відповідно, і можливості інвестування народного господарства. Ощадбанк не може розглядатися як звичайний банк. Державні інтереси повинні переважати над комерційними. Розмір процентної ставки по депозитах повинен визначатися обсягом вільних коштів, що відтягаються з рук населення, а не власною вигодою Ощадбанку.

Важливе значення у переорієнтації населення від вкладання коштів у готівковий ВКВ на депозити в банки повинен відіграти і випуск спеціальних банківських ощадних паперів. Зокрема, найбільшому комерційному банку було б доцільно випустити валютні сертифікати. Їх номінальна вартість повинна бути виражена в доларах, термін обертання мусить бути, як правило, від 2-ох до 5-ти років, а щорічні проценти – не меншими, ніж проценти по депозитах в іноземній валюті. Головною умовою випуску сертифікатів повинно бути встановлення їх двостороннього котирування. Банки-емітенти зобов'язуються викупити сертифікати в певні терміни за попередньо оголошеною ціною.

Випуск сертифікатів дозволить отримати банкам довготермінові фінансові ресурси за рахунок скорочення купівлі громадянами готівкових доларів. Для населення придбання сертифікатів буде вигідне, оскільки дозволить отримувати прибуток у вигляді процентів, що неможливо при розміщенні заощаджень у готівковий ВКВ. При цьому населення буде мати можливість регулярної конверсії сертифікатів у готівкові долари (у встановлені терміни – за ціною, що оголошується емітентами, а в проміжках між ними – за цінами вільного ринку).

Здійснення даних заходів дозволить інтенсифікувати процес формування банками інвестиційних ресурсів. Для їх залучення на фондовий ринок необхідно посилити емісійну діяльність. При цьому випуск цінних паперів повинен бути більш різноманітним. Цьому допоможе випуск нових фінансових інструментів.

Найближчим часом доцільно почати емісію облігацій з варантами, що дають право на їх конвертацію в акції, які є у власності держави. Такі облігації можуть випускатися терміном на 5-7 років. Найважливішою умовою обігу цих цінних паперів буде можливість відділити варант від облігації і його функціонування (купівлі, продажу, заставних операцій і т. д.) як самостійного інструмента.

Конвертація варантів в акції не повинна обов'язково збігатися з терміном погашення облігацій. Конвертація може бути зроблена через 1-3 роки, а в деяких випадках і раніше (залежно від привабливості акцій і попиту на відповідні серії облігацій). Самостійне обертання варантів дасть змогу ще до їх конвертації в акції створити ринок привабливих цінних паперів. Це дозволить, по-перше, ввести в дію

один канал для переливання капіталів механізмами фондового ринку; по-друге, комерційні банки можуть заздалегідь переправити варанти на акції зацікавлених ними підприємств, щоби провести конверсію великими пакетами.

Випуск облігацій з варантами дасть можливість розширити сферу державних цінних паперів за рамки всеохоплюючого ринку облігацій внутрішньої державної позики, а також значно збільшити термін державного боргу.

Важливе значення для створення сприятливіших умов інвестиційної діяльності банків є забезпечення їх більшої стійкості на фондовому ринку. Істотну роль у цьому відіграє організація єдиної депозитарної мережі по боргових і дивідендних паперах. Це дозволить уникнути різних махінацій з цінними паперами, характерних для сучасного ринку країни, і значно полегшити та прискорити проведення операцій з акціями й облігаціями. Комерційні банки, що володіють найбільш розширеною депозитарною мережею, особливо зацікавлені в подальшому її розвитку й отримують найбільшу вигоду від цього.

Необхідно зазначити, що створення єдиної депозитарної мережі має і загальнодержавне значення. Подібна мережа дозволить посилити керованість фінансовими потоками на фондовому ринку, спрямовувати їх у потрібне русло, а також ефективніше контролювати правильність здійснення операцій з цінним паперами (особливо в частині дотримання антимонопольного законодавства і сплати податків).

Винятково важливе значення для підтримки стійкості комерційних банків на фондовому ринку має вдосконалення операцій РЕПО. Вони проводяться в Україні порівняно недавно – з кінця 1996 р. З цього часу НБУ здійснює кредитування комерційних банків, що допустили перевищення вартості куплених ними ОВДП над обсягом, що є у них в момент сплати грошових коштів. Для виконання гривневого дефіциту комерційні банки мають право продати НБУ ОВДП за середньозваженою ціною поточного дня. Через певний проміжок часу (звичайно через 2 дні) комерційні банки зобов'язані викупити ці папери за ціною, що включає проценти, обчислені відповідно до величини ставки РЕПО.

Подібні операції є основним способом підтримки ліквідності учасників ринку державних цінних паперів у багатьох країнах. Однак в Україні розвиток операцій РЕПО проходить однобоко. Переважна їх частина припадає на операції між Центральним банком і комерційними банками – первинними дилерами на ринку ОВДП.

Сферу операцій РЕПО необхідно розширити. У них повинні мати змогу брати участь абсолютно всі учасники ринку цінних паперів (причому всіх державних паперів, а не тільки ОВДП). Назріла потреба у введенні операцій зворотного РЕПО, коли комерційний банк має можливість купувати в НБУ цінні папери з подальшим їх продажем. Нарешті, необхідно готувати нормативні акти, відповідно до яких буде функціонувати повномасштабний ринок РЕПО, операції на якому будуть проводитися не тільки з участю Центрального банку, а й без нього (наприклад, операції прямого або зворотного РЕПО комерційними банками між собою).

Крім цього, треба значно урізноманітнити операції РЕПО по термінах їх проведення. Ці операції повинні включати в себе операції, що укладаються як на декілька днів, так і на декілька тижнів. Одночасно потрібно відмовитися від надмірної прихильності ставки РЕПО до ставки рефінансування. Процентна політика у сфері операцій РЕПО має бути гнучкішою, враховувати зміну кон'юнктури, насамперед, на ринку державних цінних паперів, а не на всьому фінансовому ринку.

Другим за значенням способом підтримки ліквідності комерційних банків в операціях на фондовому ринку є ломбардне кредитування. Нині НБУ кредитує комерційні банки під заставу, що є у них ОВДП. Однак на ринку ломбардних кредитів існують недоліки, причому багато з них збігаються з недоліками на ринку РЕПО. Так, ставка по ломбардних кредитах пов'язана зі ставкою рефінансування (по місячних кредитах обидві ставки збігаються), видаються кредити лише під заставу ОВДП, одержувачами кредитів існують в основному великі учасники ринку державних боргових зобов'язань. Лише терміни надання ломбардних позик набагато різноманітніші, ніж терміни операцій РЕПО.

Сферу ломбардного кредитування потрібно значно збільшити. У заставу під забезпечення кредитів повинні прийматися усі державні цінні папери (включаючи облігації ощадпозики, валютні зобов'язання і нові фінансові інструменти – облігації з варантами), а в перспективі – і найбільш стабільні регіональні боргові зобов'язання. Крім цього, необхідно реальніше оцінювати заставну ціну державних паперів. Нині ОВДП приймаються у заставу під забезпечення ломбардних кредитів із поправочним коефіцієнтом. Він занижує ринкову ціну боргових паперів, погіршуючи умови кредиту. Заставну ціну ОВДП доцільно встановлювати за середньозваженою ціною операцій на вторинних торгах цими паперами на Міжбанківській валютній біржі.

Підвищення стійкості банків на фондовому ринку, зростання їх інвестиційних ресурсів, поява нових фінансових інструментів дадуть змогу активізувати інвестиційну діяльність банків і диверсифікувати їх вклади у цінні папери. Банки матимуть можливість займатися операціями, що відповідають реальним потребам ринку, який формується, а не бути додатком бюджетної системи через всеосяжний ринок ОВДП.

Висновки до розділу 6

На основі проведеного дослідження умов розширення інвестиційної функції банків, зміцнення законодавчих основ державного регулювання їх функцій і визначення напрямків активізації інвестиційної діяльності комерційних банків України можна зробити наступні висновки:

1. Дисертаційне дослідження показало, що формування українського банківського законодавства – проблема актуальна, об'єктивна і невідкладна. Нині головним завданням розвитку законодавчої і нормативної бази діяльності банків є створення основ для адаптації банківської системи України до умов економічного розвитку країни, що змінюються, забезпечення передумов для стабільного її розвитку. Залежність досягнення фінансової стабілізації і надії на пожвавлення ділової активності в реальному секторі економіки від ступеня стійкості банківської

системи, а також той факт, що банки України перебувають на стадії становлення. вимагають прийняття програми з формування і зміцнення банківської системи.

2. Особливо несприятливий стан справ із законодавчою базою в інвестиційній сфері, що є однією з причин інвестиційної кризи. Уваги заслуговує питання про законодавче визначення самого механізму здійснення інвестицій в економіку. Він може включати:

- види інвестицій і визначення сфери їх правового регулювання, в тому числі особливості участі різних інвесторів у кредитуванні інвестиційних проектів;
- порядок придбання прав власності інвестором;
- порядок державного регулювання інвестиційної діяльності, що включає принципи розміщення централізованих інвестиційних ресурсів і державних замовлень.

3. Основні вимоги до законодавчої бази, де реалізується фінансова політика, включають:

- забезпечення стійкого розвитку банківської системи і запобігання їх краху;
- обмеження концентрації капіталу в одних руках і недопущення монопольного контролю над ринком фінансових ресурсів;
- забезпечення конкурентоспроможності банків на ринку фінансових ресурсів порівняно з іншими небанківськими фінансовими посередниками;
- активне стимулювання інвестиційної діяльності банків як важливого фактора зниження економічного спаду і наступного піднесення економіки та зростання життєвого рівня населення.

4. Можливості банківської системи щодо довготермінових вкладів в українську економіку обмежені фінансовим потенціалом окремого банку. З огляду на це перспективним вбачається консорціумне кредитування. Така система кредитування дає змогу реалізувати значні проекти шляхом об'єднання кредитних ресурсів кількох банків при одночасному дотриманні ними економічних нормативів щодо максимального розміру ризику на одного позичальника.

5. Тільки маючи нормальні умови для створення власного капіталу за забезпечення надійного захисту з боку держави, українські комерційні банки

зможуть активізувати свою діяльність як інвестори і взяти на себе відповідальність за кошти інших інвесторів.

6. Дія банків, що беруть участь в інвестуванні економіки, продиктована як намаганням вигідного вкладання капіталу, так і природним бажанням успішно розвиватися у новому конкурентному середовищі. Для багатьох банків фінансування бізнес-планів приватизованих підприємств стало достатньо прибутковою справою й одним із надійних видів бізнесу.

7. Основним у стратегії становлення інституційної структури банківського сектора повинно бути: по-перше, подолання синдрому штучного укрупнення складових ланок банківської системи (утворення супербанківських структур); по-друге, забезпечення диференціації у здійсненні грошово-кредитної політики щодо структурних ланок кредитної системи, котрі розрізняються за своєю функціональною спрямованістю і регіональною приналежністю.

8. Нині гострою є проблема розробки і прийняття законів, що визначають такі банківські процедури, як неспроможність (банкрутство), злиття, поглинання і ліквідацію комерційних банків, а також обов'язкове страхування банківських вкладів громадян. Тому необхідно створити правову основу для своєчасної допомоги проблемним банкам, для надійного захисту розміщених у них коштів громадян і підприємств, причому – на страховій основі, без участі бюджету.

9. Врахування особливостей сучасного етапу розвитку банківського сегмента дає змогу визначити висхідні позиції утворення нових банківських структур. До можливих варіантів утворення таких структур відносять:

- формування їх на базі банку–банкрута;
- у рамках створення фінансово-промислових компаній;
- як самостійної банківської структури.

10. З метою підтримки функціональності фінансового ринку і формування системи ефективної акціонерної власності відповідно до сучасної тенденції інституціоналізації і згідно з принципами побудови банківської системи України, необхідно погодитися з роботою банків на ринку акцій як універсальних

фінансових інститутів. Тому одним з варіантів розв'язання проблеми участі банків на ринку акцій є їхня спеціалізація, тобто розподіл на комерційні та інвестиційні.

11. Головна суперечність сучасної ситуації щодо участі комерційних банків в інвестиційних процесах в Україні в тому, що, з одного боку, банківська система, зацікавлена в нормальному економічному середовищі своєї життєдіяльності, зацікавлена і в активізації інвестиційних процесів, а з іншого – для кожного окремого банку надання довготермінових кредитів поєднане з підвищеним ризиком, що не зіставляється з можливими прибутками на вкладені кошти. Тому для того, щоб банки включались в активну інвестиційну діяльність, необхідно створити умови, за яких банки були б застраховані від невиправданого ризику.

12. Український ринок формується за моделлю близькою до європейської. Цей висновок є принциповим для розуміння перспектив його розвитку. Враховуючи дану обставину, необхідно внести певну корективу в розвиток ринку. Аналіз участі банків на ринку цінних паперів у різних країнах дає змогу зробити висновок, що різні моделі регламентації участі банків на фондовому ринку пов'язані з тенденціями розвитку банків, рівнем універсалізації їх діяльності і спеціалізації.

13. Важливе значення для створення сприятливіших умов інвестиційної діяльності банків є забезпечення їх більшої стійкості на фондовому ринку. Істотну роль у цьому відіграє організація єдиної депозитарної мережі по боргових і дивідендних паперах. Це дасть змогу уникнути різних махінацій з цінними паперами, характерних для сучасного ринку країни, і значно полегшити та прискорити проведення операцій з акціями й облігаціями. Комерційні банки, що володіють найбільш розширеною депозитарною мережею, особливо зацікавлені в подальшому її розвитку й отримують найбільшу вигоду від цього.

14. Винятково важливе значення для підтримки стійкості комерційних банків на фондовому ринку має вдосконалення операцій РЕПО. Сферу операцій РЕПО необхідно розширити. У них повинні брати участь абсолютно всі учасники ринку цінних паперів (причому всіх державних паперів, а не тільки ОВДП). Назріла

потреба у веденні операцій зворотного РЕПО, коли комерційний банк має можливість купувати в НБУ цінні папери з подальшим їх продажем.

Основні результати дослідження опубліковано у працях автора [].

ВИСНОВКИ

Проведені у процесі виконання дисертаційної роботи комплексні дослідження стратегії участі комерційних банків в інвестиційних процесах, кількісних методів і моделей формування стратегії управління інвестиційним портфелем банку, а також впливу законодавчо-правових умов на розширення інвестиційної діяльності банків дають змогу зробити наступні висновки:

1. Узагальнено й уточнено з ринкових позицій, що інвестиції характеризуються як динамічний процес руху вартостей. Категорія інвестицій є суперечливою єдністю двох сторін – ресурсів (нагромаджень, заощаджень) і вкладень цих ресурсів, вони діалектично пов'язані між собою. Динамічний характер інвестицій надає їм рис процесу часового простору та передбачає існування ланцюжка метаморфоз: ресурси (блага, цінності) – вкладення (затрати) – приріст капітальних вартостей – дохід (ефект). При аналізі ланцюжка метаморфоз інвестицій встановлено, що інвестиційна сфера – не ізольована, тобто відносно самостійна ділянка економіки. Насправді ж інвестиційна сфера пронизує весь економічний організм, в інвестиційному процесі так чи інакше беруть участь будь-які економічні суб'єкти. Інвестиційну сферу можна визнати як фактор зростання економічного організму.

2. Визначено, що банківські інвестиції, як похідне поняття категорії “інвестиції”, акумулюють у собі суттєві властивості інвестицій взагалі, хоча вони одночасно характеризуються і специфічними формами свого вияву. На основі обліку специфіки руху інвестиційного банківського капіталу в різних формах (кредитній, фондовій та ін.), що наділені вираженими особливостями свого функціонування при єдності складових частин, запропонована класифікація банківських інвестицій.

3. На даному етапі розвитку банківської системи України обґрунтовано основні інвестиційні функції комерційних банків: емісія цінних паперів, посередницька діяльність, формування власного портфеля цінних паперів, робота з державними цінними паперами, консалтинг та аналіз ефективності інвестиційних проектів, інформаційна функція.

4. Обґрунтовано, що на сучасному етапі економічних реформ в Україні спеціалізовані банківські інститути, зокрема інвестиційні банки, можуть стати одним з механізмів вирішення довготермінових проблем соціально-економічного зростання через збільшення темпів зростання інвестицій. Ці фінансові інститути свій основний вклад у розвиток економіки та суспільства здійснюють через розвиток інноваційного фінансування шляхом андерайтингу.

5. У методологічному плані аналіз діяльності банків України в рамках структурних перетворень економіки дав можливість зробити висновок, що в процесі становлення кредитної системи була допущена низка порушень, що обумовила в принципі деструктивний характер цього процесу. По-перше, це ігнорування факту, що банки початково є посередниками на грошовому ринку, інтегруючи різні інтереси всього спектра суб'єктів цього ринку. По-друге, це не розробленість протягом всього періоду становлення банківської системи інституційної основи цієї системи. Прискорена комерціалізація і лібералізація банківської справи стосовно інших галузей економіки у поєднанні з процесом спонтанної ліквідації державної банківської системи вступили у протиріччя з основною вимогою системного розвитку економіки – забезпечення синхронності перетворень, що проводились.

6. На основі аналізу рівня достатності банківського капіталу встановлено, що за останні роки відбулось значне зміщення кількості банків у групу добре капіталізованих банків. Розкриті перспективні для банківської системи України структурно-організаційні форми її функціонування – банківський холдинг і фінансово-промислові групи, котрі стають передумовами концентрації банківського капіталу.

7. Встановлено, що перспектива інвестиційної діяльності банків в Україні пов'язана із залученням заощаджень населення. Для збільшення привабливості організованих форм заощаджень у національній валюті запропоновано створити і переорієнтувати діючі інвестиційні фонди на широке залучення доходів у сферу нагромаджень під чітко визначені майнові гарантії держави та ввести одночасно зі здійсненням політики зупинення співвідношення гривні до долара режим послідовного стимулювання трансформації валютних заощаджень у гривневі. Запропоновано також головні напрямки у стратегії використання інвестиційного потенціалу заощаджень населення:

- забезпечення умов зростання заощаджень населення (розробка розумної політики доходів та оподаткування);
- вироблення на законодавчо-правовій основі комплексу заходів для забезпечення гарантій-вкладів населення;
- створення системи залучення заощаджень населення (довготермінових ресурсів) в інвестиційну сферу.

8. Визначено, що інвестиційний портфель комерційного банку є портфелем з набором цінних паперів, що входять до нього, випущених урядом, місцевими органами влади, недержавних боргових зобов'язань, акцій та облігацій, акціонерних товариств, необхідних фінансових інструментів, деривативів та інших видів цінних паперів. Інвестиційному портфелю комерційного банку повинна належати відмінна від діяльності інших інвестиційних інститутів роль – досягнення заданої ліквідності портфеля і, як результат, забезпечення платоспроможності банку. З урахуванням інвестиційних якостей цінних паперів дана детальна характеристика типів портфелів цінних паперів.

9. Аналізуючи природу довготермінових інвестицій комерційних банків у цінні папери, в роботі проведено зіставлення між прямими (стратегічними) і портфельними інвестиціями. З аналізу фактичної поведінки банків на фондовому ринку зроблено висновок, що в них при формуванні інвестиційного портфеля спекулятивні цілі переважають інвестиційні і визначають характер операцій не тільки з державними цінними паперами, а й з такими інструментами, як корпоративні цінні папери. Але в умовах зростання конкуренції у сфері банківських операцій банк повинен врахувати перспективи співпраці з клієнтами, а не тільки власні спекулятивні інтереси. Назріла потреба розробити критерії диференційованого підходу банку до визначення платності операцій з цінними паперами для клієнта, аналогічні підходам до встановлення процента при кредитуванні.

10. Залежно від оцінки інвестиційних якостей цінних паперів запропоновано два способи управління інвестиційним портфелем комерційного банку – активний і пасивний. Серед основних проблем, що виділяються при формуванні та управлінні портфелем цінних паперів з врахуванням сучасного стану фондового ринку України, можна назвати обмежене коло акцій, котрі мають стійке ринкове котирування;

невеликий вибір галузей економіки, привабливих для інвестора; високі спреди в цінах купівлі та продажу акцій; висока кореляція динаміки руху курсів найбільш ліквідних акцій. В Україні основний принцип портфельного інвестування – принцип диверсифікації активів – може бути використаний тільки в урізаному вигляді через нестачу ліквідних об'єктів інвестування.

11. Запропоновано класифікацію ризиків портфельного інвестування і проаналізовано різноманітність методів їх оцінки. Комерційному банку, як одному з державних інвесторів, властиві всі типи інвестиційних ризиків. Особливість кредитної установи в тому, що вона має додатковий тип несистематичного ризику, що не властивий іншим інституційним інститутам, – ризик втрати ліквідності свого балансу, тому що джерелом інвестицій у цінні папери можуть бути власні ресурси банку або ресурси, залучені на довготермінову перспективу. В умовах нестабільної економічної ситуації можливість залучити інвестиційні ресурси для банку обмежені, тому, купуючи цінні папери на довготермінову перспективу, банк терпить ризик за рахунок незбалансованості своїх активів з пасивами щодо терміну й характеру перебігу процентних ставок.

12. Запропоновано структуру фондового управління (фондового відділу), що здійснює прийняття стратегічних, тактичних рішень, проведення оперативних дій з управління інвестиційним портфелем. Визначено місце і роль керуючого інвестиційним портфелем банку в інтегрованій банківській системі при моделюванні інвестиційного портфеля. У цьому контексті пропонується діалогова модель процесу прийняття рішень щодо управління інвестиційним портфелем банку. Діалогова система підтримки прийняття рішень стосовно процедури моделювання оптимальної структури інвестиційного портфеля має забезпечити інтерфейс керуючого інвестиційним портфелем з ієрархічною системою математичних моделей управління інвестиційним портфелем.

13. Під час проведеного дисертаційного дослідження були вивчені та проаналізовані існуючі підходи і моделі формування й управління інвестиційними портфелями господарських суб'єктів. Обґрунтовано, що моделювання банківського інвестиційного портфеля було б доцільно базувати на ієрархічному діалоговому підході з використанням відповідних математичних моделей. Цільовою функцією у математичних моделях повинні бути не тільки дохідність і ризик, а й ліквідність

цінних паперів і портфеля, що моделюється. Також у моделях має бути передбачена можливість перегляду стратегії управління банківським інвестиційним портфелем залежно від ситуації, що складається на фінансовому ринку і в самій фінансовій діяльності банку.

14. Встановлено, що інвестиційний портфель банку не перебуває у нерухомому стані – його склад постійно змінюється залежно від ситуації, що складається, як у структурі банку, так і змін, що відбуваються безпосередньо на ринку цінних паперів. Тому ефективність моделювання інвестиційного портфеля банку здебільшого визначається узгодженістю у часі його вхідних і вихідних потоків активів, котрі впливають на фонд інвестиційного портфеля. Відповідно до цього запропоновані моделі формування фонду інвестиційного портфеля банку при узгоджених і неузгоджених у часі потоках активів, моделі розподілу фонду інвестиційного портфеля банку за основними класами портфелів і за видами цінних паперів.

15. Формування інвестиційного портфеля банку потребує створення єдиної інтегрованої інформаційної системи в рамках комерційного банку. Звідси запропоновано функціональна схема роботи банківської інтегрованої системи інформаційної підтримки формування і управління інвестиційним портфелем. Обґрунтована робота кожного модуля цієї інформаційної системи. Для ефективної роботи банківської інформаційної системи з управління інвестиційним процесом потрібна інтеграція технологій, апаратних і програмних продуктів, мережних обладнань у єдиний інформаційний комплекс, що дасть змогу використати його у відкритих системах.

16. За умов трансформації економіки України потребує подальшого розвитку законодавча та нормативна бази діяльності банківської системи, її адаптація до умов економічного розвитку країни. Встановлено, що для активізації діяльності банків у процесі інвестування держава повинна забезпечити їм:

- можливість накопичити необхідні для цього кошти;
- розділити з ними ризик інвестиційної діяльності, обумовлений економічним становищем країни;
- забезпечити достатній рівень прибутковості інвестиційної діяльності.

17. На основі проведеного дослідження основних функцій інвестиційно-банківських інститутів підтверджено, що на фондовому ринку України архиважлива присутність інвестиційних інститутів. Їхня присутність на фінансовому ринку необхідна для забезпечення фінансової стабільності, уникнення фінансових криз; ефективнішого розміщення урядом ресурсів; сприяння підприємництва; посилення конкуренції і забезпечення більшого вибору фінансових продуктів тощо. Разом з тим, з метою підтримки функціональності фінансового ринку та формування системи ефективної акціонерної власності відповідно до сучасної тенденції інституціоналізації і згідно з принципами побудови банківської системи України одним з варіантів розв'язання проблеми участі банків на фондовому ринку є їх спеціалізація, тобто розподіл на комерційні та інвестиційні.

18. Встановлено, для того, щоб банки включались в активну інвестиційну діяльність, необхідно створити умови, за яких банки були б застраховані від невиправданого ризику. Відповідно до цього комерційним банкам, Асоціації українських банків доцільно активізувати операції на ринку цінних паперів підприємств та акціонерних товариств, поступово зменшити частку вкладів у державні цінні папери, розширити діяльність на первинному і вторинному ринках державних цінних паперів, що будуть розміщуватися серед фізичних осіб, пенсійних фондів, страхових організацій.

Визначено, що винятково важливе значення для підтримки стійкості комерційних банків на фондовому ринку має вдосконалення операцій РЕПО. Сферу операцій РЕПО необхідно розширити. Назріла потреба у введенні операцій зворотного РЕПО, коли комерційний банк має можливість купувати в НБУ цінні папери з подальшим їх продажем.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М.: Финстатинформ, 1993. – 144 с.
2. Агеев С. Пока не движется недвижимость // Эксперт. – 1997. – № 7. – С. 14–20.
3. Адекенов Т.М. Банки и фондовый рынок. – М.: Изд-во «Ось89», 1997. – 160с.
4. Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика, 1992. – 352 с.
5. Алексеєнко М.Д. Капітал банку: питання теорії і практики. – К.: КНЕУ, 2002. – 276с.
6. Алёхин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара, 1992. – 160с.
7. Антонов Н.Г., Пессель М.А. Денежное обращение, кредит и банки: Учебник. – М.: Финстатинформ, 1995. – 272с.
8. Ачкасов А.И. Активные операции коммерческих банков. – М.: АО “Консалтбанкир”, 1994. – 78с.
9. Ачкасов А.И. Типы валютных операций и другие виды сделок на международном денежном рынке. – М.: АО “Консалтбанкир”, 1994. – 63с.
10. Банк: партнерство в бизнесе. – М.: Приоритет, 1994. – 128с.
11. Банківська енциклопедія / За ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза – К.: Либідь, 1998. – 345с.
12. Банківський менеджмент: Навч. посіб. для вищ. навч. закл. / О. Кириченко, І.Гітенко, А. Ятченко. – К.: Основи, 1999. - 671с.
13. Банківські операції. Підручник: А.М. Мороз, М.І. Савлук, М.Ф. Пуховкіна та ін.; За ред. д-ра екон. наук проф. А.М. Мороза. – К.: КНЕУ, 2000. – 384с.
14. Банківські ставки продовжують падати, панове... // Галицькі контракти. – 2000. – № 16. – С. 5.
15. Банковский портфель – 3. Книга менеджера по кредитам. Книга менеджера по расчетам. Книга менеджера по фондовым и трастовым операциям. Книга банковского бухгалтера и аудитора / Под ред. Ю.И. Коробова, Ю.Б. Рубина, В.И. Солдаткина. - М.: Соминтэк, 1995. – 752с.

16. Банковское дело: Справ. пособие / Под ред. Ю.А. Бабичевой. – М.: Экономика. 1994. – 397с.
17. Банковское дело: Учебник / Под ред. проф. В.И. Колесникова, проф. Л.П. Кроливецкой. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 480с.
18. Барановский О. Банковская система Украины: сегодня и завтра // Зеркало недели. – 2003. - № 14. – С.8
19. Барановський О. Ринок цінних паперів в Україні: стан, проблеми, перспективи // Банківська справа. – 1997.– № 6. – С. 15–19.
20. Бастун Л., Троїцька О. Стан платіжного балансу України за 1999 рік // Вісник НБУ. – 2000. - № 7. – С. 26-35.
21. Батлер Бр. и др. Финансы. Оксфордский толковый словарь. – М., 1997. – 680с.
22. Береславська О. Загальні тенденції розвитку валютного ринку України 1999 року // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 2. – С. 30 – 34.
23. Биржевое дело / В.А. Галанов, А.И. Басов, Е.В. Афанасьев и др.; Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2000. – 304 с.
24. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер. с англ.; Под ред. Л.П. Белых. – М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1997. – 631 с.
25. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент.– К.: МП "ИТЕМ" ЛТД. "Юнайтед Лондон Трейд Лимитед", 1995. – 448 с.
26. Большой экономический словарь. – М.: Институт новой экономики, 1997. – 950 с.
27. Бочаров В.В. Инвестиционный менеджмент (управление инвестициями). – М., 1995. – 250 с.
28. Бочаров В.В. Управление инвестиционным портфелем . Учебное пособие. – Изд-во СПб УЭиФ., 1997. – 268 с.
29. Бочаров В.В. Финансово-кредитные методы регулирования рынка инвестиций. – М.: Финансы и статистика, 1993. – 144 с.
30. Брегель Э. Я. Денежное обращение и кредит капиталистических стран. – М.: Финансы, 1973. – 376 с.

- 31.Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. – М.: ЗАО “Олимп – Бизнес”, 1997. – 516с.
- 32.Брігхем Є.Ф. Основи фінансового менеджменту / Пер. з анг. – К.: Молодь, 1997. – 1000с.
- 33.Букато В.И., Львов Ю.И. Банки и банковские операции в России / Под ред. М.Х. Лapidуса. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 336с.
- 34.Букато В.И., Пессель М. А., Мужичких В. В. Финансово-кредитные проблемы интенсификации капитального строительства, – М.: Финансы и статистика, 1987. – 170 с.
- 35.Буренин А.Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов: Учебное пособие. – М.: 1 Федеративная Книготорговая Компания. 1998. – 352 с
36. Бюлетень Національного банку України. – 1999. – № 1 – 12.
37. Бюлетень Національного банку України. – 2000. – № 1 – 12.
- 38.Бюлетень Національного банку України. – 2001. – № 1 – 12.
- 39.Бюлетень Національного банку України. – 2002. – № 1 – 12.
- 40.Бюлетень Національного банку України. – 2003. – № 1 – 12.
- 41.Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами: Пер. с англ. / Под ред. М.М. Елисеевой. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 800 с.
42. Варфоломеев С. Ринок українських євробондів. // Банківська справа. – 2001. - № 2. – С.61.
- 43.Василик О.Д. Теорія фінансів: Підручник. – К.: НІОС, 2000.-416с.
- 44.Василик О.Д., Павлюк К.В. Фінансова стабілізація як фактор економічного зростання // Фінанси України.–1998.–№12.–С.14-18.
- 45.Васюренко О.В. Банківські операції: Навч. посібник. – К.: Т-во “Знання”, 2000. – 243с.
- 46.Винс Ральф. Математика управления капиталом. Методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом «АЛПИНА», 2000. – 401с.
47. Вісник Національного банку України. – 2000. – № 1 – 12.

48. Вісник Національного банку України. – 2001. - № 1 – 12.
49. Вісник Національного банку України. – 2002. - № 1 – 12.
50. Вісник Національного банку України. – 2003. - № 1 – 12.
51. Вітлінський В., Наконечний Я., Пернарівський О. Концепція стратегії кредитного ризику // Банківська справа. – 2000. – № 1. – С. 13 – 16.
52. Вітлінський В.В. Аналіз, оцінка і моделювання економічного ризику. – К.: ДЕМІУР. 1996. – 212 с.
53. Вітлінський В.В., Верченко П.І. Аналіз, моделювання та управління економічним ризиком. – К.: КНЕУ, 2000. – 292с.
54. Волошин І. Консервативний підхід до формування резервів для малих кредитних портфелів // Вісник НБУ. – 2000. - № 7. – С. 13-15.
55. Воронова Л. Загальне сальдо платіжного балансу // Вісник НБУ. – 2000. - № 4. С. 9-16.
56. Галанова В.А., Басова А.И. Рынок ценных бумаг. - М.: Финансы и статистика, 1996. – 280с.
57. Галасюк В., Галасюк В. Методика оцінки кредитоспроможності позичальників // Вісник НБУ. – 2002. - № 2. – С. 39 – 45.
58. Гальчинский А. Стабилизация гривни: проблемы и перспективы // Зеркало недели.–2002.–11 мая.
59. Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: Пер. с англ. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1995. – 480 с.
60. Геворгян С. Перспективи створення в Україні клірингової установи щодо операцій із ф'ючерсами та опціонами // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 44-47.
61. Геращенко С., Юрченко А. Почем сегодня банковские кредиты? // Бизнес и политика. – 2000. – № 2 – 3. – С. 21.
62. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Исследование новейшей фазы развития капитализма. – М.: Изд-во соц. эк. лит-ры, 1959. – 148 с.
63. Гиндин И.Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861-1892). –М.: Госфиниздат, 1960. – 415 с.

64. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. – М.: Дело, 1997. – 1008с.
65. Гладких Д. Банківські доходи, витрати і ціна послуг у 1998-1999 роках // Вісник НБУ. – 2000. – № 7. – С. 18-19.
66. Гладких Д. Економічні показники банківської системи України за 1999 рік // Вісник НБУ. – 2000. – № 4. – С. 20 – 23.
67. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. – М.: Финстатинформ, 1997. – 135с.
68. Голосов В.В. Международный рынок ценных бумаг // Российский экономический журнал. – 1992. – № 6. – С. 9 – 12.
69. Голубович А.Д. Траст. Доверительные услуги банков и финансовых компаний клиентам.-М.: АО «АРГО», 1994. – 88 с.
70. Голубович А.Д., Ситкин А.Р., Хелкин Б.Л. Анализ финансовых отчетов зарубежных компаний. М.-1991. – 248 с.
71. Гребеник Н. Депозитний сертифікат Національного банку України // Вісник НБУ. – 1999. – № 12. – С. 7.
72. Гришаев С.П. Что нужно знать о ценных бумагах. – М., 1997. – 277 с.
73. Гроші та кредит: Підручник / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін.; За заг. ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2001. – 602с.
74. Гроші та кредит: Підручник. – 3-тє вид., перероб. і доп. / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін.; За заг. ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 598с.
75. Губський Б.В. Інвестиційні процеси в глобальному середовищі. – К.: Наукова думка, 1998. – 392 с.
76. Данилин В. Модели анализа инвестиционных проектов (модели внутрифирменного управления в условиях смешанной экономики). – М.: ЦЭМП РАН, 1992. – 275с.
77. Данилов Ю.А. Инвестиционные банки – престижно и выгодно // Рынок ценных бумаг. – 1997. – № 19. – с.10.

78. Данилов Ю.А. Создание и развитие инвестиционного банка в России. – М., 1998. – 321 с.
79. Де Ковни Ш., Такки К. Стратегия хеджирования: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 208с.
80. Дегтярёва О.И. Биржевое дело. – М.ЮНИТИ-ДАНА, 2000. – 679с.
81. Демарк Т.Р. Технический анализ – новая наука: Пер. с англ. – М.: Диаграмма, 1999. – 280с.
82. Деньги, кредит, банки: Учебник /Под ред. О. И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 448 с.
83. Дзюблюк О.В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. – Львів: Поліграф-книга, 2000. – 512с.
84. Доценко Н. Як створити банківську матрьошку: Банк-представництво-філія-відділення? // Цінні папери. – 2001. № 49. – С.10-11.
85. Дробязко А. Инвестиционные риски в Украине // Мир денег. – 2000. – № 2. – С. 20 – 21.
86. Дробязко А. Тенденції розвитку банківського сектору України в умовах макроекономічного зростання 2000-2002рр. // Банківська справа.–2000.–№5.– С.36-39.
87. Дуглас Л.Г. Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг: Пер. с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1998.-448с.
88. Економіст. – 2003. - № 6. – с.46.
89. Ермошенко Н.Н. Платежный кризис в Украине: состояние, причины и пути преодоления // Финансовая тема... – 1999. – № 9. – С. 19-47.
90. Ефимова Е.А. Формирование портфеля ценных бумаг в условиях неопределенности // Проблемы учета, анализа и статистики на рубеже веков: Тез. докл. Междунар. прак. конф. – Мн.: БГЭУ, 2000. – С. 226-227.
91. Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебное пособие для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 224 с.

92. Жураховська Л. Міжнародні стандарти з ефективності інвестування // Цінні папери України. – 2001. - № 5. – С. 22-23.
93. Загородній А. Банк у структурі промислово-фінансової групи // Вісник НБУ. – 2000. – № 4. – С. 29 – 30.
94. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 3 –є вид., випр. та доп. – К.: Знання: КОО, 2000. – 587с.
95. Задоя А., Завгородня О. Грошово-кредитні важелі активізації інвестиційної діяльності // Банківська справа. – 1999. – № 5. – С. 11 – 13.
96. Зигель Эрик С. и др. Составление бизнес-плана: Пер. с англ. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1994. – 634 с.
97. Зінченко В. Підсумки діяльності комерційних банків України за 1999 рік // Вісник НБУ. – 2000. – № 3. – С. 18 – 22.
98. Зінченко В. Підсумки діяльності комерційних банків України за I квартал 2000 року // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 8 – 13.
99. Зятковський І.В. Фінансове забезпечення діяльності підприємств: Монографія.- Тернопіль. Економічна думка, 2000. – 229 с.
100. Иванов В.М. Финансовый рынок: Конспект лекций. – К.: МАУП, 1999. – 112с.
101. Ильина О.П., Макарова Н.В. Статистический анализ и прогнозирование экономической информации в электронной таблице Excel 5.0. Microsoft. – СПб.: Изд-во ЛУЭФ, 1996. – 140с.
102. Инвестиционный фондовый портфель / Портфель делового человека. Отв. ред. Рубин Ю.Б. – М.: Соминтекс, 1992. – 748 с.
103. Іващук О.Т., Кулаїчев О.П. Методи економетричного аналізу даних у системі STADIA: Навчальний посібник.- Тернопіль: ТАНГ, 2001. – 151 с.
104. Ілляшенко С. Кредитні ризики та створення резервів для їх покриття // Вісник НБУ. – 1997. – № 7. – С. 28-42.
105. Інститути спільного інвестування: проблеми перехідного періоду // Цінні папери України. – 1999. – № 37. – С. 1 – 3.

106. Інструкція з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України: Постанова Правління НБУ № 355 від 2 серпня 2003р. // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. Додаток до журналу “Вісник Національного банку України”. – 2003. – № 11, з наступними змінами і доповненнями.
107. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні: Постанова Правління НБУ № 368 від 28 серпня 2001р. // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2001. - № 43. – С. 12 – 30.
108. Кавкин А.В. Рынок кредитных деривативов. – М.: Экзамен, 2001. – 288с.
109. Калина А.В., Кошечев А.А. Работа современного коммерческого банка: Учеб.-метод. пособие. – К.: МАУП, 1997. – 224 с.
110. Карчева Г., Ревун В. Шляхи вдосконалення нагляду та регулювання діяльності проблемних банків // Вісник НБУ. – 2000. – № 4. – С. 26 – 28.
111. Касимов Ю.Ф. Основы теории оптимального портфеля ценных бумаг. - М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1998. – 144с.
112. Кашпір Р., Матвієнко П. Похідні фінансові інструменти в управлінні ризиками комерційних банків // Банківська справа. – 1998. - № 2. – С.8-15.
113. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Прогрес, 1978. – 315 с.
114. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег. Антология экономической классики. Т. –2. – М.: Эконов, 1992. – 294 с.
115. Киселев В.В. Валютный дилинг в деятельности коммерческих банков. – М.: Финстатинформ, 1998. – 214с.
116. Ключников И.К., Торкановский В.С. Коммерческие банки США в системе государственно-монополистического капитализма.-Л.: Изд-во ЛГУ, 1982. – 192с.
117. Ковалев В.В. Финансовый анализ: управление капиталом, выбор инвестиций. анализ отчетности. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 354с.
118. Ковалев В.В. Финансовый анализ: Управление капиталом. Выбор инвестиций. Анализ отчетности. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика. 1999. – 512с.

119. Ковальчук Т.Т., Коваль М.М. Ліквідність комерційних банків: Навч. посібник. – К.: Знання: КОО, 1996. – 120с.
120. Ковни Ш., Такки К. Стратегии хеджирования. – М.: ИНФРА –М, 1996. – 208с.
121. Колб Р. У. Финансовые деривативы: Учебник. – Изд. 2-е / Пер. с англ. – М.: Филинь, 1997. – 360с.
122. Колби Р.В. Энциклопедия технических индикаторов рынка: Пер. с англ. – М.: Издательский Дом «Альпина», 2000. – 581с.
123. Коломина М.Е. Сущность и измерение инвестиционных рисков // Финансы.- 1994.-№ 4. – С. 12-16.
124. Комаринський Я., Яремчук І. Фінансово-інвестиційний аналіз: Навч. пос. – К.: Книга пам'яті України, 1996р. – 298с.
125. Конкретно о банках в Украине. // Приложение к еженедельнику «Контракты». – 2003. - № 9. – С. 14 – 17.
126. Константинов А.Ю. Американские инвестиционные банки и ценообразование на рынке первых эмиссий // США: экономика, политика, идеология.-1994. - № 4. – С. 32-41.
127. Коршунов В.И. Учет и анализ в коммерческих банках. Учеб. пособие. – Харьков: Основа, 1999. – 175 с.
128. Костіна Н.І., Алексеев А.А., Василик О.Д. Фінанси: система моделей і прогнозів. Навч. посібник. – К.: Четверта хвиля, 1998. – 304с.
129. Котлер Ф. Управление маркетингом. – М.: Экономика. – 1980. – 650 с.
130. Кох Т.У. Управление банком / Пер. с англ.: в 5-ти кн. – Уфа: Спектр, 1993. – Кн. 2. – 164с.
131. Кочетков В.Н., Шипова Н.А. Экономический риск и методы его измерения. – К.: Европ. ун-т финансов, информационных систем, менеджмента и бизнеса, 2000. – 66с.
132. Кочович Е. Финансовая математика: Теория и практика финансово-банковских расчетов. Пер. с сербского / Предисл. Четыркина Е.М.-М.: Финансы и статистика. 1994. – 268 с.

133. Кошовий Д. Зайвий податковий тиск скасовано // Вісник НБУ. – 1999. – № 11. – С. 25 – 26.
134. Кошовий Д. Портфельний інвестор повертається // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 48 – 49.
135. Кошовий Д. Учасники ринку з оптимізмом дивляться в 2000 рік // Вісник НБУ. – 2000. – № 2. – С. 52 – 53.
136. Кредитний ризик комерційного банку: Навч. посібник / В.В. Вітлінський, О.В. Пернатівський, Я.С. Наконечний, Г.І. Великоіваненко; За ред В.В. Вітлінського. – К.: Знання: КОО, 2000. – 251с.
137. Кровосмешение // Бизнес. – 2000. – № 20. – С. 13.
138. Кротюк В., Андрущенко П., Карчева Г. Фінансовий стан та проблеми розвитку комерційних банків України у першому півріччі 2001 року // Вісник НБУ. – 2001.- № 9.-С.12.
139. Кротюк В., Кіреєв О., Карчева Г. Аналіз діяльності банків України за 9 місяців 2002 року та проблеми забезпечення їх сталого розвитку // Вісник НБУ. – 2002. – №12. – С.2-9.
140. Кротюк В., Кіреєв О., Карчева Г. Банківська система України в 2001 році: проблеми, тенденції, перспективи // Вісник НБУ. – 2002. – №3. – С.2-8.
141. Кротюк В., Кіреєв О., Карчева Г. Фінансовий стан банків у першому півріччі 2002 року та шляхи підвищення ефективності їхньої діяльності // Вісник НБУ. – 2002. – №9. – С.3-9.
142. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов / Пер. с нем. под общей редакцией В.В. Ковалева и З.А. Сабова. – СПб: Издательство «Питер», 2000. – 400с.
143. Кудрявцев Ю. Кредитование малого и среднего бизнеса: аспекты финансирования // Мир денег. – 2000. – № 1. – С. 14 – 16.
144. Кужель В. Ф'ючерсний контракт як інструмент страхування ризиків при роботі з ОВДП // Вісник НБУ. – 1998. - № 5. – С.50.

145. Кузнецова Е. Правовое регулирование услуг французских банков по размещению ценных бумаг других эмитентов // Рынок ценных бумаг. – 2001. - № 9. – С. 59 – 61.
146. Кучеренко В. Новий інструмент оцінки ринку – ПФТС-індекс // Вісник НБУ. – 1998. - № 2. – С. 36 – 38.
147. Кучеренко В. Финансовый рынок Украины 96 – 97 – новый эпицентр отечественных и мировых инвестиций // Финансовая тема. – 1997. – № 7, 8. – С. 50 – 74.
148. Лавров А.М. Проблемы рынка ценных бумаг и фондовых биржевых структур: вопросы теории и практики. – Кемерово: Книжное издательство, 1993. – 197 с.
149. Лимитовский М.А. Основы оценки инвестиционных и финансовых решений. – М.: ООО Издательско-Консалтинговая Компания «ДеКА», 1998.- 232 с.
150. Лисенко О. Депозитні сертифікати банків – ініціатива належить клієнту // Конкретно про банки в Україні. – 2000. – С. 40 – 41.
151. Лисенков Ю., Коваль О. Визначення активності ринку при розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій із цінними паперами // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 50 – 54.
152. Лисенков Ю., Коваль О. Оптимізація розміру резерву на відшкодування можливих збитків від операцій із цінними паперами // Вісник НБУ. – 2001. – № 3. – С. 33-37.
153. Лисицький В., Руднев О., Лисицький І. Знову про гроші та борги в економіці України // Вісник НБУ. – 2000. – № 1. – С. 17 – 21.
154. Луців Б.Л. Аналіз інвестиційних особливостей банків як учасників ринку цінних паперів // Наукові записки. Збірник наукових праць кафедри економічного аналізу. Випуск 11. – Тернопіль: Видавництво “Економічна думка”. – 2002. – С. 100-103.
155. Луців Б.Л. Банки та інвестиційна політика // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Банківська і фінансово-кредитна система та їх роль у сучасних умовах (Щорічник наукових праць): За матеріалами доповідей міжнародної науково-практичної конференції, м Львів, 24 березня 2000 р.

- НАН України, Інститут регіональних досліджень. Редкол.: Відповідальний редактор академік НАН України М.І. Долішній. - Випуск XVII. - Львів, 2000. - С. 59 – 65.
156. Луців Б.Л. Банківська діяльність у сфері інвестицій. – Тернопіль: Економічна думка, Карт-бланш, 2001.–320с.
 157. Луців Б.Л. Банківська інтегрована система формування та управління інвестиційним портфелем // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Економічні проблеми ринкової трансформації України (Збірник наукових праць) / НАН України. Інститут регіональних досліджень. Редкол.: Відповідальний редактор академік НАН України М.І. Долішній. – Львів, 2003. – Вип. 1(XXXIX). – С. 344 – 350.
 158. Луців Б.Л. Грошово-кредитна політика держави та інвестиційна діяльність банків // Економіка України. – 2001. – №10. – С. 20-25.
 159. Луців Б.Л. До питання державного регулювання діяльності банків в інвестиційній сфері // Вісник ТАНГ. – 2001. – № 16. – С. 54-57.
 160. Луців Б.Л. Довгострокові інвестиції комерційних банків у цінні папери // Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 170. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2003. – С. 64-70.
 161. Луців Б.Л. Інвестиційна ситуація в Україні: проблеми і перспективи // Вісник ТАНГ. – 1998. – № 3. – С. 16 – 17.
 162. Луців Б.Л. Інвестиційний банківський портфель. – К.: Лібра, 2002.–192с.
 163. Луців Б.Л. Інвестиційний потенціал комерційних банків // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Серія: Економіка. – 2001. – № 9. – С. 74-75.
 164. Луців Б.Л. Інституційні особливості банків як учасників ринку цінних паперів // Банківська справа. – 2001. – № 6. – С. 11-13.
 165. Луців Б.Л. Комерційні банки в процесах концентрації акціонерної власності // Вісник Технологічного університету Поділля. – 2002. – № 5, Ч.2, Т. 1. – С. 216-217.

166. Луців Б.Л. Кредитування інвестиційних проектів // Вісник ТАНГ. – 2001. – № 14. – С. 114-118.
167. Луців Б.Л. Маркетингова орієнтація регіонального банку – орієнтація на клієнтів // Збірник наукових праць кафедри управління трудовими ресурсами і розміщення продуктивних сил ТАНГ. – Випуск 5. – 2001. – С. 79-80.
168. Луців Б.Л. Моделювання механізму формування фонду інвестиційного портфеля комерційного банку // Економіка: проблеми теорії та практики. Збірник наукових праць. Випуск 181: В 2т. Том II. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2003. – С. 406 – 411.
169. Луців Б.Л. Напрями формування й розвитку інвестиційно-банківських інститутів в Україні // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 1. – С. 38-43.
170. Луців Б.Л. Незалежна Україна заслуговує фідучіарної кредитно-банківської системи // Банківська справа. – 2001. – № 5. – С. 62.
171. Луців Б.Л. Основні методи мінімізації ризиків при формуванні портфеля цінних паперів // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Проблеми формування і реалізації політики сприяння розвитку підприємництва в Україні (Збірник наукових праць) / НАН України, Інститут регіональних досліджень. Редкол.: відповідальний редактор академік НАН України М.І. Долішній. – Львів, 2002. – Вип. I (XXXII). – С. 172 – 178.
172. Луців Б.Л. Передумови формування і розвитку інвестиційно-банківських інститутів України // Економіка Крима. – 2003. – № 10. – С. 46 – 50.
173. Луців Б.Л. Портфельне інвестування в діяльності комерційних банків // Банківська справа. – 2000. – № 5. – С. 48 – 50.
174. Луців Б.Л. Ринок корпоративних цінних паперів в умовах глобалізації ринку інвестицій // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Перспективи розвитку зовнішньоекономічних зв'язків України в контексті процесів глобалізації (Щорічник наукових праць) / НАН України. Інститут регіональних досліджень. Редкол.: відповідальний редактор академік НАН України М.І. Долішній. – Львів, 2001. – Випуск XXVIII. – С. 145 – 151.

175. Луців Б.Л. Суть і проблеми інвестиційної діяльності українських комерційних банків // Реформа фінансово-кредитної системи перехідної економіки України: Зб. наук. праць. – Луцьк: Ред.-вид. відділ Волин. держ. ун-ту ім. Лесі Українки, 1998. – С. 270 – 273.
176. Луців Б.Л. Формування портфеля корпоративних цінних паперів // Фінанси України. – 2001. – № 10. – С. 139 – 144.
177. Луців Б.Л., Бобчук І.П. Регіональні аспекти кредитної політики в управлінні кредитним ризиком. // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Банківська і фінансово-кредитна система та їх роль у сучасних умовах (Щорічник наукових праць): За матеріалами доповідей міжнародної науково-практичної конференції, м Львів, 24 березня 2000 р. / НАН України, Інститут регіональних досліджень. Редкол.: Відповідальний редактор академік НАН України М.І. Долішній. – Львів, 2000. – Вип. XVII. – С. 279 – 284.
178. Луців Б.Л., Гащак Л.М. Реалізація заставленого майна і погашення проблемних кредитів з використанням векселів // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Серія: Економіка. – 2001. – № 8. – С. 105-112.
179. Луців Б.Л., Іващук О.Т. Модель оптимальної структури інвестиційного портфеля комерційного банку // Ринок цінних паперів України. – 2003. - № 7-8. – С. 63-66.
180. Луців Б.Л., Савяк І.Я. Необхідність активізації інвестиційної діяльності в Україні // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Механізми регулювання регіонального ринку праці (Збірник наукових праць). Випуск 3 (XXXIV) / НАН України. Інститут регіональних досліджень. Редкол.: відповідальний редактор М.І. Долішній. – Львів. – 2002. – С. 344 – 349.
181. Луців Б.Л., Сас Б.Б. Аналіз структури зовнішнього боргового зобов'язання України // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Банківська і фінансово-кредитна система та їх роль у сучасних умовах (Щорічник наукових праць): За матеріалами доповідей міжнародної науково-практичної конференції, м. Львів, 24 березня 2000 р. / НАН України, Інститут

- регіональних досліджень. – Редкол.: Відповідальний редактор академік НАН України М.І. Долішній. – Випуск XVII. – Львів, 2000. – С. 333 – 337.
182. Луців Б.Л., Сас Б.Б. Особливості функціонування іноземних банків на фінансових ринках країн Центральної та Східної Європи // Наукові записки. Збірник наукових праць викладачів і аспірантів кафедри економічного аналізу ТАНГ. – Тернопіль, 2000. – С. 44-47.
 183. Луців Б.Л., Сас Б.Б. Проблеми залучення іноземних інвестицій в економіку України // Вісник ТАНГ. – 1999. – № 10. – С. 9 – 11.
 184. Луців Б.Л., Ткаченко І.С. Моделювання управління динамікою кредитного портфеля // Вісник НБУ. – 2000. – № 5. – С. 15 – 17.
 185. Лысенков Ю.М. Международный фондовый рынок: Инструментарий, участники, информационное обеспечение. – К.: Киевский институт банкиров банка «Украина», 1995. – 140с.
 186. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика / Пер. с англ. – К.: ХаГар, 1998. – 785с.
 187. Малий І. Банки та їхня роль в інфляційному процесі // Банківська справа. – 1999. – № 5. – С. 33 – 37.
 188. Малий І.Й. Кредитна інфляція в умовах перехідної економіки // Фінанси України – 1999. – № 6. – С. 96 – 105.
 189. Маркова О.М., Сахарова Л.С., Сидоров В.Н. Коммерческие банки и их операции. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 288с.
 190. Маркс К. Капитал. – М.: ИПЛ. – Т. 3, ч. 1. – 1978. – 816 с.
 191. Мартиненко В. Інвестиційний потенціал України: проблеми виміру та оцінок // Вісник НБУ. – 2000. – № 2. – С. 60 – 61.
 192. Маршалл Дж. Ф., Бансал В.К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым инвестициям / Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1998. – 784с.
 193. Масленченков Ю.С. Финансовый менеджмент в коммерческом банке: Фундаментальный анализ. – М.: Перспектива, 1996. – 160с.

194. Массе П. Критерии и методы оптимального определения капиталовложений. – М., 1971. – 242 с.
195. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. – М.: Инфра – М. 1994. – 320 с.
196. Матькин Ю.А. Инвестиционная деятельность в условиях перехода к регулируемой рыночной экономике в СССР // Экономика строительства. – 1990. – №11 – С. 18-22.
197. Машина М. Фондовая биржа или как взойти на вершину пирамиды. – М.: Международные отношения, 1993. – 168 с.
198. Меламед М. Заощадження та інвестиції української економіки в інституційних координатах // Вісник НБУ. – 1999. – № 11. – С. 6 – 15.
199. Мелкумов Я.С. Организация и финансирование инвестиций.- М.: ИНФРА – М, 2000. – 248 с.
200. Мельник О. Вплив банківської системи на інвестиційний ринок // Економіка, фінанси, право. – 1998. – № 8. – С. 5 – 7.
201. Мертенс А.В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории. – Киевское инвестиционное агентство, 1997. – 416с.
202. Миддлтон Д. Бухгалтерский учёт и принятие финансовых решений. – М.: Аудит – ЮНИТИ, 1997. – 119 с.
203. Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д. Современные деньги и банковское дело / Пер с англ. – М.: ИНФРА –М, 2000. – 856с.
204. Миркин Я.М. Банковские операции. Часть 3. Инвестиционные операции банков. – М., 1996. – 360с.
205. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Изд-во «Перспектива», 1995. – 536 с.
206. Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. – М.: «Экзамен», 2000. – 768с.
207. Михайлова Е.В., Рожков Ю.В. Финансово-кредитные методы регулирования инвестиционных рынков. – Л.: Изд-во ЛФЭИ, 1991. – 120 с.

208. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин – К.: Основи, 1998. – 963с.
209. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Організація ф'ючерсного валютного ринку // Фінанси України. – 1998. - № 10. – С. 60-69.
210. Мозговий О.М. Фондовий ринок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
211. Мозговой О.Н. Фондовый рынок Украины. – К.: Феникс, 1997. – 276с.
212. Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні. – 2000. – № 1.
213. Морозов Н. К. Принципы формирования портфелей акций наукоёмких предприятий финансовыми учреждениями / Автореф ... экон. наук. – Санкт-Петербург, 1996.
214. Москвин В.А. Кредитование инвестиционных проектов: Рекомендации для предприятий и коммерческих банков. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 240с.
215. Москвин В.А. Обследование предприятия для выдачи инвестиционного кредита // Банковское дело. – 1999. - № 4. – С. 14 – 18.
216. Мусієнко Т. Валютна політика та інвестиції // Вісник НБУ. – 1999. – № 12. – С. 11 – 15.
217. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия трейдера. – К.: ВИРА-Р: Альфа-Капитал, 1999. – 236с.
218. Науменкова С. Нові методи забалансового фінансування в банківській справі // Банківська справа. – 1997. – № 2. – С. 19 – 22.
219. Науменкова С. Ринок фінансових послуг: основні тенденції розвитку // Вісник НБУ. – 2000. - № 1. - С.36-43.
220. Науменкова С. Роль банківських установ у інвестуванні розвитку економіки // Банківська справа. – 1997. – № 5. – С. 46 – 55.
221. Нікбахт Е., Гроппеллі А. Фінанси. – К.: Основи, 1993. – 382с.
222. Новий тлумачний словник української мови. – К.: Видавництво “Аконіт”. Т.2, 1999. – 912 с.

223. Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений: Пер. с англ. / Под ред. А.Н. Шохина. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 247с.
224. О'Брайен Дж., Шривастова С. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами. – М.: Дело, 1995. – 415 с.
225. Общая теория денег и кредита: Учебник / Под ред. проф. Е. Ф. Жукова. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 304 с.
226. Опришко В. Українські банки: спеціалізація чи універсалізація? // Вісник НБУ. – 2001. - № 7. – С.7.
227. Основні події у сфері міжнародного співробітництва України: грудень 1999 – лютий 2000 // Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні. – 2000. – № 1. – С. 47 – 50.
228. Охріменко О. Муніципальні облігації на ринку України: досвід, перспективи розвитку // Цінні папери України. – 2000. – № 2. – С. 6 – 7.
229. Панова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка. – М.: ИКЦ "ДИС", 1997. – 464 с.
230. Пемло М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения / Пер. с фр. ; Под ред. Н.С. Бабинцевой. – М.: Прогресс, 1994. – 496с.
231. Пензин К. Современное состояние и тенденции развития мирового рынка биржевых опционных контрактов // Рынок ценных бумаг. – 2001. - № 15. – С. 46-50.
232. Первозванский А.А., Первозванская Т.Н. Финансовый рынок: расчет и риск. – М.: ИНФРА – М, 1994. – 234 с.
233. Пересада А.А. Інвестиційний процес в Україні. – К.: "Видавництво Лібра" ТОВ, 1998. – 392 с.
234. Пересада А.А. Основы инвестиционной деятельности. – К.: "Издательство Либра" ООО, 1996. – 344 с.
235. Пересада А.А. Управління інвестиційним процесом. - К.: Лібра, 2002. – 472с.
236. Пересада А.А., Майорова Т.В. Інвестиційне кредитування: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2002. – 271 с.

237. Пешко О. Прогнозування на ринку цінних паперів // Банківська справа. – 1999. - № 4. – С. 52-57.
238. Пирс Дэвид У. Словарь современной экономической теории. – М., 1997.
239. Підсумки діяльності комерційних банків України за 2000 рік. // Вісник НБУ.- № 3, 2001.-с.3.
240. Подшиваленко П.Д. Совершенствование экономических отношений в строительстве и финансы. – М.: Финансы и статистика, 1986. – 221 с.
241. Политическая экономия: Словарь. – М.: Изд-во политической литературы, 1990. – 480с.
242. Положення про депозитарну діяльність Національного банку України: Постанова Правління НБУ № 114 від 19 березня 2003 р. // Законодавчі та нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2003. – С. 7- 63.
243. Положення про механізми рефінансування банків України: Постанова Правління НБУ № 82 від 28 лютого 2002 р. // Законодавчі та нормативні акти з питань банківської діяльності. – 2002. - № 4. – С. 8.
244. Положення про порядок реєстрації випуску акцій та інформації про їх емісію під час реорганізації акціонерних товариств: Рішення ДКЦПФР № 221 від 30 грудня 1998р. // Українська інвестиційна газета. Нормативна база. – 2001. – С. 13-17.
245. Положення про порядок розрахунку резерву на відшкодування можливих збитків банків від операцій з цінними паперами: Постанова Правління НБУ № 629 від 30 грудня 1999р. // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. Додаток до журналу “Вісник Національного банку України”. –2000.– № 2, з наступними змінами і доповненнями.
246. Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків: Постанова Правління НБУ № 279 від 06.07.2000.
247. Поляков В.П., Московина Л.А. Основы денежного обращения и кредита: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 1995.-208с.

248. Постанова Правління НБУ Про окремі питання регулювання діяльності банків від 4.06.2003. № 240.
249. Правила випуску та обігу валютних деривативів: Постанова Правління НБУ від 07.07.1997р. № 216 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. Додаток до журналу “Вісник Національного банку України”. – 1997. – № 10, з наступними змінами і доповненнями.
250. Правила здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України: Постанова Правління НБУ № 150 від 15.04.1998.
251. Примостка Л. Вразливість строкового ринку України – в домінуванні спекулятивних тенденцій // Вісник НБУ. – 1999. - № 2. – С.38-40.
252. Примостка Л.О. Аналіз банківської діяльності: сучасні концепції, методи та моделі: Монографія. – К. – КНЕУ, 2002. – 316с.
253. Примостка Л.О. Банківський менеджмент. Хеджування фінансових ризиків: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 108 с.
254. Примостка Л.О. Методичні аспекти аналізу ефективності управління портфелями комерційних банків // Банківська справа. – 2000. - № 1. – С. 27-30.
255. Примостка Л.О. Фінансовий менеджмент банку: Навч. посібник. – К.КНЕУ, 1999. – 280с.
256. Примостка Л.О. Фінансові деривативи: аналітичні та облікові аспекти. – К.: КНЕУ, 2001. – 263с.
257. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 7 грудня 2000р. // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. Додаток до журналу “Вісник Національного банку України”.–2002. –№7, з наступними змінами і доповненнями.
258. Про випуски облігацій внутрішніх державних позик: Постанова Кабінету Міністрів України № 80 від 31 січня 2001р. // Офіційний вісник.–2001.–№5.–С.58-62.
259. Про господарські товариства: Закон України від 19 вересня 1991р. // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 49, з наступними змінами і доповненнями.

260. Про державне регулювання ринку цінних паперів: Закон України від 30 жовтня 1996р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51, з наступними змінами і доповненнями.
261. Про додаткові заходи щодо збільшення надходжень інвестицій в економіку України: Указ Президента України № 108 від 22 лютого 2001р. // Нормативні акти. – 2001. – № 7. – С.20-22.
262. Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні: Указ Президента України № 512 від 12 липня 2001р. // Офіційний вісник України. – 2001. – С.28-31.
263. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18 вересня 1991р. // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – №47, з наступними змінами і доповненнями.
264. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001р. // Нормативні акти. – 2001. – №2, з наступними змінами і доповненнями.
265. Про іпотеку: Закон України від 3.06.2003. № 898 // Голос України. – 2003. – № 129. – С. 18-21.
266. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України від 19.06.2003 р. № 979. // Голос України. – 2003. – № 146. – С. 18-21.
267. Про концесії: Закон України від 16 липня 1999р. // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – №41, з наступними змінами і доповненнями.
268. Про кредитні спілки: Закон України від 20 грудня 2001р. // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – №15, з наступними змінами і доповненнями.
269. Про лізинг: Закон України від 16 грудня 1997р. // Голос України. – 1999. – 7 вересня, з наступними змінами і доповненнями.
270. Про обіг векселів в Україні: Закон України від 5 квітня 2001р. // Фінансова справа. – 2001. – №11, з наступними змінами і доповненнями.
271. Про промислово-фінансові групи в Україні: Закон України від 21 листопада 1995р. // Голос України. – 1996. – 21 травня, з наступними змінами і доповненнями.

272. Про режим іноземного інвестування: Закон України від 19 березня 1996р. // Галицькі контракти.–1996.–№20, з наступними змінами і доповненнями.
273. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001р. // Державний вісник України.–2001.–№10, з наступними змінами і доповненнями.
274. Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб: Закон України від 20 вересня 2001 р. // www.rada.kiev.ua.
275. Про цінні папери та фондову біржу: Закон України від 18 червня 1991р. // Відомості Верховної Ради України.–1991.–№38, з наступними змінами і доповненнями.
276. Редхед К., Хьюс С. Управление финансовыми рисками / Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 288с.
277. Рид Э., Коттер Р., Гилл Э., Смит Р. Коммерческие банки.-М.: СП «Космополис», 1991. – 480 с.
278. Ричаківська В., Олексієнко М. Ощадні (депозитні) сертифікати: суть та фінансовий облік // Вісник НБУ. – 1999. – № 5. – С. 28 – 32.
279. Річний звіт 2001р. Перша фондова торговельна система // www.pfts.com.ua
280. Рогач В. Процедура одержання статусу банку-агента Кабінету Міністрів України // Вісник Національного банку України. – 2000. – № 3. – С. 50 – 53.
281. Розенберг Дж.М. Инвестиции. Терминологический словарь.– М., 1997. – 341с.
282. Ромашко О.В. Регулювання міжнародних фондових ринків. – К.: КНЕУ, 2000. – 240с.
283. Роуз П.С. Банковский менеджмент / Пер с англ. – М.: Дело ЛТД, 1995. – 768с.
284. Рудненко Т. Проблеми корпоративного управління в діяльності комерційних банків // Цінні папери України. – 2002. - № 21. – С. 8-9.
285. Румянцев С. Грошова приватизація: підсумки та перспективи // Цінні папери України. – 2000. – №2. – С. 4-6.
286. Русалова О. Застосування похідних фінансових інструментів в управлінні ресурсами комерційного банку // Вісник НБУ. – 1998. - № 4. – С. 60-61.

287. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты. Учебное пособие Под ред. В.С. Торкановского. – СПб.: АО «Комплект», 1994. – 422с.
288. Савлук М., Сугоняко О. Що заважає банкам кредитувати реальну економіку? // Вісник НБУ. – 1999. – № 12. – С. 24 – 26.
289. Самойловський А. Система гарантування вкладів фізичних осіб в Україні та міжнародний досвід її побудови // Финансовые услуги. – 1999. – № 3 – 4. – С. 13 – 18.
290. Севрук В.Т. Банковские риски. – М.: Дело ЛТД, 1995. – 72 с.
291. Селеверстова А. Нужны ли нам акции и биржи? // Экономические науки. – 1992. – № 2. – С. 101 – 104.
292. Сименкова Е.В. Операции с ценными бумагами. – М., 1997. – 380 с.
293. Синки Дж. Ф. Управление финансами в коммерческом банке: Пер. с англ. – М.: Catallaxy, 1994. – 820с.
294. Смирнов А.Л. Организация финансирования инвестиционных проектов. Серия «Международный банковский бизнес». – М.: Консалт-банк, 1993. – 184с.
295. Современный рынок ценных бумаг / Под ред. Рубцова С. В. – Владикавказ: ИПФ «Ариан», 1992. – 215 с.
296. Соколовський С. Методика оцінки основних фінансових операцій комерційного банку за допомогою системи трансфертного ціноутворення. // Вісник НБУ. – 2000. – № 8. – С. 31-33.
297. Сохацька О.М. Ф'ючерсні ринки. Історія, сучасність, перспективи становлення в Україні. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 408с.
298. Статистика: Підручник / С.С. Герасименко, А.В. Головач, А.М. Єріна та ін.; За наук. ред. д-ра екон. наук С.С. Герасименка. – 2-е вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2000. – 467с.
299. Стельмах В. Доля гривні й банківської системи України // Вісник НБУ. – 2000. – №8. – С. 2-9.
300. Степурін І.М. Методика дохідності та дюрації портфеля ОВДП // Фінанси України. – 1998. – № 10. – С. 117-119.

301. Струченкова Т.В. Использование методики VAR для оценки банковских рисков // Банковское дело. – 2000. - № 5. – С. 2-7.
302. Сурен Л. Валютные операции. Основы теории и практики / Пер. с нем. –М.: Дело, 1998. – 176с.
303. Суторміна В.М., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посібник. – К.: Либідь, 1993. – 247с.
304. Технический анализ для начинающих (Серия «Reuters» для финансистов). – М.: Альпина Паблишер, 2001.- 184с.
305. Тиркало Р.І., Кравчук І.С. Особливості застосування фундаментального аналізу в процесі формування банківського портфеля цінних паперів // Вісник НБУ. – 2003. - № 6. – С. 36-39.
306. Токмаков В.Н., Демьянов П.В., Калугин Б.С. Рынок ценных бумаг. – М: Экология, 1993. – 336 с.
307. Тьюлз Р., Бредли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000.-648с.
308. Украинская Инвестиционная Газета. – 2001. - № 1 – 51; 2002. - № 1 – 51.
309. Управление проектами / Под общей редакцией В.Д. Шапиро. – СПб.: Два ТРИ, 1996. – 361 с.
310. Управління підприємницьким ризиком. За заг. редак. проф. Д.А.Штефанича. – Тернопіль: "Економічна думка", 1999. – 224 с.
311. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: "Антидор", 1998. – 320 с.
312. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 2000.- 232с.
313. Федоренко А. Інвестиції в іпотечні цінні папери. // Ринок цінних паперів України. – 2002. - № 5-6. – С. 45-49.
314. Федоров Б.Г. Современные валютно-кредитные рынки. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 158 с.

315. Фельдман А.А. Государственные ценные бумаги. – М.: Инфра – М, 1995. – 417 с.
316. Финансово-кредитный словарь. – М.: Финансы. – 1984, I – II. – 1215 с.
317. Финансовый менеджмент / Под. ред. Е.С. Стояновой. – М.: Перспективы, 1993. – 268 с.
318. Финансы, денежное обращение и кредит / В.К. Сенчагов, А.И. Архипов, Р.Н. Чубанов и др.; Под ред. В.К. Сенчагова, А.И. Архипова. – М.: Проспект, 1999. – 296с.
319. Финансы. Денежное обращение. Кредит / Л.А. Дробозина, Л.П. Окунева, И.Д. Андросова и др.; Под ред. проф. Л.А. Дробозиной. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1999. – 479с.
320. Фирсаева Т.В. Рыночный механизм: понятия, сущность и проблемы. – М. 1991. – 120 с.
321. Фінансова звітність Національного банку України за 2002р. – 51с.
322. Фінансовий звіт “ІНГ Банк Україна” за 2002 рік. – 49с.
323. Фондовый портфель. М.: Соминтэк, 1992.
324. Фондовые рынки США: основные понятия, механизм, терминология. Пер. с англ. – М.: Церих – ПЭЛ, 1992. – 632 с.
325. Харрис Л. Денежная теория. – М.: Прогресс, 1990. – 187 с.
326. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс, 1998. – 480с.
327. Ценные бумаги: Учебник / Под ред. В.И. Колесникова, В.С. Торкановского. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 416 с.
328. Ценообразование на финансовом рынке / В.Е. Есипов, Г.А. Маховикова, Д.И. Трактовенко и др.; Под ред. В.Е. Есипова. – СПб.: изд-во СПбГУЭФ, 1998.- 640с.
329. Цінні папери України. – 2001. - №4, 25 січня.-С.21.
330. Цыганок А. Критика технического анализа // Рынок ценных бумаг. – 2001. - № 6. – С. 91-94.
331. Чайка О. Шляхи зниження відсоткових ставок за банківськими кредитами в Україні // Вісник НБУ. – 1999. – № 8. – С. 24 – 30.

332. Ченг Ф. Ли, Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы и практика. – М.: Инфра – М., 2000. – 686с.
333. Черваньов Д.М., Нейкова Л.І. Менеджмент інноваційно-інвестиційного розвитку підприємств України. – К.: Знання: КОО, 1999. – 514с.
334. Чернов В.Н. Облигации как инвестиционный инструмент предпринимателя. – М.: Правовая культура, 1992. – 315 с.
335. Чесноков А.С. Инвестиционная стратегия и финансовые игры. – М., 1994. – 263 с.
336. Чесноков А.С. Инвестиционная стратегия, опционы и фьючерсы. – М., 1993. – 109с.
337. Чесноков А.С. Рынок ценных бумаг, фондовые биржи, брокерская и дилерская деятельность. – М., Бизнес – речь – дело, 1992. – 320 с.
338. Четыркин Е.М., Васильев Н.Е. Финансово-экономические расчеты: Справочное пособие.-М.: Финансы и статистика, 1990. – 302с.
339. Шапран Н., Шапран В. Проблеми розвитку ринку строкових цінних паперів // Цінні папери України. – 2000. - № 15. – С. 18-19.
340. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА – М, 1997. – XII, 1024 с.
341. Швагер Джек. Технический анализ. Полный курс: Пер. с англ. – М.: Альпина, 2001. – 768с.
342. Швайка М.А. Банківська система України: шляхи реформування і підвищення ефективності. – К.: Парламентське вид-во, 2000. – 196с.
343. Шведов А.С. Теория эффективных портфелей ценных бумаг. – М.: ГУ ВШЭ, 1999. – 144с.
344. Шевченко О., Сліпенчук І. Інвестиційна діяльність комерційних банків // Економіка, фінанси, право. – 1999. – № 5. – С. 9 – 12.
345. Шевчук В.Я., Рогожин П.С. Основи інвестиційної діяльності. – К.: Генеза. 1997. – 318с.

346. Шенаев В.Н., Ирнязов Б.С. Проектное кредитование: Серия «Международный банковский бизнес». – М.: Консалтбанкир, 1996. – 424 с.
347. Эклунд К. Эффективная экономика – шведская модель / Пер. со швед. – М. – 1991. – 250 с.
348. Экономическая энциклопедия: Полит. экономия. (В 4-х т.). Т.2. – М.: Сов. энциклопедия. 1975. – 560 с.
349. Экономический рост – это еще не показатель // Финансовая консультация. – 1999. – № 31 – 32. – С. 32 – 34.
350. Эрлих А. Технический анализ товарных и финансовых рынков. Прикладное пособие. – М.: ИНФРА – М, 1996. – 286 с.
351. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками: Навч. посібник. – К.: Знання: КОО, 1998. – 444с.
352. Яценко Н. Время и деньги // Зеркало недели. – 2002. – 23 марта.
353. Baum W. The Project Cycle / EDI. - № 540 / 006, 1982.
354. Brealey R. A., Myers S.C. Principles of Corporate Finance. Fourth ed. Nyets, 1991.
355. Brunner. Die Wertpapiere, Endermann Handbuc h des deutschen Handels, – See – und Weshselrechts, B. 2, 1982. P. 19.
356. Elton E.J., Gruber M.J. Modern portfolio theory and investment analysis. Fourth Edition. – John Wiley & Sons. Inc. – 1991.-736p.
357. Eugene F. Fama Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance, 25, - 1970, - № 2. – pp. 383-417.
358. Lehman Brothers. Annual Report, 1998.-P.59/
359. Markowitz H. Portfolio selection. Efficient Diversification of Investments. N.Y.: John Wiley and Sons, 1959.-129p.
360. Markowitz H.M. Portfolio Selection. Journal of Finance 7 (1). March, 1952.
361. Nevitt P. K. Project Financing / Euromoney Publ. – London, 1988. p. 362, 147.
362. Project Financing / Supplement to Euromoney – London. 1988, Augyst.
363. Project Financing / Supplement to Euromoney – London, 1990, September.

364. Sharpe W.F. A simplified Model for Portfolio Analyses. Management Science. 9. - 1963. - № 2.- January. - P. 277-293.
365. Smith Cl., Smithson Ch. The Handbook of Financial Engineering. - New York: Harper Business. - 1990. - 137p.
366. Thol. Handelsrecht. 1875. B. 1.20.
367. Tobin J. Asset Accumulation and Economic Activity. Chicago: University of Chicago Press, 1980.
368. Word. Bank Glossary / - Wash. - 1991. - p. 43.