

**ФИНАНСОВАЯ КОНВЕРГЕНЦИЯ КАК МЕХАНИЗМ ПОВЫШЕНИЯ  
КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ СУБЪЕКТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА****Жанна Викторовна ПИСАРЕНКО<sup>a,\*</sup>, Галина Васильевна ЧЕРНОВА<sup>b</sup>**

<sup>a</sup> кандидат экономических наук, доцент кафедры управления рисками и страхования, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация  
z.pisarenko@spbu.ru

<sup>b</sup> доктор экономических наук, профессор кафедры управления рисками и страхования, Санкт-Петербургский государственный университет, Санкт-Петербург, Российская Федерация  
g.chernova@spbu.ru

\* Ответственный автор

**История статьи:**Принята 08.07.2015  
Одобрена 24.09.2015

УДК 336.6

JEL: G10, G20, G23,

**Аннотация**

**Предмет и тема.** В статье отмечается, что происходящие в мировой экономике процессы глобализации и интеграции приводят к конкуренции во всех ее сферах, в том числе в различных секторах национальных рынков и мирового финансового рынка. Именно задача повышения конкурентоспособности работающих на финансовых рынках субъектов приводит к поиску ими новых форм и механизмов деятельности. Особый интерес представляет исследование содержания финансовой конвергенции как важнейшего механизма повышения конкурентоспособности субъектов, работающих в разных секторах финансового рынка, а также ее основной организационной формы – финансового конгломерата.

**Цели.** Раскрытие сущности финансовой конвергенции как механизма повышения конкурентоспособности на финансовом рынке, а также описание специфики финансового конгломерата как основной институционально-организационной формы финансовой конвергенции.

**Методология.** На основе методов системного и логического анализа уточнены и конкретизированы понятия «финансовая конвергенция» и «финансовый конгломерат»; выявлены виды общности разных секторов финансового рынка, определяющие предпосылки финансовой конвергенции; определены основные факторы, способствующие финансовой конвергенции страхового и пенсионного секторов финансового рынка; дано определение и раскрыта специфика финансового конгломерата как основной институционально-организационной формы финансовой конвергенции.

**Результаты.** Уточнены определения понятий «финансовая конвергенция» и «финансовый конгломерат»; выделены перечни видов общности различных секторов финансового рынка, а также зоны, в которых межсекторная конкуренция может иметь место в первую очередь. Проведен сравнительный анализ финансовой конвергенции по ряду стран и регионов. Составлен перечень факторов финансовой конвергенции страхового и пенсионного секторов финансового рынка. Определены перечень и содержание специфических параметров, определяющих финансовый конгломерат как основную институционально-организационную форму финансовой конвергенции.

**Выводы и значимость.** Сделан вывод, что финансовая конвергенция представляет собой взаимопроникновение деятельности конкурирующих ранее между собой субъектов, работающих в разных секторах финансового рынка. Можно различать агрессивную и добровольную финансовую конвергенцию. В свою очередь добровольная конвергенция основана на объединении их деятельности за счет клиентской, продуктовой, технологической и сбытовой общности различных секторов финансового рынка и является механизмом одновременного повышения конкурентоспособности этих субъектов. Основной институционально-организационной формы финансовой конвергенции считается финансовый конгломерат, отражающий специфику финансовой конвергенции и характеризующийся повышением конкурентоспособности фирм, входящих в него; неформальным объединением фирм; разнообразием форм объединения капитала фирм внутри него.

**Ключевые слова:** финансовая конвергенция, финансовый конгломерат, параметры, специфика

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2015

Причиной появления финансовой конвергенции явилась конкурентная борьба между разными секторами финансового рынка за его завоевание, то есть борьба за сохранение и/или увеличение в нем своей доли участия (за счет сокращения доли участия других секторов финансового рынка).

Предпосылками развития процессов финансовой конвергенции стали усиливающиеся во второй половине XX в. процессы глобализации, либерализации государственного регулирования, гармонизации политики надзора на финансовых

рынках, а также стремительно формирующаяся информационная экономика.

Несмотря на активное развитие финансовой конвергенции, ее общепринятого определения, а также раскрытие содержания финансового конгломерата как основной институционально-организационной формы, финансовой конвергенции до сих пор не существует. Именно этим определяется актуальность данной темы.

Важно раскрыть особенности финансовой конвергенции как механизма повышения конкурентоспособности субъектов финансового рынка, работающих на его разных секторах, а также описать специфику финансового конгломерата как основной институционально-организационной формы финансовой конвергенции.

*Финансовая конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности.* Финансовый рынок представляет собою совокупность взаимосвязанных и в то же время (в силу специфики деятельности) относительно обособленных секторов:

- банковского;
- страхового;
- пенсионного;
- инвестиционного и т.д.

Взаимосвязь секторов финансового рынка проявляется прежде всего в том, что функционирование каждого из них, как правило, связано с деятельностью других секторов финансового рынка (например, страховой сектор не может существовать без взаимодействия с банковским, инвестиционным и т.п.).

Борьба за собственную выживаемость, своего потребителя, за место внутри своего финансового сектора приводит к усилению конкуренции между субъектами – производителями разных финансовых продуктов и услуг внутри определенного сектора. Однако усиление конкурентной борьбы в отдельных финансовых секторах в конце концов приводит к конкуренции субъектов – участников разных секторов финансового рынка.

При этом можно говорить о субъектах, работающих на разных секторах как

национального, так и мирового финансового рынка.

Для повышения собственной конкурентоспособности у субъектов разных секторов финансового рынка возникает необходимость поиска таких механизмов конкурентной борьбы, которые учитывали бы не только специфику, но и схожесть, близость функционирования соответствующих секторов. Названная схожесть проявляется в том, что все секторы финансового рынка могут иметь одного и того же клиента, предлагать клиенту схожие продукты и услуги и т.д. Поэтому стремление участников финансового рынка повысить свою конкурентоспособность приводит к желанию субъектов одного сектора финансового рынка использовать эту схожесть, то есть задействовать, например, клиентскую базу, рынки сбыта, а также уже конкурентоспособные, отработанные продукты [1], технологии и методы работы субъектов другого сектора финансового рынка.

Механизмом конкурентной борьбы субъектов разных секторов финансового рынка, учитывающим схожесть и специфику этих секторов, является финансовая конвергенция.

Финансовая конвергенция есть взаимопроникновение деятельности конкурирующих между субъектов – участников различных секторов финансового рынка, основанное на их взаимосвязи и определенной схожести.

Хотя финансовая конвергенция характеризуется проникновением деятельности отдельного финансового сектора в деятельность других финансовых секторов, само проникновение может происходить в следующих формах:

- 1) *агрессивная (принудительная) форма проникновения.* Она реализуется участником одного из секторов финансового рынка через такое включение в свою деятельность сфер и/или функций, присущих изначально другим секторам финансового рынка, которое не предполагает участия в этом процессе представителей других секторов. Например, она может реализовываться через создание новых продуктов, включающих в себя элементы продуктов других секторов финансового рынка. Данная ситуация отвечает агрессивному варианту поведения представителя

определенного сектора финансового рынка. В этом случае увеличение доли собственного участия в общем финансовом рынке идет за счет захвата определенным участником одного из секторов финансового рынка сфер деятельности и/или функций другого (других) участника. При этом дополнительный доход, обусловленный таким захватом, в основном идет инициатору захвата. Например, банковский продукт «ипотечное кредитование» может включать обязательное условие о страховании. При этом, если страховка предоставляется независимой от банка страховой компанией, проникновение банка в деятельность страхового сектора отсутствует. Если же банк в условиях договора специально оговаривает страховую компанию, в которой может быть получена страховка и при этом с соответствующей страховой компанией заключает договор о доле собственной прибыли, имеет место агрессивная форма конвергенции. Заметим, что ввиду обязательности лицензирования деятельности различных секторов финансового рынка в чистом виде агрессивная форма финансовой конвергенции имеет ограниченное распространение. Каждый сектор реально выполняет функции, присущие только ему, и агрессивность проявляется в том, что инициатор захвата сфер и/или функций других секторов диктует представителям этих других секторов свои условия выполнения ими этих функций, которые предполагают обязательное получение дохода инициаторами захвата;

- 2) *добровольная форма проникновения*. Она реализуется через объединение усилий представителей разных секторов финансового рынка, направленных на совместное повышение доли участия в нем каждого из них. Данная форма конвергенции предполагает объединение сфер и функций представителей разных секторов финансового рынка на добровольной основе. И хотя сами варианты объединения усилий, связанные с проникновением представителей одних секторов финансового рынка в сферы и/или функции представителей других секторов рынка могут быть различными (например, на основе неформальных соглашений и на основе договоров), эта форма финансовой конвергенции предполагает получение выгод всеми участниками конвергенции. Примером финансовой

конвергенции, реализуемой на добровольной основе, является создание финансовых конгломератов. В их рамках объединяется деятельность представителей разных секторов финансового рынка; полученный от такого объединения (взаимопроникновения) доход перераспределяется между всеми участниками конгломерата, при этом доля участия представителей разных секторов финансового рынка, являющихся участниками конгломерата, увеличивается (не уменьшается). Примером добровольной формы взаимопроникновения, то есть финансовой конвергенции, реализуемой на добровольной основе, является также совместная деятельность страховой и инвестиционной компаний. Проникновение инвестиционной компании в деятельность страховой компании по размещению активов, покрывающих страховые резервы и собственные средства, на основе договора между ними об инвестиционном аутсорсинге также является примером добровольной формы финансовой конвергенции – инвестиционная компания берет на себя обязательства по реализации инвестиционной деятельности страховой компании на добровольной договорной основе. При этом обе компании – и инвестиционная, и страховая будут получать дополнительную выгоду.

Особенностью финансовой конвергенции является то, что ее участниками являются субъекты различных секторов финансового рынка, ранее конкурировавших между собой. Однако при агрессивной форме конвергенции конкуренция между ее участниками остается, меняются только ее условия, и большую часть дохода от нее получает инициатор конвергенции. При добровольной форме конвергенции усилия ее участников объединяются. На рынке объединенные конвергенцией субъекты выступают как единый субъект, поэтому конкуренция переходит на следующий, более высокий уровень. При этом доход от взаимопроникновения деятельности субъектов получают все ее участники<sup>1</sup>.

Определенная схожесть разных секторов финансового рынка определяется разными видами общности. Рассмотрим некоторые виды.

<sup>1</sup> В дальнейшем будет раскрыта добровольная форма финансовой конвергенции.

*Клиентская общность.* Различные сектора финансового рынка способны иметь единого потребителя их продуктов и услуг. Это могут быть как юридические, так и физические лица. Любая организация обязательно работает с банковским сектором, но в то же время она может застраховать свое имущество в страховой организации (страховой сектор) и заключить договор с негосударственным пенсионным фондом о пенсионном страховании своих работников (пенсионный сектор).

*Продуктовая общность.* Разные сектора финансового рынка могут иметь и предлагать потребителю очень близкие по своим потребительским свойствам продукты и услуги. Например, гражданин может заключить долгосрочный договор страхования пенсии как со страховой компанией, так и с негосударственным пенсионным фондом.

*Технологическая общность.* Субъекты различных секторов финансового рынка могут использовать одинаковые технологии создания, продвижения и продажи определенных видов своих продуктов и услуг. Расширению технологической общности различных секторов финансового рынка в большой мере способствуют:

- применение информационных технологий, охватывающих создание и использование баз данных, обработку данных, в том числе большого объема;
- применение одинаковых моделей, методов и алгоритмов не только по обработке данных, но и по продвижению и продаже продуктов и услуг.

*Сбытовая общность.* Разные субъекты различных секторов финансового рынка могут иметь одинаковые рынки и каналы сбыта своих продуктов и услуг и т.д.

Возможные клиентская, технологическая, продуктовая и сбытовая общности деятельности субъектов, относящихся к разным секторам финансового рынка, являются главными предпосылками финансовой конвергенции.

Наличие и реализация данных предпосылок, то есть использование схожести деятельности разных секторов финансового рынка, за счет объединения на добровольной основе усилий участников конвергенции создают возможность для повышения эффективности их деятельности

следующим образом. Действительно, в рамках добровольной финансовой конвергенции объединение деятельности всех ее участников предполагает создание общего, единого для них рынка на основе создаваемой общей клиентской базы, модификации известных продуктов и (или) услуг, технологий создания, продвижения и продажи определенных видов продуктов и услуг [2], а также использования единых каналов распространения финансовых услуг [3]. Естественно, что создание такого единого для участников конвергенции рыночного пространства снижает удельные затраты всех ее участников, что повышает эффективность их деятельности.

Названные предпосылки финансовой конвергенции являются теми условиями, наличие и реализация которых способствуют повышению эффективности деятельности всех участников конвергенции и тем самым одновременному повышению конкурентоспособности фирм, вовлеченных в финансовую конвергенцию.

Особенностью финансовой конвергенции считается то, что задуманная как инструмент конкурентной борьбы, она, используя схожесть различных секторов финансового рынка, становится механизмом одновременного повышения конкурентоспособности субъектов (фирм) из разных секторов финансового рынка.

Межсекторная конкуренция субъектов разных секторов финансового рынка в первую очередь может проходить в зонах общности соответствующих секторов финансового рынка, то есть она подразумевает борьбу:

- за клиента – потребителя продуктов и услуг разных секторов финансового рынка;
- продукты или услуги, схожие с продуктами и услугами, предлагаемыми разными секторами финансового рынка;
- применение в своей деятельности передовых, уже используемых в других секторах финансового рынка технологий создания, продвижения и продажи определенных видов продуктов и услуг;
- каналы и рынки сбыта своих продуктов и услуг, используемые другими секторами финансового рынка.

Если взаимопроникновение деятельности конкурирующих между собой субъектов – участников различных секторов финансового рынка идет только по одному из параметров, определяющих общность этих секторов финансового рынка, ему отвечают «чистые» варианты финансовой конвергенции:

- клиентская финансовая конвергенция;
- продуктовая финансовая конвергенция;
- технологическая финансовая конвергенция;
- сбытовая финансовая конвергенция.

Естественно, что в реальной жизни взаимопроникновение деятельности конкурирующих субъектов может:

- идти сразу по нескольким параметрам общности соответствующих секторов финансового рынка;
- охватывать и другие, не только общие направления деятельности этих субъектов.

Ускорению процессов финансовой конвергенции как на национальном, так и на мировом уровне способствуют процессы интеграции и глобализация, происходящие в мировой экономике [4].

До конца рубежа XX в. институты разных сегментов финансового рынка тяготели к специализации и разделению функций. Однако к началу XXI в. они начали демонстрировать выраженную склонность к объединению друг с другом и проникновению на функционально не свойственные им рынки [5]. В первую очередь это объясняется невозможностью повышения своей конкурентоспособности только за счет собственных ресурсов в условиях глобализации, когда на рынке появляются крупные игроки, по силе и мощности существенно превосходящие других субъектов рынка, а также желанием увеличить свои преимущества не путем уничтожения конкурента, а за счет объединения с ним общих усилий, в том числе за счет привлечения его капитала [6].

Такая ситуация стала характерной для субъектов, действующих в разных секторах национального рынка, когда в условиях глобализации на национальный рынок стали приходить субъекты, работающие на мировом уровне и имеющие гораздо более мощные ресурсы. На выигрыш в

конкурентной борьбе между национальными и мировыми игроками финансового рынка в этих условиях в большей мере могли претендовать участники национального финансового рынка, объединяющие свои усилия, в том числе субъекты разных секторов национального финансового рынка. Ярким примером является Япония, где для увеличения конкурентоспособности на национальном финансовом рынке таких финансовых институтов, как банки и страховые компании, было законодательно отменено ограничение на их участие в накопительных пенсионных схемах. Этот вариант позволил им конкурировать с крупнейшими японскими пенсионными фондами и привел к появлению гибридных финансовых продуктов. Речь идет о переменных аннуитетах в Японии<sup>2</sup> [7], пенсионных депозитных сертификатах в США и т.д.<sup>3</sup>.

Усиление процессов глобализации и интеграции на межнациональном уровне приводит к развитию финансовой конвергенции не только в масштабе национальных экономик, но и на уровне мировой экономики. Как механизм повышения конкурентоспособности она используется и мировыми игроками финансового рынка. Согласно рейтингу FORBEs 2000, в топ 100 крупнейших экономических субъектов мира входят 48 стран и 52 крупнейшие корпорации<sup>4</sup>. Большую часть этого списка корпораций составляют компании, занимающиеся страхованием. Из 51 попавшей в рейтинг корпорации 8 – финансовые конгломераты с «коренным» страховым бизнесом. Они уступают только представителям автомобильной промышленности (9 корпораций). Данное явление получило наименование экономического гигантизма, сочетающегося с феноменом глобальной экспансии (global reach), то есть с извлечением корпорациями основного объема прибыли из источников, находящихся за пределами страны базирования. Образование внутри крупнейших финансовых групп внутрикорпорационных систем планирования и осуществления финансовых операций между подконтрольными юридическими лицами в разных странах позволяет группе по своему усмотрению распределять финансовые потоки, сосредотачивая

<sup>2</sup> URL: <http://urlid.ru/ap82>

<sup>3</sup> URL: <http://www.fdic.org>

<sup>4</sup> Рейтинг FORBEs. URL: <http://www.forbes.com>

прибыли в одном государстве, а убытки – в другом. В таком аспекте финансовая конвергенция несет в себе риски конкуренции уже на уровне государственном: использование экономической мощи мировых финансовых центров для оказания давления на политику принимающих государств, вмешательство в их внутренние дела, подкуп местных чиновников в интересах получения выгодных заказов, налоговых и иных льгот.

В Европе на фоне расширения Европейского союза с начала 1990-х гг. [8] происходили процессы модернизации европейского финансового законодательства, велась разработка определений понятий «конвергенция» и «финансовый конгломерат», делались попытки четкого определения их границ и сфер деятельности [9, 10]. Это было обусловлено необходимостью устранения расхождений между законодательствами стран-членов относительно пруденциальных норм, которым подчинены страховые компании, входящие в финансовые группы. Кроме того, страховые компании на общеевропейском страховом рынке вовлечены в прямую конкуренцию между собой, что требует эквивалентных правил регулирования достаточности капитала и справедливых условий конкуренции для всех финансовых институтов стран еврозоны [11]. Либерализация финансового законодательства позволила банкам и страховым компаниям владеть значительными долями акций друг друга [12]. Еще в 1985 г. были пройдены первые шаги на пути к слиянию банковского и страхового капиталов в Великобритании и Франции. Британская страховая компания Standard Life инвестировала в Bank of Scotland, а французская GAN приобрела пакет акций банка Credit Industriel et Commercial (CIC). Германия начала двигаться тем же путем в 1986 г., а Италия – в 1990 г. Так, в 1990 г. в Италии был принят закон Амато (Amato Law of 1990), в результате чего банки смогли вкладывать свой капитал в страховые компании<sup>5</sup>. В то же время в США только в 1999 г. Актом о финансовой модернизации для банков был отменен закон Гласса-Стигалла (Glass-Steagall Act), принятый еще в 1933 г., согласно которому банкам было запрещено осуществлять инвестиционную и страховую деятельность<sup>6</sup>. Следствием этого явилось то, что сейчас на мировом финансовом

рынке европейские финансовые конгломераты более конкурентоспособны, чем американские, которые придерживаются стратегии догоняющего развития [13].

Конкретное содержание финансовой конвергенции определяется уровнем экономики (национальной, межнациональной, мировой), общностью и спецификой тех секторов финансового рынка, о финансовой конвергенции которых идет речь. Так, финансовая конвергенция деятельности субъектов банковского и страхового секторов может проходить на национальном уровне [14], и, несмотря на специфику деятельности этих секторов, содержание финансовой конвергенции этих секторов будет определяться таким параметром их общности, как единая клиентская база. В то же время содержание финансовой конвергенции страхового и пенсионного секторов будет определяться параметрами «единая клиентская база» и «предлагаемые продукты и услуги».

Специфика деятельности различных секторов финансового рынка, вовлеченных в процесс финансовой конвергенции, а также содержание предпосылок финансовой конвергенции для них конкретизируют перечень и содержание факторов, способствующих финансовой конвергенции этих секторов.

Итак, факторами, способствующими финансовой конвергенции страхового и пенсионного секторов финансового рынка, являются:

- увеличение продолжительности жизни населения в развитых и развивающихся странах. Оно повышает потребность в добровольном пенсионном обеспечении;
- рост благосостояния населения в развитых и развивающихся странах. Он повышает возможности участия населения в добровольном пенсионном обеспечении;
- сравнительно низкий уровень инфляции, что способствует уверенности населения в получении достойного пенсионного обеспечения в долгосрочной перспективе [15], а

<sup>5</sup> OECD Economic Surveys Italy 1990–1991: Italy 1990–1991. Paris. Cedex 16, France. URL: <http://urlid.ru/ap83>

<sup>6</sup> The Gramm–Leach–Bliley Act (GLB), известный как the Financial Services Modernization Act of 1999, (Pub.L. 106–102, 113 Stat. 1338) Bill Summary & Status 106th Congress (1999–2000) S.900 CRS Summary – Thomas (Library of Congress). Retrieved 2011-02-08. The Library of Congress. URL: <http://urlid.ru/ap84>

также стимулирует его к инвестициям в долгосрочные схемы сбережений;

- увеличение общего объема инвестиций, связанных с участием населения в добровольном пенсионном обеспечении.

Названные факторы усиливают значимость и потребность общества в добровольном пенсионном обеспечении. Рынок добровольного пенсионного обеспечения для капитала становится все более привлекательным. Это приводит не только к росту конкуренции субъектов, работающих внутри пенсионного сектора финансового рынка, но и к межсекторной конкуренции пенсионного и страхового секторов [16]. Последнее объясняется тем, что страховой и пенсионный сектора очень схожи между собой по следующим параметрам. Они могут представлять схожие продукты и услуги, связанные с пенсионным обеспечением (продуктовая общность этих секторов) [17]. По этой причине у них могут быть одни и те же потребители (клиентская общность), также они могут использовать практически одинаковые технологии создания, продвижения, продажи и сбыта своих продуктов и услуг (технологическая и сбытовая общность).

В целом проведенный анализ позволил следующим образом уточнить понятие финансовой конвергенции.

Финансовая конвергенция – взаимопроникновение деятельности конкурирующих между собой субъектов – участников различных секторов финансового рынка, основанное на их взаимосвязи и определенной схожести в целях повышения собственной конкурентоспособности, направленное на сохранение или увеличение доли собственного участия на всем финансовом рынке либо на основе агрессивного (принудительного) захвата определенной доли субъектов другого (других) сектора финансового рынка, либо за счет добровольного объединения усилий субъектов разных секторов рынка в целях увеличения этой доли.

Финансовые конгломераты – основная институционально-организационная форма финансовой конвергенции. Финансовая

конвергенция как механизм повышения конкурентоспособности ее участников предполагает решение целого ряда вопросов, связанных с институционально-организационной формой финансовой конвергенции.

Объединение усилий разных субъектов различных секторов финансового рынка означает определенную интеграцию этих субъектов. В мировой практике сложились разные типы интеграции фирм, определяемые разнообразием целей сотрудничества, характером хозяйственных отношений между их участниками, степенью самостоятельности входящих в объединение предприятий. Это стратегические альянсы, консорциумы, картели, синдикаты, пулы, ассоциации, конгломераты, тресты, концерны, промышленные холдинги, финансово-промышленные группы и т.п. [18].

Основной институционально-организационной формой, отвечающей финансовой конвергенции, становятся финансовые конгломераты.

В настоящее время существуют разные определения этого понятия, связанные в первую очередь с особенностями национального регулирования деятельности финансовых рынков<sup>7</sup>. Так, в Директиве Евросоюза «О финансовых конгломератах» под финансовым конгломератом понимается группа компаний, которые ведут деятельность на разных секторах финансового рынка. Как минимум одна из этих компаний должна подпадать под лицензирование. Также должны присутствовать компания страхового сегмента и еще одна компания из другого сегмента финансового рынка<sup>8</sup>. К сожалению, данное определение не является в настоящее время законодательно закрепленным – оно лишь используется для организации рабочих групп по вопросам финансовых конгломератов.

Проведенный анализ имеющегося мирового опыта, а также учет специфики деятельности финансового рынка позволили дать следующее определение этой категории.

Финансовый конгломерат – институционально-организационная форма интеграции входящих в него фирм из разных секторов финансового рынка,

<sup>7</sup> Report on the review of the Financial Conglomerates Directive 2002/87/EC. URL: <http://urlid.ru/ap85>

<sup>8</sup> Towards an EU Directive on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates. URL: <http://urlid.ru/ap86>

нацеленная на повышение конкурентоспособности этих фирм за счет объединения капитала и взаимопроникновения в деятельность друг друга, характеризующаяся взаимосвязью и определенной схожестью деятельности тех секторов финансового рынка, к которым эти фирмы относятся.

Заметим, что в общем виде участники финансового конгломерата могут предоставлять как финансовые, так и нефинансовые услуги, однако финансовая составляющая должна превалировать в их деятельности.

Финансовые конгломераты как институционально-организационная форма финансовой конвергенции имеют следующую специфику.

1. Входящие в финансовый конгломерат фирмы принадлежат различным секторам финансового рынка, но они, как правило, связаны между собой функционально – деятельность каждой из фирм конгломерата каким-то образом может быть связана с деятельностью других фирм, входящих в этот конгломерат. Пример – все фирмы, входящие в конгломерат, связаны функционально с деятельностью банка, входящего в данный конгломерат.

2. Взаимопроникновение деятельности фирм, входящих в финансовый конгломерат, прежде всего опирается на возможную схожесть (общность) разных секторов финансового рынка, к которым относятся фирмы, входящие в конгломерат. Параметрами схожести являются в первую очередь клиентская общность, продуктовая, технологическая и сбытовая общности этих секторов.

3. Объединение в рамках финансового конгломерата капитала фирм, входящих в него, может осуществляться разными вариантами. Первый вариант – объединение осуществляется на основе контроля за активами конгломерата через право собственности, когда входящие в конгломерат фирмы находятся либо во владении у головной компании – держателя их акций или иных аналогичных финансовых инструментов [19–21], либо имеет место перекрестное владение<sup>9</sup>. Фактического обмена ресурсами в данном случае не происходит [22], обеспечивается лишь механизм участия компаний в принятии решений,

представляющих интерес друг для друга. Вторым вариантом объединения в конгломерат разных финансовых институтов может стать система договоров. Финансовое объединение в этом случае не создает нового экономического субъекта. Третий вариант объединения – смешанный, реализующий совместно первый и второй варианты объединения, то есть вариант, реализующий как отношения управления по праву собственности, так и договорные отношения. В отличие от промышленных конгломератов, на практике оказавшихся неэффективными или малоэффективными, финансовые конгломераты имеют следующие преимущества: они менее дистанцированы друг от друга (все работают на финансовом рынке); обладают взаимной высокой схожестью (общностью) своей деятельности; используют практически один общий ресурс – финансы, движение которого внутри конгломерата характеризуется высокой оперативностью и малыми издержками.

4. Финансовые конгломераты – самостоятельная форма интеграции фирм, входящих в нее. Как уже отмечалось, они создаются в целях повышения конкурентоспособности фирм, входящих в них и принадлежащих разным секторам финансового рынка. Однако их специфика – опора на функциональное взаимодействие фирм, входящих в конгломерат и принадлежащих разным секторам финансового рынка, схожесть (общность) различных секторов финансового рынка по определенным параметрам, а также возможное объединение капитала фирм, входящих в него, обуславливают самостоятельность этой институционально-организационной формы финансовой конвергенции – формы интеграции фирм, входящих в конгломерат.

5. Финансовый конгломерат – это неформальное объединение компаний разных секторов финансового рынка. Неформальность объединения фирм в конгломерат обусловлена следующим.

Во-первых, продукты или услуги, предоставляемые конгломератом, могут быть простыми копиями продуктов или услуг, предоставляемых фирмами, входящими в конгломерат, что не требует жесткого закрепления связей этих фирм внутри конгломерата.

Во-вторых, так как на первый план выходят потребители, совершающие выбор финансовой

<sup>9</sup> Сайт Национального бюро экономических исследований США. URL: <http://www.nber.org/chapters/c9571.pdf>



услуги, узнаваемость бренда, доступность услуги как с географических, так и с ценовых позиций, а также широта ассортимента предлагаемых услуг и их компонуемость, неформальность объединения фирм, отсутствие жестко закрепленных связей фирм внутри конгломерата позволяют гибко реагировать этим фирмам и конгломерату в целом на изменение ситуации на рынке и тем самым помогают сохранить или повысить свою конкурентоспособность. Так как вхождение компаний в конгломерат идет либо через контроль этих компаний, осуществляемый на основе прав собственности, либо (и) через общую связывающую компании систему договоров без создания нового экономического субъекта, форма конгломерата становится достаточно размытой, а его структура – неустойчивой. Именно поэтому возникают сложности с регулированием деятельности финансовых конгломератов как на национальном, так и международном, международном уровнях.

6. Финансовые конгломераты являются посредниками. Известно, что в широком смысле финансовое посредничество представляет собою вид производственной деятельности, в процессе которой институциональная единица принимает обязательства на собственный счет в целях приобретения финансовых активов путем участия в финансовых операциях на рынке<sup>10</sup>. В узком смысле фирма-посредник выполняет чисто посредническую функцию, как правило, по распространению продуктов или услуг. Поэтому вариант создания финансового конгломерата, предполагающий контроль за его активами на основе права собственности, определяет финансовый конгломерат как посредника в широком смысле. А вариант создания финансового конгломерата на договорной основе, предполагающий выполнение им в основном функций по распространению продуктов и услуг, определяет финансовый конгломерат как посредника в узком смысле.

7. Создание финансовых конгломератов повышает риски финансовой неустойчивости и банкротства фирм, входящих в него.

Например, при возникновении и возможной реализации рисков (политических, инфляционных, потери доходности и т.д.) глобальные финансовые организации начинают вывод активов и тем самым еще больше ухудшают ситуацию. И хотя в целом участники объединения действуют как обособленные хозяйствующие субъекты, в кризисные периоды может возникнуть ситуация, когда по прямому указанию руководства конгломерата активы могут перемещаться от низкоэффективного участника финансового конгломерата к более рентабельному бизнесу. При этом пострадавшего участника конгломерата могут принудить к банкротству.

Помимо рисков, обусловленных собственной деятельностью отдельной фирмы, входящей в конгломерат, и определяемых спецификой финансового сектора, которому она принадлежит, фирма также подвержена рискам тех секторов рынка, которым принадлежат другие фирмы этого конгломерата. Возникают и дополнительные риски, обусловленные совместной деятельностью фирм, входящих в конгломерат.

Так как создание финансовых конгломератов ведет к объединению известных рисков и появлению новых, можно наблюдать следующее. Создание финансового конгломерата способствует повышению конкурентоспособности фирм, входящих в них, но повышает риск их неустойчивости и банкротства [23]. Данное противоречие может быть разрешено на основе регулирования деятельности финансовых конгломератов, учитывающего это противоречие.

8. Отсутствие должного регулирования деятельности финансовых конгломератов, обеспечивающего их финансовую устойчивость и конкурентоспособность. Наличие рисков, связанных с созданием и функционированием финансовых конгломератов, выдвигает проблему оценки целесообразности создания финансового конгломерата как для самих его участников, так и для контролирующих органов. Отсутствие должного регулирования объясняется следующим:

- участники конгломерата работают в разных секторах финансового рынка и подчиняются гомогенному регулированию, относящемуся к соответствующему финансовому сектору;

<sup>10</sup> Информационный бюллетень Межсекретариатской рабочей группы по национальным счетам (МСРГНС), публикуемый ЮНСД. Документы и доклады заседаний МСРГНС. URL: <http://unstats.un.org/unsd/nationalaccount/iswgn.htm>.

- отсутствие точного определения понятия «финансовый конгломерат» обуславливает нечеткость объекта и целей регулирования.

Особую сложность в оценке целесообразности хождения отдельного участника в конгломерат приносит неопределенность его положения и уязвимость собственных целей в рамках конгломерата. Последнее обусловлено тем, что при наличии внешнего давления со стороны руководства конгломерата приоритет должен быть отдан задачам более высокого ранга, даже если их выполнение для отдельных участников будет невыгодным. Примером такой ситуации является перекрестное финансирование, используемое при угрозе конкурентоспособности всему объединению, при котором деятельность отдельного участника финансового конгломерата обеспечивается финансово за счет других его членов. Что касается регулирования и контроля за деятельностью конгломерата, то необходимо отметить, что в настоящее время сами формы его организации непрозрачны и содержание, структура взаимоотношений между фирмами внутри объединения для внешнего наблюдателя также явно не видны.

9. Задача снижения рисков деятельности финансовых конгломератов, трансформирующаяся в необходимость диверсификации этих рисков, обуславливает появление новой тенденции – масштабного формирования финансовых конгломератов на межнациональном и мировом уровнях [24]. Последнее влечет повышение значимости финансовых конгломератов, причем не только на национальном, но и на более высоких уровнях, что делает более значимой роль финансовых конгломератов для всей мировой экономики.

**Выводы.** Процессы глобализации и интернационализации, происходящие в мировой экономике, приводят к повышению конкуренции субъектов, функционирующих не только внутри отдельного сектора финансового рынка, но и в разных его секторах.

Одним из механизмов повышения конкурентоспособности субъектов, работающих в разных секторах финансового рынка, является финансовая конвергенция, которая представляет собою взаимопроникновение деятельности конкурирующих между субъектов – участников

различных секторов финансового рынка, основанное на их взаимосвязи и определенной схожести.

Проведенный анализ показал следующее.

1. Финансовая конвергенция является механизмом повышения конкурентоспособности субъектов, работающих в разных секторах финансового рынка.

2. Предпосылками финансовой конвергенции являются клиентская, продуктовая, технологическая сбытовая общности, а также взаимосвязь деятельности всех секторов финансового рынка.

3. Причинами усиления процессов финансовой конвергенции являются глобализация, либерализация государственного регулирования, гармонизация политики надзора на финансовых рынках, формирующаяся информационная экономика.

4. Финансовая конвергенция имеет две основные формы – агрессивную (принудительную) и добровольную.

5. При агрессивной форме финансовой конвергенции участник одного из секторов финансового рынка включает в свою деятельность сферы и/или функции, присущие другим секторам финансового рынка, имея в виду только собственное участие в этом процессе и не предполагая участия представителей других секторов. Увеличение доли собственного участия в общем финансовом рынке идет за счет захвата им сферы деятельности и/или функций другого (других) участника. При этом дополнительный доход, обусловленный захватом, в основном идет самому инициатору.

6. При добровольной форме финансовой конвергенции участники процесса объединяют свои усилия в целях повышения конкурентоспособности. Объединение происходит разными вариантами (например, на основе добровольных договоров или посредством перекрестного владения акциями). Результатом объединения усилий является не только увеличение рыночной доли на финансовом рынке каждого из участников, но и повышение эффективности их деятельности и получение дополнительной прибыли.

7. На возможность и специфику конвергенции субъектов различных секторов финансового рынка оказывает существенное влияние содержание их взаимодействия, что подтверждается анализом страхового и пенсионного секторов финансового рынка.

8. Проведенный сравнительный анализ механизмов финансовой конвергенции в разных странах и регионах показал неравномерность их разработки и применения адекватного государственного регулирования.

9. Основной институционально-организационной формой финансовой конвергенции является финансовый конгломерат, отражающий специфику финансовой конвергенции и характеризующийся повышением конкурентоспособности фирм, входящих в него; неформальным объединением фирм; разнообразием форм объединения капитала фирм внутри него.

10. В настоящее время не существует общепринятых определений понятий «финансовая конвергенция» и «финансовый конгломерат». В рамках проведенного исследования эти понятия

уточнены. Несмотря на тенденцию увеличения практики создания и функционирования финансовых конгломератов, регулирование их деятельности либо различается по странам и при этом имеет разную степень охвата процессов финансовой конвергенции, либо (в некоторых странах) отсутствует вообще.

11. Создание финансовых конгломератов содержит в себе определенную противоречивость: с одной стороны, они направлены на повышение эффективности деятельности субъектов финансового рынка, работающих в его разных секторах, с другой стороны, – совместная деятельность таких субъектов приводит к повышению их чувствительности к рискам других секторов финансового рынка, что может поставить под сомнение целесообразность создания самих финансовых конгломератов.

12. В целях снижения рисков финансовой неустойчивости и банкротства всех фирм, входящих в финансовый конгломерат, регулирование деятельности финансовых конгломератов является необходимым.

### Список литературы

1. *Fein Melanie L.* The Convergence of Financial Products and the Implications for Regulatory Convergence. The work presented at the symposium “Can We Improve Policy Making in Financial Services Regulation?”. Washington, D.C., 2007.
2. *Massa M., Rehman Z.* Information flows within financial conglomerates: evidence from the banks-mutual funds relationship // *Journal of Financial Economics*. 2008. № 89. P. 288–306.
3. *Кузнецова Н.П., Чернова Г.В.* Конвергенция в сфере финансовых услуг // *Вестник Санкт-Петербургского университета*. 2001. Вып. 4. № 29. С. 129–138.
4. *Dowrick St., DeLong B.J.* Globalization and Convergence. University of Chicago Press, 2003. URL: <http://www.nber.org/chapters/c9589.pdf>.
5. *Шахназов К.А.* Финансовые конгломераты в зеркале статистики // *Вестник ИНЖЭКОНа*. Сер.: Экономика. 2012. № 3. С. 431–433.
6. *Kuznetsova N.P., Pisarenko Zh.V.* Insurance Activities Governance: World Experience Implementation. Proceedings of International Scientific Conference New Challenges of Economic and Business Development. Riga. University of Latvia, 2012. May 10–12. URL: [http://www.evf.lu.lv/fileadmin/user\\_upload/lu\\_portal/projekti/evf/konferences/maijs\\_2012/Session2/Kuznetsova\\_Pisarenko.pdf](http://www.evf.lu.lv/fileadmin/user_upload/lu_portal/projekti/evf/konferences/maijs_2012/Session2/Kuznetsova_Pisarenko.pdf).
7. *Bohnert A., Born P., Gatzert N.* Dynamic hybrid products in life insurance: assessing the policyholders' viewpoint. Working paper. Department of Insurance Economics and Risk Management. Nürnberg. Friedrich-Alexander-University (FAU) of Erlangen. 2014. URL: [http://www.vwrm.rw.fau.de/DHP\\_Policyholder\\_2014-09-01\\_WP.pdf](http://www.vwrm.rw.fau.de/DHP_Policyholder_2014-09-01_WP.pdf).

8. *Adam K., Jappelli T., Menichini A. et al.* Analyze, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. Centre for Studies in Economics and Finance, Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 2002. URL: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/economic-reports/docs/020128\\_cap\\_mark\\_int\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/economic-reports/docs/020128_cap_mark_int_en.pdf).
9. *Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart Ch. et al.* The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva. International Center for Monetary and Banking Studies, 2009.
10. *Baele L., Ferrando A., Hördahl P. et al.* Measuring Financial Integration in the Euro Area // European Central Bank Occasional Paper Series. 2004. № 14. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf>.
11. Regulation and Economics. Edited by Van Den Bergh R.J. and Paccos A.M. Edward Elgar Publishing, 2012.
12. *Писаренко Ж.В.* Особенности банкострахования в России: защита интересов потребителей сложных финансовых услуг // Актуальные проблемы экономики и права. 2013. № 2. С. 140–146.
13. *Masaharu K.* U.S. and European Financial Conglomerate Organizations and their Implications for Japan and Other Large Diversified Financial Firms in Asia. Ritsumeikan Asia Pacific University. URL: [http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS\\_V21\\_Kuhara.pdf](http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS_V21_Kuhara.pdf).
14. *Белозёров С.А., Писаренко Ж.В.* Тестирование российского страхового рынка на наличие конвергенции // Экономика региона. 2014. № 3. С. 198–208.
15. *Kallgren C.A., Reno R.R., Cialdini R.B.* A focus theory of normative conduct: when norms do and do not affect behavior // Personality and Social Psychology Bulletin. 2000. Vol. 26, № 8. P. 1002–1012.
16. *Schmid M.M., Walter I.* Do financial conglomerates create or destroy economic value? // Journal of Financial Intermediation. 2009. Vol. 18. Iss. 2. P. 193–216.
17. *Fabozzi F.J., Choundhry M.* The Handbook of European Structured Financial Products. USA. Wiley. 2004. P. 800.
18. *Владимирова И.Г.* Организационные формы интеграции компаний // Менеджмент в России и за рубежом. 1999. № 6. URL: <http://www.cfin.ru/press/management/1999-6/13.shtml>.
19. *Almeida H.V., Wolfenzon D.* A theory of pyramidal ownership and family business groups // Journal of Finance. 2006. № 61. P. 2637–2680.
20. *Chirinko R.S., Elston J.A.* Finance, control and profitability: the influence of German banks // Journal of Economic Behavior & Organization. 2006. № 59. P. 69–88.
21. *Bebchuk, L.A., Kraakman R., Trianis G.* Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity. In: Concentrated Corporate Ownership, edited by R.K. Morck. NBER Conference Report Series. Chicago. University of Chicago Press, 2000.
22. *Repullo R.* Capital requirements, market power, and risk-taking in banking // Journal of Financial Intermediation. 2004. Vol. 13. № 4. P. 156–182.
23. *Slijckerman J.F., Schoenmaker D., de Vries C.G.* Risk Diversification by European Financial Conglomerates // Tinbergen Institute Discussion Paper Series. 2005. URL: <http://hdl.handle.net/1765/7426>.
24. *Rajan R.G., Zingales L.* The Governance of the New Enterprise. In: Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives (Edited by Vives X.). Cambridge. Cambridge University Press, 2000.

ISSN 2311-8709 (Online)  
ISSN 2071-4688 (Print)

Financial System

## FINANCIAL CONVERGENCE AS A TOOL TO INCREASE THE COMPETITIVE ABILITY OF FINANCIAL MARKET PARTICIPANTS

Zhanna V. PISARENKO<sup>a,\*</sup>, Galina V. CHERNOVA<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Saint-Petersburg State University, St. Petersburg, Russian Federation  
z.pisarenko@spbu.ru

<sup>b</sup> Saint-Petersburg State University, St. Petersburg, Russian Federation  
chernova@spbu.ru

\* Corresponding author

### Article history:

Received 8 July 2015  
Accepted 24 September 2015

**JEL classification:** G10, G20, G23,

**Keywords:** financial convergence, financial market, financial conglomerate, parameters, specifics

### Abstract

**Subject** The article considers financial convergence as a principal mechanism to enhance competitive ability of entities operating in various sectors of the financial market, and financial conglomerate as its major organizational form.

**Objectives** The aim of the study is to reveal the nature of the financial convergence as a mechanism to increase the competitiveness of entities operating in different sectors of the financial market, and to describe the specifics of the financial conglomerate as a basic institutional and organizational form of financial convergence.

**Methods** Based on the methods of systems and logical analysis, we detailed financial convergence and financial conglomerate concepts, identified major factors contributing to the financial convergence of the insurance and pension sectors of the financial market.

**Results** We performed a comparative analysis of the financial convergence in a number of countries and regions; made a list of factors of the financial convergence of insurance and pension sectors of the financial market; identified specific parameters that determine the financial conglomerate as a major institutional and organizational form of financial convergence.

**Conclusions** Financial convergence represents mutual penetration of the activity of earlier competing institutions operating in different sectors of the financial market. Financial conglomerate is the main institutional and organizational form of financial convergence. It reflects the specificity of the financial convergence, and is characterized by increased competitiveness of firms affiliated with the conglomerate, informal association of firms, and various forms of pooling the capital of the firms within it.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2015

### References

1. Fein Melanie L. The Convergence of Financial Products and the Implications for Regulatory Convergence. The work presented at the symposium “Can We Improve Policy Making in Financial Services Regulation?” Washington, DC, 2007.
2. Massa M., Rehman Z. Information Flows within Financial Conglomerates: Evidence from the Banks-Mutual Funds Relationship. *Journal of Financial Economics*, 2008, no. 89, pp. 288–306.
3. Kuznetsova N.P., Chernova G.V. Konvergentsiya v sfere finansovykh uslug [Convergence in the sphere of financial services]. *Vestnik Sankt-Peterburgskogo universiteta = Vestnik of Saint Petersburg University*, 2001, vol. 4, no. 29, pp. 129–138.
4. Dowrick St., DeLong B.J. Globalization and Convergence. University of Chicago Press, 2003. Available at: <http://www.nber.org/chapters/c9589.pdf>.
5. Shakhpazov K.A. Finansovye konglomeraty v zerkale statistiki [Financial conglomerates in a statistics mirror]. *Vestnik INZHEKONa. Seriya: Ekonomika = Bulletin of Saint Petersburg State University of Engineering and Economics, Series: Economics*, 2012, no. 3, pp. 431–433.
6. Kuznetsova N.P., Pisarenko Zh.V. Insurance Activities Governance: World Experience Implementation. Proceedings of International Scientific Conference New Challenges of Economic and Business Development. Riga, University of Latvia, 2012, May 10–12. Available at: [http://www.evf.lu.lv/fileadmin/user\\_upload/lu\\_portal/projekti/evf/konferences/maijs\\_2012/Session2/Kuznetsova\\_Pisarenko.pdf](http://www.evf.lu.lv/fileadmin/user_upload/lu_portal/projekti/evf/konferences/maijs_2012/Session2/Kuznetsova_Pisarenko.pdf).

7. Bohnert A., Born P., Gatzert N. Dynamic Hybrid Products in Life Insurance: Assessing the Policyholders' Viewpoint. Friedrich-Alexander Universität (FAU), Erlangen-Nürnberg. *Working Paper*, 2014. Available at: [http://www.vwrm.rw.fau.de/DHP\\_Policyholder\\_2014-09-01\\_WP.pdf](http://www.vwrm.rw.fau.de/DHP_Policyholder_2014-09-01_WP.pdf).
8. Adam K., Jappelli T., Menichini A. et al. Analyze, Compare and Apply Alternative Indicators and Monitoring Methodologies to Measure the Evolution of Capital Market Integration in the European Union. Centre for Studies in Economics and Finance, Department of Economics and Statistics, University of Salerno, 2002. Available at: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/economic-reports/docs/020128\\_cap\\_mark\\_int\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/economic-reports/docs/020128_cap_mark_int_en.pdf).
9. Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart Ch. et al. The Fundamental Principles of Financial Regulation. Geneva, International Center for Monetary and Banking Studies, 2009.
10. Baele L., Ferrando A., Hördahl P. et al. Measuring Financial Integration in the Euro Area. *European Central Bank Occasional Paper Series*, 2004, no. 14. Available at: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp14.pdf>.
11. Regulation and Economics. Edited by Van Den Bergh R.J. and Paccas A.M. Edward Elgar Publishing, 2012.
12. Pisarenko Zh.V. Osobennosti bankostrakhovaniya v Rossii: zashchita interesov potrebitelei slozhnykh finansovykh uslug [Specifics of bank assurance in Russia: protecting the interests of consumers of complex financial services]. *Aktual'nye problemy ekonomiki i prava = Actual Problems of Economics and Law*, 2013, no. 2, pp. 140–146.
13. Masaharu K. U.S. and European Financial Conglomerate Organizations and their Implications for Japan and Other Large Diversified Financial Firms in Asia. Ritsumeikan Asia Pacific University. Available at: [http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS\\_V21\\_Kuhara.pdf](http://www.apu.ac.jp/rcaps/uploads/fckeditor/publications/journal/RJAPS_V21_Kuhara.pdf).
14. Belozerov S.A., Pisarenko Zh.V. Testirovanie rossiiskogo strakhovogo rynka na nalichie konvergentsii [Testing the Russian insurance market for existence of convergence]. *Ekonomika regiona = The Region's Economy*, 2014, no. 3, pp. 198–208.
15. Kallgren C.A., Reno R.R., Cialdini R.B. A focus theory of normative conduct: when norms do and do not affect behavior. *Personality and Social Psychology Bulletin*, 2000, vol. 26, no. 8, pp. 1002–1012.
16. Schmid M.M., Walter I. Do financial conglomerates create or destroy economic value? *Journal of Financial Intermediation*, 2009, vol. 18, iss. 2, pp. 193–216.
17. The Handbook of European Structured Financial Products. Edited by Fabozzi F.J., Choudhry M. Wiley, 2004, 800 p.
18. Vladimirova I.G. Organizatsionnye formy integratsii kompanii [Organizational forms of integration of companies]. *Menedzhment v Rossii i za rubezhom = Management in Russia and Abroad*, 1999, no. 6. Available at: <http://www.cfin.ru/press/management/1999-6/13.shtml>.
19. Almeida H.V., Wolfenzon D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. *Journal of Finance*, 2006, no. 61(6), pp. 2637–2680.
20. Chirinko R.S., Elston J.A. Finance, Control and Profitability: The Influence of German Banks. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 2006, no. 59(1), pp. 69–88.
21. Bebchuk L.A., Kraakman R., Trianis G. Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity. In: Concentrated Corporate Ownership. Edited by R.K. Morck. NBER Conference Report Series, Chicago, University of Chicago Press, 2000.
22. Repullo R. Capital Requirements, Market Power, and Risk-Taking in Banking. *Journal of Financial Intermediation*, 2004, vol. 13, pp. 156–182.
23. Slijckerman J.F., Schoenmaker D., de Vries C.G. Risk Diversification by European Financial Conglomerates. *Tinbergen Institute Discussion Paper Series*, 2005. Available at: <http://hdl.handle.net/1765/7426>.
24. Rajan R.G., Zingales L. The Governance of the New Enterprise. In: Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives (Edited by Vives X.). Cambridge, Cambridge University Press, 2000.