

4. В основі економічного підйому, що почався в Україні після 2000 року, лежать фактори різного рівня значимості. Серед них є як кон'юнктурні, так і стратегічні, системні. Кон'юнктурний фактор — зростання інвестиційної активності внаслідок значної девальвації гривні.

5. Стратегічний фактор — зростання інвестиційної активності внаслідок того, що грошовий капітал пішов у реальний сектор економіки, перетворюючись у такий спосіб на виробничий.

### **Література**

1. Статистичний щорічник України за 2004 рік. — К.: Техніка, 2005.
2. Ковальчук В. М. Загальна теорія економіки (теоретична економіка): Навчальний посібник. — Тернопіль: ТАНГ — «Астон», 1998. — 368 с.
3. Трансформаційна економіка: Навч. посіб. / За ред. В. С. Савчука, Ю. К. Зайцева. — К.: КНЕУ, 2006. — 612 с.

Стаття надійшла до редакції 04.12.2006

УДК 338.46.336.7

*І. Б. Івасів*, канд. екон. наук, доц.,  
докторант кафедри банківської справи  
КНЕУ імені Вадима Гетьмана

### **ВІДНОСИНИ З ІНВЕТОРАМИ В СИСТЕМІ СУЧАСНОГО БАНКІВСЬКОГО МЕНЕДЖМЕНТУ**

В роботі розглянуто роль зв'язків з інвесторами в процесі управління вартістю банківської фірми. Визначено вплив ІР на репутацію банку і, таким чином, на його вартість. Запропоновано алгоритм програми зв'язків з інвесторами для банку.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** зв'язки з інвесторами, вартість банку, репутація банку.

Наріжним каменем нашого розуміння призначення банківського менеджменту є той факт, що його основна мета полягає в максимізації добробуту економічних агентів, яких прийнято називати зацікавленими сторонами (stakeholders), передусім, власників банку. У розвинутих країнах ця парадигма набула практичного втілення у вигляді концепції максимізації вартості компанії.

Не дивно, що проблема вартісноорієнтованого менеджменту стала активно досліджуватись і в економічній теорії, зокрема в теорії фірми, а її основоположники М. Міллер і Ф. Модільяні отримали Нобелівську премію в галузі економіки.

В Україні максимізація добробуту власників у банківському бізнесі часто-густо проявлялась у створенні т. з. «кишенькових» (кептивних) банків, використанні банку як джерела фінансування інших своїх бізнес-проектів. Саме тому деякі власники вітчизняних банків так довго мирилися з порівняно низькою рентабельністю свого банківського бізнесу, компенсуючи його доходами, часто-густо нелегальними, з інших сфер підприємницької діяльності.

На наших очах відбуваються серйозні зміни в інтер'єрі банківського сектора України. Експансія іноземного капіталу загострює конкуренцію на банківському ринку. Для того, щоб вижити у конкурентній боротьбі, вітчизняним кредитним інститутам необхідно нарощувати власну капіталізацію, вдосконалювати систему управління, вести бізнес більш прозоро. Тим більше, що в цьому ж напрямку вже рухаються їхні потенційні зарубіжні конкуренти. Саме на це направлені і рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду, і принципові зміни до Закону Про банки та банківську діяльність, унесені відповідно до Закону України Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного капіталу від 14.09.2006 р. [1].

Очевидно, що подібні законодавчі заходи вже назріли. Про їх необхідність в частині вимоги до обов'язкового публічного статусу компаній, що займаються банківським бізнесом, зокрема йшлося в одній з наших попередніх робіт [2, с. 60].

Також очевидно, що для вирішення проблем капіталізації українським банкам внутрішніх резервів вже не вистарчить. Перехід банків до публічного статусу, під яким ми розуміємо статус відкритого акціонерного товариства, викличе дві наступні проблеми: по-перше, пошук інвесторів, що передбачає необхідність налагодження інформаційної взаємодії з певними колами зацікавлених осіб на час підготовки і проведення емісії акцій і, по-друге, створення механізмів постійних зв'язків з інвесторами.

Термін «зв'язки з інвесторами» (IR — investor relations) став вживатись у 60-х роках минулого століття, набув поширення у 70—80-х роках, а в останнє десятиліття поняття IR міцно увійшло в управлінську практику компаній розвинутих країн. Розробці концепції зв'язків з інвесторами присвячені праці, зокрема, Д. Аллена, К. Деніела, Т. Коллера, р. Ла Порти, Г. Степлдона, Х. Харпера. В Україні інтерес до IR з'явився зовсім недавно. В

банківському секторі поява зацікавленості в ІР пояснюється причинами, викладеними вище. Що стосується стану теоретичних розробок даної проблеми, то вони явно недостатні. Особливо це стосується банківського бізнесу, який в останні роки лідирує за обсягами іноземних інвестицій. Крім того, більшого поширення у вітчизняній науці набуло розкриття концепції ІР, як елементу маркетингової стратегії фірми, тоді фінансові аспекти даної проблеми не знайшли достатнього опрацювання. Тому завданням нашої роботи є узагальнення передових наукових розробок у царині зв'язків з інвесторами, виявлення взаємозв'язків між ІР та створенням вартості банківською фірмою.

Перш за все, принципово визначити цільову аудиторію зв'язків з інвесторами. За визначенням А. Азриліяна інвестори — це юридичні або фізичні особи, котрі здійснюють інвестиції, вкладають власні або залучені кошти в інвестиційні проекти, фінансові або реальні активи [3, с. 301]. Б. Федоров дає схоже трактування інвестора, вважаючи, що це «фізична або юридична особа, яка розміщує свої кошти в фінансові або реальні активи у розрахунок на доход та / або приріст капіталу» [4, с. 386].

Наведені вище визначення спеціально відібрані і відображають наше уявлення про дві групи зацікавлених сторін, котрих ми вважаємо інвесторами компанії: акціонерів та кредиторів. Такої ж точки зору притримується група дослідників на чолі з р. Ла Порта [5, с. 386]. Однак якщо останні розглядають поняття «кредитор» доволі широко, оскільки дане їхнє дослідження присвячено захисту інвесторів, то нас такий підхід задовольнити не може. Ми вважаємо, що цільовою аудиторією служби зв'язків з інвесторами поруч з акціонерами мають виступати кредитори банку, котрі інвестували кошти в цінні папери банку боргового характеру. Мова іде про привілейовані акції, облігації, в тому числі й конвертовані облігації.

Необхідно, однак зазначити, що існують й інші підходи до трактування цільової аудиторії зв'язків з інвесторами. Зокрема, автори книги «Нові підходи до відносин з інвесторами» обмежують свій розгляд лише інтересами акціонерів банку [6]. На нашу думку, це пояснюється тим великим значенням, який набули в останнє десятиріччя акціонери в сфері корпоративного контролю. Дійсно, інші групи зацікавлених осіб (стейкхолдери) не мають прямого доступу до контролю над банківською фірмою. Однак ігнорувати кредиторів у процесі створення вартості компанії теж не можна, так як частка боргу у структурі ресурсів банку через ефект «фінансового важеля» також здійснює вплив на вартість банку.

За іншим підходом цільовою аудиторією зв'язків з інвесторами виступають інвестори, партнери банку, включаючи фінансових аналітиків, пресу тощо. Таким чином зв'язки з інвесторами фактично трактуються як зв'язки з зацікавленими особами, що на нашу думку є ототожненням IR з паблік релейшенз. Також, цільова аудиторія в такому випадку плутається з об'єктами комунікації. Про зв'язки IR з паблік релейшенз мова піде нижче, однак у даному контексті вважаємо подібний підхід неправомірним.

Так само як і поняття «інвестор», що трактується неоднозначно, — і вузько, і достатньо широко, — термін «зв'язки з інвесторами» може визначатись як з функціональної, так і з інституційної точки зору.

Національний інститут відносин з інвесторами (NIRI), що знаходиться у США, визначає відносини з інвесторами як «стратегічну управлінську функцію, яка має безпосереднє відношення до фінансів, комунікації, маркетингу...» [6, с. 48].

На наш погляд, зв'язки з інвесторами — це довгострокова стратегія, направлена на надання інвесторам уявлення щодо концепції створення компанією вартості і яка поєднує елементи фінансів та маркетингу. В нашій дефініції хотілося б акцентувати увагу на двох ключових словах: стратегія та вартість.

Перше вказує на те, що концепція IR є елементом стратегічного управління компанією, а її ефективність досягається, коли менеджмент не обмежується налагодженням комунікацій з інвесторами тільки в період залучення коштів, а вибудовує постійний механізм інформаційної взаємодії з інвесторами.

Слово «вартість» у нашому визначенні показує, що концепція IR спрямована на вартісноорієнтовану модель управління компанією. При цьому, завдання зв'язків з інвесторами полягає у приведенні ціни на акції у відповідність з реальною ціною банківської фірми.

Сучасну економіку можна сміливо назвати економікою нематеріальних активів. Так, середня вартість усіх компаній, акції яких продаються на Нью-Йоркській фондовій біржі, в 2,5 рази вища за їх балансову вартість [7, с. 5]. Різницю між ринковою та балансовою вартістю визначається репутацією компанії. Формувати репутацію банку означає управляти очікуваннями інвесторів, що і є завданням служби зв'язків з інвесторами. В дійсності ж очікування інвесторів визначаються дисконтованим грошовим потоком, який у довгостроковій перспективі буде генерований банком:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+i)^t},$$

де  $FCF$  — грошовий потік у прогнозному періоді;

$i$  — ставка дисконтування;

$t$  — інтервал прогнозного періоду.

Ринкова вартість банку в цілому завжди відображає його реальну, на думку керівництва, вартість. Існуючий часто-густо розрив між ними Т. Коллер пояснює невідповідністю результатів компанії очікуванням ринку [8, с. 43]. Саме на усунення цього розриву й мають бути направлені зусилля ІР, адже недооцінка банку негативно впливає на його перспективи: банк знаходиться під загрозою поглинання, зростає вартість залучення коштів. Однак і переоцінка вартості банку теж несе загрози. Така ситуація може стимулювати менеджерів у спробах утримати вартість відстрочувати інвестиційні витрати, що негативно вплине на вартість банку в майбутньому. Тому максимізація вартості банку не може розглядатись в якості завдання служби зв'язків з інвесторами.



Рис. 1. Алгоритм програми розвитку зв'язків з інвесторами для банку

Сучасною тенденцією розвитку зв'язків з інвесторами став перехід від здебільшого спонтанних дій у цій царині до сформульованої стратегії. Раніше діяльністю у сфері ІР займався топ-менеджмент і фахівці служби зв'язків з громадськістю. Хоч роль топ-менеджменту у зв'язках з інвесторами досі є значною, сама по собі служба PR вже не може ефективно налагоджувати комунікації з інвесторами. В основному, її працівники є фахівцями в сфері маркетингу, тоді як зв'язки з інвесторами потребують фінансових знань, знаходячись на стику фінансів та маркетингу. Ця тенденція відображена у нашому визначенні зв'язків з інвесторами. Тому для того, щоб здійснювати ефективні зв'язки з інвесторами, банки та інші компанії створюють спеціальні служби ІР.

Фахівець ІР повинен бути докладно обізнаним про усі сфери діяльності банку, співпрацювати з керівниками основних функціональних і територіальних підрозділів, бути підпорядкованим безпосередньо Голові правління або його заступнику.

Цікаво, що виділивши ІР з паблік рілейшенз, більшість компаній зараз робить кроки по координації зусиль обох служб. І тут є логіка, оскільки метою і одних, і других є підвищення репутації банку, як важливого нематеріального активу, що в сучасних умовах формує вартість компанії.

На рис. 1 ми запропонували алгоритм програми розвитку зв'язків з інвесторами для банку. Вихідною точкою реалізації програми є позиціонування банку в якості інвестиційно привабливої компанії. Для цього необхідно зрозуміло донести до інвесторів концепцію створення банком вартості. Інвестори мають отримати інформацію про стратегію, цілі банку, підтверджені відповідними фінансовими показниками.

Викладення елементів стратегії банку дає зрозуміти інвесторам відмінності банку від конкурентів, його конкурентні переваги. Цілі банку повинні бути ілюстровані конкретними фінансовими показниками, наприклад, зростання доходів, прибутку на акцію, причому останні мають бути реалістичними. Таке висвітлення інформації вимагає від банку певного рівня відкритості та транспарентності, так як поруч з фінансовими показниками важливою ілюстрацією створення вартості виступають дані нефінансової звітності, яка в багатьох випадках необов'язкова для оприлюднення.

Наступним кроком є ідентифікація осіб, до яких доцільно донести інформацію. Як вже зазначалось, це й існуючі акціонери, і потенційні інвестори. Аналіз існуючих акціонерів доволі важливий, він дозволяє здійснювати групування інвесторів і потім шу-

кати найбільш ефективні механізми комунікації для кожної з груп.

Групування інвесторів може здійснюватись на основі наступної класифікації. Так, інвесторів розділяють на дві великі групи: індивідуальні та інституціональні інвестори. Індивідуальні інвестори — це інвестори доходи від інвестицій яких належать тільки їм самим. Інституційні інвестори — це фінансові посередники, котрі емітують власні фінансові активи, а виручені кошти використовують для придбання фінансових активів інших компаній. Розрізняють кілька типів інституційних інвесторів:

1. *Фінансові інвестори*. Придбають цінні папери, ціни на яких зростають. Практично не цікавляться діяльністю компанії. При зниженні курсу цінних паперів позбавляються цих активів. Перспективи комунікації з такими інвесторами сумнівні.

2. *Інвестори росту*. Здійснюють моніторинг галузей, що обіцяють стале зростання. Придбають цінні папери компаній, що представляють такі галузі.

3. *Інвестори у «вартість»*. Здійснюють вкладення в «недооцінені», у т. ч. широко невідомі компанії. На відміну від інвесторів росту, їх більше цікавить сама компанія, ніж галузь, у якій вона працює.

Для банку важливо підтримувати баланс між усіма трьома типами інституційних інвесторів для того щоб зменшити волятивність своїх акцій. Те саме стосується балансу між індивідуальними та інституційними інвесторами. Важливо визначити ключових інвесторів, тобто тих, від кого залежить вартість банку. Інформація має адресуватись, також, фінансовим аналітикам, мас-медіа, передусім ділового характеру.

Банки повинні своєчасно надавати якомога повну інформацію про усі важливі події в своїй компанії, причому робити це одночасно для усіх інвесторів. Професійна етика спонукає працівників IR забезпечувати рівні умови для інвесторів щодо отримання інформації. Принаймні ця інформація повинна бути узгодженою, адже найменше розходження даних може негативно вплинути на репутацію банку.

На думку вітчизняних фахівців, найбільш продуктивними каналами комунікацій з інвесторами служать корпоративний веб-сайт, розсилки новин, річний та фінансовий звіт, організація візитів інвесторів у компанію, проведення щорічних зборів акціонерів [9, с. 62]. Ми поділили канали інформації на 3 групи: масова, адресна, активна і виділили чинники, що визначають враження інвесторів від банку (див. рис. 2). Ґрунтовний аналіз джерел донесення

інформації до зацікавлених осіб потребує більш детального дослідження, тому ми обмежимося лише констатацією того, що, на нашу думку, найбільш продуктивними для банку розвиток корпоративної веб-сторінки, а також розповсюдження річного звіту. Ці джерела інформації мають містити фінансову інформацію, необхідну і зручну для сприйняття різними типами інвесторів.

**Масова комунікація**

- IR-сторінка на веб-сайті банку
- Річний звіт
- Робота с інформаційними агентствами
- Прес-релізи для інвесторів

**Адресна комунікація**

- Розсилки інформації контактним особам із врахуванням їх специфіки
- Спілкування топ-менеджерів банку з інвесторами

**Активна комунікація**

- Роуд-шоу та зустрічі з інвесторами
- Конференції та форуми
- Регулярні зустрічі з фінансовими аналітиками
- Зустрічі з журналістами

**Аналіз банку**

- ⇒ Сильні та слабкі сторони банку в очах інвесторів
- ⇒ Зрозумілість і переконливість стратегії банку для інвесторів
- ⇒ Враження інвесторів про банк в порівнянні з конкурентами

**Оцінка діяльності банку в сфері IR**

- ⇒ Аналіз практики спілкування з інвесторами
- ⇒ Аналіз джерел інформації про банк
- ⇒ Оцінка інформаційних матеріалів банку

Рис. 2. Канали надання інформації інвесторам та оцінка ефективності зв'язків з інвесторами

В процесі реалізації програми зв'язків з інвесторами працівникам служби IR потрібно добре розуміти спонукальні мотиви поведінки тих, на кого направлена інформація. Справа в тому, традиційна економічна теорія спрощує аналіз складних економічних явищ. Теорія про ефективність ринку говорить про те, що ринкова інформація швидко обробляється і відображається у вигляді курсу акцій. Натомість, в одній з попередніх робіт ми дійшли висновку про нереальність на практиці сподівань на раціональну поведінку економічних агентів [10], що підтверджується і наявністю різних відхилень, що постійно спостерігаються при функціонуванні фінансових ринків. Це призвело до появи на Заході цілого пласта наукових досліджень в сфері так званого «фі-



нансового біхевіоризму», тобто поведінки інвесторів. Дослідники, зокрема С. Неер, А. Оттербах та інші, доводять, що психологічні особливості сприйняття інформації можуть мати значні наслідки для прогнозування дій інвесторів. В реальному житті мотиви інвестиційних рішень часто змінюються в результаті суб'єктивних факторів і мають форму, відмінну від рекомендацій традиційної економічної теорії. Так, інвестори остерігаються ризику у випадках, коли мова йде про прибутки, натомість, готові йти на ризик там, де їм загрожують витрати. Загалом, мотиви рішень інвесторів багато в чому залежать від того, у якій фазі життєвого циклу вони знаходяться, якими можливостями володіють [11, с. 61].

Особливості поведінки інвесторів проявляються в тому, що в багатьох випадках вони підмінюють раціональну оцінку економічних явищ суб'єктивними побажаннями. При отриманні масиву інформації інвестори часто вибирають лише ті данні, які вони хочуть знати, позитивну інформацію переоцінюють, а негативну — ігнорують.

Сильно впливає на поведінку інвесторів і вибрана ними стратегія. Інвестори у вартість довго вивчають компанію і тому вважають, що знають про неї усе. Вони схильні ігнорувати нову негативну інформацію, не позбуваються цінних паперів після появи перших збитків, часто до часу, коли продати їх стане вже надто пізно.

Інвестори росту інвестиційні рішення приймають, коливаючись між результатами власного аналізу та поведінкою інших учасників ринку. Тому вони мають схильність до ризику завищеної оцінки перспектив банку. Однак часто цінні папери, курси яких довгий час зростали і користуються попитом у колах інвесторів, містять ризик знецінення.

Фінансові інвестори, являючись короткостроковими гравцями, змушені спрощувати інформацію, розглядати її ізольовано від інших економічних явищ. Це призводить до ризику викривлення або ігнорування важливих даних.

Знаючи своїх інвесторів, можна вивчати їх особливості. Це дасть можливість запропонувати їм інформацію саме у тому форматі, який їм необхідний для раціонального прийняття рішень. Однак мова жодним чином не йде про маніпулювання чи чисту PR-технології. Інформація має бути виключно достовірною, однак такою, що викличе зацікавлення і зможе задовольнити партнерів.

Таким чином, ми бачимо, що зв'язки з інвесторами перетворились на важливий елемент стратегії управління вартістю ком-

панії і потребують науково обґрунтованих підходів до розв'язання проблеми комунікацій банку з його інвесторами.

Цільовою аудиторією зв'язків з інвесторами виступають акціонери та власники цінних паперів банку боргового характеру. Ігнорування останніх неприпустиме, оскільки через співвідношення капітал / борг вони впливають на вартість банку. В наступні роки залучення коштів через розміщення євробондів залишатиметься важливим механізмом поповнення ресурсів українськими банками.

Зв'язки з інвесторами не мають на меті максимізацію вартості банку. Завдання IR полягає в усуненні розриву між ринковою вартістю банку та його вартістю, розрахованою керівництвом.

В сучасних умовах для налагодження комунікацій з інвесторами банкам доцільно створювати спеціалізовані служби IR. Разом з тим, ефективна діяльність останньої можлива за умови тісної взаємодії з підрозділом паблік рілейшенз.

Робота в сфері IR не разовою акцією, а потребує системного підходу. Банкам доцільно створювати програми розвитку зв'язків з інвесторами, серед елементів елементами якої важливе місце посідає ідентифікація інвесторів та пошук ефективних каналів комунікацій з ними.

Реалізація програми IR має базуватись на вивченні мотивів поведінки інвесторів, що дозволить передбачати їх можливі інвестиційні рішення, більш ефективно доносити інформацію і, загалом, управляти інвестиційними очікуваннями.

## Література

1. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного капіталу» від 14.09.2006 р. № 133 V.

2. *Ivasiv I. B.* Транспарентність банківської діяльності. — Фінанси, облік та аудит: Зб. наук. праць. Вип. 6 / Відп. ред. А. М. Мороз. — К.: КНЕУ, 2005. — С. 55—66.

3. Большой экономический словарь / Под ред. А. Н. Азрилияна. — 4-е изд. доп. и перераб. — М.: Институт новой экономики, 1999. — 1248 с.

4. *Федоров Б. Г.* Новый англо-русский банковский и экономический словарь. — СПб.: Лимбус Пресс, 2000. — 848 с.

5. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Investor protection and corporate valuation. — Harvard University, 1999. 45 p.

6. Новые подходы к отношениям с инвесторами / Под ред. Бенджамин М. Коула; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 250 с.

7. *Андриссен Д., Тиссен р.* Невесомое богатство. Определите стоимость вашей компании в экономике нематериальных активов / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. — 304 с.: ил.

8. *Коллер Т.* Истинные цели связей с инвесторами. — Вестник McKinsey. — № 06-0305. — С. 40—51.

9. *Рубис И., Марчак В.* Дорогие отношения. — Инвестгазета. — № 45, 2006. — С. 60—63.

10. *Івасів І. Б.* Філософія прозорості банківського бізнесу. — Фінанси, облік та аудит: Зб. наук. праць / Відп. ред. А. М. Мороз. — 2006. Вип. 8. — С. 76—84.

11. *Неер С., Оттербах А.* Финансовый бихейверизм: предугадать поведение инвесторов. — Банки и мировой опыт. — № 2. — 2002. — С. 61—63.

Стаття надійшла до редакції 15.12.2006

УДК 657. 221: 336. 717. 16

*І. В. Бахно*, аспірант  
КНЕУ імені Вадима Гетьмана

## **ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК — ПЕРЕВАГИ ТА НЕДОЛІКИ ФУНКЦІОНУВННЯ В СУЧАСНИХ УМОВАХ**

У статті розглядаються переваги та недоліки функціонування інвестиційного банку в сучасних умовах, шляхи створення в Україні.

**КЛЮЧОВІ СЛОВА:** інвестиційний банк, інвестиції, спеціалізація, універсалізація.

Майбутнє країни залежить від багатьох чинників, у тому числі і від ефективної банківської системи. Надзвичайно важливим завданням при побудові сильної та ефективної банківської системи є визначення характеру спеціалізації банків — універсальні чи спеціалізовані. В останній час в міжнародній практиці спостерігається жорстке розмежування між інвестиційним і банківським бізнесом. В значній мірі це пов'язано з конфліктом інтересів у випадку, якщо інвестиційний і комерційний банк функціонують під одним дахом. Цей конфлікт інтересів приводив до того, що інвестиційний банк, який функціонує в рамках комерційного банку, часто жертвував інтересами своїх клієнтів на користь інтересів самого банку. Відповідно такий банк програвав чисто інвестиційним банкам і в результаті втрачав свою нішу на ринку. Саме тому на сьогоднішньому етапі розвитку України зростає необхідність глибокого вивчення функціонування спеціалізованих бан-