**УДК 336.7**

# ФІНАНСОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ТРАНСКОРДОННОГО СПІВРОБІТНИЦТВА В СУЧАСНИХ УМОВАХ

**Внукова Н.М.**
**Рудак С.М.**
**Слуцька О.В.**

*Стаття присвячена розвитку транскордонного співробітництва фінансових інститутів з метою підвищення ефективності інвестиційних процесів між Польщею та Україною.*
***Ключові слова:*** *регіон, фінансовий мегакластер, транскордонне співробітництво, фондова біржа.*

## ВСТУП

Проблеми підвищення рівня конкуренто-спроможності в Україні обумовлюють необхідність формування фінансово-економічних засад функціонування кластерів, адаптованих до умов української економіки з урахуванням світових стандартів.

У попередніх дослідженнях авторів [1], [2], [5] розглядалася співпраця фінансових установ та промислових підприємств (підприємств сфери послуг) спрямована на підвищення ефективності реалізації кластерних ініціатив, тобто фінансові послуги виконували роль фінансового забезпечення. Проте при розвитку кластерних ініціатив у певному регіоні можуть виникати додаткові дисбаланси, пов'язані із перерозподілом капіталу. Тому виникає необхідність в регулюванні руху капіталу в регіоні в цілому та в межах кластера.

Функціонування кластера, перш за все, спрямовано на розвиток конкуренції та формування конкурентних переваг [10]. Тому ефективним способом регулювання діяльності кластерів у регіоні є виділення мегакластера, в рамках якого кластерні утворення конкуруватимуть за ресурси та співпрацюватимуть для досягнення загального економічного зростання. Зважаючи на різні види діяльності кластерних утворень, спільними ресурсами для них виступатимуть здебільшого фінансові, а отже завдання регулювання переходить до фінансових установ, які і виконуватимуть роль ядра фінансового мегакластера.

Враховуючи геополітичне розташування України, а саме наявність спільних кордонів з ЄС та функціонування єврорегіонів, а також історико-культурну близькість слов'янських народів метою статті є побудова моделі функціонування транскордонного фінансового мегакластера на території України та Польщі.

## РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Функцію акумуляції фінансових ресурсів в економіці виконують наступні види фінансових установ – інвестиційні банки, інвестиційні фонди, страхові компанії та недержавні пенсійні фонди, а їх взаємодія з іншими суб'єктами з метою перерозподілу фінансових потоків відбувається на фондових біржах. Тому в дослідженні як базову обрано схему, в якій функцію ядра мегакластера виконує біржа. Така схема представлена на рис. 1.

У результаті аналізу схеми функціонування мегакластера, представленої на рис. 1, виділено наступні ключові зв'язки:

1. Авторизований радник – Біржа: в цьому випадку КУА виступає посередником (консультантом) для підприємств-учасників кластера з метою залучення власного капіталу шляхом емісії акцій (первинне та вторинне публічне розміщення, приватне розміщення); біржа забезпечує ліквідність та формування справедливої ціни на акціонерний капітал. При цьому, діючи у межах мегакластера, банк зменшує витрати, пов'язані із пошуком клієнтів, пошуком та обробкою інформації, може забезпечувати послуги стратегічного планування, оскільки володіє достовірною економічною інформацією.

**Внукова Н.М.,** д.е.н., проф., завідувач кафедри управління фінансовими послугами Харківського національного економічного університету
**Рудак С.М.,** аспірант кафедри управління фінансовими послугами ХНЕУ
**Слуцька О.В.,** аспірант кафедри фінансів ХНЕУ

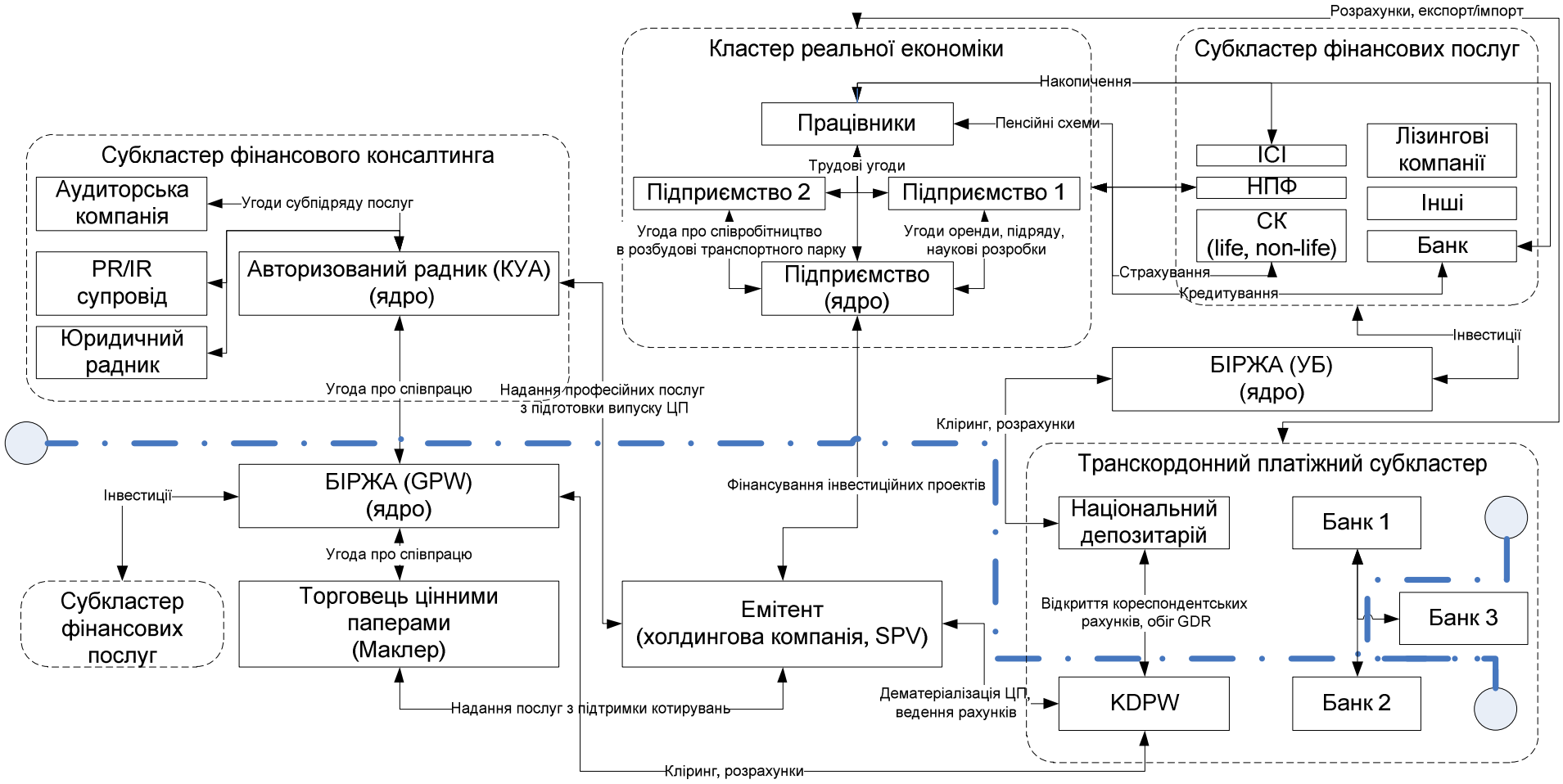


**Рис. 1 Структура та функціонування фінансового мегакластера**

Така схема знайшла застосування при первинному публічному розміщенні (IPO) акцій українських компаній на одному з найбільш динамічних фондових ринків в ЄС – Варшавській фондовій біржі (GPW) в 2010 р. В результаті IPO у листопаді-грудні 2010 р. компанії-емітенти залучили сумарно $165 млн., які були спрямовані на розвиток бізнесу. Загальна кількість українських компаній з лістингом на GPW досягла шести [3]. Значний взаємний інтерес польських інвесторів та українських товаровиробників зумовлений спрощеними процедурами лістингу та вимогами до емітентів, а також нижчим рівнем витрат на залучення власного капіталу у порівнянні з фондовими ринками інших країн Європи та США. Не менш важливим чинником – є високий рівень довіри та взаємопорозумінням за рахунок схожих мовних та культурних особливостей слов'янських народів.

2. Інституційні інвестори – фондова біржа – учасники кластера (роботодавці, працівники).

Для ефективного розвитку фінансового ринку в цілому необхідна постійна співпраця емітентів та інвесторів, яка забезпечується за посередництвом фондової біржі, шляхом стимулювання розвитку корпоративної культури та якості емітентів, залученню нових інвесторів, вивченню потреб учасників.

Основним завданням фінансових установ на рівні міжкластерної взаємодії є акумулювання вільних коштів та формування капіталу. В межах виконання цих функцій компанії конкурують одна з одною для забезпечення вищої якості послуг, хоча в процесі конкуренції співпрацюють для досягнення розвитку ринку в цілому. Зокрема, пенсійні фонди проводять спільну роз'яснювальну роботу серед населення та роботодавців для стимулювання притоку вкладів тощо.

Фінансові установи виступають посередниками при формуванні довгострокового (зокрема, венчурного) капіталу для забезпечення інвестицій у розвиток регіону, суміжних галузей тощо. При цьому у межах кластера фінансові установи отримують економію на масштабі діяльності, підприємства – засоби мотивації персоналу та участь у формуванні інвестиційної політики, працівники – додаткове джерело доходів.

Для прикладу, розвитку польського фондового ринку сприяла передусім пенсійна реформа, в результаті якої за станом на листопад 2010 р. 14 польських пенсійних фондів акумулювали більше ніж $70 млрд. активів, більше третини яких було інвестовано в цінні папери. Пенсійні фонди також досить активні на первинному ринку, акумулюючи приблизно 30-50% акцій, розміщених в результаті нових IPO, а також вторинних розміщень [3]. В цілому висока активність інституційних інвесторів у Польщі сприяла формуванню внутрішнього інвестиційного потенціалу, розмір якого перевищує потреби національної економіки. Тому розвиток транскордонного фінансового співробітництва дозволить українським підприємствам (чи їх об'єднанням) залучити інвестиції для реалізації довгострокових масштабних економічних проектів. З іншого боку співпраця у межах транскордонного мегакластера стимулюватиме розвиток внутрішнього українського інвестиційного потенціалу, а також дозволить фінансовим установам диверсифікувати *національні* ризики.

При взаємодії емітентів та біржі можливим є також залучення боргового капіталу шляхом емісії боргових цінних паперів – облігацій. Залучаючи фінансування у формі облігаційної позики, підприємства розраховують знизити відсоткову ставку за рахунок усунення посередників. При цьому компанії несуть додаткові витрати з розміщення облігацій: агентські витрати, реєстрація емісії тощо; які мають фіксований характер, тому спостерігається зворотна залежність питомих витрат від обсягу розміщення. Витрати на випуск облігацій, як правило, вищі ніж витрати, пов'язані із залученням кредиту, тому при незначних обсягах емісії різниця між ставками банківського кредиту і облігаційної позики нівелюється. Перевагами використання облігацій є їх ліквідність (можливість продажу інвестором на вторинному ринку), відсутність вимог щодо застави майна, можливість структурування позики з урахуванням особливостей позичальника.

Як зазначалося [11], низькі ефективні ставки за борговими зобов'язаннями можуть отримати лише великі корпорації з високим рівнем кредитного рейтингу, внаслідок чого безпосередня емісія облігацій кожним учасником кластера одноосібно може бути ускладнена.

Проте фінансування діяльності учасників кластера з використанням боргових фінансових інструментів можна здійснити за опосередкованою схемою залучення коштів шляхом емісії облігацій за участю уповноваженого учасника кластера або фінансової установи.

В такому випадку уповноважений учасник бере на себе функцію управління капіталом та повністю несе відповідальність за розрахунки з інвесторами. Причому залучення фінансових ресурсів через єврооблігації вимагає створення спеціальної корпоративної структури-посередника (SPV), яка є емітентом єврооблігацій з правової точки зору та здійснює всі виплати інвесторам. Фактичним же позичальником, який несе дійсну відповідальність за розрахунки з кредиторами, є учасник (учасники) кластера. При такій схемі фінансування головним недоліком є відсутність публічної історії та ділової репутації як новоствореної корпоративної структури, так і кінцевого позичальника (позичальників), що позначиться на вартості залучених коштів.

Усунення цього недоліку можливе шляхом емісії облігацій за участю фінансової установи. Принципова схема побудови кластера при такій формі фінансування представлена на рис. 2.

Як показано на рис. 2, фінансова установа кредитує учасників кластера відповідно до двосторонніх угод для реалізації спільних проектів. При цьому банк емітує облігації (або єврооблігації), виконує функції SPV. Вказана схема є ефективною при залученні фінансування кластером на зарубіжних ринках капіталу. При цьому банк-емітент – це крупний інвестиційний банк з високим рівнем кредитного рейтингу.

**Рис. 2 Схема фінансування діяльності учасників кластера з використання облігаційної позики**

При залученні ресурсів на міжнародних ринках капіталу найбільш розповсюдженими є єврооблігації типу LPN (loan-participation notes – облігації участі у кредиті). LPN – це борговий цінний папір, який дозволяє інвесторам придбати частку виданого позичальнику кредиту або частку кредитного портфелю, при цьому виплати за такими облігаціями пов'язані з цим кредитом та копіюють його параметри та умови [12]. Банк отримує фіксовану винагороду та управляє капіталом кластера.

Ще однією схемою фінансування є кредитування банком позичальників (учасників кластера) з наступною сек'юритизацією кредитних активів на внутрішньому або міжнародному ринках капіталу. В такому випадку банк емітує власні облігації під свою відповідальність, забезпечуючи їх активами – наданими кредитами або придбаними облігаціями учасників кластера.

Запропоновані схеми фінансування діяльності учасників кластера значно знижують проблему асиметрії інвестиційних відносин. Відсутність необхідності пошуку інвесторів не вимагає від емітентів штучно підвищувати привабливість цінних паперів (зазначати оферту у якості обов'язкової умови емісії), що є для них позитивним моментом. Кластерне об'єднання сприяє тому, що рівень довіри між позичальниками, інвесторами та професійними учасниками фондового ринку поступово підвищується, що сприяє використанню облігацій як ефективного інструмента залучення коштів.

Для визначення найбільш ефективної схеми фінансування з точки зору кластера здійснено SWOT-аналіз (табл. 1). В якості базового варіанту проаналізовано схему безпосередньої емісії облігацій (єврооблігацій) учасниками кластера з визначенням її переваг та недоліків. В якості альтернативного варіанту фінансування розглянуто опосередковану схему залучення коштів шляхом емісії облігацій за участю фінансової установи та визначено можливості та загрози такого способу залучення коштів.

За результатами проведення SWOT-аналізу схем фінансування діяльності учасників кластера (табл. 1) встановлено, що опосередкована схема залучення коштів шляхом емісії облігацій за участю фінансової установи має значні переваги в межах кластера. При такому варіанті фінансування банк-посередник є учасником кластера та повністю діє в інтересах позичальників. При цьому в учасників кластера виникає можливість отримання довгострокових ресурсів за відносно невелику плату для здійснення спільних проектів, що сприятиме розвитку економіки регіону.

**Таблиця 1 SWOT-аналіз схем фінансування діяльності учасників кластера**

| **Безпосередня емісія облігацій (єврооблігацій) учасниками кластера** | |
|---|---|
| **Переваги** | **Недоліки** |
| Можливість залучення коштів без посередника, незалежність від банку-кредитора<br>Доступ до ресурсів широкого кола інвесторів, що сприяє більш стійкому становищу підприємства з погляду несприятливих змін кон'юнктури<br>Можливість управляти боргом самостійно, змінювати параметри емісії, викупити частину боргу | Підвищення ризику дефолту через відсутність гарантування виплат з боку посередника<br>Складність ведення переговорів з великою кількістю інвесторів<br>Додаткові складності та витрати, пов'язані з залученням консультантів, розміщенням паперів тощо<br>Необхідність позитивної кредитної історії, високої репутації та прозорої діяльності емітента<br>Складність залучення коштів невеликими компаніями<br>При залученні невеликої суми коштів значні питомі витрати розміщення |
| **Опосередкована схема залучення коштів шляхом емісії облігацій за участю фінансової установи** | |
| **Можливості** | **Загрози** |
| Можливість залучення коштів за нижчою ціною, ніж на внутрішньому фінансовому ринку<br>Зниження ризику ліквідності на міжнародному ринку капіталу<br>Зниження ризику дефолту через гарантування виплат банком<br>Посередник здійснює всі організаційні заходи щодо залучення ресурсів та управління боргом самостійно<br>Можливість отримати необхідну суму коштів невеликими компаніями за відносно низьку плату | Залежність позичальників від банка-посередника, який встановлює умови надання кредиту<br>Підвищення ризику валютного курсу при співробітництві з іноземним банком-посередником<br>На позичальників накладаються додаткові обмеження щодо розпорядження коштами, за допомогою чого контролюється фінансовий стан компанії |

Ефективність функціонування фінансових установ в рамках мегакластера визначається можливістю залучення значної кількості клієнтів за умови проведення відкритої партнерської діяльності, адже саме довіра до ринку фінансових послуг відіграє ключову роль в його розвитку [13].

Функціонування кластерів передбачає ефективність і гнучкість, яка можлива у мережах, які побудовані за принципом близького розташування і неофіційних локальних зв`язків, у порівнянні з тими мережами, в яких присутні формальні та ієрархічні взаємовідносини між компаніями або між інститутами і компаніями. Теорія кластерів спроможна також показати, як формується мережа взаємовідносин і як отримується людський капітал, який допомагає розкласти на складові частини питання причини та слідства.

Аналіз показав, що одним з класів перешкод з організації кластера стосується соціального контексту розвитку економіки, який є дуже важливий, оскільки саме довіра між бізнес-структурами, довіра до закону, виконання зобов'язань, культури ведення бізнесу – це ті елементи, які важливі для розвитку економіки [7]. Перевагами від участі фінансових компаній особливо у транскордонних кластерних ініціативах є підвищення рівня довіри до фінансових установ [1]; [2]; [5]; [4].

Відповідно до стандартів Базельського комітету банківського нагляду від 01.10.2001 року ризик (п. 11) для репутації складає основну загрозу для банків, оскільки характер їхнього бізнесу вимагає підтримки довіри у вкладників, кредиторів і на місці проведення ринкових торгів.

Ризик для репутації визначається як вірогідність того, що погана слава про практику ділових відносин та співробітництво банку, незалежно від того, правда це чи ні, призведе до втрати віри в надійність установи. Банки особливо вразливі до ризику репутації, оскільки вони можуть дуже легко стати знаряддям чи жертвою незаконної діяльності з боку їхніх клієнтів. Вони мусять захистити себе за допомогою ефективної програми KYC («знай свого клієнта»), проявляючи неослабну пильність. Активи під управлінням або ті, які утримуються на фідуціарній основі, можуть створювати особливу небезпеку для репутації [8], [9].

Отже, в результаті розроблено принципову схему співпраці фінансових установ та інших суб'єктів в межах фінансового мегакластера з метою реалізації кластерних ініціатив транскордонного співробітництва між Україною та Польщею. В результаті аналізу запропонованої схеми встановлено пріоритетну роль біржі у забезпеченні функціонування мегакластера. Наведено схеми залучення інвестицій у власний та борговий капітал з використанням транскордонних фінансових зв'язків, проаналізовано їх переваги та недоліки. Доведено важливість фактора довіри при співпраці клієнтів та фінансових установ, а також взаємодії фінансових установ на біржі в процесі перерозподілу капіталу. З урахуванням статистики біржових емісій цінних паперів встановлено наявність вищого початкового рівня довіри між учасниками, що знаходяться в рамках одного (слов'янського) культурного простору.

**ПЕРЕЛІК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ**


1. Внукова Н. М. Кластерні ініціативи транскордонного співробітництва у забезпеченні конкурентоспроможності єврорегіонів / Н.М.Внукова // Перспективи становлення конкурентоспроможної регіональної економіки : матеріали шостого Пленуму Спілки економістів України та міжнародної науково-практичної конференції / [під заг. ред. В. В. Оскольського]. – Київ, 2007. – С. 26–28.
2. Внукова Н. М. Фінансові послуги в кластерних ініціативах транскордонного співробітництва / Н. М. Внукова // Проблеми та перспективи розвитку підприємництва в Україні : матеріали III Міжнародної науково-практичної конференції. – К.: КНТЕУ, 2007. – С.54–56.
3. В 2011 г. украинские эмитенты продолжат выходить на площадки WSE [Электронный ресурс] // Экономические известия. – 2011. – №57. – Режим доступа : http://finance.eizvestia.com
4. Державна програма розвитку транскордонного співробітництва на 2007-2010 роки: Постанова Кабінету Міністрів України // Урядовий кур'єр. – 2007. – №8. – С. 23–24.
5. Концепция формирования трансграничного финансового кластера еврорегиона «Слобожанщина»: [препринт] / [Внукова Н. Н., Сыромолот Э. А., Ягольницкий А. А., Рудак С. М.]; (ХОО «Еврорегион «Слобожанщина», ХНЭУ, ХГТУСА). – Х.: [б/и], 2010. – 32 с.
6. Крот А. В. Особливості механізму формування кластерних утворень [Електронний ресурс] / А. В. Крот // Вісник Чернігівського державного технологічного університету. – 2009. – №39. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua
7. Мусабаева А. Кыргызстан в поисках рецепта конкурентоспособности [Электронный ресурс] / А.Мусабаева.– Режим доступа: www.ipp.kg
8. Належне ставлення банків до клієнтів (стандарти Базельського комітету банківського нагляду) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon.rada.gov.ua
9. Петров Д. Можливості Базель II для розбудови ефективної системи оцінки та управління кредитними ризиками / Д.Петров, М.Помазанов // Фінансовий ринок України. – 2009. – №3 (65). – С.5–7.
10. Портер М. Конкуренція / М.Портер. – М.: Вільямс, 2005. – 608с.
11. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку : [монографія] / [Лютий І. О., Грищенко Т. В., Мошенський С. З. та ін.] – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
12. Офіційний сайт інформаційного агенства «Cbonds» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.cbonds.info
13. Формування системи довіри та захисту прав споживачів фінансових послуг: [монографія] / [за ред. проф. Внукової Н.М.]. – Харків: АдвА, 2010. – 188 с.