

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА

*На правах рукопису*

**ОНІКІЄНКО СЕРГІЙ ВОЛОДИМИРОВИЧ**

УДК (33.01+330.222+336.71) : 005.44](043.3)

**РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня

доктора економічних наук

Науковий консультант:  
Диба М.І.,  
д.е.н., проф.

КИЇВ – 2014

## ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ЕВОЛЮЦІЯ ЕКОНОМІЧНОЇ ПРИРОДИ РЕГУЛЮВАННЯ	16
1.1. Регулювання в інтересах суспільства: компенсаторний підхід до недосконалостей ринку	16
1.2. Емпірична суперечливість теорії приватного регулювання	43
1.3. Новочасні концепції теорії регулювання: інституціональний підхід	57
1.4. Вектори реалізації регуляторних підходів у сфері банківського регулювання	69
Висновки до розділу 1	95
РОЗДІЛ 2. КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ТА ОСОБЛИВОСТІ МЕХАНІЗМУ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ	101
2.1. Інвестиційна діяльність: від емпіричного сприйняття до економічного відображення	101
2.2. Наукові підвалини економічної сутності інвестиційної діяльності банків	111
2.3. Особливості реалізації форм і видів інвестиційної діяльності банків в Україні	122
2.4. Регуляторний підхід до оцінки інвестиційних якостей активів банку	136
2.5. Інвестиційний портфель як форма реалізації регуляторного підходу в інвестиційній політиці банку	157
Висновки до розділу 2	172
РОЗДІЛ 3. ЕКОНОМІЧНІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ БАНКІВСЬКОГО СЕКТОРУ І ФІНАНСОВИХ РИНКІВ	177
3.1. Політико-економічні засади реалізації регулювання на фінансових ринках	177
3.2. Фінансове посередництво і потреба в регулюванні банківської діяльності	194
3.3. Інструментарій регулювання банківської діяльності	210
3.4. Дерегулювання, функціональні фінанси і потреба в уніфікації регуляторних підходів	223

3.5. Концепція модернізації регуляторної парадигми у постризивий період в Україні	235
Висновки до розділу 3	246
<b>РОЗДІЛ 4. ПОРТФЕЛЬНИЙ ПІДХІД ДО РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКУ</b>	<b>251</b>
4.1. Сучасна теорія портфелю і управління банківськими інвестиціями	251
4.2. Управління портфелем ліквідних активів банку	263
4.3. Роль достатності капіталу у формуванні регуляторної складової ризик-менеджменту комерційного банку	279
4.4. Формування інвестиційного портфелю як інтраінституціональна основа регулювання інвестиційної діяльності банку	291
4.5. Об'єктивна необхідність і сутність регулювання діяльності інвестиційних банків	302
Висновки до розділу 4	317
<b>РОЗДІЛ 5. РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА МІЖНАРОДНОМУ РІВНІ</b>	<b>322</b>
5.1. Еволюція міжнародної системи банківського регулювання як відповідь на виклики глобалізації	322
5.2. Системна криза базельської концепції пруденційного регулювання в умовах обмеженої дієвості кептивної моделі регуляторної політики	332
5.3. Напрямки реформування базельської концепції регулювання	349
5.4. Міжнародна гармонізація регулювання банківського сектору і фінансових ринків	356
5.5. Модернізація концепції дослідження регулювання інвестиційної діяльності банків в контексті євроінтеграції і глобалізації	379
Висновки до розділу 5	394
<b>ВИСНОВКИ</b>	<b>401</b>
<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ</b>	<b>410</b>
<b>ДОДАТКИ</b>	<b>465</b>

## ВСТУП

**Актуальність теми.** Підвищення ролі регулювання в активізації інвестиційного процесу є пріоритетним фундаментальним завданням економічної науки. Удосконалення процесу регулювання інвестиційної діяльності банків має безпосередній вплив на динаміку структурних зрушень у банківській галузі, її модернізацію, підвищення ефективності і забезпечення стабільності функціонування національної фінансово-банківської системи.

Особливої гостроти це питання набуває в умовах євроінтеграції і глобалізації національної економіки де існуючі національні і міжнародні положення стосовно регулювання інвестиційної діяльності банків не змогли забезпечити підтримку стабільного економічного зростання. Руйнівні наслідки впливу світової фінансової кризи на діяльність вітчизняних банків, розуміння їх вразливості до коливань на світовому і національному фінансових ринках, системні і локальні проблеми в діяльності переважної більшості банків та загроза перетворення цих проблем на системну кризу, обумовлюють актуальність дослідження проблеми регулювання інвестиційної діяльності банків.

Фундаментальні засади державного регулювання банківського сектору і фінансових ринків дістали досить широке висвітлення в науковій літературі. У цьому контексті варто виділити науковий доробок Д.Кейнса, М. Фрідмана, С.Фішера, Р.Мертона, А. Маршалла, П.Самуельсона, Д.Стіглера, Ж.-Л.Мигу, П.Йоскова, Д.Стіглітца, М.Левайна, Х.Мінські, А.Огуса, С.Пельтцмана, Р.Нолла та ін. Досліджуваний проблематиці присвячено цілий ряд наукових праць вітчизняних економістів, зокрема: А.Гальчинського, В.Гейця, А.Даниленка, М.Дибби, В.Корнєєва, М.Крупки, І.Лютого, І.Малого, І.Манцурова, А.Мороза, М.Савлука, В.Федосова, та ін.

Питання управління фінансово-інвестиційною діяльністю банків знайшли своє відображення у наукових працях О.Барановського, О. Береславської, І. Брітченка, А.Бута, О.Васюренка, Б. Гапа, В.Грушка, І.Гуцала, М.Девантріпорта, О.Дзюблюка,

Ж.Довгань, Дж.Долана, В.Зимовця, І.Івасіва, Г.Карчевої, В.Корнєєва, В.Кочеткова, Л.Кузнєцової, О.Любуня, І.Лютого, Ф.Мішкіна, В.Міщенко, С.Науменкової, Я.Пароуша, Л.Примостки, Б.Пшика, К.Раєвського, П.Роуза, Є.Фами, О.Чуб, Швець Н. та ін. Регулювання взаємодії банків і фінансових ринків у процесі інвестиційної діяльності банків ґрунтовно висвітлено в працях Д.Бенсона, В.Васенка, О.Вовчак, В.Грідасова, В.Грушка, А.Дамодарана, М.Дмитренка, С.Леонова, Б.Луціва, Т.Майорової, Г.Марковіца, К.Маттена, А.Мертенса, О.Мозгового, Р.Пайка, А.Пересади, А.Сантомеро, Д.Синки, Ф.Фабоцци, Є.Фами, У.Шарпа та ін.

Разом з тим, з огляду на отримані результати, накопичений досвід та підвищення актуальності досліджуваної проблеми в умовах світової фінансової кризи, невирішеними остаточно залишаються ряд теоретичних і прикладних проблем пов'язаних з формалізацією сутності інвестиційної діяльності банку і її роллю в системі управління і регулювання діяльністю банку, визначенням функцій і місця регулювання інвестиційної діяльності банку у процесі забезпечення стабільності функціонування системи фінансового посередництва у складних фінансово-економічних системах на мікро- і макрорівнях. Недостатньо досліджено взаємозв'язок між управлінням і регулюванням інвестиційною діяльністю банків, сприйняття ризиків інвестиційної діяльності банку у контексті задачі ризикорієнтованого регулювання банку і використання концепції інвестиційного портфеля в регулюванні банківської діяльності і управлінні ризиками. Окремої уваги потребують рекомендації стосовно міжнародної гармонізації існуючих і розробки нових регуляторних положень, що мають стосунок до регулювання інвестиційної діяльності банків. Актуальність і практична значимість поставлених проблем обумовили вибір теми дослідження, його мету, завдання і зміст.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана відповідно до плану наукових досліджень кафедри банківських інвестицій ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» у межах тем: «Формування інвестиційних ресурсів в Україні» (державний реєстраційний номер 0111U000292), де автором досліджено теоретико-інституційне забезпечення розвитку регулювання інвестиційної діяльності банків в Україні;

«Фінансово-кредитні важелі в активізації інвестиційного процесу» (державний реєстраційний номер 0113U003555), де автором визначено роль регулювання інвестиційної діяльності банків в забезпеченні стабільності фінансово-банківської системи.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційного дослідження є розвиток теоретико-методологічних засад регулювання інвестиційної діяльності банків та обґрунтування на цій основі практичних рекомендацій спрямованих на забезпечення стабільності функціонування банківського сектору і фінансових ринків і успішну інтеграцію банківської системи України до глобальних ринків.

Поставлена мета зумовила необхідність вирішення наступних завдань:

- дослідити еволюцію економічної природи і реалізації теорій регулювання в економіці;
- визначити напрямки розвитку теорії регулювання інвестиційної діяльності банків і чинники, що його обумовлюють;
- обґрунтувати теоретичні підходи до визначення сутності поняття «інвестиційна діяльність комерційного банку»;
- дослідити особливості реалізації регулювання інвестиційної діяльності банків у процесі фінансового посередництва;
- дослідити роль регулювання інвестиційної діяльності банків як напрямку реалізації регуляторної політики держави;
- оцінити роль регулювання інвестиційної діяльності банків у забезпеченні стабільності функціонування банківського сектору і фінансових ринків;
- розробити пропозиції щодо модернізації регуляторної парадигми інвестиційної діяльності банків у посткризовий період в Україні;
- дослідити особливості реалізації ризиків інвестиційної діяльності банку на мікро- і макрорівнях, взаємозв'язок ризику, достатності капіталу і стійкості фінансово-банківської системи;
- оцінити придатність до використання у процесі управління і регулювання інвестиційної діяльності банку положень теорії портфеля;
- дослідити особливості діяльності інвестиційних банків на фінансовому ринку;

- узагальнити світовий досвід регулювання інвестиційної діяльності банків та виявити причини запровадження міжнародних стандартів регулювання банківської діяльності;

- обґрунтувати потребу в запровадженні наднаціональних стандартів регулювання інвестиційної діяльності банків та визначити напрямки оновлення концепції регулювання банківської діяльності в Україні;

- визначити основні напрямки розвитку наукових досліджень регулювання інвестиційної діяльності банків у посткризовий період.

*Об'єктом дослідження* є теоретико-методологічні засади регулювання та практичні аспекти формування і функціонування банківського регулювання.

*Предметом дослідження* є фінансові відносини, що виникають у процесі регулювання інвестиційної діяльності банків з приводу забезпечення стабільності і ефективності банківської системи.

*Методи дослідження.* Методологічну основу дисертаційного дослідження складають фундаментальні положення економічної теорії, банківської справи, теорії фінансів, грошей і кредиту, сучасні концепції регулювання економіки, наукові праці вітчизняних та зарубіжних вчених з питань регулювання інвестиційної діяльності банків. У роботі, відповідно до поставлених завдань, використано такі методи дослідження, як: діалектичний (згідно з якими інвестиційна та фінансова діяльність комерційного банку розглядаються у нерозривному зв'язку і розвитку); кореляційний, регресивний, факторний і порівняльний аналізи (при оцінці динаміки зміни структури активів банківської системи); системно-структурний аналіз (при розробці методики розміщення капіталу банку у процесі формування інвестиційного портфелю); релятивістський аналіз (при розробці розширеної концепції банківського регулювання, яка відображає послідовність виникаючих взаємопов'язаних агентських проблем в рамках цілісного комплексу політичних, юридичних, культурних і технологічних факторів, що впливають на діяльність банків); методи експертних оцінок, індексний, групувань (при дослідженні структури активів банку та оцінці їх інвестиційних якостей); функціональний метод (при дослідженні ролі ризик-орієнтованого банківського регулювання і оцінки

достатності капіталу в механізмі функціонування фінансово-банківської системи); індуктивний та дедуктивний методи (при формуванні стратегії розвитку регулювання інвестиційної діяльності банку); метод коефіцієнтів (при розробці моделі процесу розміщення банківських ресурсів і оцінки достатності капіталу банку з урахуванням ризиків).

*Інформаційною базою дослідження* є нормативно-правові акти України, аналітичні та інформаційні матеріали НБУ, НКЦПФР, офіційна звітність фінансових установ, наукові публікації вітчизняних та зарубіжних фахівців, аналітика Міжнародного валютного фонду, Світового банку та інших міжнародних фінансових організацій, рекомендаційні документи Базельського комітету з регулювання банківської діяльності, періодичні видання різних країн світу, електронні ресурси Інтернет та розрахунки автора.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в розробці теоретико-методологічних засад регулювання інвестиційної діяльності банку в механізмі функціонування банківської системи України в процесі її інтеграції до глобальних фінансових ринків. Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження такі:

*вперше:*

- обґрунтовано наявність і визначено механізм впливу ефекту регуляторної циклічності на процес регулювання інвестиційної діяльності банків в умовах об'єктивної потреби зміни пріоритетів державної регуляторної політики від засад приватного до суспільного регулювання при зростанні ризику і невизначеності на фінансових ринках. Такий підхід забезпечить наукове підґрунтя для випереджаючого коригування регуляторної політики НБУ шляхом внесення інституціональних змін у баланс регуляторних повноважень і обов'язків учасників регуляторного процесу через посилення макроекономічних складових пруденційного регулювання;

- розроблено парадигму реформування системи регулювання інвестиційної діяльності банків в основу якої покладено принцип пруденційного розподілу прав і обов'язків між регуляторами і агентами ринку. Альтернативою уже існуючим



регуляторним заходам приватного регулювання зі зменшення ймовірності банкрутства банку має бути розробка тих складових регуляторної системи, які зможуть забезпечити мінімізацію втрат суспільства від банкрутства банків через встановлення слухних стандартів достатності капіталу. Це дозволить компенсувати моральну загрозу, яку створює державна система гарантій для вкладників та інших кредиторів банку, а контроль ризику делегувати банківським інститутам або їх саморегульованим організаціям;

- виявлено суперечність, що виникає у процесі регулювання інвестиційної діяльності банку між управлінням ризиками банку через операції з цінними паперами і управлінням інвестиційним портфелем банку та розкрито її сутнісну характеристику. Обґрунтовано, що в основі цієї суперечності лежить подібність у методичному підході: в обох випадках існує потреба в оцінках волатильностей і кореляцій і одночасно існує відмінність у цілях оцінки і використання отриманих результатів. Доведено, що ризик-менеджмент у банку має визначатися з тим, як буде змінюватися вартість портфелю активів банку в результаті зміни ринкових факторів, у той час як створення банком портфелю цінних паперів вимагає оцінки точності прогнозів менеджера. Існування цієї відмінності обумовлює потребу у розділенні на методичному і інституціональному рівні діяльності з управління ризиками і діяльності з управління інвестиційним портфелем банку у відповідних функціональних системах банку.

*удосконалено:*

- зміст поняття «інвестиційна діяльність», як виду економічної діяльності, що визначається атрибутами: ціль – максимізація багатства; засоби – активи; процес – послідовність дій інвестора по управлінню економічною системою і відповідних змін стану об'єкту управління; результат – максимізація можливостей споживання. Це дало можливість диференціювати інвестиційну діяльність серед інших видів економічної діяльності і встановити ієрархічну підпорядкованість поняття «інвестиційний процес» до поняття «інвестиційна діяльність» у науковій термінології;

- науково-методичний підхід до обґрунтування ролі інвестицій банків на ринку цінних паперів у забезпеченні фінансової стійкості банку: інвестиційна діяльність має вимушений характер і виконує роль регуляторного компенсатора ліквідності у механізмі взаємодії між коштами банку, кредитним портфелем і депозитами. Це дозволило розглядати існування глибоких і ліквідних ринків як необхідну умову для здійснення банками інвестиційної діяльності і доводить, що за відсутності або звуження фінансових ринків необхідно обмежити активність банків на ринку цінних паперів шляхом опосередкованої демотивації участі банків у ризикових операціях з цінними паперами через вдосконалення комплексних методик фінансової стійкості і посилення регуляторних вимог до капіталу компаній, що управляються банками.

- методологію активного розміщення капіталу банку - на основі синтезу положень портфельної теорії, принципів управління банківськими інвестиціями і концепції достатності економічного капіталу банку - який може бути узятий за основу для прийняття інвестиційних рішень і, відповідно, формування інвестиційного портфелю банку та передбачає чотири етапи реалізації: визначення наявного капіталу – бажаної величини ризикового капіталу для банку; встановлення рівнів дохідності за групами активів; розміщення ризикового капіталу за напрямками інвестування; визначення дохідності капіталу та оцінка отриманих результатів за показниками RAROC або EVA.

- підходи до реалізації принципів інституціонального регулювання інвестиційної діяльності банків, як результату конвергентної еволюції приватної і суспільної теорій регулювання, в основі якої лежить задача пошуку балансу між незалежністю і підпорядкованістю банківського регулювання, що значною мірою визначається інституціональним середовищем де діють банківські регулятори, а основною його метою є недопущення кептивності. Це дасть змогу запобігти негативному впливу політичної кон'юнктури на прийняття регуляторних рішень; врахувати небажання органів влади брати на себе відповідальність за наслідки діяльності банків; здійснювати моніторинг результатів і перспектив реалізації банківського регулювання і визначитися з загальними підходами до вирішення проблеми регулювання у фінансово-банківській сфері;

*набули подальшого розвитку:*

- дослідження зв'язку між фінансовою і інвестиційною діяльністю з використанням діалектичного підходу, дозволило сформулювати дуалістичний підхід за якого фінансова діяльність є відповідальною за спадковість - зобов'язання вже існують і мають чітко визначені статичні характеристики, зміна яких у часі не передбачається, а інвестиційна діяльність відповідає за мінливість - вартісні характеристики активів обов'язково зазнають цільових змін у часі і просторі і мають ймовірнісний характер; подібне розуміння дає можливість подати структурно логічну схему взаємодії фінансової і інвестиційної діяльності банку як системи і виділити її системотворчі фактори;

- системне тлумачення нормативів платоспроможності і ліквідності у концепції ризик-менеджменту банку, де показник платоспроможності пов'язаний з невизначеністю у діяльності банку, а показники ліквідності мають відношення до актуальних ризиків - як суб'єктивної ймовірності, виокремленої з невизначеності; це дало змогу трактувати ліквідність банку як показник його опірності (як складної умовно закритої і саморегульованої системи) до негативного впливу, більшою мірою, ендогенних факторів – ризиків діяльності самого банку, а платоспроможність – як показник опірності банку (уже як складової частини складної відкритої системи) до усіх ризик-факторів комплексної взаємодії банку з ринковим середовищем;

- науковий підхід до формування вимог до теорії економічного регулювання яка, на відміну від існуючих, повинна пояснювати як і чому регулювання є найкращим з підходів до мінімізації транзакційних витрат у процесі ефективного розміщення ресурсів для виробництва конкретних товарів і послуг; це дало змогу сформулювати вимоги до такої теорії, яка повинна: визначати на майбутнє галузі і сектори економіки, які потребуватимуть регуляторного втручання; визначатися з тими формами регуляторного втручання, до яких варто вдаватися, як то субсидії, дотації, бар'єри входу на ринок або цінове втручання;

- обґрунтування реформування системи РІДБ України в умовах кризи, зокрема: підвищення впливовості і незалежності органів банківського регулювання і

нагляду; реформування пруденційного регулювання як в сторону спрощення, так і простоти практичного використання; запровадження надійного механізму банківського менеджменту у період кризи, включаючи особливий режим для системно важливих інститутів; такий підхід забезпечить максимальний ефект від впровадження принципів пруденційного регулювання в практику банківської діяльності;

- теоретична інтерпретація базових функцій регулювання фінансово-банківської системи у концепції функціональних фінансів: забезпечення функціонування системи клірингу і розрахунків, мобілізація заощаджень, розподіл ресурсів у часі і просторі, управління ризиками, створення та перерозподіл інформації, стимули і мотивація. У випадку запровадження концепції єдиного регулятора фінансового ринку, такий підхід забезпечить конкурентну безпристрасність регулювання по відношенню до усіх інститутів фінансового посередництва;

- науково-методичні засади формування кредитно-інвестиційного портфеля банку у частині існування негативних наслідків від гіпердиверсифікації портфеля активів банку на користь цінних паперів, що призводить до зміни у ринковому позиціонуванні банку як спеціалізованого депозитарного фінансового посередника з подальшим запровадженням більш жорстких регуляторних вимог і неспроможності агентів ринку ідентифікувати банк саме як кредитну установу. Це дозволить мінімізувати ймовірність появи і реалізації у банківській системі неспецифічних ризиків і мінімізувати витрати на РІДБ.

**Практичне значення одержаних результатів** полягає в тому, що основні результати дослідження дозволяють системно підійти до вирішення проблем з підвищення ефективності регулювання інвестиційної діяльності банків і формування на цій основі сукупності положень і практичних пропозицій, спрямованих на вирішення цієї задачі. Окремі висновки та рекомендації, викладені в дисертації, доведено до рівня практичного застосування, зокрема, в діяльності: Генерального економічного департаменту Національного банку України - щодо запровадження в практику регулювання банківської діяльності комплексного

підходу до формування і управління портфелем ліквідних активів банків у частині вдосконалення методики оптимізації структури інвестиційного портфеля банків, мінімізації ризиків та забезпечення підтримки бажаного рівня ліквідності банківської системи (довідка №37-008/77419 від 24.12.2014); Науково-дослідного економічного інституту Міністерства економічного розвитку і торгівлі України - використано пропозиції щодо реформування теорії та методології регулювання інвестиційної діяльності банків і інструментів його реалізації у рамках стратегічного планування збалансованого розвитку банківського сектору і фінансових ринків при підготовці проектів законів України, постанов Кабінету міністрів і інших нормативних актів (довідка № 1/703 від 11.03.2014); Комітету Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності - при обґрунтуванні секретаріатом Комітету пропозицій до нормативно-правових актів враховані пропозиції автора щодо використання економіко-правових інструментів у регулюванні інвестиційної діяльності банків і механізму використання засобів фіскальної політики для забезпечення необхідного обсягу інвестицій у розвиток і захист репутації ринку банківських послуг (довідка №287 від 11.12.2014); Департаменту фінансової політики Секретаріату Кабінету Міністрів України – використано рекомендації стосовно необхідності врахування циклічності у використанні органами державного управління пруденційних підходів при регулюванні інвестиційної діяльності банків (довідка від 25.12.14); ПАТ «Златобанк» - використано рекомендації стосовно регулювання інвестиційної діяльності у процесі активного розміщення капіталу банку з урахуванням ризик-лімітів при прийнятті інвестиційних рішень і формуванні кредитно-інвестиційного портфеля банку (довідка № 09-24/720 від 13.02.2013); ПАТ «Сітібанк» - впроваджені основні положення дослідження у частині удосконалення ризик-менеджменту банку у процесі корпоративного регулювання інвестиційної діяльності підрозділів банку (довідка № 733 від 28. 08.2014); рейтингового агентства «Кредит-Рейтинг» - використано положення і рекомендації щодо удосконалення методик аналізу ефективності регуляторного впливу у сфері регулювання інвестиційної діяльності банків для удосконалення методик оцінки статистичних спостережень за кредитно-

інвестиційною діяльністю банків та присвоєння кредитних рейтингів комерційним банкам (довідка № 133 від 22. 05.2014).

Основні теоретичні і методичні підходи та висновки дисертаційної роботи використовуються у навчальному процесі кафедри банківських інвестицій Державного вищого навчального закладу «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» у розробці методичного забезпечення і викладання навчальних дисциплін: «Інвестування», «Інвестиційний аналіз», «Проектне фінансування» (довідка від 12.11.2014)

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є самостійно виконаною роботою здобувача. Наукові положення, висновки, пропозиції і практичні рекомендації, що виносяться на захист, сформульовані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертації використано лише ті положення, висновки і пропозиції, які належать особисто здобувачу. Конкретний внесок автора у працях, що опубліковані в співавторстві, зазначений у списку публікацій.

**Апробація результатів дисертації.** Найважливіші теоретичні, методологічні та методичні положення і результати дисертаційного дослідження були оприлюднені автором на 18 міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях: V Міжнародна науково-практична конференція «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків (Черкаси, 2010р.), Міжнародна науково-практична конференція «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (Київ, 2010р.), Всеукраїнська науково-практична конференція «Інноваційні процеси у фінансово-кредитній сфері» (Київ, 2011р.), II Міжнародна науково-практична конференція «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (Київ, 2011р.), VI Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні проблеми глобальних процесів у світовій економіці» (Київ, 2011р.), VI Міжнародна науково-практична конференція «Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків» (м. Черкаси, 2011р.), VIII Міжнародна науково-практична конференція «Сучасний стан економічної науки: проблеми та перспективи розвитку (Львів, 2012р.), Міжнародна науково-практична конференція «Проблеми сучасної економіки в умовах фінансової

нестабільності» (Одеса, 2012р.), Міжнародна науково-практична конференція «Формування економічного профілю національної інфраструктури України: аналітичний та теоретико-методологічний аспекти» (Київ, 2012р.), Всеукраїнська науково-практична конференція «Інтеграція науки і практики як умова економічного зростання країни» (Дніпропетровськ, 2012р.), XII Міжнародна науково-практична конференція «Економіка України в умовах глобальної нестабільності» (Київ, 2012р.), XIII Міжнародна науково-практична конференція «Економічні дисбаланси в глобалізованому світі» (Київ, 2012р.), Міжнародна науково-практична конференція «Теорія і практика сучасної економіки» (Одеса, 2012р.), Міжнародна науково-практична конференція «Друга хвиля економічної кризи: проблеми та шляхи вирішення» (Київ, 2012р.), Міжнародна науково-практична конференція «Современная экономика: сценарии и стратегии» (Сімферополь, 2012р.), Міжнародна наукова конференція «Сталий розвиток підприємств, регіонів, країн» (Дніпропетровськ, 2012р.), Міжнародна науково-практична конференція «Фінансування інноваційного розвитку України: стан, проблеми та перспективи» (Київ, 2013р.), Всеукраїнська науково-практична конференція «Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку» (Київ, 2013р.), II Міжнародна науково-практична конференція «Страховий ринок України в умовах фінансової глобалізації» (Київ, 2014р.).

**Публікації.** Основні наукові положення, висновки і результати дослідження дисертації опубліковано в 52 друкованих працях загальним обсягом 38,5 друк. арк., в тому числі: 1 одноосібна монографія, 1 колективна монографія, 2 підручники, 20 статей - у фахових виданнях, 6 статей - у зарубіжних виданнях, 22 - в інших виданнях

## РОЗДІЛ 1

### ЕВОЛЮЦІЯ ЕКОНОМІЧОЇ ПРИРОДИ РЕГУЛЮВАННЯ

#### **1.1. Регулювання в інтересах суспільства: компенсаторний підхід до недосконалостей ринку**

У фаховій літературі з економіки і права не існує одного універсального визначення терміну «регулювання». Одні дослідники пропонують і розглядають різноманітні визначення в намаганні через систематизацію зробити їх прийнятними для подальшого аналізу [1, 2, 3, 4]. Інші автори майже повністю ухиляються від точного визначення регулювання [5, 6, 7, 8]. Однак у цьому розділі для подальшого дослідження ми будемо розуміти під регулюванням використання правових інструментів для досягнення цілей соціально-економічної політики, де характерною рисою правових інструментів є те, що окремі особи або організації можуть бути піддані примусу зі сторони уряду до реалізації приписаної моделі поведінки під загрозою накладання санкцій.

Теорія регулювання в інтересах суспільства виходить з припущень повноти інформації, досконалості правозастосування і доброзичливості регулятора. Відповідно до цієї теорії регулювання підприємств або інших економічних учасників сприяє реалізації інтересів суспільства. Інтереси суспільства можуть бути описані як найкращий - з усіх можливих - розподіл обмеженої кількості ресурсів на задоволення індивідуальних і колективних потреб у товарах і послугах у суспільстві. У країнах з ринковою економікою розміщення обмеженої кількості ресурсів значною мірою координується ринковим механізмом. В теорії, можна навіть показати, що за певних обставин розподіл ресурсів з використанням ринкового механізму є оптимальним [9, с.68-71]. З огляду на те, що така унікальна комбінація обставин має дуже низьку ймовірність реалізуватися на практиці, можна вважати, що з теоретичної точки зору розподіл ресурсів є неоптимальним, а звідси -



виникає задача пошуку методів покращення розміщення ресурсів [10, с. 24-26]. Таку ситуацію можна описати як порушення ринкового механізму.

Порушення ринкового механізму виникає у ситуації, коли існує невідповідність між ціною або вартістю додаткової одиниці конкретного товару або послуги і пов'язаними з його виробництвом граничними витратами або вартістю ресурсу. У випадку досконалого ринку підприємство буде збільшувати випуск продукції до тих пір, поки буде зберігатися ситуація за якої граничні витрати ресурсів на додаткову одиницю продукції будуть тотожні граничній вигоді від неї або ціні. Вирівнювання цін і граничних витрат характеризує стан рівноваги на конкурентному ринку. Якщо витрати нижчі за існуючу на ринку ціну, підприємство буде отримувати прибутки від подальшого зростання обсягів виробництва. У випадку коли витрати перевищують ціну, підприємство матиме змогу збільшувати прибутки за рахунок зменшення обсягів виробництва до тієї межі, коли ціна знову не відповідатиме граничним витратам. Рівновага ринку, а якщо більш загально – рівновага усіх ринків, є, таким чином, випадком оптимального розподілу обмежених ресурсів. У цьому випадку пропозиція відповідає попиту і за цих обставин учасники ринку не мають змоги якимось чином покращити її. Як видно, для того, щоб досягти ситуації оптимального розміщення ресурсів у економіці з конкурентним ринком, повинен виконуватися цілий ряд умов.

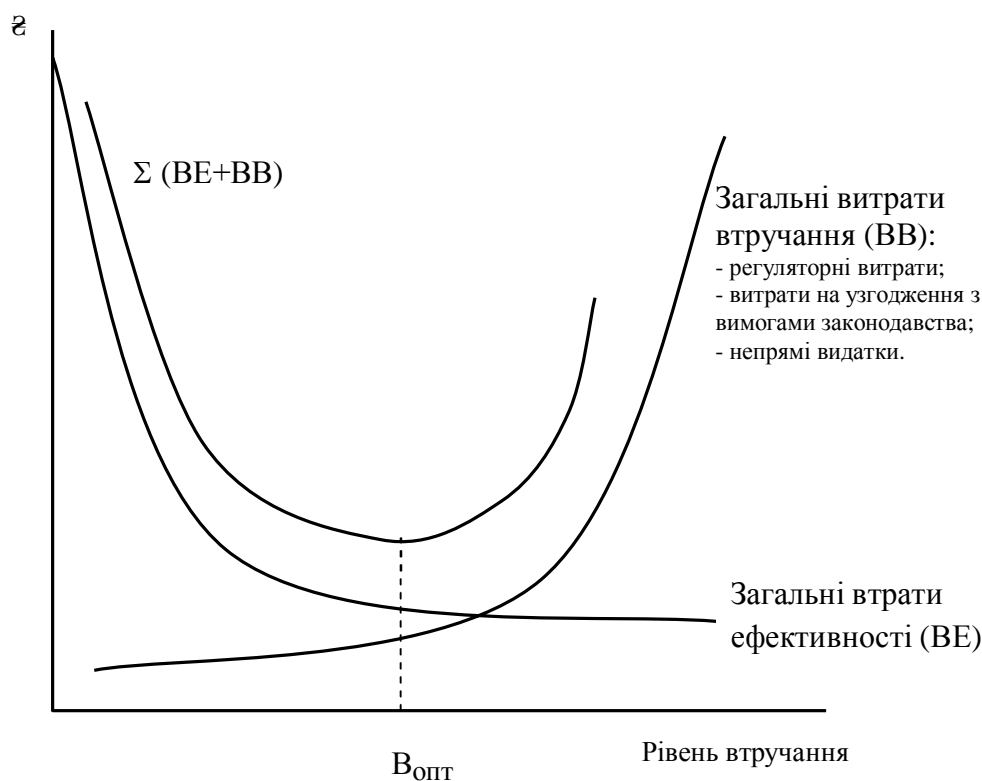
Одним з методів досягнення ефективного розподілу ресурсів за умов порушення функціонування ринкового механізму є урядове регулювання. На початкових стадіях розробки теорії регулювання в інтересах суспільства припускалося, що саме дисфункція ринкового механізму має розглядатися у якості обґрунтування державного регулювання [11, 12]. Але ця теорія досить швидко була піддана критиці через притаманний їй ідеалізований підхід, де теоретичні ефективні інститути можуть розглядатися у якості дієвої заміни неефективним реальним інститутам ринку [13].

Такий критицизм призвів до розвитку більш глибокої суспільної теорії регулювання, яка отримала назву «прогресивна школа права і економіки» [14, 15, 16]. У вихідній теорії припускалося, що у процесі регулювання не виникає

транзакційних і інформаційних витрат. Визнання існування цих витрат призвело до виникнення нових теорій суспільноорієнтованого регулювання. Звісно, можна зауважити, що урядове регулювання є відносно більш ефективним інститутом для вирішення проблеми недосконалостей функціонування ринкового механізму. Наприклад, стосовно суспільних послуг можна зауважити, що транзакційні витрати державного регулювання для встановлення справедливих цін і справедливих норм прибутку є нижчими ніж це було б у випадку необмеженої конкуренції. І, відповідно, можна стверджувати, що суспільне регулювання в певних випадках може бути більш ефективним підходом при вирішенні проблем забруднення навколишнього середовища або у випадку нещасних випадків на виробництві, ніж приватні перемовини між сторонами, інтересам яких нанесено збитки.

У цьому випадку регулятори, не підпадаючи під вплив недосконалостей на ринку інформації, легко зможуть зібрати необхідну інформацію для того, щоб визначити точку у якій граничні витрати пов'язані з втручанням відповідатимуть граничним суспільним вигодам [17, с.46]. Однак, навіть такі, більш ускладнені версії суспільного регулювання, не передбачають, що регулювання є досконалим. Вони беззастережно вважають, що існуючі ринки є недосконалими, а регулювання, за таких обставин, є найбільш ефективним підходом [18]. Ця теорія також припускає, що політики діють виключно в інтересах суспільства, політичний процес є ефективним, а витрати і вигоди від реалізації процесу регулювання є загальнодоступними і розподіляються між його учасниками на паритетній основі. Сутність такої концепції суспільного регулювання відображена нами на рис.1.1.

А тепер розглянемо ситуацію у якій компанія, що працює в умовах природної монополії, надає комунальні послуги суспільного характеру. Компанія отримує надвисокі прибутки, дотримується політики диференціації цін для різних груп споживачів і не надає послуг у тих місцевостях, де їх надання супроводжується значними понаднормовими витратами.



**Рис. 1.1. Оптимальний рівень регуляторного втручання за мінімальної втрати суспільного добробуту**

*Джерело: розроблено автором*

Економічна теорія передбачає, що ресурси будуть розподілені неефективно. Без регуляторного втручання ці витрати будуть знаходитися у найвищій точці де крива ефективності витрат (BE) перетинається з вертикальною віссю. Втручання на ринку знайде своє відображення у зменшенні витрат на соціальні потреби. Чим вищий рівень регуляторного втручання, тим нижчими будуть втрати добробуту у приватному секторі. Саме так наївна теорія регулювання в інтересах суспільства пояснює регулювання «справедливої ставки дохідності» з самого факту існування природних монополістів. Ціни мають знижуватися, а обсяги виробництва зростати до тих пір поки не буде досягнуто ефективного розподілу суспільних ресурсів. Більш складні варіанти теорії суспільного регулювання також приймають до уваги витрати, що пов'язані з регуляторним втручанням. Чим більше регулятор втручається у приватну діяльність підприємства, тим більшими будуть витрати на реалізацію цього втручання (крива BB). А отже, регулятор повинен мати

інформацію стосовно витрат компанії і попиту на її продукцію перед тим як визначитися з ефективною ціною.

Для компанії таке втручання призведе до витрат на приведення своєї діяльності у відповідності до вимог законодавства у формі витрат часу, робочої сили і ресурсів. А це, в свою чергу, передбачає зменшення продуктивності виробництва. З моменту самого першого регуляторного втручання витрати на моніторинг діяльності підприємства і правозастосування регулювання будуть тільки зростати. Можна очікувати, що підприємство буде намагатися дотримуватися власної стратегії і замовчувати або перекручувати будь-яку інформацію, яка має надаватися регулятору. До того ж, варто враховувати непрямі витрати. За таких обставин, чим менший прибуток отримує підприємство, тим менше зусиль воно буде докладати для зменшення виробничих витрат, розробки нових продуктів і запровадження нових виробничих технологій.

Крім того можна очікувати і на менш відчутні наслідки. Регуляторне втручання робить приватні інвестиції менш безпечними: премії за ризик зростають, обсяги інвестування зменшуються, а економічне зростання уповільнюється. Регулятор усвідомлює ці втрати і опиняється перед вибором: він, наприклад, може вдатися до цінового регулювання або регулювати рівень рентабельності, або ж одночасно комбінувати використання згаданих інструментів. Однак, в залежності від того який з варіантів регуляторного втручання він вибере, це призведе до різних обсягів регуляторних витрат і різних наслідків у коротко- і довгостроковій перспективі. Визначення оптимального рівня втручання ( $V_{\text{опт}}$ ) означає віднаходження компромісу між спрямуванням ресурсів на збільшення рівня регуляторного втручання і зменшенням неефективності поведінки підприємства.

З подальшим ускладненням системи регуляторних впливів у політиків з'являються альтернативні підходи, які включають: регулювання цін, рентабельності, рівня обслуговування та ін. З метою максимізації добробуту законодавчий орган також може прийняти рішення щодо передачі повноважень з регулювання ринку саморегульованим організаціям або створити державне підприємство. Знову ж таки, ці нововведення потребуватимуть різних витрат

регуляторного втручання і справлятимуть різний вплив у поточному і довгостроковому періодах. Серед іншого, вони відрізнятимуться з огляду на потребу в інформаційному забезпеченні, управлінськими витратами, обтяжливістю для приватного сектору (включаючи втрати від помилок), структурним розподілом повноважень, організацією управління, розподілом відповідальності, ризиками кептивності галузі і рівнем корупції та ін. А отже, теорія регулювання в інтересах суспільства в своїй основі передбачає порівняльний аналіз існуючих інститутів за їх спроможністю ефективного розподілу обмежених ресурсів в економіці.

Варто зазначити, що теорія регулювання в інтересах суспільства, по суті своїй вирізняється за трьома важливими припущеннями: домінування недосконалостей функціонування ринкового механізму, припущення стосовно «доброзичливого» регулятора (альтернативно – ефективного політичного процесу) і набір ефективних інститутів.

Починаючи з розподілу обмежених ресурсів через конкурентний ринковий механізм, може бути виділено чотири типи прояву недосконалості ринкового механізму. Невідповідність між вартостями і цінами ресурсів може виникнути у ситуації недосконалої конкуренції, нестабільності ринків, випадання з ринку (в результаті невиконання зобов'язань сторонами угоди) або збоїв у ринковій торгівлі.

Недосконала конкуренція призводить до відхилення ціни від граничних витрат на використання ресурсу; нестабільні ринки характеризуються динамічною неспроможністю до швидкої стабілізації – така нестабільність призводить до втрати дефіцитних ресурсів. Випадання з ринку має стосунок до ситуації коли попит на суспільно важливі товари і послуги випереджає пропозицію (їх загальна вартість перевищує загальну ціну), але ні ціни ні ринки не ростуть. І, на кінець, навіть якщо конкурентний ринковий механізм розподіляє обмежені ресурси ефективно, не слід вважати, що результати діяльності ринку мають обов'язково розглядатися як справедливі і бажані з точки зору окремих суспільних груп.

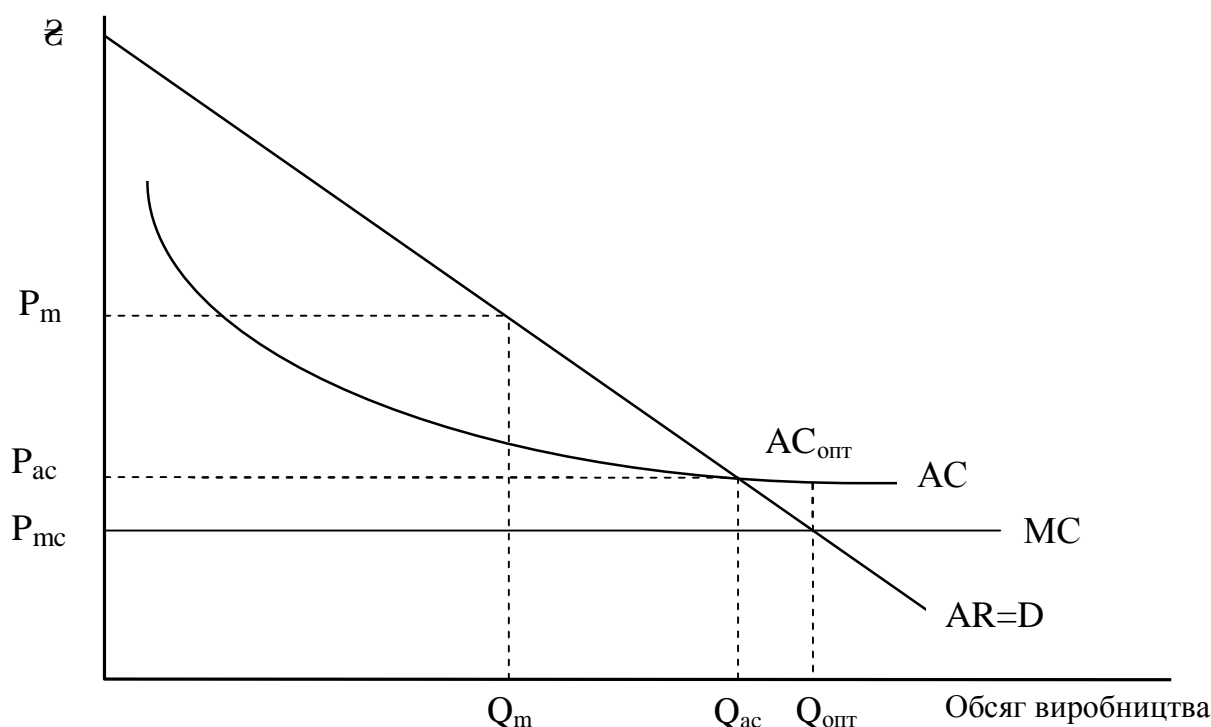
Ми розглянемо недосконалості функціонування ринкового механізму по черзі, насамперед, за припущення, що уряд діє як всезнаючий, всесильний і доброзичливий регулятор.

*Недосконала конкуренція.* Насамперед, досконалість функціонування ринкового механізму передбачає потребу в існуванні визначених правил і регуляторних положень, які передбачають як існування дієвого інституту права приватної власності, так і свободи в укладанні угод. За таких умов, завдяки нормам майнового і договірної права, не тільки зменшуються витрати на укладання ринкових угод, але і захист майнових прав, і правовикористання з метою дотримання вимог контракту його сторонами, може бути більш ефективно організовано на колективному рівні порівняно з індивідуальним.

Однак, свобода в укладанні угод також може бути використана для об'єднання зусиль сторін, які не зацікавлені в ефективному функціонуванні ринку. Угода між виробниками стосовно підтримки високих цін і штучного обмеження пропозиції, може призвести до зростання цін по відношенню до граничних витрат виробництва. Крім того, домінуюче становище одного або декількох виробників також може викликати відхилення цін по відношенню до граничних витрат виробництва. Метою антимонопольного регулювання є підтримка ефективності діяльності ринку шляхом контролю над процесами злиття і поглинання, недопущення укладання угод або поведінки агентів ринку, які призводять до обмеження конкуренції. За таких обставин більш важливими, в нашому випадку, є специфічні риси окремих продуктів і процесів виробництва у таких секторах як фінансовий, енергетичний, телекомунікації, транспорт, поштові і комунальні послуги. Власне, більшість регуляторних положень і мають стосунок саме до цих секторів. Для того щоб пояснити недосконалість функціонування ринкового механізму ми скористаємося графічною схемою наведеною на рис.1.2, на якій наводиться спрощена інтерпретація ринкової ситуації для компанії, що виробляє один вид продукції в окремо взятому секторі господарської діяльності.

На діаграмі зображено спадаючу криву середніх витрат (AC) типового підприємства і лінію попиту ринку (D). Припускаємо, що граничні витрати виробництва є сталими і становлять  $P_{mc}$ . Лінія ринкового попиту D або середній дохід AR (величина сукупного доходу підприємства, що припадає на одиницю продукції, що випускається) перетинається зі спадаючою кривою середніх витрат

підприємства, а це значить, що якщо усе виробництво сконцентровано на одному



**Рис. 1.2. Негативні побічні ефекти природної монополії**

*Джерело: розроблено автором*

підприємстві, саме в цій точці можна досягти мінімальної величини середніх витрат. Якщо існує декілька підприємств, які використовують однієї й ті самі технології виробництва подібних товарів, розподіляючи між собою увесь існуючий обсяг виробництва, витрати на одиницю продукції будуть зростати, це призводить до виникнення природної монополії.

Так відбувається коли виробничий процес потребує дуже багато інвестицій в основний капітал для створення торгово-розподільчої мережі. У цьому випадку вартість надання одиниці послуг (середні витрати) продовжує зменшуватися у випадку коли виробництво товарів і послуг зростає. Проте, у випадку відсутності обмежень на вхід до ринку можуть мати місце порушення у його роботі.

По-перше, підприємство, що розглядає можливість виходу на ринок, розуміє, що це призведе до виникнення цінової конкуренції з уже діючими на ринку виробниками, змушуючи ціни знижуватися, наближаючись до значень граничних витрат виробництва. Якщо так станеться, тоді підприємство втратить можливість відшкодування інвестиційних витрат, що зробить інвестиційну пропозицію

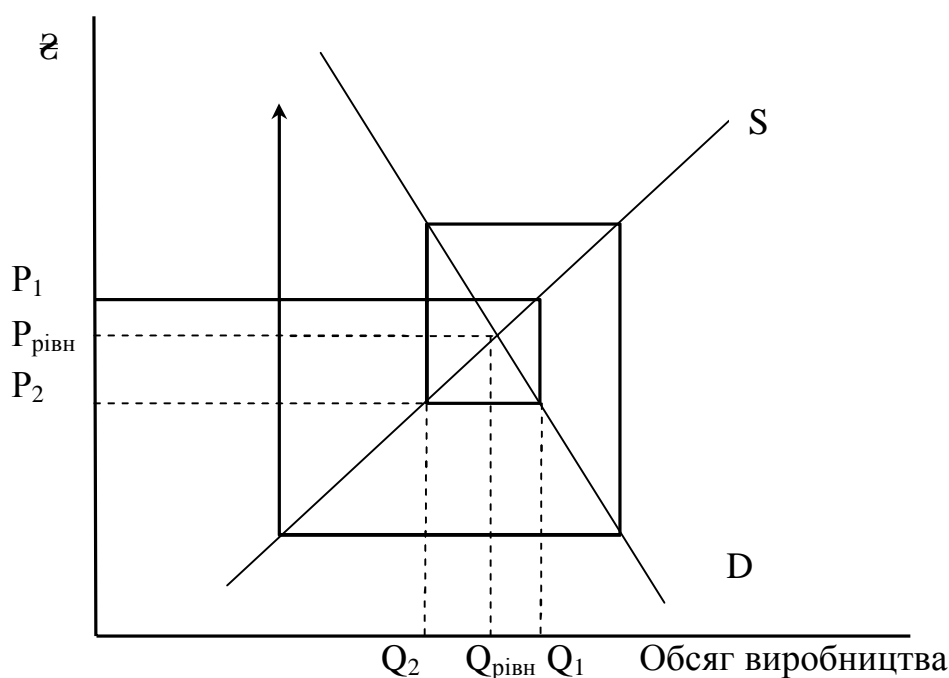
неприйнятною, і, відповідно, змусить підприємство відмовитися від виходу на ринок. Якщо ж підприємство вважає, що воно зможе функціонувати більш ефективно ніж вже існуючі на ринку, може виникнути ситуація «війни на виснаження», що може призвести до банкрутств і, напевне, супроводжуватиметься марнуванням обмежених ресурсів.

По-друге, якщо діюче на ринку підприємство дійсно є природним монополістом, воно буде максимізувати прибутки шляхом вирівнювання граничних витрат виробництва і граничного доходу ( $P_m$  на рис.1.2). За цілком реалістичних припущень стосовно неспроможності підприємства скористатися з вигод цінової дискримінації або запобігти арбітражу, підприємство буде вдаватися до обмеження виробництва (до значення  $Q_m$ ) і встановлювати такі ціни, які зможуть забезпечити максимізацію прибутку - для того щоб урівноважити ринок. У результаті таких дій ціни будуть значно відхилятися від граничних витрат. Знову ж таки, підприємство знає, що якщо воно інвестувало значні кошти в основні засоби, воно стає надзвичайно вразливим до загрози експропріації зі сторони політичних діячів. Треті особи, цілком вмотивовано, будуть очікувати, що підприємство не піде з ринку до тих пір поки ціни перевищують граничні витрати навіть не дивлячись на те, що вони не відповідають потребам на відшкодування витрат на основні засоби. Результатом таких політичних ризиків, очевидно, буде зростання премії за ризики, а підприємство стикатиметься з проблемою нестачі інвестицій. Крім того, можна очікувати приходу на такий ринок не лише у випадку коли ринок росте, або ж коли він є надприбутковим, але і тоді, коли підприємства вважають, що порівняно з вже діючими на ринку підприємствами, здатні діяти більш ефективно. Результатом жорсткої конкуренції буде падіння ефективності виробництва. І, на кінець, з суспільної точки зору, результати функціонування ринкового механізму будуть явно дискримінаційними. Споживачі з високими стандартами споживання не отримають від ринку послуг бажаного рівня, а споживачі, які не зможуть переорієнтуватися на альтернативні джерела постачання, будуть вимушені сплачувати дискримінаційно-високі ціни, даючи змогу постачальнику отримувати надприбутки.



Для забезпечення більш ефективного і безпристрасного розподілу обмежених ресурсів, природні монополії або ж знаходяться під контролем держави, як це є у багатьох країнах Європи, або ж підпадають під жорстке регулювання, як у США.

У згаданих випадках ці підприємства у своїй діяльності - у рамках державного регулювання - зорієнтовані на максимізацію благ суспільства, а не на максимізацію прибутку. У останньому з розглянутих прикладів регулювання реалізується через обмеження можливостей виходу на ринок і забезпечення дотримання положень у сфері ціноутворення і прибутковості, які забезпечують ефективний і справедливий розподіл. Наприклад, ціни встановлюються відповідно до значення середніх витрат



**Рис. 1.3. Динамічна неефективність нестабільного ринку**

*Джерело: розроблено автором*

через регулювання норми прибутку (ціна  $P_{ac}$  на рис.1.2), а цінова структура визначається таким чином, що фірма балансує на рівні беззбитковості. В ідеалі, оптимальна ціна, звісно, буде ціною, яка відповідає граничним витратам на використання ресурсу. Однак це призведе до фінансових втрат, які можна зобразити як різницю між  $P_{mc}$  і  $AC_{opt}$ . У точці  $Q_{opt}$  витрати на одиницю продукції становлять  $AC_{opt}$ , у той час як виручка на одиницю виробленої продукції становить тільки  $P_{mc}$ , яка на діаграмі знаходиться нижче того рівня, який дав би змогу покрити витрати.

Таким чином, регулятор має вибрати між неефективністю державного субсидування і ціною, що покриває витрати, а це вже не дієвість «першого кращого».

*Нестабільність ринку.* Більш ефективного розміщення ресурсів неможливо досягти не лише шляхом коригування недосконалостей конкурентних ринків але і шляхом стабілізації нестабільних за своєю природою ринків. Дисбаланси в економіці мають місце як на рівні окремих ринків, так і на макрорівні. На окремо взятих ринках може виникати руйнівна або надмірна конкуренція, часто як результат довготривалого перебування економіки в стані, коли підприємства не в змозі реалізувати такий обсяг продукції, на виробництво якого вони розраховані. Досягнення нового рівня рівноваги може вимагати значного часу очікування, якщо взяті кожний по одинці гравці ринку вирішують для себе «дилему ув'язненого». Для усіх учасників ринку разом, ефективність досягається у тому випадку якщо відбувається раціоналізація обсягів виробничих потужностей відповідно до потреб ринку. Проте, для окремо взятого виробника, зроблені в минулому капіталовкладення, можуть спонукати до вичікувальної стратегії, в сподіванні, що інші учасники ринку приймуть рішення про зменшення своєї долі на ринку або взагалі підуть з нього. З огляду на те, що така точка зору є притаманною усім виробникам, економіка може перебувати у такому стані упродовж тривалого часу. Ситуація з надлишком виробничих потужностей також може виникнути, коли виробничий потенціал встановлюється на рівні пікових потреб по окремим моментам або періодам. У якості прикладу можуть служити навантаження у періодах економічного зростання (кількість і різноманітність інститутів фінансового посередництва, фінансова інфраструктура), у сезон збирання врожаю (кількість транспортних засобів і сільськогосподарської техніки, виробництво паливно-мастильних матеріалів), у час пік (електроенергія, електронні комунікації, транспортні послуги). На рис. 1.3 проілюстровано природу нестабільності ринку.

Припустимо, що за певної нестачі у пропозиції у минулому періоді, ціни піднялися до показника  $P_1$ , що дещо перевищує ціну ринкової рівноваги  $P_{\text{рівн}}$ . За такої ціни обсяг пропозиції становить  $Q_1$ . Однак, за такої пропозиції ринок може віднайти рівновагу лише за ціною  $P_2$ . Постачальники відреагують на таку ціну

поставивши тільки  $Q_2$  одиниць продукції у наступному періоді. Проте, за такої кількості продукції ринок відновить рівновагу за дуже високою ціною, спонукаючи постачальників у наступному періоді постачати ще більше, і так далі.

Надлишкова (деструктивна) конкуренція може також виникнути в умовах природної олігополії. За природної олігополії ефективності виробництва можна досягти якщо тільки обмежена кількість компаній є постачальниками на ринку. Невелика кількість компаній дозволяє кожній з них ефективно реагувати на ринкові стратегії одне одного. Одним з наслідків може бути постійна цінова війна, можливими наслідками якої може бути те, що ціни впадуть нижче значень середньої вартості, а дисперсія цін зростає. Обидва наслідки призводять до неефективного розміщення ресурсів або до неефективних рішень зі сторони споживачів. До того ж, надмірна конкуренція може становити загрозу безпеці і надійності у випадку коли споживачі не в змозі оцінити і перевірити якість товарів і послуг (особливо фінансових)[19, с.172-178]. В практиці регулювання випадки надмірної конкуренції зустрічалися у таких секторах як надання фінансових послуг, пасажирський транспорт, перевезення вантажів і пасажирів водним транспортом. Для цих секторів розроблено ліцензійні обмеження по видам підприємницької діяльності, що у поєднанні з мінімальним ціновим регулюванням, дозволяє раціоналізувати ринки. Однак, регуляторні теорії розглядають набір заходів регуляторного втручання в регулювання надмірної конкуренції як такі, що себе не виправдовують [20, 21 с.29-32], а сам механізм реалізації регулювання, в цьому випадку, краще можна пояснити з точки зору приватних інтересів.

На теперішній час, існуючі теорії регулювання описують декілька можливих варіантів реалізації структурних збоїв ринку у потенційно конкурентних секторах[22 с. 85-107; 23]. Вільний вхід на ринок може призвести до того, що дуже багато учасників прийдуть з інвестиціями у формі виробничого обладнання або витрат на маркетинг. Зростання конкуренції і, як результат, падіння споживчих цін можуть створити невідповідність між очікуваними вигодами і вартістю ресурсів необхідних для виходу на ринок. Крім того, якщо споживчий попит зорієнтований на різноманітність модифікацій базового продукту (послуги), можливості

підприємства отримати прибуток зменшуються зі збільшенням кількості виробників або постачальників послуг.

Крім випадків на окремо взятих ринках, дисбаланси можуть виникати і на макрорівні. Ринковим економікам притаманна циклічність у формі регулярного чергування періодів підйомів і спадів економічної активності. У ході бізнес-циклу на товарному ринку виникає самопідтримуваний процес, який не компенсується коригуючими впливами на ринку робочої сили. Так відбувається, частково, через нестачу інформації, існування довгострокових трудових контрактів і відрядну оплату праці. Для запобігання тимчасовим порушенням, які можуть призвести до довготривалих наслідків, варто вдаватися до контрциклічних заходів регулювання. Наприклад, спеціалізовані інвестиції (з обмеженою альтернативною вартістю) в інші сегменти ринку будуть постійно втрачатися на стадії рецесії. Крім того, може виникнути структурне безробіття через втрату безробітними робітниками їх майстерності і мотивації. Зрештою, стабілізація економічного циклу потрібна для запобігання безробіттю і зменшенню виробництва з огляду на те, що підйоми і спади по різному впливають на різні соціальні групи. Однак, усі ці регуляторні заходи мають ціну, яку, на нашу думку, слід співвідносити з вигодами з точки зору збільшення суспільного добробуту.

Традиційно, контрциклічні заходи використовують у поєднанні з інструментами бюджетної і монетарної політики. З огляду на те, що ці інструменти неможливо використати вибірково стосовно окремого сектору, а ефект від їх використання є відстроченим у часі, у ринковій економіці вдаються до регулювання рівня цін і заробітної плати. Для того, щоб переламати тенденцію росту спіралі «заробітна плата - ціна» уряди розробили законні засоби для заморожування заробітних плат і цін на визначений період, які, за потреби, можуть бути застосовані для визначених секторів [2, с.300-306; 24; 21, с.60-69]. Однак, в умовах економічної глобалізації, ці інструменти, все ще залишаючись правомочними, повністю вийшли з практичного використання.

*Втрата ринків.* З ряду міркувань ринки можуть бути «втраченими» для певних товарів і послуг, для яких корисність або «готовність платити» перевищують

витрати виробництва. Втрата ринків може бути наслідком інформаційних проблем і транзакційних витрат. Згадані проблеми і витрати значною мірою пояснюють і обґрунтовують суспільне регулювання з його дієвою спрямованістю на захист робітника, споживача і суспільства в цілому.

На практиці дуже важко віднайти ситуацію, коли абсолютна повнота інформації поєднується з досконалою конкуренцією в економіці. З огляду на можливість доступу до інформації стосовно товарів і послуг на ринку, має сенс зауважити на відмінності між «розшукуваними товарами» - для яких якість продукту може бути визначена ще до моменту придбання, товарами, «що формують досвід» - якість і характеристики яких виявляються лише у процесі споживання і «благами на довіру» - для яких якість продукту не може бути визначена навіть після споживання [25]. Прикладом таких товарів можуть бути фінансові послуги, медичні послуги, консультаційні послуги та ін. Споживачі і робітники зацікавлені у власній поінформованості стосовно таких аспектів своїх покупок і роботи, як безпечність і нешкідливість для здоров'я.

На конкурентному ринку роботодавці і виробники також зацікавлені в визначенні відповідних характерних рис видів робіт і продуктів. Однак, «ринку інформації» притаманні збої функціонування, які перетікають з нього на ринок товарів і послуг [26, 27]. На стороні попиту пошук інформації буде тривати до тих пір поки граничні витрати не зрівняються з граничною вигодою. Крім того, що пошук інформації стимулює конкуренцію, він ще створює і додаткові вигоди для непоінформованих учасників ринку. Як результат, пошук інформації здійснюється в обсягах, які можна вважати субоптимальними з суспільної точки зору. Крім того, на рівні економічної системи інформації завжди не вистачатиме. Виробництво інформації є заняттям витратним на відміну від її розповсюдження. Якщо конкуренція змушує ціни рухатися до низу в напрямку граничних обігових витрат, буде важко покрити постійні витрати виробництва. Також ринок не отримуватиме оптимального обсягу інформації у випадку коли виробники не здатні в повній мірі скористатися всіма результатами від своїх інвестицій. І, звісно, інформація не буде надаватися коли це може зашкодити інтересам окремого виробника або галузі.

У випадку, коли неможливо наперед визначитися з якісними характеристиками товару або послуги, покупці будуть платити середню ціну, яка буде відповідати середньому очікуваному рівню якості. Продавці з високою якістю продукції будуть не готові продавати товари і послуги за такою ціною і підуть з ринку. Кінцевим результатом буде те, що якість товарів і послуг буде знижуватися так само як і ціни, які за них погоджуватимуться платити покупці [28]. У процесі несприятливого вибору високоякісні товари будуть витіснитися з ринку товарами низької якості. Крім того, асиметричність у розподілі інформації може призвести до виникнення морального ризику (ризик безвідповідальності) у процесі виконання угод, коли сторони угоди можуть скористатися власною інформаційною перевагою. Таке може, наприклад, статися при наданні послуг, які потребують специфічних знань, як то необґрунтовані фінансові або юридичні поради.

Кінцевим результатом, у даному випадку, буде зникнення ринку високоякісних послуг, хоча постачальники високоякісних послуг бажають надавати послуги високої якості, які хотіли б отримати споживачі. Звісно, постачальники зацікавлені в інформуванні ринку про якість своїх послуг, зокрема у випадку, коли вона суттєво вища за середній показник ринку. Однак, на нашу думку, це може спрацювати лише у випадку, коли споживачі придбавають ці послуги на регулярній основі, або коли вони можуть отримати вигоду з поголосу у суспільстві. Але навіть у випадку, коли б інформаційні ринки функціонували досконало, окремі дисфункції ринку все рівно б виникали на ринках, що пропонують інформаційно-інтенсивні продукти.

*Обмежена раціональність вибору.* Загалом вважається, що споживачі і робітники у прагненні максимізувати добробут завжди роблять раціональний вибір. З огляду на це твердження варто визначитися з відмінностями між раціональністю результату і раціональністю процесу прийняття рішень, які дають змогу досягти такого результату. Якщо споживачі або робітники стикаються з проблемою сприйняття і оцінки інформації, вони відповідним чином починають адаптувати як свої вподобання, так і сам процес прийняття рішень до обставин, що склалися. Результат саме такого процесу прийняття рішень, приймаючи до уваги зазначені

обмеження, можна визначити як «обмежено» раціональний [29 с.16-38]. Подальші дослідження в цьому напрямку призвели до виникнення такого нового напрямку економічної теорії, як поведінкова (біхейвористська) теорія економіки, яка включає в себе положення психології і соціології.

Для того щоб скласти виважене судження і прийняти раціональне рішення, споживачам і робітникам необхідно було б не тільки повне розуміння характеристик продуктів і робіт, які вони мають під рукою, але і чітке усвідомлення і оцінка тих подій у майбутньому, які будуть впливати на рішення, які приймаються зараз. Раціональна поведінка може мати місце якщо виконуються три умови: (1) економічні суб'єкти повинні бути вмотивованими для прийняття раціональних рішень, (2) повинні мати компетенції для таких рішень і вони (3) повинні мати можливість приймати рішення раціонально [30, с.313]. Складуться чи не складуться умови саме таким чином, залежить від великої кількості чинників, таких як характеристики продуктів, види діяльності або зони виконання робіт.

Переваги за вподобаннями часто є хибними по відношенню до рішень, що стосуються невизначеності в майбутньому[31]. Наслідком такого стану речей є те, що пересічна людина припускається помилок, оскільки покладається на поспішні висновки обумовлені її розумовими здібностями, є суб'єктом суспільних впливів, які вводять її в оману, ігноруючи, таким чином, об'єктивність співвідношення вигод і витрат. Отже, можна зробити висновок, що люди у своїй поведінці є обмежено раціональними, і, відповідно, розміщення ресурсів, яке відбувається під впливом оманливих або невірних рішень, буде неефективним. Ці проблеми можуть ще більше загострюватися якщо і регулятори будуть намагатися змінити систему розподілу ресурсів саме за таких вподобань.

Проблеми обмеженої раціональності вибору, несприятливого вибору і морального ризику, дають змогу пояснити, наприклад, існування сертифікації видів діяльності, яка підтверджує їх суспільну корисність і необхідність - ліцензування та інші види регуляторного втручання за видами професійної діяльності, такими як

надання послуг з фінансового посередництва, юридичних послуг, будівництва, охорони здоров'я, та ін.

Завдяки існуванню таких регуляторних положень, існує мінімальна потреба у встановленні додаткових вимог до рівня професійних знань і навиків учасників ринку, їх кредитоспроможності і, крім того, це сприяє зменшенню рівня транзакційних витрат і вирішенню інформаційних проблем [32]. Вимоги, які мають стосунок до обмеження розповсюдження недостовірної інформації, мають на меті обмеження втрат від морального ризику. З огляду на природу товарів, придбання яких передбачає авансовану довіру до них зі сторони покупця (інформаційно-інтенсивних товарів), досить важко встановити мінімальні стандарти якості - особливо в тих випадках коли рівні ризиків і моральної загрози є високими. За таких обставин, на нашу думку, саме законодавчо санкціоноване саморегулювання може допомогти у вирішенні проблем несприятливого вибору і морального ризику. Крім того, усі причетні до цього процесу будуть особисто зацікавлені у подальшій підтримці правил, що регулюватимуть якість товарів і надання послуг.

Однак, у випадку існування регуляторних викривлень, може виникнути порочне коло взаємодії між суспільним сприйняттям, законодавчою діяльністю і методами регулювання. В економічній теорії фактично існуючі або законодавчо закріплені параметри регулювання слід, на нашу думку, розглядати і як основний механізм, і як показник оцінки успішності практики регулювання. Крім того, у випадку існування регуляторних викривлень, виправдання регулювання або ж пояснення регулювання з точки зору недосконалості функціонування ринкового механізму, може бути дуже ускладненим [33, 34с.77-81], що, в свою чергу, залишає патерналістські теорії регулювання у фокусі наукової дискусії і наукових досліджень.

*Екстерналії і суспільні блага.* На додаток до інформаційних збоїв, заборонно високі транзакційні витрати також можуть призвести до втрати ринків. У ринковій економіці ресурси використовуються раціонально у тому випадку, коли виробництво товарів зростає до того рівня коли граничні витрати зрівнюються з граничними вигодами виробництва.



На ринку з досконалою конкуренцією виробник, що намагається максимізувати прибуток, буде збільшувати виробництво до тих пір поки граничні витрати не зрівняються з ринковою ціною. Однак, існування екстерналій призводить до неефективного розподілу ресурсів. Екстерналії представляють собою витрати або втрату корисності для третіх сторін по за рамками ринкових взаємодій (контрактів), де ці зовнішні ефекти виникають. Згідно теореми Р. Коуза ефективне розміщення ресурсів може бути досягнуте у ході переговорів в тому випадку, коли існує чітке визначення прав власності і за відсутності транзакційних витрат[35].

Однак, інформаційні витрати, витрати на ведення переговорів і витрати правозастосування можуть стати на заваді прийняттю ефективних рішень. Переговорні витрати можуть бути оборонно високими якщо до переговорного процесу залучено декілька учасників, або якщо мають місце елементи поведінки пов'язані з певною стратегією зі сторони одної або декількох сторін-учасників [36]. Більше того, може скластися ситуація, коли сукупні втрати є значними, у той час як втрати для окремого учасника є настільки незначними, що немає сенсу розпочинати і приймати участь у будь-яких діях. Також, може виникнути така ситуація, що залишається невідомим чиї саме дії призводять до втрат, або коли втрати можуть проявити себе через багато років після самої події. У цих випадках буде важко довести причинний зв'язок між ненавмисною дією і завданою шкодою. І, на кінець, якщо такий зв'язок буде доведено, підприємства можуть виявитися не в змозі фінансово компенсувати завдану шкоду. У всіх подібних випадках збої у функціонуванні ринкового механізму супроводжуються збоями у функціонуванні цивільного права, а регулювання, на нашу думку, може розглядатися у якості більш ефективного виходу у ситуації, що склалася, якщо з точки зору контролю за втратами суспільного добробуту, витрати пов'язані з регуляторним втручанням є нижчими ніж отримані від нього вигоди. Прикладом такої інтерналізації суспільних витрат у фінансовій сфері є нормативи достатності капіталу для фінансових посередників.

Ринки також можуть втрачатися товарами і послугами яким притаманні ознаки суспільного блага[37 с. 387–389]. Для постачальника такого продукту дуже

важко обмежити його споживання тими, хто не може або не хоче за нього платити. Крім того, споживання такого продукту однією особою не зменшує можливість його споживання для іншої особи [38 с.7-14]. Класичними прикладами таких продуктів є фінансові інновації, виробництво інформації, громадський порядок, безпека і оборона. Як результат, суспільні блага взагалі не виробляються або виробляються у недостатній кількості з огляду на «проблему безбілетника» і проблеми пов'язані з мотивацією оплати за споживання таких продуктів. З огляду на те, що не існує можливості обмежити коло споживачів суспільного товару, можна стверджувати, що серед споживачів існує тенденція до безоплатного його споживання, і - з стратегічних міркувань - споживачі будуть демонструвати стриману готовність платити за себе. Саме з цих міркувань ринкова економіка буде неспроможною продукувати ці товари в необхідних обсягах, якщо взагалі буде продукувати. На нашу думку, саме урядове регулювання є необхідним для визначення оптимального обсягу суспільних благ і лише воно може забезпечити стягнення плати за них. У таких випадках державне регулювання - теоретично - може значно підвищити ефективність використання ресурсів в економіці.

*Небажані наслідки функціонування ринку.* Відповідно до положень теорії суспільного регулювання, потреба в регулюванні може бути пояснена не тільки недосконалою конкуренцією, нестабільністю функціонування ринкового механізму і втратою ринків, але і потребою в запобіганні або коригуванні небажаних наслідків від діяльності ринку.

У конкурентній ринковій економіці учасники економічного процесу отримують винагороду відповідно до їх внеску до граничної продуктивності виробництва. Такий результат функціонування ринку може виявитися небажаним з економічних або інших міркувань. По-перше, може статися так, що перерозподіл призведе до значних змін у мотивації діяльності учасників ринку [39 с. 47-52]. По-друге, можливо, що ефективний перерозподіл буде сприяти зростанню загального

рівня добробуту, у той час як «дилема ув'язненого» буде ставати на заваді добровільним трансферам. Ефективний перерозподіл може мати місце лише якщо гранична корисність доходу зменшується, а рівень задоволення не суттєво відрізняється від особи до особи. Однак, в економічній теорії прийнято, що не існує можливості для кількісної оцінки корисності і порівняння персональної корисності, а отже, остання форма ефективного перерозподілу не може знайти теоретичного підтвердження з економічної точки зору [40]. По-третє, можна зауважити, що обмежена раціональність пропонує ряд пояснень для коригування результатів діяльності ринку з точки зору ефективності: реальні вподобання не знаходять адекватного відображення у ринковій поведінці і цінності або процес їх формування є результатом сприйняття у викривлених контекстах [41]. Перерозподіл від імені соціально-вразливих груп населення часто показує, що ці особи не схильні до того, щоб самим себе так позиціонувати. Більше того, загально визнаним є той факт, що споживачі мають власні суспільні вподобання і зауважують на існування нерівності за результатами функціонування ринку[31].

Потреба в корегування небажаних результатів функціонування ринку може бути обумовлена не тільки економічно, але і з таких причин як справедливість або етичні принципи. У цьому випадку може виникнути питання пошуку компромісу між, наприклад, економічною ефективністю і рівністю: стимулюючі наслідки перерозподілу можуть призвести до падіння рівня індивідуальної корисності.

Найбільш часто економісти звертаються до теорії регулювання в інтересах суспільства для того, щоб пояснити регулювання як спробу досягнення економічної ефективності [42, с.36], а основним призначенням регулювання є коригування неефективної або несправедливої практики функціонування ринку. Стосовно останньої концепції, можна зауважити, що регулювання має на меті забезпечити суспільно-ефективне використання обмежених ресурсів на відміну від економічно-ефективного розміщення ресурсів, коли термін «економічно-ефективно» набуває

вужькоекономічного тлумачення. Прикладами законів і правил спрямованих на запобігання небажаним наслідкам функціонування ринку є встановлення мінімального розміру статутного капіталу для фінансових посередників, розміру мінімальної заробітної плати, перехресне субсидування на транспорті, вимоги щодо забезпечення доступності послуг у галузі охорони здоров'я, правила, що забезпечують отримання засобів для існування у випадку хвороби, безробіття, непрацездатності, похилого віку, регулювання мінімальної норми дохідності та інше.

Теорії, що репрезентують суспільне регулювання у якості ефективного і дієвого вирішення проблеми недосконалого ринку підпадають під критику з різних точок зору. По-перше, сама суть теорії суспільного регулювання – теорія недосконалості ринку – може бути об'єктом критики, а, по-друге, саму спроможність гіпотези, що урядове регулювання є ефективним або дієвим, може бути поставлено під сумнів емпіричними дослідженнями. Крім того, до вже заявлених зауважень можна додати, що, по-третє, неможливо підтвердити або спростувати теорію суспільного регулювання, і, на сам кінець, як уже зазначалося, теорія суспільного регулювання є незавершеною і неповною, а значить, апріорі, вразливою для критики.

*Дефекти ринкового регулювання як вада економічної моделі.* Теорія стосовно того, що регулювання можна пояснити як відповідь на недосконалість функціонування ринкового механізму, може бути підданакритиці з багатьох точок зору. По-перше, висновок стосовно того, що монопольна влада, екстерналії та інші, так звані, дефекти ринкового регулювання, призводять до неефективного розміщення ресурсів, можуть прийматися до уваги лише за припущення що існує модель, в якій супутні транзакційні витрати відсутні. Однак, саме врахування транзакційних витрат в аналізі дає змогу визначитися з ефективністю розміщення ресурсів [43, 44]. Наприклад, монопольний вплив тільки видається таким, що

призводить до небажаних результатів. Ринок буде ефективним, якщо зважати, що саме транзакційні витрати обумовлюють неспроможність монополіста вдаватися до дискримінаційних цін, запобігають арбітражу, забезпечують спроможність споживачів до ефективної самоорганізації і ведення переговорів. Такі саме міркування можна привести і стосовно екстерналій. Граничні витрати можуть не відповідати граничним вигодам; однак якщо врахувати транзакційні витрати ринкового механізму, виявиться, що він функціонує ефективно, забезпечуючи, в результаті, мінімізацію витрат.

По-друге, на практиці ринковий механізм часто сам по собі здатний створювати і розвивати інститути для коригування власних недосконалостей. Підприємства самі будуть шукати можливості, наприклад, акцентувати увагу на таких найбільш суттєвих якісних аспектах як безпечність або надзвичайна продуктивність. Проблеми негативного вибору можуть вирішуватися самими компаніями, наприклад, шляхом надання гарантій, використання фірмових назв або проведенням довготривалих рекламних компаній, що має свідчити про високу якість товару.

Результати окремих досліджень показують, що так звані інтерналії інтерналізуються самим ринком [45, 46]. Так само підпадає під критику припущення стосовно ситуації коли постачальником виступає домінуюча на ринку фірма [47]. Високі доходи можуть бути результатом надзвичайної ефективності таких компаній і, до того ж, варто враховувати ймовірність конкуренції за ринок [48] на противагу до конкуренції на ринку.

По-третє, більш загальним аспектом критики теорії недосконалості ринку є її обмежена спроможність давати пояснення [49]. Таким чином, концепція недосконалості функціонування ринкового механізму ринку є неспроможною і надлишковою складовою теорії суспільного регулювання. Оптимальна теорія для пояснення регулювання повинна – у порівняльному контексті – пояснювати як і

чому регулювання є найкращим з підходів до мінімізації транзакційних витрат у процесі ефективного розміщення ресурсів для конкретних товарів, послуг або суспільних цінностей. Але, як ми бачимо, концепція недосконалості функціонування ринкового механізму жодним чином не сприяє вирішенню цього завдання.

*Ефективність і дієвість регулювання.* Базова теорія суспільного регулювання виходить з припущення, що урядове регулювання є ефективним, а його запровадження не потребує значних витрат. А якщо більш точно, то вважається, що транзакційні і інформаційні витрати, які лежать в основі недосконалості функціонування ринкового механізму, відсутні у випадку урядового регулювання. Загалом, це припущення може бути поставлено під сумнів як з теоретичної, так і з практичної точки зору.

Теоретичні дослідження – теорія другого найкращого – показують, що звуження задачі до ефективного розміщення ресурсів в окремих галузях не зробить економіку в цілому більш ефективною, якщо десь в економіці залишаються непереборні чинники неефективного розподілу [50]. Такі непереборні чинники антиефективності розподілу, як переважання на ринках або оподаткування, вносять викривлення в процес економічного розподілу в економіці в цілому. Це відбувається не тільки тому, що певний товар виробляється у невідповідній кількості, а ще і тому, що в економіці дуже багато ресурсів залучається для виробництва інших товарів і послуг.

Інші теоретичні дослідження зауважують на недоліках в процесі розробки політики і прийнятті рішень: неможливо точно спрогнозувати як будуть спрацьовувати правила якщо регуляторні положення змінюють поведінку суб'єкта регулювання і структур в яких вони діють. Крім того, зміни, що привносяться в вихідну ситуацію регуляторними впливами, будуть очікуваними зі сторони учасників (які діють раціонально) [51], а одночасно впроваджувані різними

учасниками оптимальні політики, можуть бути несумісними. Одним з наслідків такої ситуації є вибір регулятора на користь уніфікованих жорстких правил по відношенню до поміркованості свободи дій останнього, що призводить до виникнення наступних недосконалостей регулювання з огляду на гетерогенність секторів економіки, регіонів і підприємств [52]. Звісно, інформація для розробки таких оптимальних регуляторних підходів і правил не є доступною в необхідному обсязі, а їх правозастосування не є досконалим [53]. В результаті, маємо неефективні регуляторні норми з їх недосконалою дієвістю і стимули до ірраціональної поведінки у підприємств і споживачів. Прикладами, в цьому випадку, можуть бути малоефективні стандарти безпеки ( у тому числі і фінансової), що встановлюються регуляторами, вибір підприємствами субоптимальних комбінацій факторів виробництва (ефект Еверча-Джонсона) і неефективне планування інвестиційних проектів [54, с.133-138; 55]. З часом теоретичні дослідження результативності і ефективності урядового регулювання призвели до формування наукової концепції неринкової недосконалості як еквіваленту до теорії недосконалості ринку [56, 57]. У рамках цієї концепції можна виділити такі напрямки реалізації неринкової недосконалості як:

- недостатня поінформованість стосовно граничних вигод від діяльності регуляторних органів і, як наслідок, відсутність стимулів до відновлення відповідності між граничними витратами і граничною вигодою;
- відсутність методик оцінки кінцевих результатів та індикаторів оцінки і, відповідно, відсутність мотивації до мінімізації витрат або до припинення регуляторного впливу;
- відсутність прямих аналогій між урядовим регуляторним контролем і ринком послуг корпоративного контролю і, відповідно, неспроможність здійснювати прямий дисциплінарний вплив на керівників;

- нерівність в розподілі вигод між регуляторними агентами, як результат їх кептивності або угодовства;
- неминучість виникнення непередбачуваних наслідків, неочікуваних побічних ефектів і навіть негативних впливів при регулюванні.

Розглянуті нами результати емпіричних досліджень стосовно ефективності і результативності теорії суспільного регулювання, також дають нам змогу сформулювати ряд критичних зауважень. Сучасний етап дослідження економічного регулювання був започаткований виходом у 1962 році роботи Стіглера Д. і Фрідланда К., де досліджуються наслідки цінового регулювання діяльності енергогенеруючих компаній[58]. Автори показали, що регулювання не призводить до зменшення рівня цін, не справляє значного ефекту на прибуток і не дає змоги суттєво зменшити рівень цінової дискримінації. Саме ця стаття започаткувала абсолютно новий підхід до сприйняття урядового регулювання. Більш ранні узагальнення емпіричних досліджень даного спрямування показали, що, по-перше, вплив регулювання на природні монополії був незначним або його взагалі не існувало[59]; по-друге, виявилось, що регулювання таких потенційно конкурентних секторів, як то повітряні, морські або наземні перевезення, призвело до зростання цін і зменшення числа учасників на цих ринках. Подальші емпіричні дослідження засвідчили, що регулювання сприяло формуванню неефективної цінової структури, за якої багато окремих груп споживачів отримали перехресне внутрішньогалузеве субсидування[60]. Крім того, подальші дослідження наслідків економічного дерегулювання засвідчили, що в основному споживачі, а до певної міри також і виробники отримали, в кінцевому рахунку, вигоди від звуження державного регулювання [61]. Деретулювання сприяло як підвищенню добробуту на 7-9% від ВВП, так і зростанню зайнятості. Виглядало так, що суспільне регулювання дає змогу зберегти, до певної міри, баланс між витратами і вигодами[62], хоча, також, існують і емпіричні докази, які спонукають до висновку, що, загалом, суспільне



регулювання виявляється недостатньо цілеспрямованим або занадто жорстким [63, 64, 65]. Дослідження також засвідчили, що зменшення майже на третину темпів зростання продуктивності у 70–80-х роках ХХ століття є наслідком зростання витрат суспільного регулювання [66].

*Перевірка теорії суспільного регулювання.* Теорія суспільного регулювання передбачає, що воно має на меті забезпечення економічної ефективності. У рамках такої інтерпретації, ця теорія неспроможна пояснити чому, час від часу, за для досягнення інших цілей, таких як процесуальна справедливість або перерозподіл, ми повинні розплачуватися економічною ефективністю [42, с.36]. З іншого боку, якщо припускається, що регулювання має на меті соціальну ефективність, виникає інша проблема. Там де існує конфлікт між ефективністю і справедливістю, може існувати принаймні дві причини для запровадження концепції соціальної ефективності регулювання [67]. Такі конфлікти можуть, наприклад, виникнути коли регуляторам делегуються повноваження стосовно захисту вразливих верств населення. По-перше, в таких ситуаціях оцінка соціальної ефективності ускладнюється відсутністю стандартів і критеріїв оцінки рівня справедливості, а, крім того, неможливо визначитися з рівнем справедливості в кожній конкретній ситуації.

По-друге, встановлення соціальної ефективності регулювання вимагає того, щоб економічна ефективність і справедливість розглядалися у діалектичній протилежності. Однак, для цього випадку, не існує можливості створити теоретично обґрунтовану шкалу, прийнятну для практичного використання. Таким чином, відсутність загальноприйнятих стандартів справедливості і брак розуміння взаємозв'язку між справедливістю і ефективністю унеможливорює емпіричну перевірку теорії суспільного регулювання за критеріями пояснюючої теорії регулювання, яка узагальнює пояснення соціальних фактів, що спостерігаються емпірично. Ключовою проблемою теорії суспільного регулювання є, на нашу думку те, що оціночна, нормативна теорія економічного добробуту використовується у

якості позитивної пояснюючої теорії регулювання, а емпіричні дослідження теорії суспільного регулювання, на відміну від теорії приватного регулювання, більшою мірою сконцентровані на результативності ніж на ефективності регулювання: стабільність, низькі ціни, відсутність цінової дискримінації, зростання витрат, та ін.

*Неповнота теорії суспільного регулювання.* Останнім критичним зауваженням щодо теорії суспільного регулювання є, на нашу думку, її неповнота. По-перше, ця теорія не показує як запропоноване нею бачення інтересів суспільства трансформується в дії законодавчої влади, які максимізують матеріальний добробут: процес прийняття політичних рішень відбувається за участі великої кількості учасників, які переслідують свої власні цілі відповідно до обставин, що склалися. На відміну від теоретичної моделі ринкової економіки з її досконалою конкуренцією, залишається незрозумілим як взаємодія учасників у ході політичного процесу може призвести до максимізації економічного добробуту. Тут, на нашу думку, не вистачає теорії раціонального вибору, яка приводить до максимізації добробуту. По-друге, досконала теорія регулювання повинна давати змогу визначати на майбутнє як галузі, так і сектори економіки, які потребуватимуть регуляторного втручання і хто саме виграє або втратить від цих втручань; вона повинна наперед визначатися з тими формами регуляторного втручання до яких варто вдатися. Отже, де-факто, теорія суспільного регулювання нездатна запропонувати компетентні прогнози, які піддаються тестуванню емпіричними економічними методами.

Окремим напрямком розвитку критики теорії суспільного регулювання є протистояння між стандартами і цінами, що мають бути сплачені за нанесений збиток і інші екстерналії [68]. Теорія суспільного регулювання стверджує, що економічні інструменти мають бути більш ефективними, але на практиці ми значно частіше маємо справу з стандартами; вона не в змозі пояснити таку практику і, загалом, не дає обґрунтованих рекомендацій стосовно вибору регуляторних інструментів[69].

## 1.2. Емпірична суперечливість теорії приватного регулювання

Після того як за численними результатами практичних і теоретичних досліджень, теорію суспільного регулювання було поставлено під сумнів, зі сторони, здебільшого, вчених-політологів - у якості альтернативи - було запропоновано теорію кептивності. Ця теорія припускає, що з плином часу регулювання зведеться до обслуговування інтересів регульованої ним галузі. Законодавці приймають рішення стосовно підлеглості галузі регуляторній агенції якщо відчують загрозу своїй панівній позиції. З часом у порядку денному з'являються нові політичні пріоритети і моніторинг регуляторної агенції зі сторони законодавчої влади послаблюється. Регуляторна агенція буде намагатися уникати конфліктів з регульованою компанією, оскільки регулятор є залежним від цієї компанії, через інформацію, яку від неї отримує. Регулятор, крім того, завжди свідомий того, що наявних у нього ресурсів може і не вистачити для того, щоб домогтися від регульованої компанії виконання своїх рішень у рамках судового процесу. А, крім того, завжди існують (або виникають) можливості для кар'єрного росту керівництва регуляторних агентств у регульованих компаніях. З часом це призводить до того, що регуляторна агенція підходить до того, щоб представляти інтереси галузі.

Теорія кептивності є, на нашу думку, незадовільною з ряду міркувань. По-перше, вона не настільки сильно відрізняється від теорії суспільного регулювання, оскільки теорія захвату так само припускає, що саме суспільний інтерес виступає у якості пускового фактору запровадження регулювання. По-друге, не зрозуміло чому галузі можуть досягти успіху у підпорядкуванні агенції своїм інтересам, але не можуть запобігти її виникненню. По-третє, практика свідчить, що регулювання обслуговує не стільки інтереси галузі, скільки інтереси груп споживачів:

регульовані компанії часто зобов'язують розширяти їх послуги поза добровільно визначеним ними рівнем. Прикладом можуть бути послуги з фінансового посередництва, транспортні і комунальні послуги для споживачів, що проживають у важкодоступних і віддалених місцевостях. По-четверте, багато напрямків регулювання, як то екологічне регулювання, регулювання безпечності продукції і умов праці є такими, що суперечать інтересам компаній – вони справляють негативний вплив на прибутковість. І, на кінець, теорія захоплення, є більшою мірою гіпотезою, яка потребує теоретичного обґрунтування. Вона не пояснює чому галузь здатна поглинути регуляторну агенцію і, чому, наприклад, групи споживачів не можуть завадити такому поглинанню. Крім того, вона не пояснює, чому взаємодія між фірмою і регулятором відбувається у формі захвату, замість того, щоб вести перемови і укладати угоди. Недавній динамічний розвиток теорії захвату, дає нам змогу пояснити природу життєвого циклу регуляторної агенції, коли вона еволюціонує в часі, від діяльності в інтересах суспільства, по тому, діючи все менш і менш неефективно – намагаючись максимально догодити приватним інтересам[70].

Відповідно до цієї теорії, захват є результатом зростання влади регуляторного впливу агенції, яка виникає через те, що у процесі спілкування агенції з фірмою, регулятор починає розумітися на її діяльності все краще і краще. Таким чином, регуляторна агенція буде мати все більше і більше можливостей для досягнення своїх власних цілей, а її політичний принципал (законодавча влада) може тільки контролювати цей процес, запроваджуючи більш жорсткі адміністративно-правові норми і неупередженість та відкритість у діяльності регулятора. Ці обмеження «сковують» регуляторну агенцію і роблять її сприйнятливою до впливів зі сторони регульованих компаній.

У 1971 році з'явилася робота Стіглера Д. «Теорія економічного регулювання»[71]. Саме вона започаткувала те, що зараз прийнято називати «економічною теорією регулювання». Він сформулював тезу, що, як правило, регулювання виникає завдяки зусиллям самої галузі, а його розробка і процес функціонування мають, головним чином, задовольняти її потреби. Уряд може надавати пільги стосовно правозастосування антимонопольного законодавства,

надавати субсидії і дотації або ж забороняти появу на ринку нових конкурентів, і, як результат, це призводить до зростання рівня цін. Уряду значно легше підтримувати мінімальні ціни і обмежувати вхід на ринок, ніж об'єднанню підприємців; він може стримувати використання продуктів-сабститутів і підтримувати продукти-комплементи. Таким чином, з одного боку буде зростати потреба в урядовому регулюванні, а з іншого - сам процес прийняття політичних рішень надає галузям можливість використовувати політиків для досягнення власних цілей.

Для формування своєї концепції Стіглер Д. використав науковий доробок Даунса Е. [72] і Олсона М. [73]: у політичному процесі, на відміну від окремих індивідуумів, саме групи осіб, що мають спільні інтереси, будуть активно використовувати свої можливості політичного впливу. Окремі особи не будуть приймати у цьому участь, оскільки сам процес формування суспільної думки стосовно дискусійних політичних питань, потребує значних витрат часу, зусиль і коштів, у той час як отримані ними вигоди (з точки зору набутого політичного впливу) будуть незначними. Окремі особи просто будуть отримувати інформацію стосовно специфічних інтересів, як члени групи людей об'єднаних загальними інтересами. Таким чином, демократії, будуть виступати у якості платформи для груп по інтересам. Окремі групи можуть самоорганізуватися з меншими витратами ніж інші. Невеликі групи мають переваги, оскільки для них і транзакційні витрати є нижчими, і проблема «безбілетника» не такою гострою, як у випадку з великими об'єднаннями. Крім того, у невеликих групах вподобання будуть більш однорідними ніж у великих групах; можна вважати перевагою малих груп і те, що для однієї і тієї самої очікуваної величини сукупного доходу, дохід на члена такої групи є більшим. Однак, той факт, що, вочевидь, і великі групи також можуть добре організованими пояснюється Стіглером Д. через концентрацію і асиметрію[74]. Власне, великі компанії - у галузевій сукупності - представляють собою малу групу. У випадку існування асиметрії у окремій галузі, наприклад, у випадку різноманітності продукту або різноманітності технологій виробництва, окремі

компанії будуть намагатися запобігти небажаним регуляторним впливам і активно співпрацювати у групі.

Практика показує, що політики завжди намагаються діяти так, щоб їх переобрали. Згуртовані за спільними інтересами, галузі можуть посприяти такому переобранню двома шляхами: забезпечуючи голоси виборців і надаючи інші ресурси. Прикладами надання таких ресурсів є збір коштів на підтримку виборчої компанії, створення комітетів по збору коштів і пропозиції з працевлаштування членам партії. Зазвичай, потужні галузі мають перевагу перед невеликими галузями, за виключенням випадків коли невеликі галузі можуть скористатися своїми вигодами географічної концентрації. Політики будуть з розумінням і повагою відноситися до регуляторних потреб зі сторони «спонсоруючих» галузей, оскільки їх опоненти вже не вважатимуть за доцільне займатися збором інформації і організацією цих галузей у намаганні реалізувати власні політичні цілі.

Як висновок можна зазначити, що регулювання має на меті не усунення недосконалостей ринку, а, скоріше, ефективний трансфер благ на користь галузей в обмін на політичну підтримку. Зокрема, найбільш конкурентні галузі – насамперед, фінансові посередники, провайдери телекомунікаційних послуг, транспорт, торгівля та інші - виграють у цьому випадку найбільше: вони багато чого можуть отримати від регулювання і їм відносно легко організуватися. Одночасно з теорією економічного регулювання Стіглера Д., з'являється і перша критика на неї. Зокрема, Познер Р. зауважує, що у багатьох випадках регулювання надає явні переваги певним групам споживачів [60]. Наприклад, єдині ціни було запроваджено на залізничному транспорті, при постачанні газу, води та електроенергії, для телекомунікаційного трафіку і поштових послуг. Однак витрати на надання цих послуг суттєво відрізняються, наприклад, у спальних районах міст і сільській місцевості: мережеве обслуговування сільських клієнтів обходиться дорожче, ніж обслуговування споживачів у містах. Іншими прикладами можуть бути забезпечення

питною водою домогосподарств, шкіл і лікарень за ціною нижчою від собівартості надання послуги або ж взагалі безкоштовно; безоплатний проїзд на транспорті для осіб на державній службі або військовослужбовців; енергозабезпечення лікувальних закладів за ціною нижчою собівартості та інше. Цей феномен внутрішнього субсидування не вписується в теорію регулювання Стіглера Д. Навіть якщо інші групи споживачів мають платити більше ніж становлять маржинальні витрати для цих товарів і послуг, перехресне субсидування працює проти максимізації прибутку. Розвиваючи теорію регулювання С.Пельцман зміг дати пояснення перехресному субсидуванню [75]. За його припущеннями політики вдаються до таких форм і видів регулювання, які дають їм змогу максимізувати власну політичну підтримку. У цьому випадку не станеться так, що вигоди отримає виключно якась окрема галузь – окремі групи споживачів також здатні до ефективної самоорганізації. Крім того, сама структура галузі і інформаційні витрати виступатимуть у якості завади до негайного і загального згортання політичної підтримки у випадку невеликого зменшення картельного прибутку. Нижчі ціни - на користь споживачам, а вищі ціни - забезпечують більше політичної підтримки від галузі. Таким чином, ключовою проблемою регулювання є ефективність регулювання: який саме рівень цін необхідно встановити для того щоб досягти рівноваги між отриманням голосів виборців від перерозподілу суспільного багатства і їх втратою від зростання цін.

Таке удосконалення теорії дає нам можливість не тільки пояснити явище перехресного субсидування але і дає змогу зробити передбачення стосовно того, які галузі підпадатимуть під регулювання. Загалом, існують галузі яким притаманний відносно високий рівень конкуренції, і поряд з ними – галузі схильні до монополізації. У першому випадку ініціатива стосовно регуляторних впливів виходить від самих галузей, і в другому – ініціаторами виступають споживачі або окремі групи споживачів. Підпорядковані переробні галузі або їх клієнти мають невисокий рівень зацікавленості у регулюванні: регульовані ціни будуть незначним чином відрізнятися від ринкових. За таких обставин ні для виробників ні для

споживачів немає сенсу об'єднуватися з метою лобювання бажаної моделі регулювання. Загальна практика регулювання свідчить на користь цього припущення. Регульовані галузі завжди є або монополістичними як, наприклад, залізничний транспорт і телекомунікації, або ж високо конкурентними, як надання фахових консультацій, включаючи фінансове і правове посередництво, надання медичних консультацій.

Так само як і стосовно напрямків діяльності, теорія приватного регулювання передбачає і форми отримання вигод від регулювання. В принципі, трансфери благ можуть здійснюватися напряду через субсидії або опосередковано – через регулювання цін і обсягів виробництва або обмеження на вхід в ринок. Стіглер Д. вніс нове припущення стосовно того, що регульовані галузі віддають перевагу непрямій підтримці. Доопрацьовуючи теорію регулювання Мігу Ж.-Л. показав, що форма трансферів частково залежить від еластичності пропозиції виробничих факторів для конкретної галузі[76]. На політичному ринку усі його учасники виступають або як споживачі або як постачальники виробничих факторів. Постачальники виробничих факторів віддаватимуть перевагу субсидіям і дотаціям у випадку коли пропозиція не є еластичною. Збирання податків, що обумовлене потребою у субсидуванні, охоплює велике коло платників, у той час як субсидії надаються обмеженому колу постачальників факторів виробництва.

Це доповнення теорії регулювання дає нам змогу пояснити чому субсидії і дотації надаються у такі сектори як освіта, охорона здоров'я, комунальний транспорт, і чому системи квотування і регулювання цін присутні у таких секторах економіки як сільське господарство, авіакомпанії, залізничні і автомобільні перевезення. Подібні міркування, дають пояснення чому екологічно шкідливі підприємства віддають перевагу квотам на викид шкідливих речовин перед спеціальним режимом оподаткування.

Крім того, теорія була доповнена Макчесні Ф., який розглядає політиків не як нейтральних посередників, що вирішують питання узгодженості приватних



інтересів шляхом трансферів прибутку, а як осіб, що намагаються отримати зиск від контролю над приватними учасниками[77]. Він дослідив випадки коли законодавці змушували іти на поступки приватних учасників у випадку загрози падіння цін або зростання витрат. Для досягнення бажаного результату політики стимулювали приватних учасників для «самоорганізації». Така примусова самоорганізація забезпечує політикам можливість здійснення політично вмотивованих трансферів благ і збільшує ризик загрози для виживання підприємств і експропріації надлишків.

Кіелер Т. доповнив базову модель Пельцмана С. за рахунок врахування в ній суспільних інтересів[78]. З урахуванням цього доповнення, політики отримують політичну підтримку не тільки за рахунок перерозподілу прибутку або багатства між групами інтересів але і через зростання економічної ефективності. Зростання економічної ефективності - за рахунок економії, обумовленої зростанням масштабів виробництва або інтерналізації зовнішніх ефектів - забезпечує зростання обсягу ресурсів і благ, які можуть бути розподілені між виробниками і споживачами. Розумні політики будуть використовувати ці ресурси для того, щоб переобратися у майбутньому.

Подальший крок у розвитку теорії регулювання було зроблено Беккером Г. [79, 80], який у своїх дослідженнях розглядав наслідки конкуренції між групами інтересів - групами тиску. Якщо політичний тиск зростає, зростає і політичний вплив і, відповідно, зростають фінансові результати. Окремі групи можуть більш вдало використати політичний тиск ніж інші, можливо, за рахунок ефекту масштабу при здійсненні тиску, спроможності протистояти «безбілетникам», кращому доступу до медіа ресурсів або іншим чином. Таким чином, відбувається перерозподіл багатства від груп які діють менш ефективно на користь груп які діють більш ефективно, за рахунок таких інструментів як субсидії і цінове регулювання. Однак, слід зазначити, що для такого перерозподілу існують обмеження. Трансфери багатства завжди пов'язані з економічними втратами, які ще називають безповоротними витратами. З огляду на такі витрати, втрати найменших груп будуть

перевищувати вигоди, які вони отримують, на відміну від більш ефективних груп тиску. Оскільки втрати багатства стають більшими, тиск більш ефективних груп буде спадати через те, що вигоди від нього будуть знижуватися. Проте, у той самий час, тиск менш ефективних груп зростає зі зростанням безповоротних витрат, оскільки їх потенційні вигоди від здійснення тиску зростатимуть. Така багатостороння взаємна компенсація тиску обмежує ймовірність кінцевого перерозподілу на користь лише ефективних груп.

З наведеного аналізу можна зробити висновок, що політично успішні групи є відносно малими по відношенню до тих груп, які приймають на себе ношу цих трансферів. Чим більшою є група, яка бере на себе витрати, тим меншою буде сума витрат на кожного з її членів і, відповідно, меншими безповоротні витрати. Це призведе до зменшення компенсуючого тиску. Чим меншою є група, яка отримує вигоди, тим більшою буде потенційні вигода для кожного з членів групи, які будуть використані для здійснення тиску. Такій підхід, на нашу думку, пояснює, наприклад, чому в країнах з невеликим аграрним сектором він субсидується, а в країнах з великим аграрним сектором – жорстко оподатковується.

На думку Д. Стіглера і С.Пельцмана конкуруючі галузі мають інформацію і організаційні переваги, що створює передумови для існування сприятливого регулювання. За надання сприятливих регуляторних умов конкурентні галузі набагато більше отримують від регулювання і знаходяться у кращому становищі ніж споживачі. Однак, на практиці така ситуація з регулюванням конкурентних секторів зустрічається рідко, оскільки втрата добробуту є більшою у випадку коли еластичність пропозиції є більшою - а саме у конкуруючих секторах ці еластичності є великими. За таких обставин трансфери прибутку і втрати добробуту, пов'язані з регуляторними впливами, виявляються настільки великими, що ініційований врівноважуючий тиск виключає інвестиції у політичний вплив.

З наведеного аналізу можна зробити висновок, що приватне регулювання в галузях, де проявляється неефективність ринкового механізму, значною мірою

узгоджується з теорією регулювання в інтересах суспільства. У монополізованих галузях економіки споживачі мають можливість отримати більші соціальні трансфери ніж пов'язані з ними втрати для виробників. А з іншого боку, у конкурентних галузях вигреш переможців є меншим ніж втрати сторони, що прогнала. За інших рівних умов, у монополізованих галузях, порівняно з конкурентними, більше тиску буде докладатися зі сторони потенційних переможців, і менше - зі сторони потенційних невдач. Таким чином, недосконалість ринку не може виступати достатньою умовою для регулювання, як це є у випадку з теорією регулювання в інтересах суспільства. Регулювання, крім того, залежить від відносної ефективності реалізації своїх інтересів групами тиску, їх спроможності до реалізації політичного тиску. До того ж, конкуренція між групами тиску не справлятиме жодного негативного ефекту на зростання національного продукту і ефективність функціонування економіки, у всякому разі, в тому випадку, коли групи, що здійснюють тиск, мають відповідний розмір і якщо вони здатні справляти глобальний тиск. Загалом, конкуренція між групами тиску може розглядатися як одна з найбільш ефективних форм регулювання.

Однак, навіть якщо за певних обставин результати конкуренції між групами тиску є ефективними, сам процес реалізації такого впливу може таким і не бути. Усі групи тиску тільки виграють від рівномірного скорочення витрат на створення тиску. Різноманітні нормативні акти спрямовані на обмеження впливу зацікавлених груп мають, на нашу думку, розглядатися як інструменти обмеження марнотратності витрат на здійснення політичного тиску.

Отже, можна зробити висновок, що чиказька теорія регулювання виглядає як така, що надзвичайно добре підходить для пояснення, власне, економічного регулювання. Однак, суспільне регулювання – регулювання у сфері захисту прав споживачів, безпеки, навколишнього середовища і охорони здоров'я - видається, на перший погляд, менш піддатливим для пояснення в рамках цієї теорії: мають місце втрати обумовлені ускладненням процесу організації взаємодії, вигоди

розподіляться між великою кількістю сторін-учасниць, а витрати мають стосунок до концентрованих груп. Однак, пояснення з точки зору приватного регулювання все ж таки можуть бути віднесені і до суспільного регулювання [81, 82,]. Наприклад, використання норм і стандартів, як головної форми суспільного регулювання, в інтересах тих компаній, діяльність яких вже їм відповідає. До того ж, вигоди отримують саме ті компанії, які здійснюють витрати необхідні для дотримання існуючих вимог і стандартів. Крім того, великі компанії виграють у тому випадку, коли виконання регуляторних вимог потребує значних витрат. Невеликі компанії просто витискаються з ринку і конкуренція залишається обмеженою. В багатьох випадках нормативні вимоги демонструють диференційований підхід стосовно існуючих виробників і «новачків» ринку. Встановленням завищених стандартів для нових виробників вдається утруднити вхід на ринок, і, таким чином, обмежити конкуренцію.

Однак, на нашу думку, теорія, яка розглядає регулювання у якості ефективного механізму перерозподілу багатства в інтересах більш ефективних груп, що мають спільні інтереси, підпадає під критику з багатьох причин. По-перше, базове положення теорії регулювання за приватними інтересами, суть якого полягає в тому, що приватні інтереси трансформуються у трансфери суспільного багатства на політичному ринку, може бути поставлено під сумнів. По-друге, припущення, що регулювання сприяє, загалом, просуванню приватних інтересів, на якому так часто роблять наголос, дезавуйоване емпіричними дослідженнями. Крім того, існує і протилежна думка, стосовно того, що видається дуже складним, якщо взагалі можливим, підтвердити або спростувати приватну теорію регулювання. По-третє, існують обґрунтовані зауваження, що теорія приватного регулювання є інституціонально незавершеною: діючі політичні суб'єкти і аналіз взаємодії між різними учасниками у процесі регулювання не знаходять у ній адекватного відображення. І, на кінець, фахівці, які досліджують економічну діяльність не

пов'язану зі створенням матеріальних цінностей - ренти, піддають критиці припущення стосовно ефективності чиказької теорії регулювання.

*Перерозподіл багатства як рушійна сила регулювання.* Аналіз існуючих досліджень стосовно рушійних сил регулювання дає нам змогу визначитися з окремими його вадами. Так, Нолл Р. критикує чиказьку теорію через ризик тавтології, який вона в собі несе [16]. Регулювання завжди асоціюється з перерозподілом багатства[83, с. 24-46]. Воно має стосунок до витрат і вигод сторін-учасників: галузей, що займаються лобізмом, груп споживачів, бюрократів, законодавців, робітників, платників податків та ін. Але у процесі визначення тих, хто отримує вигоди і тих на кого покладаються витрати, не було встановлено що ці вигоди і витрати насправді запускають регуляторний процес і є його рушійними силами. Однак, вже на початковому етапі, суспільство, зауваживши на спроможність зацікавлених груп домогтися для себе сприятливого регулювання, буде намагатися запровадити інститути, що захищають суспільні інтереси. Існування багатьох правових норм і положень державної політики, таких як незалежна судова влада і законне право на отримання компенсації у випадку примусового відчуження приватної власності, може бути пояснене, скоріше, з точки зору широкої суспільної зацікавленості в ефективності, ніж відображенням інтересів вузьких зацікавлених груп. Теорія приватного регулювання показує свою слабкість у передбаченні того, діяльність яких зацікавлених груп дійсно буде успішною і на чію користь буде здійснено перерозподіл. Наприклад, дослідження показали, що саме робітники, а не виробники отримують вигоди від регулювання [84, 85]. Такий неочікуваний результат не вкладається в рамки приватної теорії регулювання. Так само, огляд результатів від запровадження і зміни регуляторних положень, шляхом аналізу за показниками діяльності фондового ринку, не показав тенденції до систематичного збільшення багатства у регульованих галузях[86]. І, на кінець, ключова невідповідність полягає в тому, що теорія приватного регулювання нездатна визначитися, які саме галузі насправді стануть регульованими. Існує багато

галузей виробництва і всі вони мають значний внутрішній потенціал для об'єднання з метою отримання трансферів. Однак лише деякі з цих галузей є регульованими у той час як інші, що мають подібні характеристики - ні.

*Незавершеність чиказької теорії регулювання.* Чиказька теорія регулювання передбачає, що саме інтереси груп визначають результати виборів, законодавці з повагою відносяться до недоторканості інтересів груп, а законодавці здатні контролювати регуляторів. Однак, на нашу думку, ця теорія залишає по за увагою три важливих положення:

- 1) мотивація і поведінка таких різних політичних учасників, як виборці, урядовці, законодавці, державні службовці і агенції;
- 2) складні взаємодії між різними учасниками у процесі регулювання;
- 3) механізми за допомогою яких законодавці і регулятори обслуговують інтереси організованих галузей.

По суті, припускається, що сам перебіг політичного процесу нормотворчої діяльності і адміністративного процесу регулювання лише незначною мірою може справляти самостійний вплив на модель і форму регулювання, якщо взагалі справляє.

Вочевидь, приватне регулювання і теорія суспільного регулювання частково перекривають одне одного. На користь цього твердження свідчать дослідження Ромера Т. і Розенталя Х. [87], Нолла Р. [16], Лівайна М. і Форенсе Д. [88], а інтереси і роль бюрократії і державних службовців, залучених до регуляторного процесу, досліджувалися у роботах Данлеві П.[89] і Вілсона Д [90]. Вивчення регулювання, таким чином, розвинулося в теорію політичної діяльності. Взаємодія основних учасників регуляторного процесу показана нами на рис. А-1.

Теорія, що тільки організовані групи можуть досягти успіху у намаганні запровадити сприятливий регуляторний режим була піддана критиці у дослідженнях Вілсона Д. [91, 92]. Він показав, що не уся законодавча діяльність має стосунок виключно до концентрації вигод і розподілу витрат. Від уряду можна очікувати

провадження мажоритарної політики у випадку коли розподіл витрат і розподіл вигод будуть максимально широкими; прикладом може бути антимонопольне законодавство.

Політика зацікавлених груп буде мати місце в тому випадку коли і вигоди і витрати є полярно сконцентрованими; як приклад – трудове законодавство і регулювання залізничних перевезень. Клієнтська політика є результатом концентрації вигод і розподілу коштів і, в результаті, матимемо захист інтересів професійних груп шляхом ліцензування і субсидування компаній і галузей. І, на кінець, підприємницька політика, коли витрати концентруються, а вигоди розподіляються; прикладами можуть бути захист навколишнього середовища, захист споживачів від недоброякісних продуктів, робітників від травм на виробництві і професійних захворювань (рис.А.2). Однак для останньої форми політики в чиказькій теорії регулювання не можна знайти пояснення .

Однак, на нашу думку, групи інтересів не є єдиним джерелом регулювання. Під сумнів може бути поставлене твердження, що законодавці здатні в повній мірі контролювати регуляторів. Поведінку регуляторних агенцій можна краще зрозуміти через аналіз внутрішньої мотивації учасників. Серед учасників можна виділити професійних чиновників, людей розумової праці і політиків і використати таку диференціацію при аналізі різних типів регуляторної політики. Наприклад, регулювання цін буде мати досить просту структуру якщо за нього ратують професійні чиновники і більш складну структуру, якщо його розробкою займаються особи розумової праці або інженерно-технічні спеціалісти. Однак існує і протилежне припущення: регуляторна політика агенцій знаходиться в жорсткій залежності від зовнішніх факторів впливу [93]. За такого припущення агенції можуть враховувати розпорошені по різних галузях інтереси за рахунок концентрованих інтересів регульованих галузей шляхом дерегулювання окремих галузей.

Припущення, що законодавці знаходяться під повним контролем груп інтересів може бути поставлене під сумнів і з точки зору теорії відносин «принципал-агент». Оскільки збір інформації стосовно поведінки законодавців і регуляторів є для суспільства процедурою витратною, законодавці і регулятори отримують простір для маневру, що дає їм змогу діяти поза полем контролю виборців на власний інтерес або з власних ідеологічних вподобань[94]. Для пояснення відмінностей між спільними і корпоративними інтересами, а також приватними і суспільними інтересами, відзначають два типи мотивації і два типи політичного домінування[89]. В залежності від того які цілі переслідують політичні сили, можна виділити дві групи інтересів: приватні і суспільні. Приватні інтереси асоціюються з політичними силами, які діють на власну користь, а суспільні – з тими, які діють на користь інших [95, с. 456-458]. Приватні і суспільні інтереси показують чиє саме багатство буде максимізувати політична сила коли в неї з'явиться можливість діяти за власним вподобанням. На нашу думку, політика підтримки спільних інтересів має бути запроваджена в тому випадку, коли немає інформації стосовно інформаційних, організаційних і транзакційних витрат, а також витрат на моніторинг і контроль. За відсутності такої інформації впровадження політики приватних інтересів є невиправданим. Спільні інтереси і приватні інтереси мають стосунок до того, хто і що домінує у процесі прийняття політичних рішень (рис. А.3.).

З огляду на небажання виборців витратити власні кошти на моніторинг діяльності влади, у регуляторів з'являється можливість діяти на власний розсуд - політичний «люфт». З одного боку, така свобода дій може бути використана для сприяння інтересам окремих зацікавлених груп, а з іншого – для задоволення інтересів інших учасників політичного процесу. У цьому випадку ми знову маємо дві можливості: за відсутності витрат на моніторинг і контроль такий політичний люфт може бути або ратифікований політичною системою, або ні. Дискусія стосовно захвату регуляторів і законодавців (їх кептивності) має стосунок до



питання, хто ж саме керує політичним процесом і, тому, більшою мірою концентрується на спільних і приватних інтересах ніж на інтересах груп впливів і суспільних інтересах. Спільні інтереси будуть переважати до тих пір поки не буде повністю вибрано політичний люфт. Величина такого люфту може бути радикально зменшена у випадку, коли дискусія стає публічною. Однак запровадження політики спільних інтересів ще не означає, що ця політика буде ефективною.

### **1.3. Новочасні концепції теорії регулювання: інституціональний підхід**

Дискусія стосовно того хто і як впливає на регуляторну політику та стосовно вигод і витрат у випадку можливої кептивності регулювання, призвели до виникнення ряду теорій, що мають стосунок до природи функціонування регуляторних інститутів. Згідно з положеннями теорії суспільного регулювання регулятор намагається проводити політику реалізації загальних інтересів, однак теорія приватного регулювання показала, що регулятор не тільки підпадає під вплив об'єктів регулювання але і може бути захоплений ними – стане кептивним.

На практиці завжди існує певний баланс між незалежністю регуляторного інституту і його підзвітністю. З одного боку захищеність регулятора, в його намаганнях відстоювати загальні інтереси, від безпосереднього впливу політичного процесу, звісно, є бажаною. Суспільні послуги є надзвичайно важливими для широкого кола виборців, але, в той самий час, вони потребують значних сум інвестицій в основні засоби. Якщо регулятори знаходяться в залежності від недалевидних політиків, у останніх може не вистачити сил протистояти спокусі зменшити ціни до рівня граничних витрат. За таких обставин інвестори можуть зробити передбачення стосовно неможливості відшкодування своїх безповоротних інвестицій і не будуть інвестувати. А отже, незалежність регуляторної агенції є не тільки бажаною але і економічно вмотивованою. Незалежність означає можливість експерименту стосовно нових шляхів моніторингу і контролю. Крім того, з політичної точки зору, незалежний стан регуляторів спонукає політиків до

максимально чіткого формулювання і декларування цілей і функцій регулятора і, до певної міри, обмежує можливості регулятора у намаганні досягнення своїх власних цілей.

А з іншого боку, якщо вже регулятори є непідзвітними політикам, вони можуть бути поглинуті галуззю і сприятимуть задоволенню інтересів лише окремих груп. Регульоване підприємство може захватити агенцію: воно має достатньо інформації, ресурсів, можливостей для працевлаштування экс-службовців і може просто «знекровити» регулятора, наприклад, судовими позовами стосовно прийнятих агентством рішень. Крім того, варто зауважити, що зазвичай, регулятор є незалежним лише по відношенню до окремої галузі або сектору економіки. На нашу думку, саме така обмеженість регуляторного підпорядкування може спровокувати виникнення міжгалузевого ефекту зараження, який, ймовірно, може призвести до виникнення системної кризи.

У пошуках балансу між незалежністю і підпорядкованістю пропонується декілька підходів до створення ідеальної моделі інституту регулювання, які значною мірою визначаються інституціональним середовищем у якому діє регулятор. Важливими факторами, які при цьому мають бути враховані є: незалежність судової влади, здатність до прийняття рішень на виконання прийнятих на себе зобов'язань і обіцянок, структура розподілу владних повноважень між регуляторами або регулятором і урядом, впливовість і ефективність функціонування бюрократії, достатність в забезпеченні регулятора ресурсами, природа набуття регуляторних повноважень – виборність або призначення, строки перебування біля регуляторних повноважень, чітке формулювання і публічне декларування цілей і функцій та інші.

Теорія регуляторного інституціоналізму набуває розповсюдження як серед теоретиків так і серед практиків, що займаються питаннями економічного регулювання. Однак, на нашу думку, така одноголосність стосовно значимості інститутів мало що пояснює сама по собі. Між існуючими інституціональними підходами існують суттєві відмінності. Одні підходи роблять наголос на важливості формальних правил у процесі формування моделі економічної поведінки, інші підкреслюють важливість політичних правил гри у формуванні різноманітності

поведінки учасників процесу, а треті – взагалі приймають до уваги усю повноту діяльності людини у якості невід’ємної складової соціального контексту [96]. Таким чином, інституціоналісти не обов’язково доходять згоди з питання звідки ж беруться їх вподобання, але вони одностайні стосовно твердження, що інституціональна структура і впорядкованість, так само як і соціальні явища і процеси, суттєво впливають на формування інститутів регулювання[97, с. 63-58]. А отже, можна зробити висновок, що існує широке коло факторів, що впливають на його розвиток, яке не обмежене лише простим об’єднанням і структуруванням індивідуальних вподобань. У науковій практиці існує декілька усталених диференційованих підходів до інституціоналізму: економічний[98, 99, 100] історичний[101], соціологічний[102, 103]. Однак, у нашому дослідженні ми дослідимо три основні інституційні напрямки: (1) зв’язки між регуляторами (системний рівень); (2) внутрішньо-організаційна мотивація до регулювання; (3) мережева природа регулювання і регуляторний простір.

*Зв’язки між регуляторами.* В основі цього напрямку лежить інтерес до розробки таких інститутів і інституційних відносин, які б дали змогу уникнути специфічних проблем, що значною мірою пов’язані з регуляторним процесом, наприклад, з кептивністю регуляторів. Дослідження з цього напрямку, по суті своїй, замість того, щоб надати пояснення твердженню, що усе регулювання за своєю природою пов’язане з кептивністю, натомість піднімають питання, якими мають бути регуляторні інститути для того, щоб забезпечити сприятливий результат і уникнути виявлених недосконалостей регулювання.

В основі розробки регуляторної інфраструктури повинна лежати відповідь питання «Навіщо делегувати?» - чи мають повноваження з регулювання бути делеговані регуляторним агенціям (або іншим організаційним утворенням) і, якщо так, то яким чином це має бути зроблено? Крім цього, існують це і загрози бездіяльності і самоусунення – і яким чином їх можна від слідкувати? А якщо бути більш точним, то це питання має стосунок до трьох ключових положень, які мають безпосереднє відношення до організаційного планування регулювання: (1)

інформаційна асиметрія; (2) довіра до взятих на себе сторонами зобов'язань ; і (3) уникнення осуду і покарання.

Насамперед, повертаючись до інформаційних асиметрій, можливості контролю за учасниками, яким делеговано регуляторні повноваження, по суті своїй є обмеженим, оскільки: неможливо наперед перебачити усі можливі стани економіки, усі контракти є недосконалими за визначенням, а моніторинг учасників є сам по собі є витратним і недосконалим. А отже, можна зробити висновок, що регуляторний контроль є обмеженим, і ця обмеженість забезпечує два шляхи для того щоб цим скористатися. Перший має стосунок до політичного контролю над регуляторними агенціями, яким політики делегували наглядові функції. Друга можливість скористатися з обмеженості контролю полягає в тому, що саме в такій формі він може бути використаний по відношенню до регульованої галузі. Такі недосконалості контролю дають можливість регулятору діяти на власний розсуд – створюють регуляторні зазори (регуляторний «люфт»). Такий регуляторний люфт може знаходити своє відображення у пристосуванні регуляторного агентства до потреб регульованої галузі, або ж в концентрації агентства на «зручних» і начебто популярних питаннях, а не на складних і потенційно дискусійних.

Звідси виникає питання чи регуляторний люфт, як, наприклад, кептивність неминучий? Або, якщо більш точно - чи це не значить, що регуляторна діяльність є по суті своїй неконтрольованою і вразливою до перекручень вихідних регуляторних засад? Аналіз природи інституціональних зв'язків між регуляторами дає змогу спростувати розповсюджену думку про тотальну безконтрольність бюрократії[104].

Насамперед, такий контроль може здійснюватися за допомогою так званих «патрульних» наглядових підрозділів – особливих інституціональних відділів, які контролюють агенції. Прикладами таких підрозділів можуть виступати парламентські комітети, рахункова палата, підрозділи аудиту і інші органи нагляду. Проте, варто зауважити, що такий контроль є дуже витратним: він потребує постійного здійснення моніторингу (причому, порушення має відбуватися саме в той час, коли на нього звертають увагу). А, крім того, з огляду на існування

«залізного трикутника» (рис. А.4) [105, с.122-123], ще не факт, що за виявленні зловживання регуляторним люфтом буде запроваджено санкції.

Інший метод можна умовно назвати «швидким реагування». У цьому випадку політики спираються на звернення своїх виборців і починають бити на сполох якщо, на їх думку, діяльність регуляторної агенції є неприйнятною. Тоді політики отримують шанс ствердитися зі своїм владним впливом на регулятора. Цей механізм, вочевидь вимагає значно менших витрат ніж використання патрульних наглядових підрозділів, однак він потребує того, щоб ці скарги були почуті і, звісно, політичної готовності діяти. В інших випадках «швидке реагування» може ініціюватися через суди і, навіть, створювати прецеденти змагальних регуляторних відносин.

Однак, найбільш вдалим, на нашу думку, може вважатися підхід з використанням процедурних норм. Вони дають змогу розділяти регуляторну відповідальність між агенціями в рамках формалізованого підходу - останні будуть мати можливість приймати рішення лише в межах регуляторних намірів законодавця. Наприклад, саме на етапі попередніх консультацій мають чітко визначатися межі зон відповідальності і можливі форми взаємодії регуляторних агенцій при вирішенні конкретних питань, зводячи до мінімуму регуляторний «люфт» для кожного з учасників.

Так звана проблема наступності у часі пов'язана з питанням довіри до взятих на себе сторонами зобов'язань (надійності обіцянок). Проблема надійності обіцянок має стосунок до будь-якої форми обміну між людьми, при якому дана обіцянка, яка має стосунок до поведінки сторін угоди у майбутньому, з часом може бути переглянута. Наприклад, якщо країна намагається залучити приватних інвесторів, вона має подати сигнал про свої наміри покращити регуляторне середовище. Як буде показано у третьому розділі, проблема довіри до взятих на себе сторонами зобов'язань викає у випадку коли певні інвестиції уже зроблено. Якщо такі інвестиції здійснюються у формі реальних капіталовкладень, тоді, у випадку недотримання урядом своїх обіцянок стосовно регуляторних підходів, які він мав запровадити, вихід з бізнесу буде для інвестора надзвичайно витратним. Іншими

словами, якщо існує загроза того, що уряди або регулятори посилять своє втручання або почнуть запроваджувати соціальні, економічні і екологічні стандарти, тоді інвестиційна привабливість економіки для приватних інвесторів буде поставлена під сумнів. Таким чином, проблема надійності обіцянок стосується ймовірності того, що конкретні регуляторні положення не будуть змінені з часом, наприклад, зі зміною уряду.

Практика свідчить, що чим більшою є схильність політичної системи до неконтрольованої поведінки, тим більшою буде проблема надійності обіцянок, і, відповідно, важливість розробки нормативно-правових механізмів, які можуть забезпечити «незворотність» або непомірну витратність змін. У випадку коли законодавча діяльність може призвести до раптових змін у юрисдикції регуляторних агентств, варто, на нашу думку, використовувати ліцензії і контракти, що дасть змогу обмежити свободу дій зі сторони законодавців і регуляторів.

Останнім з ключових положень, які мають безпосереднє відношення до організаційного планування регулювання, є уникнення осуду і покарання. В основі цього положення лежить так звана концепція «перекладання вини»: політичні сили делегують задачі, вирішення яких вимагає вдаватися до непопулярних заходів і руйнує політичний імідж, але залишають для себе ті з завдань, де політичний вигреш перевищує політичні втрати[106]. Однак, емпіричне підтвердження такої аргументації стосовно перекладання вини, видається нам проблематичним, оскільки надзвичайно важко наперед передбачити кого саме виборці будуть вважати винним якщо щось піде не так. Крім того, керівники регуляторних агенцій не завжди виражають бажання дотримуватися політичної логіки перекладання вини, коли вони впевнені, що бумеранг вини не повернеться до їх політичних принципалів, а вони самі можуть постраждати від власних дій. Така логіка зміщує акценти в напрямку пояснення поведінки регулятора з точки зору його репутації. А отже, регуляторна діяльність може бути пояснена їх аудиторією і природою тих загроз, на які агенції будуть в першу чергу звертати увагу, намагаючись захистити свою автономію і свободу дій. Так, регулятори сфери комунальних послуг можуть більше

переїматися проблемою зростання номінальної, а не реальної ціни, а регулятори у сфері фінансових послуг – репутацією в очах громадськості.

Узагальнення усіх наведених нами міркувань стосовно формування інституціональної структури регулювання, дало нам змогу виділити чотири фактори, якими керуються законодавці у процесі вибору форм організації регулювання. По-перше, це витрати, пов'язані з прийняттям рішення, які для політиків, що приймають рішення, виступають у формі альтернативних витрат, що відображають найкращі альтернативні можливості використання ресурсів. Чим вищими є ці витрати, тим вищою є ймовірність делегування. По-друге, це зобов'язальні витрати, які представляють собою потенційні витрати, які, скоріш за все, прийме на себе наступне (майбутнє) покоління політиків у процесі відміни початкового рішення. По-третє, агентські витрати, що напряду пов'язані з моніторингом діяльності контролюючих органів; чим вони вищі, тим менша ймовірність того, що делегування матиме місце. І, на кінець, вартість невизначеності, як наслідок фактичної невизначеності стосовно того, що ці програми будуть дієвими і дійсно зможуть справити вплив на розподіл потоків благ.

Ці фактори можуть бути використані у якості ключових параметрів організаційного планування регулювання при вирішенні таких питань, як рівень делегування повноважень регуляторним агенціям, вибір структури підпорядкування і форм власності регуляторів, вибір механізмів інституціонального нагляду і контролю.

У сфері регуляторних агенцій важливу роль відіграє ефект механізму «обертових дверей» для запобігання кептивності. Припустимо, що регулятори намагаються встановити (або відновити) свій регуляторний вплив над галуззю. Вони, звісно, не хочуть, щоб їх сприймали як такі, що легко можуть потрапити під контроль суб'єктів регулювання і, натомість, будуть намагатися набути репутації «компетентного» органу. Проте, приймаючи до уваги відносно короткоплинну природу кар'єри керівництва регуляторних агенцій, воно, скоріше, буде схильне віддавати перевагу реалізації високоефективних «ефектних» заходів зі швидкою

віддачею у часі, а не виснажливій рутинній роботі на низовому рівні, результати якої можна буде оцінити лише у довгостроковій перспективі.

Отже, можна зробити висновок, що інституціональна теорія регуляторного середовища має як теоретичну так і практичну значимість. Крім того, вона наголошує, що не може існувати якоїсь універсальної, незмінної форми організації регулювання. Навпаки, інституціональна структура регулювання по суті, сама є політичним вибором, який відображає поєднання політичних інтересів у конкретному контексті. Вона дає змогу враховувати таку специфічну рису поведінки політичної системи, як несхильність політичних інститутів, які її формують, брати на себе відповідальність за наслідки діяльності. Крім того, на рівні окремих галузей, вона забезпечує здатність здійснювати моніторинг результатів і перспектив реалізації регулювання. Власне, саме використання інституціональної структури у регулюванні дає змогу досягти бажаних результатів – іншими словами, це саме та теорія, яка, на нашу думку, дає змогу подолати існуючий скептицизм стосовно загальних підходів до вирішення проблеми регулювання в економіці.

*Внутрішньо-організаційна мотивація до регулювання.* Як уже зазначалося у цьому розділі, зміни в законодавчих і нормативних актах можуть відбуватися під впливом сил, які виникають всередині зацікавлених організацій. Те, що об'єднує ці різні міркування - це акцент на процесах саморуйнування, які, частково, є наслідком процесу селективного реагування на зміни у більш широкому (порівняно з окремою галуззю) середовищі регуляторної системи. Звісно, в цьому випадку і інституціональна структура регулювання і, до певної міри, широко декларована значущість залежності від прийнятих в минулому рішень (ефект «колії») [107], відіграють свою роль – але лише настільки, щоб призвести, в основному, до непередбачуваних дій у відповідь і поточних змін. А отже, регулювання знову виявляється обмеженим, якщо, взагалі буде.

Можна виділити чотири проблемні аспекти, які, до певної міри, дають нам змогу дослідити феномен деформації регуляторного мислення: інституційне розшарування/нашарування, викривлення, самовідносність (самореферентність) і просторовий/мережевий підходи.



Інституціональне розшарування має стосунок до такого актуального питання у вивченні функціонування організацій, як реакція організацій і систем правил на зміни у своєму середовищі. На відміну від спрощеного припущення, що вони адаптуються до змін моментально, гіпотеза інституціонального розшарування, говорить, що, за звичай, на початку завжди існує певний супротив змінам і часткове пристосування до них[108]. Наприклад, реформаційні зусилля спочатку не будуть сприйняті, потім до них частково пристосуються, і, якщо ці зусилля триватимуть, це, в кінцевому рахунку, призведе до повної трансформації. Таким чином, можна припустити, що регулювання еволюціонує у часі шляхом поступової адаптації - доповнюючись і розширюючись, а не виступає у формі радикальних змін і поворотів на 180 градусів. Такі уповільнені процеси адаптації, загалом, відображають зміни у позиціонуванні організацій, які, начебто, узаконюють потребу в запровадженні змін. Як результат, організації «відфільтровують» усі ускладнення і суперечності, або ж фокусуються на позитивних наслідках і вигодах, а не на проблематиці регулювання. З часом це призводить до появи регуляторної системи, якій притаманна змагальна логіка і, як наслідок, внутрішня напруженість. А таке напруження, вже саме по собі, є джерелом регуляторної діяльності і змін.

Викривлення регулювання має стосунок до ідей, що фокусуються на змагальній логіці і поступовій адаптації в регулюванні і показують обмеженість дієвості цілеспрямованих дій суспільних груп [109]. За таких обставин, регулювання однаковою мірою має стосунок як до планованих кінцевих результатів, так і до непередбачуваних (незапланованих) наслідків. Зокрема, виділяють декілька варіантів реалізації механізму зворотної дії, які можуть завадити цілеспрямованій діяльності[110]: (1) функціональна дестабілізація – регулювання порушує функціонування системи, погіршуючи, таким чином, загальний результат; (2) експлуатація – коли конкуренти, всупереч прогнозованим наслідкам, досягають успіху у досягненні результату; (3) заміщення цілі - коли сам процес регулювання витісняє головну ціль регулювання; (4) провокація – коли в результаті регулювання отримуємо не загальну регуляторну узгодженість, а загострення протидії і антагонізм; (5) класифікація - коли навішування ярликів має зворотної ефект, як у

випадку, коли спровокована віктимна поведінка стає для жертви регулювання ознакою честі; (6) прийняття надмірних зобов'язань - коли ресурсоємність намагань досягнення недосяжних цілей призводить до обмежень ресурсів для досягнення практично досяжних цілей; (7) умиротворення – коли ілюзія дотримання вимог регулюючих органів відволікає увагу від сигналів небезпеки.

Самовідносність по відношенню до регулювання полягає в тому, що суспільство має розглядатися як складна система зі все зростаючою диференціацією на підсистеми, що формуються під впливом своїх власних зводів законів і правил[111]. Слід зазначити, що кожна підсистема (економічна, правова, політична) має, де-факто, свою власну раціональність (характеристику поведінки за якої засоби, які вона обирає, відповідають цілям), а отже, здатна взаємодіяти з навколишнім середовищем у намаганні самопідтримки і самовідтворення. А отже, зміни в законодавстві і регулюванні мають аналізуватися через призму сутностей, сумісностей і взаємодій самовідтворюваних систем.

У центрі ідеї самовідносності лежить теорія комунікації. Оскільки підсистеми взаємодіють між собою через власні зводи законів і правил, пряме втручання стає все більшою мірою проблематичним, якщо взагалі здійсненним. Інструменти права (мовою закону) не можуть бути напряду перекладені на мову економіки – тому вони потребують перекладу і доходять до економічної підсистеми вже як переклад «оригіналу» у викривленій формі та ще і з запізненням. Таким чином, контроль є обмеженим по суті, наслідком чого є або повністю неефективне регулювання (коли намагання втрутитися повністю не сприймається) або домінантне регулювання, яке знищує життєздатність відповідної підсистеми. Намагання втручання і «трансплантація» регулювання, у найкращому разі, мають стосунок до створення ефекту подразнення – з дуже сумнівними і неоднозначними кінцевими результатами[112]. Така ситуація може бути описана регуляторною трилемою: (1) коли закон намагається знайти спільну мову з іншою підсистемою, він може або бути нерелевантним по відношенню до інших підсистем і, як наслідок, взагалі не справляти жодного ефекту (взаємна байдужість), (2) або, за допомогою методів формального дотримання букви закону, останній може пригнічувати інші

підсистеми, обмежуючи, таким чином, їх життєздатність, (3) або здатність самого закону (як підсистеми) до самовідтворення може бути вражена у тому випадку, коли він надмірно «соціалізується» з іншими підсистемами.

Таким чином, дослідження концепції внутрішньо-організаційної мотивації до регулювання, дає змогу зробити висновок, що вона робить наголос на ендогенних процесах, що сприяють регуляторним змінам і адаптації, відображає присутність у регулюванні внутрішнього напруження, яке викликане не лише змінами регуляторного середовища, а і різноспрямованістю регуляторних вимог і, крім того, до певної міри, відображає скептицизм стосовно ефективності цілеспрямованого регуляторного втручання.

*Теорія мережі і регуляторний простір.* Чисельні теорії розвитку регулювання самі по собі є досить вдалимими у випадку коли до уваги приймаються наслідки їх застосування, які розглядаються в рамках єдиної галузі або сектору економіки – як це, наприклад, відбувається з функціонуванням центрального банку. Однак, на практиці існує ситуація дещо відмінна від описаної – багато ризиків, соціальних і економічних проблем знаходяться під контролем цілих мереж регуляторів. Регулювання у такому ракурсі, на нашу думку, варто розглядати, скоріше, як процес поліцентричний, а не як безпосередній чітко сфокусований вплив. Досить часто уряди вимушені розподіляти повноваження з прийняття політичних рішень і їх подальшим дотримання між численними регуляторними агенціями. Така суміш регуляторів і регуляторних стратегій може виявитися не тільки необхідною, але і бажаною. Крім того, прибічники комплексного регулювання зауважують, що змішування державних квазірегуляторних впливів і обмежень може мати позитивний ефект при роботі з корпораціями [113]. Аналогічно, може бути корисним комбінувати командно-адміністративні методи з іншими регуляторними інструментами, такими як стимулювання через вплив на ринковий механізм або податкове законодавство. Таким чином, контроль над суспільно значимими питаннями на рівні мережі передбачає причетність до процесу урядового відомства, яке здійснює законодавчу владу відповідно до наднаціональних законодавчих вимог, ряду регуляторних агенцій, що використовують широкий перелік

регуляторних інструментів, уповноважених органів з стандартизації, професійних саморегульованих організацій, органів місцевої влади і самоуправління (включаючи силові), широкий спектр добровільних громадських організацій, регульовані підприємства і інші організації.

На нашу думку, саме мережевий підхід до аналізу дає змогу комплексно окреслити цілий ряд проблем, які мають бути розглянуті у випадку запровадження режиму комплексного мережевого підходу, зокрема – яким чином можна досягти координації зусиль учасників за наявності розбіжностей з таких суттєвих питань як: цілі, політика, регуляторні компетенції, економіко-правові середовища і системи контролю. Аналіз з використанням мережевих методів також припускає ймовірність виникнення специфічної зворотної реакції на координаційні зусилля, яка знаходитиме свої відображення у зверненні до існуючих ієрархій і правил [114, 115], використанні стратегій мережевого управління [116, 117, 118], сподіванні на співпрацю через ринки і біржі, процедурне і інституціональне структурування [119, с. 118-119; 120, с. 69-75; 121].

Таким чином, мережевий підхід до пояснення еволюції регулювання є надзвичайно важливим. Саме він, на нашу думку, дає змогу підкреслити значимість врахування того, до якої міри системи нормативного регулювання є багатополлярними, і того, що існуючі регуляторні системи складаються з великої кількості інститутів з їх специфічними рисами, які відрізняються між собою за ступенем і рівнями регуляторного впливу. При аналізі регуляторних систем з такої точки зору, необхідно зважати на те, яким чином різні сили – чи то зовнішнього або ж внутрішнього походження - можуть абсолютно по різному перехресно впливати на численні організації, культури і процеси, які, узяті разом, створюють регуляторну систему.

Така мережева теорія також чудово узгоджується з існуючою теорією регуляторного простору [122], де - в даному випадку - під «простором» слід розуміти сукупність регуляторних підходів, рішень або стратегій, які мають стосунок до взаємодії і конкуренції між різними групами інтересів. Регуляторні повноваження широко розподілені між приватними і суспільними учасниками (що

робить чіткий їх розподіл, значною мірою, недоцільним), а самі регуляторні підходи формуються під впливом історичних і географічних факторів. Така концепція розсіяного «регуляторного простору» концентрує в собі багато характерних рис концепції ліберального корпоративізму, в якій приватні інтереси залучені до процесу розподілу повноважень держави[123]. В рамках теорії регуляторного простору, так само як в теорії мережевого регулювання, ідея «захвату» має обмежений сенс: регуляторні повноваження по суті своїй вже є розподіленими, а приватні інтереси просто погоджуються з таким станом речей, відіграючи свою законну роль в регулюванні самих галузей промисловості через асоціації. Однак, навіть використання такої привабливої метафори як «простір» ставить перед нами цілий ряд проблем пов'язаних з визначенням меж існуючих регуляторних просторів і поясненням різних вимірів, які характеризують неперервність і нерозривність такого регуляторного простору – зокрема: відносність регуляторних впливів різних учасників, залежність зони регуляторного впливу від ресурсної бази, природа комунікаційних потоків між учасниками. Власне, ці зауваження критичного характеру, в повній мірі стосуються і мережевої концепції пояснення регулювання.

#### **1.4. Вектори реалізації регуляторних підходів у сфері банківського регулювання**

Упродовж усієї історії розвитку економічної науки еволюція банківського регулювання відбувається в контексті розвитку економічного аналізу регулювання. Точка зору суспільного інтересу превалювала серед економістів аж до кінця 1960-х років. Будучи жорстко прив'язаною до доктрини економіки загального добробуту [124], вона стверджувала, що саме примусові регуляторні заходи дають змогу компенсувати недосконалості у функціонуванні ринкового механізму, включаючи природні монополії, зростаючий ефект масштабу, недовиробництво суспільних благ і екстерналії. З цієї точки зору очікувалося, що урядове регулювання має забезпечити зростання суспільного добробуту, а саме регулювання має імунітет до тиску зі сторони окремих зацікавлених груп і не переслідує якихось власних

інтересів. Таким чином, воно переймається лише питаннями ефективності, а проблеми перерозподілу залишаються по за сферою регулювання - виключно як предмет дискусії для політиків. Крім того, передбачалося, що регулятори володіють усією необхідною інформацією, діють раціонально, а їх рішення не зазнають впливу зі сторони інформаційних обмежень. Іншими словами, регулятори є всезнаючими агентами ринку, які діють безпомилково і переймаються виключно максимізацією добробуту.

Такий оптимістичний погляд на регулювання виправдовував урядове втручання у функціонування широкого спектру галузей економіки, наприклад, після запровадження «Нового курсу» і після Другої світової війни. Саме суспільний інтерес виступав основою для формування політики державного втручання у функціонування таких галузей як надання комунальних послуг, пасажирські і транспортні перевезення, енергетика та ін. З початку 1930-х і до 1970-х років банківське регулювання концентрувалося на певному переліку регуляторних питань пов'язаних з ринковою структурою, обмеженнями стосовно формування і функціонування банківських груп, правил стосовно розміщення банками активів і встановленням граничних значень процентних ставок. У багатьох країнах така концепція банківського регулювання і так звані «фінансові репресії» виступали як дві сторони однієї монети. На практиці така політика фінансових репресій зі сторони регулятора включає в себе адміністрування процентних ставок, приписи стосовно дотримання коефіцієнтів ліквідності, високі вимоги стосовно формування банками резервів, контроль за капіталом, обмеження щодо входу банків на фінансовий ринок, встановлення обмежень на величину кредитного портфеля або обмежень за напрямками кредитування, контроль участі держави у статутних фондах банків і домінування банків у фінансовому секторі.

Такі інструменти, на нашу думку, є прямим свідченням на користь імплементації базових засад теорії суспільного регулювання у банківському секторі. Їх запровадження після Великої депресії мало на меті побороти існуючі прояви недосконалості функціонування ринкового механізму. Вони не тільки стали відповіддю на сам факт виникнення і гостроту негативних екстерналій, що

виникають у випадку банківської кризи, але і спрямовані на забезпечення інвесторів і захист споживачів, надання суспільно оптимального обсягу колективних благ, включаючи макроекономічну стабільність і стійкість банківської системи. Шляхом зменшення схильності банків до прийняття на себе надлишкових ризиків вони також посилили фінансову стійкість банків і, таким чином, радикально зменшили ймовірність банкрутства банків пов'язану з прийняттям останніми на себе надлишкових ризиків. Крім того, такі передбачені законом патерналістські заходи також мали на меті вирішити проблеми недієздатності ринку і втрати добробуту, що виникають внаслідок недосконалої конкуренції у банківській галузі. З цієї точки зору, органи регулювання, коли їх розглядати як агентів ринку, здатні виправити помилки у функціонуванні ринкового механізму і знову повернути ринок до стану конкурентної рівноваги або запропонувати вирішення типу «другого найкращого». Таке бачення ролі уряду як учасника регуляторного процесу, який має правильну мотивацію, компетентності і достатній обсяг інформації для того щоб безпосередньо здійснювати нагляд і регулювати діяльність банківського сектору було панівним як у США так і в інших країнах з ринковою економікою. Крім того, такий підхід повністю узгоджується з антитрестівською концепцією регулювання, яка в цей історичний період розроблялася Гарвардською школою.

Згадані вище регуляторні правила і положення добре працювали аж до початку 1970-х. Однак, вже у кінці 70-х років ХХ століття почав формуватися масив критичних зауважень стосовно дієвості положень теорії регулювання за суспільними інтересами, що мали стосунок до фактичного погіршення показників функціонування більшості регульованих державою галузей і труднощів у розумінні окремих форм і методів регуляторного впливу саме з точки зору максимізації суспільних благ.

Поза цією критикою не залишилося жодного напрямку державного регуляторного втручання. Однак цей критицизм проявився у надзвичайно гострій формі саме стосовно банківського сектору, наглядно демонструючи, що існуюча регуляторна політика справляє безпосередній негативний вплив на формування і функціонування структури банківської галузі, обмежує можливості банків у повноті

реалізації ними функцій фінансового посередництва і, таким чином, обмежує ефективність функціонування банківської системи одночасно призводячи до втрат добробуту. У цей самий час регуляторні норми передбачали згладжування банківської конкуренції і штучно гарантували високі показники рентабельності діяльності банків. За таких умов обмеження для входу на ринок захищали банки від конкуренції, обмеження по структурі портфеля перешкоджали диверсифікації, системи страхування депозитів загострювали проблему морального ризику, а регіональні обмеження заважали розширенню діяльності банків як в межах країни так і за кордоном. Таким чином, реалізація положень теорії суспільного регулювання виявилася неспроможною впоратися з більшістю регуляторних проблем, що існували в банківській галузі.

Отже, саме обґрунтовані сумніви у дієвості реалізації положень теорії суспільного регулювання у банківській галузі виступили у якості підґрунтя, яке перетворило дерегулювання на альтернативу до існуючої доктрини [42, 125]. З цього приводу можна виділити декілька факторів.

З одного боку, критика урядового регулювання виглядала досить полемічно по відношенню до ролі держави в економіці з огляду на специфічність політичних і економічних умов, що склалися на кінець 60-х – початок 70-х років ХХ століття [126]. Просування нових ідей і інтелектуальних цінностей, що пропагували переваги доктрини «вільного ринку», зміна відношення академічних дослідників до урядового втручання у діяльність галузей економіки та початок публічної дискусії в інтелектуальних колах значно підсилили критичність у ставленні до регулювання. Так, інтелектуали Чиказької школи економіки зробили значний внесок у формування фундаментальних засад концепції дерегулювання. Серед них, на нашу думку, варто виділити, насамперед Коаса Р. [127] і Демсетца Г. [128]. Відповідно, все більша кількість економістів почали приділяти увагу цьому питанню, оскільки значимість регулювання у більшості секторів економіки робить неможливим вивчення будь-яких ринків в економіці країни без прийняття до уваги широкого кола обмежуючих регуляторних впливів на поведінку учасників ринку, які адмініструються однією або декількома регуляторними агенціями [129].



Подальший розвиток методик статистичного аналізу і їх реалізація на потужних комп'ютерних системах дали науковцям можливість систематично досліджувати вплив регуляторної політики на окремі галузі. Це, в свою чергу, дало змогу зробити висновок, що регульовані ринки показали результати значно гірші ніж очікувалося [130]. Будучи першопрохідцями у сфері досліджень регулювання цін на електроенергію, Стіглер Д. і Фрідланд К., прийшли до висновку, що результати такого регулювання не в повній мірі і не завжди відповідають інтересам споживачів[58]. Декілька більш пізніх досліджень також засвідчили переваги дерегулювання. Не дивлячись на дещо технічно недосконалі, як на теперішній час, підходи до дослідження, саме класичні роботи Аверча Х. і Джонсона Л.[131], Кейвза Р. [132], Мейєра Д.[133], Стіглера Д. і Фрідланда К. [58] представляють собою поворотний момент у дослідженні ролі регуляторних агенцій у процесі регулювання економіки. Крім того, на організаційному рівні почав видаватися *Journal of Law and Economics* Чиказького університету, який виступив у ролі рупора і каталізатора ідеї критики державного регулювання. Від свого першого випуску у жовтні 1958 року в ньому робиться наголос на повсюдності проявів неефективності регулювання у всіх галузях економіки[134].

З іншого боку, теорія ефективного ринку виникає у середині 1960-х років - на нашу думку - саме як програмна теорія для фінансового ринку, акцентуючи увагу на ідеї дерегулювання фінансового ринку загалом і банківської галузі зокрема. Сформульований Фамою Є. підхід передбачає, що рівень цін на акції змінюється безсистемно і його неможливо передбачити спираючись на кон'юнктурні дані минулих періодів. Наріжним каменем гіпотези ефективного ринку є положення стосовно того, що ринкові ціни миттєво і в повній мірі відображають усю актуальну доступну інформацію. А отже, якщо це твердження вважати вірним, то це означає, що ринкова ціна активу завжди еквівалентна його внутрішній вартості, або ж якщо ринкова і внутрішня вартість не співпадають, то ця розбіжність є настільки малою, що не дає змоги учасникам ринку скористатися ситуацією з огляду на транзакційні витрати. Автором, загалом, було запропоновано три версії гіпотези ефективного ринку[135]. При реалізації м'якої версії ефективності, поточні ціни фінансових

активів миттєво і в повному обсязі відображають усю інформацію, яку містять у собі хронологічні ряди зміни їх цін. Якщо мова іде про середню версію ефективності, тоді поточні ціни фінансових активів миттєво і в повній мірі відображають усю публічно доступну інформацію стосовно ринку фінансових активів, а це означає, що до уваги негайно приймаються усі новини з моменту набуття ними публічного характеру. За версією жорсткої ефективності поточна ринкова ціна активу миттєво і в повній мірі відображає усю відому інформацію, включаючи приватну інсайдерську інформацію. Як видно з логіки дослідження, у всіх своїх версіях ефективність ринку апелює на користь його дерегулювання. Не зважаючи на значний перелік емпіричних доказів, що суперечать цій гіпотезі і відповідного теоретичного доробку біхейвористичної теорії, яка фокусується на когнітивних аспектах прийняття рішень учасниками ринку, теорія ефективного ринку за короткий проміжок часу стала, на нашу думку, якщо не догмою, то, принаймні доктриною - обґрунтовуючи фінансове дерегулювання і беззастережно покладаючись на ринкову дисципліну.

З кінця 60-х і на початку 70-х років XX століття критикувати суспільну теорію регулювання почали і економісти-теоретики, одночасно намагаючись створити нову теорію регулювання. Їх точка зору, відома як приватний підхід до регулювання, виглядає, на нашу думку, більш песимістичною стосовно позитивних наслідків урядового регуляторного втручання порівняно з суспільним підходом до вирішення проблеми. По суті, вони концентрують увагу на питаннях неефективності і наслідках розподілу при реалізації концепції державного регулювання, які є результатом впливу і тиску, що чиниться на регуляторні органи зі сторони зацікавлених політичних груп. Основна ідея, в даному випадку, полягає в тому, щоб визначитися з тими зацікавленими групами, які можуть і хочуть отримати вигоди від регулювання за рахунок інших груп учасників регуляторного процесу, таких як, наприклад, споживачі або іноземні виробники.

Як уже зазначалося, базовим положенням теорії приватного регулювання є те, що від органів регулювання вже не очікується, що вони будуть перейматися максимізацією суспільного добробуту, а діятимуть на власну користь. Такий підхід передбачає, що політики зацікавлені у своєму обрані або переобранні до органів

влади, а це означає, що вони обмінюють підтримку на політичному ринку (у формі відданих за них голосів і фінансування виборчої компанії) на лобіювання інтересів зацікавлених груп. У цьому випадку регуляторний процес може, на нашу думку, розглядатися як конкурентне змагання між об'єднаними за спільними інтересами групами, які інвестують кошти у політичне лобіювання, з метою отримання від регуляторів бажаної або поблажливої регуляторної політики. Компактні, добре організовані групи з чітко сформульованими вимогами, що взаємодіють між собою на фінансовому ринку, розглядаються як такі, що можуть отримати максимальну ренту від сприятливого регулювання, оскільки вони можуть самоорганізуватися з витратами значно меншими, ніж витрати, які потрібні для цього великим групам [38, 49, 71, 72, 74, 79]. З одного боку вони легше можуть впоратися з проблемою безбілетника серед своїх членів оскільки їх транзакційні витрати є нижчими, а регуляторні прагнення більш однорідними ніж у великих групах. А з іншого боку, вигоди від запровадження поблажливого регулювання мають прямий стосунок до усіх членів, які входять до невеликої групи, на відміну від великих груп, де спектр регуляторних інтересів може бути надзвичайно широким. А отже, як уже зазначалося, малі групи є більш вмотивованими до самоорганізації ніж великі, які значно частіше втрачають від регулювання, оскільки витрати у перерахунку на одного члена такої групи є настільки незначними, що не можуть сприйматися учасниками як серйозний мотиватор для консолідованої діяльності. Інше положення теорії приватного регулювання передбачає, що бюрократія, яка відповідальна за реалізацію регуляторних положень зацікавлена у кращій оплаті праці і кар'єрних можливостях у приватному секторі у майбутньому. Відповідно, регулятори знаходяться у кептивному положенні по відношенню саме до цих груп впливу і погоджуються проявити поблажливість у регулюванні в обмін на майбутнє працевлаштування, кар'єрне зростання і високі зарплати у регульованій галузі[71]. В кінцевому рахунку, таке переплетення регуляторних органів і регульованої галузі лише підсилює недовіру до державного регулювання і спонукає до висновку, що з часом діяльність регулятора зведеться до обслуговування інтересів регульованої ним галузі.

За свідченням Пельтзмана С. більшість регуляторних положень, що мають відношення до банківської галузі, мають розглядатися як такі, що обслуговують приватні інтереси банків [49, с.33]. Насправді, більшість регуляторних положень - включаючи регулювання процентних ставок по депозитам, державні обмеження на відкриття філіалів і регулювання входу на ринок – були ініційовані у США з метою подолання хвилі банкрутств банків у 30-ті роки ХХ століття у часи Великої депресії. Проведені історичні дослідження стосовно реалізації положень теорії регулювання за приватними інтересами, дають змогу по новому ре-інтерпретувати запровадженні у США регуляторні положення саме як такі, що слугують для захисту інтересів національних комерційних банків і товариств взаємного іпотечного кредиту від зовнішньої конкуренції, за рахунок добробуту споживачів, а не як такі, що були ініційовані в інтересах суспільства і соціального блага [136, 137, 138]. А отже, за такої точки зору «...історичний Закон Гласса-Стіагала був класичним взаємним компромісом, згідно з яким представники інтересів малих місцевих банків (як наприклад, республіканець Генрі Стіагал) отримали Федеральну систему страхування депозитів, в обмін на введення обмежень на інвестиційну діяльність комерційних банків (що лобіювалися сенатором Картером Глассом). З позиції галузі і громадськості система страхування депозитів і обмеження діяльності комерційних банків були, скоріше компромісом у якому програли всі. А з точки зору Конгресу це був саме той компроміс у якому виграли обидві сторони» [139, с.16]. Інші роботи, в яких досліджувалося питання кептивності регулятора, дають змогу встановити відповідність поглядів Стіглера Д. на банківський нагляд і ролі приватної зацікавленості фінансової галузі як основної рушійної сили, яка впливає на регуляторну політику у напрямку її поступливості.

Не дивлячись на те, що стосовно регулювання банківської галузі існує не так багато досліджень як стосовно інших галузей економіки і видів діяльності, отримані результати є, по суті, тотожними до отриманих у інших галузях і наголошують на виключній значимості групового інтересу, який покладено в основу регуляторної політики. На той час ці дослідження дали змогу зробити висновок стосовно формування широкого професійного консенсусу між економістами стосовно

неефективності більшості регуляторних положень і сформували потребу у запровадженні реформ, які б змогли стимулювати конкуренцію.

Ці нові аналітичні засади відповідали тим значним змінам в напрямку дерегулювання, яких зазнавала на той час банківська галузь. У період з середини 1970-х і до кінця 1980-х підходи до регулювання успадковані ще з 30-х років ХХ століття були фактично демонтовані. Вони втратили свою функціональну дієвість з огляду на появу фінансових інновацій, лібералізацію міжнародних потоків капіталу, революцію інформаційних і комунікаційних технологій, які значним чином посприяли розвитку ринків цінних паперів і міжнародних потоків капіталу. Крім того, зміни макроекономічного середовища – зростання рівня волатильності процентних ставок, яке почалося у кінці 1960-х і інфляція 1970-х – змінили органічну структуру галузі і посилили конкуренцію у фінансовому секторі як на міжнародному рівні, так і на рівні банків і небанківських фінансових посередників. Наприклад, на ринку США, реалізація таких змін призвела до спрощення входу на національний ринок нових учасників, зокрема іноземних банків, що дало останнім можливість на рівних конкурувати з місцевими банками, у той час як американські банки були позбавлені такої можливості [140]. А отже, економічні технічні, технологічні і законодавчі зміни у самій банківській галузі та поза її межами, у поєднанні з можливістю обходити регуляторні вимоги, призвели не тільки до зміни відношення до status quo регулювання у фінансовій і банківській галузях, але також і посприяли виникненню конкурентів для галузі поза банківською сферою. За таких обставин регулювання почало сприйматися по відношенню до банківської і фінансової діяльності, скоріше, як форма обмежуючого впливу: те, що раніше підтримувалося банківською галуззю як інструмент регулювання ринкової конкуренції на її ж благо стало тягарем в розвитку.

Такі нові обставини посприяли формуванню векторів тиску на користь зміни існуючих регуляторних положень як з середини банківської галузі, так і з зовні. Отже, більшість регуляторних змін у банківському середовищі можуть бути пояснені як наслідок змін позицій і статусу учасників регуляторного процесу. Таким чином, «оскільки нові конкуренти банків виявилися поза сферою впливу

американського регулювання, регулятори зіткнулися з дилемою: або пасивно спостерігати за згортанням національної банківської галузі, або ж стимулювати її ефективну трансформацію через запровадження дерегулювання. Федеральна резервна система відіграла значну роль у запровадженні дерегулювання шляхом послаблення бар'єрів у банківській діяльності (звісно, у межах дозволеного законом) і послідовно виступала на підтримку подальших швидких змін, які б забезпечили збереження американськими банками провідних позицій» [139, с.17]. А отже, «саме скрутний економічний стан банків був тим важливим стимулом до змін, який створив потребу в притоку банківських кредитів для підтримки банківської системи. Це призвело до пом'якшення вимог стосовно формування і розвитку філіальної мережі спочатку на рівні штату, а, по тому – на національному і міжнародному рівні» [139, с.16]. Як виявилось, пом'якшення політики обмежень процентних ставок, зниження бар'єрів входу на ринок і законодавче розширення сфери діяльності банків у 1980-1990-х роках послужило на користь життєвим інтересам основних учасників ринку, включаючи інституціональних інвесторів[49].

Однак, у той самий період, як це не парадоксально, у банківській сфері з'явилася тенденція до ре-регулювання - почали з'являтися і сумніви стосовно того чи здатне дерегулювання стати універсальною відповіддю на усі проблеми, що з'являються на ринку.

У 1970-х, з появою нових проблем вже за нових економічних і фінансових умов, сформувалася потреба у ре-регулюванні банківської галузі з огляду на появу нових регуляторних можливостей і нової регуляторної логіки. За таких умов на перший план почали виходити питання саморегулювання і макропруденційні підходи до регулювання. У 60-х роках ХХ століття найбільш очевидним прикладом глобалізації у фінансовій сфері став розвиток міжнародного євродоларового ринку. Розвиток нерегульованого офшорного і міжнародного євровалютного ринку представляв собою значну загрозу як існуючій Бреттон-Вудській системі, так і національним банківським системам. Колапс німецького банку Bankhaus Herstatt у червні 1974 року поставив перед банківською спільнотою питання стосовно безпеки і надійності міжнародної банківської системи (саме в той час коли її роль стала

ключовою у процесі «освоєння» нафтодоларів) і того яким чином можна запобігти глобальній рецесії. В контексті функціонування міжнародної фінансово-банківської системи банкрутство цього банку засвідчило зростання розриву між існуючими національними підходами до регулювання банківської діяльності і інтернаціоналізацією банківської діяльності і стало одним з основних мотиваторів на користь створення нової регуляторної системи, що призвело до створення Базельського комітету з питань банківського нагляду.

Як свідчить практика, ідея тотального дерегулювання банківської галузі виявилася нездійсненною: у процесі запровадження подальшого тотального дерегулювання система ставала все більш і більш нестабільною. У відповідь на загальне упередження стосовно актуальності використання коефіцієнтів ліквідності і платоспроможності при регулюванні банківської діяльності у 1979-1980 роках було запропоновано альтернативну концепцію – концепцію адекватності капіталу. Всезростаючі рівні процентних ставок і волатильності у глобальному контексті рецесії, які почали негативно впливали на стійкість і надійність глобалізованої банківської системи примусили Базельський комітет прискорити розробку нових регуляторних положень, що призвело до появи у 1988 Міжнародної конвергенції щодо вимірювання та вимог до капіталу - відомої як Базель I. Саме з цього моменту вимоги до достатності капіталу стали наріжним каменем концепції банківського регулювання.

На теоретичному рівні цей новий акцент на достатності капіталу і наступні зміни в регуляторній політиці у 1970-1980-х роках підкріплювалися активним розвитком положень інформаційної економіки і теорії агентських угод. Відповідні новації в аналізі банківського регулювання допомогли сформулювати нові підходи до розуміння того як функціонують банки і розробити нові регуляторні підходи [141, 142, 143].

Загалом, ми можемо навести два основних аргументи на користь регулювання банківської діяльності: системний ризик і неспроможність вкладників здійснювати моніторинг діяльності банку. По-перше, запаси вільної ліквідності, якими оперує банк можуть швидко вичерпатися з огляду на втечу вкладників [142], а паніка

вкладників може розглядатися як прогноз, що реалізується сам по собі з огляду на специфічність вразливість балансу банку у якому поєднуються зобов'язання на вимогу і середньо та довготермінові неліквідні активи (позики). За таких обставин банки отримують інформацію у процесі розгляду кредитних заявок і укладання кредитної угоди, а в подальшому – у процесі моніторингу виконання позичальником графіку обслуговування позики - узгоджуючи її з вимогами вкладників по депозитам. Таким чином, банки володіють приватною інформацією стосовно своїх активів (кредитів). Такий стан речей обумовлює існування інформаційної асиметрії по відношенню до фінансових ринків і послаблює ринкову дисципліну, виправдовуючи, таким чином, потребу в регулюванні банківської діяльності.

По-друге, асиметричність інформації є наслідком обмеженості вкладників - навіть головних кредиторів банку - здійснювати моніторинг банківської діяльності. В дійсності, малі вкладники не мають ні фахових навиків, ні бажання, ні можливостей для ефективного впливу на керівництво банку[144]. Таким чином, асиметричність інформації між банками і їх комітентами виступає у якості обґрунтування необхідності запровадження банківського регулювання з метою забезпечити платоспроможність банку і захистити інтереси малих і непоінформованих вкладників від опортуністичної поведінки банків. Це твердження в повній мірі відображає положення приватної теорії регулювання, де малі групи об'єднані за спільними інтересами – менеджмент банків - можуть більш ефективно захищати свої інтереси, ніж великі (вкладники), а конкретна регуляторна вимога є намаганням нейтралізувати такий вплив.

Крім того, встановлення вимог до платоспроможності банку потрібне ще і з огляду на те, що існуюча практики страхування депозитів, яка має завадити втечі вкладників з банку, створює моральну загрозу - неявно схиляючи банки до опортуністичної поведінки. Таким чином, регулювання достатності капіталу потрібне для компенсації схильності банків приймати на себе невиправданий ризик в умовах існування існуючої системи гарантій.

Однак нові теоретичні розробки 1980-х років, що мали стосунок до загострення проблеми взаємодії між банками та їх кредиторами, тримали у центрі



уваги не тільки питання достатності капіталу у якості базового положення банківського регулювання. Вони також пояснювали причини виникнення нових регуляторних інструментів одночасно з послабленням прямого регуляторного впливу зі сторони органів регулювання і зростанням ролі нагляду і моніторингу фінансових посередників. З такої позиції, регулювання достатності капіталу сприймається, на нашу думку, як заміна практики безпосередньої опіки і структурного регулювання, а його метою є забезпечення стабільності банківської системи в умовах фінансової глобалізації. В контексті теорії агентських угод воно може розглядатися як ефективний механізм, який дає змогу забезпечити узгодження цілей банків (агентів) з цілями вкладників і інвесторів (комітентів) у ситуації коли банки мають виключну інформаційну перевагу над іншими учасниками [140, с.16]. Крім того, новий - на мікроекономічному рівні - підхід до аналізу регулювання банківської діяльності також посприяв зсуву фокусу досліджень з макро- на макрорівень в напрямку мікропруденційного виміру у розробці регуляторних положень стосовно достатності капіталу банків з урахуванням ризиків їх діяльності. Саме починаючи з Базелю I ключовим визначальним фактором величини достатності капіталу стає ризиковість його активів, а пріоритетність доктрини регулювання достатності капіталу імпліцитно передбачає, що забезпечення платоспроможності банку на індивідуальній основі може забезпечити стійкість банківської системи в цілому. В кінцевому результаті ці зміни знайшли своє відображення в посиленні ролі нагляду і моніторингу в діяльності регуляторних органів, виступаючи в якості заміни по відношенню до їх пріоритетної ролі щодо прямого контролю за діяльністю фінансових посередників.

Відповідно до положень теорії агентських угод асиметричність інформації не тільки визначає відносини між банками і вкладниками. Існуючі інформаційні асиметрії у витратах і технологіях також впливають на формування взаємовідносин між регуляторами і об'єктами регулювання. Спираючись на результати досліджень Барона Д. і Муерсона Р., які вивчали питання впливу теорії мотивації на регулювання[145], було сформульовано концепцію тлумачення ролі регуляторних органів як агентів, що діють від імені суспільства або споживачів - в умовах

інформаційної асиметрії. За такого підходу регулятори розглядаються у якості розробників базових положень угод, метою яких є спонукати сторони угоди до розкриття приватної інформації і приймати суспільно ефективні рішення[146, 55].

Ці положення широко використовуються для вивчення регуляторного середовища і розробки рекомендацій щодо його покращення. Порівняно з іншими видами діяльності, саме у банківській галузі вони допомагають визначитися з саморегулюванням як з одним з підходів для пом'якшення органічної недосконалої притаманної регулюванню. В умовах де органи регулювання не володіють усією (яка дорого вартує) інформацією, що необхідна для підтримки ефективного регуляторного процесу і здійснення належного контролю над його учасниками, саме саморегулювання дає змогу знизити витрати на прийняття рішення і змушує регулювання працювати: саморегульовані учасники мають змогу скористатися інформаційною перевагою перед регуляторами беручи на себе інформаційні витрати, які в будь-якому випадку є нижчими ніж у випадку коли б цим займалися зовнішні регулятори, а таке делегування регуляторних повноважень саморегульованим організаціям стає суспільно ефективним[147, с. 97-108]. За такого стану речей саморегулювання перетворилося на наріжний камінь банківського регулювання. У той час як Базель I (1988) приймав до уваги тільки кредитний ризик, його подальше реформування призвело до усвідомлення потреби врахування крім кредитного ще і ринкового ризику при оцінці достатності капіталу банку. Такі корективи - внесені у 1996 році – стали поворотною точкою в історії банківського регулювання і нагляду. Вони дозволили банкам використовувати їх власні внутрішні моделі для оцінки величини капіталу необхідної для покриття ринкового ризику. Отже, за такого підходу, банк отримував від регулятора повноваження на використання власної моделі оцінки вартості під ризиком (VaR) у своєму торговому портфелі. По тому, вже Базель II підтвердив і запровадив до загального вжитку ці радикальні зміни. Проте, навіть у цьому випадку, регулятор залишив за собою право на легалізацію використовуваних банками внутрішніх моделей і встановлює специфікації і вимоги, які визначають порядок їх використання.

Проте, таке переміщення акцентів у регулюванні, на нашу думку, посприяло зростанню кептивності регулювання зі сторони банків. Воно дало їм змогу форсувати процес конвергенції між економічним і регулятивним капіталом. Як зазначають Горді М. і Ховеллс Б., головною ціллю відповідно до Опори 1 (Базель II) є покращення узгодженості вимог до регулятивного капіталу з тою величиною «економічного капіталу», якої вимагають інвестори і контрагенти [148]. Таким чином, економічний капітал - як регуляторний показник - більшою мірою відображає інтереси акціонерів банку на противагу інтересам його контрагентів, оскільки регулятивний і економічний капітал фундаментально відрізняються один від одного за своєю логікою. З одного боку, економічний капітал є справою акціонерів. Зазвичай, він визначається відповідно до вартості під ризиком (VaR) – величини капіталу необхідної для покриття певного рівня втрат, який може бути перевищений за визначеної ймовірності. Тоді, у порядку презумпції, ми можемо припустити, що саме акціонери і є тими особами, які вибирають бажаний рівень такої ймовірності, для того щоб максимізувати ринкову вартість банку. З іншого боку, регулятивний капітал має безпосередній стосунок вже до інтересів платників податків і визначається як мінімальна величина капіталу, що вимагається регулятором для гарантування стабільності фінансової системи. Таким чином, при визначенні його величини для банку мають бути враховані ендогенні наслідки «ефекту зараження» банківської системи. Зокрема, регулятивний капітал банку повинен враховувати усі можливі наслідки реалізації негативних екстерналій, які може викликати кожний окремий банк по відношенню до усієї банківської системи. Таким чином, вимоги до економічного і регулятивного капіталів мають відношення до різних рівнів агентських відносин. Перший має сосунок до відносин між банками і їх акціонерами, у той час як другий - до відносин між банками і платниками податків. Крім того, саморегулювання і «калібрування» ризиків у процесі визначення вимог до достатності капіталу, особливо коли це робиться самими банками, призводить до суттєвого зростання левериджу банків. А це, в свою чергу, приносить суттєву вигоду акціонерам і менеджменту банків, оскільки збільшення левериджу забезпечує зростання дохідності власного капіталу, і, відповідно, рівень

їх винагороди. Крім того, реалізація феномену кептивності знаходить своє відображення не тільки у впливі на знаменник (величину активів зважених за коефіцієнтами ризику) при розрахунку показника ROE. Кептивність також впливає і на чисельник: банківська галузь домоглася того, що гібридні фінансові інструменти розглядаються як інструменти власного капіталу, не дивлячись на те, що вони, як показала практика, не змогли абсорбувати втрати від фінансової кризи. В кінцевому рахунку, перенесення акценту з зовнішнього регулювання на саморегулювання, яке базувалося на ідеї стосовно кращої поінформованості і надзвичайної ефективності і дієвості регуляторних підходів, використовуваних саморегульованими учасниками, дозволило банкам у першій половині 1990-х років завершити трансформацію системи існуючих регуляторних положень максимально пристосувавши її для задоволення власних потреб.

Однак, вже на той самий час, саморегулювання почало справляти негативний вплив на загальну фінансову стабільність і створювати для економіки власні ризики. На нашу думку, надаючи банкам можливість використовувати власні моделі для оцінки ризиків своїх інвестицій, регулятори не надали уваги (а, фактично, проігнорували) критичні відмінності між комерційно вмотивованою зацікавленістю банків у оцінці і управлінні ризиками і інтересом суспільства у підтримці стабільності банківської системи. На практиці мало місце ігнорування того факту, що банки можуть вдатися до маніпуляцій як при оцінці ризиків на власну користь шляхом зменшення обмежень до регулятивного капіталу, так і за рахунок «оптимізації структури вагових коефіцієнтів» при розробці інвестиційної стратегії банку. Банки отримали змогу концентрувати свою інвестиційну активність на активах, де легко маніпулювати з оцінкою ризиків за рахунок тих активів, де таке маніпулювання неможливе. Так, вони почали віддавати перевагу ABS (цінні папери забезпечені активами) або MBS (цінні папери забезпечені пулом іпотек) одночасно зменшуючи кредитування малого бізнесу. Як наслідок, поєднання обмеженої відповідальності акціонерів, саморегулювання, суспільних гарантій, що надаються системою страхування депозитів і доктрини «too big to fail» створило критичну комбінацію, яка може розглядатися як найвища форма регуляторної кептивності. На

користь цього твердження можна привести наступні дані. Так, у ХІХ столітті для банків було нормою коли їх власний капітал становив близько 40 % від величини усіх активів. Власне, зменшення співвідношення власного капіталу до всіх активів банку у ХХ столітті напряму пов'язане з виникненням системи надання державних гарантій за допомогою якої держава надає підтримку банківській галузі (як у явній так і в неявній формі). На початку 1990-х років у США цей показник знизився, у середньому по галузі, до 6-8 %. Такі самі тенденції мали місце і в ЄС. Зростання левериджу багатьох банків тривало у період, що передував глобальній фінансовій кризі, а в окремих випадках його зменшення не відбулося і після її настання. Як показала практика, розрив між показником достатності власного капіталу по відношенню до активів зважених за ступенем ризику і, окремо, до усіх активів, може бути дуже значним. Наприклад, на кінець 2011р.для Deutsche Bank ці показники становили 14% і 2,5%. У той час коли від європейських банків вимагалось підвищити коефіцієнти достатності власного капіталу до більш ніж 10%, їх власні капітали - в дійсності - залишилися меншими 5% від величини усіх активів. На кінець 2011 року коефіцієнт достатності капіталу без врахування поправки на ризик становив 3,2% для Société Générale і Barclays, 3,3% для Crédit Agricole Group і 3,6% для BNP Paribas[149].

Більше того, впевненість у дієвості мікропруденційного підходу, орієнтованого на регулювання діяльності кожного взятого поодиноці банку, як такого, що здатний здійснити ре-регулювання усієї банківської галузі також призвела до появи нових ризиків і проблем. А отже, так як це вже було у випадку з Базелем I, угода Базель II базувалася на хибному софістичному припущенні: забезпечення індивідуальної стабільності кожного з банків через запровадження «найкращих зразків усталеної практики» оптимального управління ризиками має забезпечити загальну фінансову стабільність в силу самого факту. Таким чином, Базель II від початку задумувався як суто мікроекономічний підхід і був дуже чутливим до ризику. Проте, на нашу думку, такий підхід до регулювання був рівнозначним до припущення, що системного ризику взагалі не існує. Він відверто

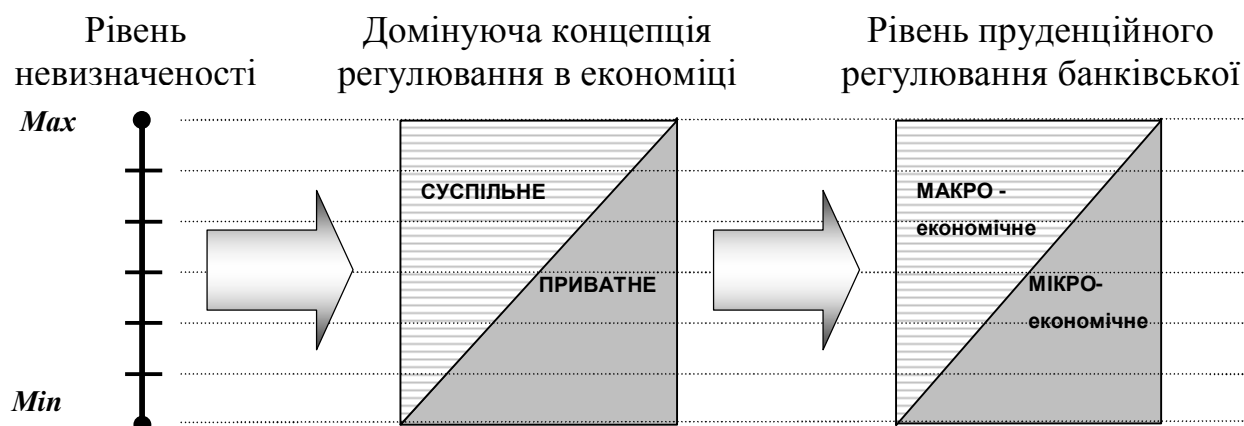
ігнорував ендегенний ризик обумовлений можливістю зараження, який виникає у випадку значних раптових втрат одним з учасників банківської системи, що може справити негативний вплив на інших її учасників – контрагентів банку, або ж у випадку реалізації макроекономічних ризиків загального характеру. З огляду на неспроможність пропонованих банками моделей контролю ризиків оцінити ендегенний ризик, саме зовнішні наглядові органи мали б, на нашу думку, перебрати на себе відповідальність за його оцінку. Нажаль, домінуюча на той час логіка приватного регулювання (саморегулювання) не могла запропонувати адекватного вирішення цієї проблеми.

Як зазначав Даніеллсон Д.: «Закони фінансів це не те саме, що закони природи. Інженер, розуміючи закони фізики, може створити споруди, які будуть безпечними не дивлячись на природу їх виникнення, оскільки інженер взаємодіє з природою, а природа, зазвичай, не взаємодіє з інженером» [150]. Але, нажалю, так не відбувається у випадку з банками. Реалізація конкретним банком заходів спрямованих на забезпечення своєї фінансової стійкості може підірвати глобальну фінансову стабільність і такий ефект зворотного зв'язку лише посилюється за рахунок обмежень VaR-методики у рамках якої діють усі активні учасники ринку. Фактично, Базель II створив нові ризики: ризик моделей і ризик хибного відчуття безпеки, які набули широкого розповсюдження упродовж останніх десяти років, що передували фінансовій кризі 2007-2009 років. Проциклічні мікропруденційні регуляторні підходи не дали змоги прийняти до уваги такі економічні реалії, призводячи до руйнівних наслідків і зростання ризиків стабільності фінансової системи в цілому.

Однак песимістичне відношення стосовно можливих наслідків реалізації політики мікропруденційного регулювання почало формуватися ще задовго до початку кризи [150]. З моменту початку глобальної фінансової кризи воно знайшло широке відображення в думках економічної спільноти і органів регулювання і

призвело до акцентування їх уваги на дослідженні саме системного ризику. У такому новому контексті звернення до ризиків на рівні всієї фінансової системи було, на нашу думку, цілком логічним: якщо ціллю фінансового регулювання є забезпечення стабільності фінансової системи в цілому, тоді традиційні підходи до фінансового регулювання, що ґрунтуються на вимогах стосовно індивідуальної достатності капіталу з урахуванням ризику слід вважати неадекватними до поставленої цілі. У системному контексті, заходи до яких вдаються фінансові інститути на індивідуальній основі призводять до негативних побічних наслідків для інших учасників ринку. Власне, сама стабільність фінансової системи має усі ознаки суспільного блага. Так як і у випадку з іншими суспільними товарами і благами, недосконалість у функціонуванні ринку призводять до марнотратності використання суспільного блага, де раціональна діяльність окремих учасників ринку може призвести до втрати ефективності функціонування системи в цілому.

Зміни в регуляторних настройках стали очевидними за результатами саміту G20, що відбувся у Лондоні у квітні 2009 року, де лідери країн, що входять до G20, поставили у центр дискусії саме питання макроекономічного регулювання. Така постановка проблеми стала, на нашу думку, фактично, свідомою реакцією на потребу в реалізації положень суспільної теорії регулювання у намаганні вирішити проблему системних ризиків, які слід розглядати як результат широкомасштабної реалізації ситуації недосконалого ринку в умовах невизначеності (рис.1.4).



**Рис. 1.4. Зв'язок між невизначеністю і вибором домінантної концепції регулювання**

*Джерело:* розроблено автором.

Саме високий рівень суспільних втрат, які справляють негативний вплив на розвиток суспільства в цілому, може бути поясненням для запровадження макропруденційного підходу до розуміння регуляторного процесу: з огляду на високий ступінь кореляції у логіці індивідуальних дій банків у відповідь на виникаючі фінансові загрози, росте і напруження у банківській сфері, що приводить до розуміння значимості системного підходу до проблем галузі на відміну від персоналізованого підходу до розгляду проблем кожного банку взятого поодиноці. Макропруденційний підхід також дає змогу протидіяти тим положенням концепції саморегулювання, що мають стосунок до використання внутрішніх моделей оцінки ризиків у якості основного підходу до регулювання достатності капіталу банків, оскільки саме він призводить до загострення проблеми гомогенізації моделей поведінки банків і, таким чином, до загострення кризи. Отже, посткризовий період може бути описаний як циклічне відхилення регуляторного маятника назад – у напрямку концепції пруденційного регулювання, - що значно більшою мірою відповідає саме положенням суспільної теорії регулювання.

Три істотні зміни відображають зсуви у політиці банківського регулювання у посткризовий період.

(1) *Покращення Базельської угоди.* У пакеті регуляторних положень Базелю III визнаються потенційні обмеження, які несе в собі підхід до оцінки достатності капіталу на основі індивідуальної оцінки ризиків. Результатом такого визнання стало запровадження більш жорстких вимог до якості капіталу шляхом більш чіткого його визначення з акцентуванням на власному капіталі (звичайні акції і нерозподілений прибуток), більш консервативній оцінці активів за коефіцієнтами ризику, а отже - покращенні покриття ризиків особливо стосовно активів торгового портфеля. Також вводиться показник левериджу без урахування коефіцієнтів поправки на ризик, який включає усі позабалансові позиції банку у розрахунку загальної суми активів. Такий розрахунок левериджу не приймає до уваги



міркування стосовно кореляції або волатильності активів і не передбачає врахування жодних «пом'якшуючих» ефектів від диверсифікації. Таким чином, коефіцієнт левериджу виступає у якості захисту від «ілюзій стосовно вимірюваності ризиків» [151] і захищає окремий банк від недооцінки своїх ризиків, що можуть реалізуватися в результаті настання рідкісних надзвичайних подій, а отже, служить у якості заходу безпеки проти ризику моделі. З огляду на всі притаманні левериджу переваги Базельський комітет визначає його у якості компенсаторного доповнення до ризик-орієнтованого підходу. Однак, не дивлячись на теоретичні вади і негативні наслідки практичної реалізації внутрішніх моделей оцінки ризиків, що проявилися у процесі перебігу глобальної економічної кризи [152, 153], ця складова Базелю III, на нашу думку, жодним чином не скасовує провідної ролі положення стосовно регулювання достатності капіталу, яке спирається на самоконтроль зі сторони банківського сектору за використання банками власних моделей фінансового ризику. Таким чином, попередні регуляторні підходи і сама логіка регулювання залишаються, до певної міри, актуальними і в рамках діючих регуляторних положень.

Базель III також формально визнає радикальні зміни у бізнес-моделі банку, що обумовлюються агресивною економічною діяльністю банків з метою отримання прибутку і схильністю акціонерів до короткострокового боргового фінансування. Це ще в кінці 1990-х років призвело до переходу від бізнес-моделі «створити і утримувати (originate and hold)» до моделі «створити і розповсюдити (originate and distribute)». Перша модель передбачає створення ліквідності для фінансування через трансформацію депозитів у позики, а друга – як реакція банків на обмеження стосовно регулятивного капіталу - може розглядатися як ознака поширення домінування приватного регулювання у банківській сфері. У рамках цієї моделі банк створює, скоріше, ринкову ліквідність ніж ліквідність для фінансування шляхом трансформації «активів які важко продати» в активи які продати легко, як то облігації або інші цінні папери. Цей процес дає змогу банку продати активи

інвесторам, повернути капітал в обіг і створити нові позики, які можуть, в свою чергу, бути сек'юритизовані. Однак результатом такої діяльності є суттєве підвищення вразливості банків до ризику ринкової ліквідності. В основі цієї нової бізнес-моделі лежить сек'юритизація будь-яких типів кредитів проданих у формі траншів неліквідних цінних паперів компаніям, що інвестують. Оскільки кредити є «структурованими», банк стає повністю залежним від фінансування ліквідності з ринку. Таким чином, між послабленням структури капіталу банків і підвищенням вразливості банків до криз ринкової ліквідності існує безпосередній зв'язок. Такі диспропорції структури балансу (зменшення капіталу і коефіцієнтів ліквідності) є ознакою надмірної концентрації ризиків у банківській системі, що дає банкам змогу забезпечити рівень дохідності, якого вимагають акціонери. Коли банк має високий рівень левериджу, навіть незначне зменшення ринкової вартості активів може призвести до погіршення фінансового стану і потенційно – до неплатоспроможності; відповідно, втрата банками ліквідності і неплатоспроможність тісно пов'язані між собою.

Таким чином, навіть системного підходу до фінансового регулювання, який знайшов своє відображення у формі регулювання капіталу – включаючи обмеження за коефіцієнтом левериджу без урахування коефіцієнтів поправки на ризик – може бути не досить для убезпечення фінансової стабільності. Регулятори все ще потребують нових інструментів до свого управлінського арсеналу. Очевидними є аргументи на користь регулювання ліквідності шляхом введення обмежень не тільки по капіталу, але і по структурі балансу. З цієї причини Базельський комітет запропонував два нові коефіцієнти ліквідності, які мають стосунок до прогнозування ліквідності на майбутнє. Коефіцієнт покриття короткострокової ліквідності (Liquidity Coverage Ratio (LCR)) представляє собою співвідношення вартості портфеля високоякісних ліквідних активів банку до величини нетто-відтоку грошових коштів упродовж 30-ти денного періоду і він має бути більше 1.

Коефіцієнт чистого стабільного фондування на регулярній основі (Net Stable Funding Ratio (NSFR)) визначається діленням величини доступних банку коштів, що можуть бути використані для фінансування на необхідну величину коштів для постійного фінансування і також має перевищувати 1. А отже, коефіцієнт чистого стабільного фондування на регулярній основі (NSFR) знаходиться у критичній залежності від здатності наглядового органу таким чином змоделювати поведінку інвестора, щоб визначитися чи буде банк стабільно функціонувати у кризовій ситуації. Це також має вплинути на структуру фінансування і сприяти стабілізації ресурсної бази.

(2) *Повернення до структурного регулювання у банківській системі.* Як зазначає у своєму дослідженні Вікерс Д.: «Якщо власного капіталу та інших джерел «поглинання» втрат банку достатньо для того, щоб зняти усі суттєві невідповідності між приватними інтересами банків і суспільним інтересом, то, вочевидь, немає і потреби для суспільного втручання в регулювання структури банківської галузі. Але, на жаль, немає жодної перспективи стосовно ймовірності реалізації саме таких умов»[154]. Це твердження, на нашу думку, зауважує, з одного боку, на гостроті проблеми структурного регулювання у банківській системі, але - з іншого боку - і на неспроможності існуючих регуляторних підходів забезпечити виконання такої умови, незважаючи на заявлений акцент на суспільне регулювання у Базель III. I, у відповідь на глобальну фінансову кризу, країни з розвиненими економіками, вже запровадили або працюють над розробкою і запровадженням заходів структурного регулювання у банківській галузі (правило Волкера П. у США [155], пропозиції комісії Віккерса. Д.[156] у Великобританії і звіт Лііканена Е. у ЄС [157]). Незважаючи на суттєві відмінності у запропонованих підходах, спільною рисою цих регуляторних ініціатив є намагання утримати модель універсального банку в певних межах шляхом поділу видів діяльності - проводячи межу між «комерційним» і «інвестиційним» напрямками діяльності у банківському бізнесі.

Це все, на нашу думку, свідчить про реальну зміну парадигми у банківському регулюванні. Ще з початку 1970-х років, паралельно з дерегулюванням фінансових ринків, відбувалося поступове послаблення обмежень за видами діяльності банків. На нашу думку, таке структурне дерегулювання стало наслідком панування загального консенсусу (як серед науковців так і серед практиків) стосовно того, що саме банки, які надають максимально повний спектр фінансових послуг – від традиційних кредитно-депозитних видів діяльності до діяльності на фінансовому ринку – можуть найбільшою мірою посприяти у підтримці процесу стабільного економічного зростання. Однак глобальна фінансова криза призвела до переоцінки загальноприйнятої точки зору стосовно того, що ефективність діяльності банківської системи і її стабільність лише виграють від диверсифікації напрямків банківської діяльності. Вона також показала, що саме структурне регулювання у банківській системі, яке поєднує у собі традиційну модель банківської діяльності з іншими видами діяльності на ринку капіталу, може бути одним з дієвих шляхів вирішення проблеми системного ризику. Основні аргументи на користь розділення видів діяльності повністю співпадають з аргументами саме класичної теорії суспільного регулювання: обмеження гарантійних зобов'язань держави за традиційними видами банківської діяльності (депозити і кредити) призводить до виникнення позитивних екстерналій; відміна опосередкованого субсидування інвестиційних банків, яке призводить до викривлення банківської діяльності в сторону трейдингу, завдаючи шкоди традиційним напрямкам банківської діяльності, принесе вигоди усім учасникам економічної системи; зменшення витрат для платників податків у випадку банківської кризи обмежує розмір негативних екстерналій у випадку її настання. Крім того, на нашу думку, таке розділення може суттєво полегшити підходи до вирішення проблем банків: будучи менш складними за своєю органічною структурою, проблеми банків можуть вирішуватися значно

швидше і ефективніше, а це вже може розглядатися як один з шляхів покращення або відновлення ринкової дисципліни.

(3) *Підтримка банків і режим санації.* У якості ще одного вектору руху у напрямку реалізації положень суспільного регулювання у банківській сфері у посткризовий період може розглядатися акцентування на питаннях підтримки банків і заходах з їх санації. Адже саме відсутність або неадекватність масштабів заходів з підтримки банків, що опинилися на грані банкрутства, виступали у якості наочних прикладів регуляторної неспроможності органів влади під час глобальної кризи, що почалася у 2007 році.

Органи влади зіткнулися з дилемою: або хаотичне самоплинне банкрутство за відсутності відповідних «особливих» положень (протоколів) стосовно санації банку (схема корпоративного банкрутства) – як це мало статися у випадку з Lehman Brothers – або ж суттєві фінансові вливання державних коштів у банківську систему. Обидва варіанти призводять до значних втрат як в коротко- так і в довгостроковій перспективі. З одного боку, наслідки хаотичного самоплинного банкрутства створюють ефект багатократного негативного резонансу на рівні системи в цілому, а з іншого – відбувається перенесення фінансового тягаря втрат на плечі платників податків, що призводить до суттєвого підвищення ризику моральної загрози і загострення проблем банкрутства системно-значимих фінансових установ. У випадку коли влада вдається до звичайного банкрутства – тобто обирає шлях юридичного визнання неплатоспроможності – з огляду на його системні наслідки, тоді це вже не можна вважати реальною загрозою. Однак, коли у якості єдиного варіанту виходу з кризової ситуації розглядається фінансова допомога зі сторони уряду, це створює глобальну моральну загрозу і підриває ринкову дисципліну.

Це, на нашу думку, і може виступати у якості пояснення того, що саме питання фінансової підтримки і санації банків очолюють список питань порядку денного при проведенні фінансових реформ. Саме дієвий механізм санації може

розглядатися у якості потужного дієвого інструменту, який дає змогу суттєво полегшити вирішення проблеми недопущення банкрутства системно-значимих фінансових установ. Це значною мірою сприятиме підтримці глобальної фінансової стабільності, оскільки надасть регулятору правовий інструментарій необхідний для здійснення ефективного регуляторного впливу на системно-значимі фінансові інститути (випуск облігацій з реструктуризації боргових зобов'язань, поглинання іншим банком, створення «бридж»-банку, часткове переведення депозитів і активів до іншого банку, введення тимчасової адміністрації та ін.), а подальше зростання у фінансово-банківській сфері консенсусу стосовно потреби у структурному регулюванні, таким чином, напряду пов'язує його з фундаментальними положеннями суспільної теорії регулювання. По-перше, регулювання повинне забезпечити такий режим функціонування банків, який у випадку банкрутства останніх, унеможлиблює виникнення проблем для системи в цілому. По-друге, режим санації має передбачати участь у ньому приватного сектору (включаючи акціонерів і незастрахованих кредиторів), обмежуючи, таким чином, участь платників податків у спасінні банку, а отже – і моральний ризик. Саме за таких умов реалізація заходів з санації банків дасть змогу максимально інтерналізувати негативні екстерналії у рамках приватних цивільно-правових відносин.

Результати дослідження реалізації економіко-правових підходів у сфері банківського регулювання дали нам змогу виявити циклічність у використанні положень суспільної і приватної концепції регулювання. Так, зсув від теорії регулювання за суспільними інтересами, яка базується на концепції «держави загального добробуту» в напрямку теорії зацікавлених груп у 1960-х -1970-х роках вплинув на банківське регулювання і забезпечив раціональну основу для дерегулювання банківської галузі. По тому, розвиток інформаційної економіки і домінування концепцій асиметричності інформації і мотиваційної поведінки призвели до появи нової парадигми в економічному аналізі і сприйнятті

регулювання у 1980-х, впливаючи, таким чином, на реалізацію процесу регулювання у банківській галузі. Глобальна фінансова криза 2007-2008 років поставила під сумнів існуючий до тепер підхід до банківського регулювання, що сформувався під впливом положень теорії приватного регулювання, і одночасно показала потребу у запровадженні більш системного і, головне, глобального підходу до регулювання галузі, що, в свою чергу, може інтерпретуватися як циклічне відхилення регуляторного маятника назад – до засад теорії суспільного регулювання.

## **Висновки до розділу 1**

Дослідження еволюції економічної природи регулювання дозволило нам зробити наступні висновки і узагальнення.

1.1. Під регулюванням слід розуміти використання правових інструментів для досягнення цілей соціально-економічної політики. А отже, можна зробити обґрунтований висновок, що воно є похідною по відношенню до соціально-економічної політики (і політики загалом). У рамках демократичного процесу саме політики – законодавча влада – мають формулювати вимоги щодо потреби у створенні економіко-правових інструментів регуляторного впливу виконавчою владою, або ж санкціонувати їх створення виконавчою владою для досягнення бажаних цілей регулювання.

1.2. У розвитку гносеологічного сприйняття соціально-економічного регулювання може бути виділено три основних хронологічно послідовних етапи, що частково накладаються один на одного: (1) регулювання в інтересах суспільства, (2) регулювання в інтересах зацікавлених груп - що знайшли своє відображення у формуванні класичних теорій регулювання і (3) інституційне регулювання – як основний напрямок розвитку сучасних теорій регулювання на основі конвергентного підходу.

1.3. Дослідження природи взаємодії ринкового механізму з принципами регулювання дозволило встановити, що теорія суспільного регулювання ґрунтується на припущенні, що регулятори мають достатньо інформації і повноважень у сфері правозастосування для того щоб ефективно сприяти реалізації інтересів суспільства – максимізувати суспільний добробут. Базовими засадами теорії суспільного регулювання слід вважати (1) положення стосовно проявів неефективності ринкового механізму і (2) дієвості урядового втручання за його спроможністю до ефективного розподілу обмежених ресурсів в економіці.

1.4. Вади функціонування ринкового механізму супроводжуються збоями у функціонуванні цивільного права, а регулювання може розглядатися у якості більш ефективного виходу з ситуації, що склалася, якщо - з точки зору контролю за втратами суспільного добробуту - витрати, що пов'язані з регуляторним втручанням, є меншими ніж отримані від нього вигоди.

1.5. Теорія регулювання за приватними інтересами має розглядатися як наступний - після суспільного регулювання - етап еволюції розвитку наукового відображення розуміння гносеології регуляторних відносин. Якщо теорія регулювання в інтересах суспільства може бути охарактеризована як така, що намагається покращити існуючі регуляторні засади, то теорія регулювання за приватними інтересами, розглядається як така, що намагається їх пояснити: приватне регулювання має на меті не усунення недосконалостей ринку, а пошук ефективного механізму трансферу благ на користь окремих конкуруючих соціальних груп або галузей, в обмін на політичну підтримку. За таких припущень немає сенсу робити висновок стосовно того, що приватне регулювання сприятиме реалізації інтересів усього суспільства.

1.6. У рамках аналізу теорії приватного регулювання, було виявлено, що конкуренція між групами впливу може - теоретично - розглядатися як одна з найбільш ефективних форм регулювання. Однак, навіть якщо за певних обставин результати конкуренції між групами впливу є ефективними, сам процес реалізації такого впливу може таким і не бути - усі групи впливу тільки виграють від рівномірного скорочення витрат на створення тиску, а різноманітні нормативні акти



спрямовані на обмеження впливу зацікавлених груп, повинні розглядатися як інструменти обмеження марнотратності суспільних витрат, що здійснюються для реалізації політичного тиску.

1.7. Результати порівняльного аналізу регуляторних підходів засвідчили, що теорії регулювання за приватними інтересами частково накладаються на численні теорії суспільного регулювання – адже, як було виявлено, саме суспільний інтерес виступає у якості пускового фактору запровадження регулювання - і, таким чином, фактично, перетворюються на теорії політичної діяльності. В залежності від ефективності політичного процесу рівень суспільного добробуту або зростає або зменшується.

1.8. Пояснення природи регулювання, як це і притаманно для більшості конструктивних схем, має збиратися з різних елементів в залежності від поставлених цілей і цільових груп, а його якість має визначатися, насамперед, нашою спроможністю до співставлення існуючих регуляторних можливостей і контексту - у процесі розробки регуляторної політики.

1.9. Теоретичне узагальнення сутностей існуючих регуляторних теорій дає змогу зробити висновок, що оптимальна теорія для пояснення регулювання повинна пояснювати як і чому регулювання є найкращим з підходів до мінімізації транзакційних витрат у процесі ефективного розміщення ресурсів для виробництва конкретних товарів, послуг або суспільних благ. Але, як свідчать результати досліджень, концепція недосконалості функціонування ринкового механізму жодним чином не сприяє вирішенню цього завдання. Досконала теорія повинна давати змогу (1) визначати на майбутнє як галузі, так і сектори економіки, які потребуватимуть регуляторного втручання, (2) хто саме виграє або втратить від цих втручань і (3) наперед визначатися з тими формами регуляторного втручання, до яких варто вдаватися, як то субсидії, дотації, бар'єри входу на ринок або цінове регулювання.

1.10. Як свідчать результати досліджень, жодна з розглянутих класичних теорій регулювання нездатна запропонувати компетентні прогнози, які піддаються тестуванню емпіричними методами. Хоча ці теорії і стверджують, що саме

економічні інструменти мають бути більш ефективними, але як свідчать результати досліджень, регулятори схильні до використання у своїй діяльності саме стандартів. Ці теорії не в змозі пояснити таку практику і, загалом, не можуть надати рекомендацій стосовно вибору регуляторних інструментів (таб. А.1).

1.11. Теорія інституціонального регулювання може розглядатися як результат конвергентної еволюції суспільної і приватної теорій регулювання у перехідних періодах, в основі якої лежить задача пошуку балансу між незалежністю і підпорядкованістю регулювання з метою створення умовно-ідеальної моделі інституту регулювання, яка значною мірою визначається інституціональним середовищем у якому діє регулятор, а основною її метою є недопущення кептивності.

1.12. Інституціональна теорія регулювання, на відміну класичних, ґрунтується на припущенні, що саме інституціональна структура і впорядкованість регулювання, так само як і соціальні явища і процеси, суттєво впливають на формування інститутів регулювання. У рамках інституціонального підходу визначено три базових положення, що мають стосунок до організації планування регулювання і можуть дати відповідь на ключове питання інституціональної теорії регулювання – «Навіщо регулювати?»: (1) інформаційна асиметрія; (2) довіра до взятих на себе сторонами регуляторного процесу зобов'язань; (3) уникнення сторонами регуляторного процесу осуду і покарання.

1.13. Нами виділено і розглянуто три основні рівні дослідження інституціонального регулювання: (1) мікрорівень – внутрішньо-організаційна мотивація регулювання; (2) макрорівень – зв'язки між регуляторами; (3) глобальний рівень – мережева природа регулювання і регуляторний простір.

1.14. Результати досліджень показали, що інституціональний підхід до регулювання може розглядатися як такий, що має як теоретичну, так і практичну значимість, оскільки він наголошує, що не може існувати якоїсь універсальної, незмінної форми організації регулювання. Він, по суті, сам є політичним вибором, який відображає поєднання політичних інтересів у конкретному контексті. Це дає змогу (1) враховувати таку специфічну рису поведінки політичної системи як

несхильність політичних інститутів, що її формують, брати на себе відповідальність за наслідки діяльності. Крім того, на рівні окремих галузей, вона (2) забезпечує здатність здійснювати моніторинг результатів і перспектив реалізації регулювання. Власне, саме використання інституціонального підходу у регулюванні (3) дає змогу подолати існуючий скептицизм стосовно загальних підходів до вирішення проблеми регулювання в економіці.

1.15. Проведене дослідження природи економічного регулювання дає нам змогу зробити висновок, що аналіз основних підходів до пояснення економічного регулювання має бути вибіркоким. Запропонований нами дискусійний підхід дав змогу визначитися з основними перевагами і вадами існуючих класичних підходів до пояснення економічного регулювання. Проте, було б поспішним вважати, що навіть у випадку використання синтезу розглянутих теорій регулювання – інституціоналізму, ми матимемо змогу отримати надійні передбачення стосовно перебігу більшості регуляторних процесів і подій.

1.16. Різні теорії регулювання існують на різних рівнях невизначеності і мають відмінності як у практичній реалізації, так і у використанні в якості теорій, що узагальнюють пояснення економічних фактів за результатами емпіричних спостережень: дослідження природи регулювання показало, що регуляторні підходи які лежать в основі регуляторних реформ у банківській галузі, ініціюються і посилюються у відповідь на її трансформації.

1.17. Результати дослідження реалізації економіко-правових підходів у сфері банківського регулювання дали нам змогу виявити і дослідити циклічність у використанні базових положень суспільної і приватної концепцій регулювання: саме аналітичний зсув від теорії суспільного регулювання, яка превалювала до кінця 1960-х, в напрямку теорії приватного регулювання може служити поясненням заміни макропруденційного регулювання на мікропруденційне, що, в свою чергу, призвело до змін в концепції обов'язків органів банківського регулювання та їх інструментів.

1.18. Виявлені зміни у сприйнятті і інтерпретації теорій регулювання, які були покладені в основу запроваджуваних регуляторних реформ у банківській галузі, що

були ініційовані і підтримані у процесі трансформації галузі, створили, таким чином, умови для початку глобальної фінансової кризи 2007-2008 років. Сам факт настання кризи ставить під сумнів існуючий і до тепер підхід до банківського регулювання, що сформувався під впливом положень теорії приватного регулювання (мікропруденційна логіка у Базель 1 і 2) і одночасно засвідчив потребу у запровадженні більш системного і, головне, глобального підходу до регулювання галузі, що, в свою чергу, свідчить про циклічне відхилення регуляторного маятника в сторону суспільного регулювання - запровадження макропруденційних підходів у Базель 3.

Основні положення, що містить цей розділ дисертації, відображено у публікаціях [158, 159, 160].

## РОЗДІЛ 2

### КОНЦЕПТУАЛЬНІ ОСНОВИ ТА ОСОБЛИВОСТІ МЕХАНІЗМУ РЕАЛІЗАЦІЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ

#### **2.1. Інвестиційна діяльність: від емпіричного сприйняття до економічного відображення**

У фаховій літературі дефініція «інвестиційна діяльність» вже давно перейшла з площини дискусійного обговорення до переліку умовно усталених визначень. Поряд з цим визначенням з'явилися і похідні від нього: «інвестиції» та інвестування». Проте, на нашу думку, відносна новизна терміну дає можливість проаналізувати існуючі наукові і практичні підходи до інвестиційної діяльності в рамках загальнофілософської концепції пізнання: «від сприйняття до відображення».

Для цього ми умовно розділимо словосполучення «інвестиційна діяльність» на дві складові – логічний підмет і логічний присудок. Отже, очевидно, що логічним підметом у нашому випадку буде слово «діяльність», а присудком – «інвестиційна».

Економічний словник визначає діяльність як специфічний для людини спосіб відношення до зовнішнього світу, що полягає в перетворенні і підпорядкуванні його цілям людини [161]. На відміну від тварини, людина відноситься до природи не пасивно-приспосованськи, а активно-перетворююче. Усе що має людина у своєму розпорядженні, отримано нею, в кінцевому рахунку, з природи, проте поза діяльністю це багатство існує лише потенційно. Фундаментальним і визначальним видом діяльності є праця, основні характеристики якої притаманні предметній діяльності. За своїм змістом діяльність є виробництвом матеріальних і духовних

благ, форм спілкування людей, перетворення суспільних умов і відносин, розвитку самої людини, її здібностей умінь і знань. Перетворюючи природний або соціальний предмет людина завжди керується ідеальним уявленням про результат своєї діяльності. Свої дії вона підпорядковує тій цілі, яка була вироблена нею в свідомості (мисленні) щодо цих реальних дій у якості їх можливого результату, що виражений в ідеальному уявленні [162, с.132]. Діяльність включає в себе ціль, засіб, результат і сам процес. Власне, саме за цими атрибутами діяльності ми і намагатимемося дослідити інвестиційну діяльність.

Питання визначення цілі (цілей) інвестування має, на нашу думку, надзвичайно важливе значення для розуміння інвестиційної діяльності. Саме відповідь на питання стосовно того чи існує одна єдина ціль чи, можливо, існує декілька відмінних за своєю природою цілей – дасть нам змогу виокремити інвестиційну діяльність серед інших видів діяльності.

У більшості наукових досліджень їх автори наголошують на тому, що існує декілька цілей інвестиційної діяльності. Ці цілі ми намагалися згрупувати у таб. 2.1.

Таблиця 2.1

## Цілі інвестиційної діяльності

№	Автор /Першоджерело	Цілі інвестиційної діяльності
1	2	3
1	Большой экономический словарь [163]	прибуток (дохід) позитивний соціальний ефект
2	Большая экономическая энциклопедия [164]	прибуток (дохід)
3	Большой экономический словарь [165]	прибуток і (або) корисний ефект дохід
4	Грідасов В.М., Кривченко С.В., Ісаєва О.Є. [166, с.7]	прибуток (дохід) або соціальний ефект
5	Федоренко В.Г. [167]	подальше збільшення капіталу прибуток (дохід) соціальний ефект
6	Економічна енциклопедія [168, с.630]	привласнення прибутку
7	Румянцева Є.Є. [169, с. 217]	підтримка або збільшення цінності організації отримання прибутку та (або) корисний ефект

Таблиця 2.1(продовження)

1	2	3
8	Татаренко Н.О., Поручник А.М. [170]	дивіденди прибуток (доход) чи соціальний ефект
9	Пересада А.А [171]	прибуток (доход) чи соціальний ефект
10	Данілов О.Д., Івашина Г.М., Чумаченко О.Г. [172]	прибуток доход соціальний ефект збільшення капіталу
11	Майорова Т.В. [173]	прибуток (доход) чи соціальний ефект
12	Вовчак О.Д. [174]	прибуток приріст капіталу утворення нового капіталу майбутні вигоди доход
13	Сергієнко В.В. [175]	прибуток доход
14	Крехівський О.В. [176]	приріст капіталу створення нового капіталу
15	Гриньова В.М. , Коюда В.О., Лепейко Т.І., Коюда О.П. [177]	приріст капіталу прибуток (доход) чи соціальний ефект

*Джерело:* розроблено автором

Дані наведені в таб. 2.1. дають змогу зробити висновки, що до основних практичних цілей, на думку авторів проаналізованих матеріалів досліджень з інвестиційної діяльності, варто відносити (за показником частоти появи): прибуток, доход, соціальний ефект (позитивний), приріст або утворення нового капіталу.

Загалом, під ціллю прийнято розуміти характеристику поведінки системи, що спрямована на досягнення певного кінцевого стану. Стосовно цілі або цілей інвестування варто зауважити, що їх постановка носить виключно суб'єктивний характер. Суб'єктом інвестиційної діяльності є інвестор. В контексті домінуючої в економічній науці теорії вартості, основною ціллю інвестиційної діяльності є максимізація багатства інвестора, а під багатством розуміють поточну ринкову вартість усіх активів якими володіє особа [178, с.5]. Це твердження підпадає під визначення цілі стосовно «певного кінцевого стану». З системної точки зору кінцевий стан системи передбачає порівняно з початковим (доінвестиційним) лише

зміну кількісних і якісних параметрів елементів які її утворюють – активів - і /або конфігурацію взаємозв'язків між ними.

Ознаки для ідентифікації засобів інвестиційної діяльності банку ми можемо взяти з Закону «Про інвестиційну діяльність», де згідно положень статті 1 «інвестиціями є усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток або досягається соціальний ефект» [179]. А далі по тексту закону наводиться перелік таких цінностей. Отже, законодавець, намагаючись дати визначення інвестиціям, прийшов до висновку що це цінності, що вкладаються в об'єкти підприємницької діяльності, а результатом цього вкладення є прибуток або соціальний ефект. Наведений у законі перелік цінностей дає нам змогу перевести дискусію стосовно того, яка ж діяльність є інвестиційною, у суто економічну площину. Стаття 1 Закону зазначає, що такими цінностями можуть бути:

- грошові кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери;
- рухоме та нерухоме майно;
- майнові права, що випливають з авторського права, досвід та інші інтелектуальні цінності;
- сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної інформації, навичок та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виробництва;
- права користування землею та інші цінності.

Цей перелік, а скоріше його наявність, на нашу думку, може допомогти в визначенні ознак саме інвестиційної діяльності. Насамперед, подивимося на сукупний зміст усіх позицій «цінностей» з точки зору бухгалтерського обліку. Якщо цінності вкладено, то їх вкладення знайде своє відображення в лівій стороні балансу підприємства – в активах. А якщо упорядкувати цінності з наведеного у Законі переліку за показником ліквідності, то ми – формально - відтворимо базову структуру активів балансу будь-якого підприємства.



Дотримуючись запропонованої нами логіки філософської конкретизації можна зробити висновок, що засобами - тим, що служить для досягнення якої-небудь цілі, необхідне для досягнення здійснення чого-небудь – в нашому випадку є активи. Також можна стверджувати що, у випадку інвестування ціль є функцією засобів. На користь цього твердження свідчить і визначення активів за міжнародними стандартами фінансової звітності. Відповідно до принципів міжнародних стандартів фінансової звітності активи – це ресурси, що контролюються компанією, які виникли в результаті минулих подій, від яких компанія очікує економічної вигоди в майбутньому [180]. Активи мають три основні характеристики:

- (1) актив призводить до отримання ймовірних *майбутніх* економічних вигод при використанні наявного потенціалу, окремо або в поєднанні з іншими активами, що сприяє, прямо або опосередковано, зростанню майбутніх грошових потоків;
- (2) організація може отримувати і контролювати вигоду від використання активу;
- (3) угода або подія, що послужили причиною виникнення права на, або контролю над вигодами, що отримуються, *уже відбулися*.

Наведені умови виконуються тільки для майна комерційних організацій. Для некомерційних організацій, що не мають на меті отримання економічної вигоди у вигляді максимізації позитивного грошового потоку, перша умова не виконується.

Оскільки особа завжди керується ідеальним уявленням про результат своєї діяльності, напевне, має існувати і ідеальне уявлення про результат інвестиційної діяльності. На нашу думку немає сенсу ототожнювати ціль і результат інвестиційної діяльності, оскільки це хоча і пов'язані між собою, проте різні, з філософської точки зору категорії. На користь цього твердження можна навести наступне міркування. Ціллю інвестиційної діяльності є максимізація багатства інвестора, тобто максимізація поточної вартості активів якими він володіє. Очевидно, що досягнення цієї цілі жодним чином безпосередньо не впливає на інвестора. Нічого не змінюється до того моменту поки інвестор не починає вирішувати питання розподілу результатів інвестиційної діяльності між подальшим інвестуванням (реінвестуванням) і споживанням. На нашу думку, саме максимізація можливостей споживання і є дійсним результатом інвестиційної діяльності. Адже за припущення,

що результатом інвестиційної діяльності є максимізація багатства інвестора, сам інвестор не отримуючи особистих вигод від ініціалізації процесу інвестування і участі у ньому, втрачає мотивацію до неї і перестає бути суб'єктом інвестиційної діяльності. Проте, може виникнути питання стосовно того, якою має бути пропорція розподілу результатів інвестиційної діяльності між споживанням і реінвестуванням.

В цьому випадку починає діяти ідеальне уявлення про результат діяльності – інвестор намагається відтворити бажаний ідеальний результат у реальному житті, прагнучи максимально задовольнити свої потреби. Звісно, з огляду на специфічність уявлення особи про бажаний рівень її споживання і форми його реалізації, вибір буде індивідуальним. Існуючі соціально-економічні реалії свідчать на користь твердження, що гіпотетично доступний особі рівень споживання і визначає її статус у суспільстві. Теоретично, бажаний рівень споживання може бути значним, але все ж таки він має об'єктивні і суб'єктивні обмеження. Об'єктивні обмеження обумовлені законом спадаючої граничної корисності благ і фізіологічною обмеженістю людини стосовно споживання (раціонального) благ як у часі, так і у просторі [181]. Суб'єктивні обмеження встановлює сам інвестор з огляду на бажання подальшого зростання можливостей споживання в майбутньому, які можуть бути забезпечені лише у випадку коли результати інвестиційної діяльності будуть розподілятися таким чином, щоб забезпечити не просто процес відтворення, а процес розширеного відтворення. Інвестиційну діяльність, що забезпечує просте відтворення прийнято називати пасивною, а ту що забезпечує розширене відтворення – активною [167].

Під інвестиційним процесом на думку А.Г. Загороднього та Г.Л. Вознюка слід розуміти сукупність логічно-послідовних дій, пов'язаних з прийняттям інвестиційних рішень (зокрема щодо вибору об'єктів, визначення обсягів і термінів інвестування) та їх практичною реалізацією. Ці дослідники представляють інвестиційний процес як послідовність таких п'яти основних етапів [182]: 1) формування інвестиційної політики; 2) аналіз цінних паперів; 3) формування портфеля цінних паперів; 4) оцінювання ефективності портфеля цінних паперів; 5) перегляд портфеля цінних паперів.

Пересада А.А. вважає, що інвестиційний процес є звуженим тлумаченням терміну «інвестиційна діяльність» і пов'язує його з обґрунтуванням і реалізацією інвестиційних проектів [183, с.13].

Отже, в першому випадку робиться наголос на тому, що до інвестиційного процесу мають відношення лише цінні папери, а в другому - лише інвестиційні проекти (які, за українською науковою традицією, асоціюються з реальними інвестиціями).

Не зважаючи на відмінності природи об'єкту інвестування, обидва визначення досить чітко вписуються в контекст такого терміну як «процес управління», під яким розуміють цілеспрямований активний процес взаємопов'язаних дій та активних вплив різних суб'єктів управління, спрямований на організовану діяльність підприємства, компанії, організації. Основними елементами процесу управління є: 1) збирання, систематизація і передача інформації; 2) вироблення (обґрунтування) і прийняття рішення; 3) перетворення рішення на різні види команд (усна, письмова, наказ, тощо) та забезпечення їх виконання; 4) аналіз ефективності прийнятого рішення та можливе наступне його коригування [174, с.141].

Отже, під процесом (взагалі) розуміють сукупність послідовних дій спрямованих на реалізацію діяльності. Екстраполюючи це суто філософське визначення на інвестиційну діяльність, під інвестиційним процесом варто розуміти сукупність дій, що включає наступні етапи:

- (1) розроблення інвестиційної стратегії щодо інвестиційного середовища,
- (2) аналіз фінансово-інвестиційного ринку,
- (3) формування і керування інвестиційним портфелем,
- (4) оцінювання ефективності інвестиційної діяльності.

Проте, на більш високому рівні узагальнення, під інвестиційним процесом, на нашу думку, слід розуміти сукупність послідовних дій з зобов'язаннями і активами, що забезпечує максимізацію вартості останніх.

Інвестиційний процес за своєю природою є парним (дуалістичним) і має симетричні по структурі механізми: фінансування і інвестування. Симетричність цих механізмів дозволяє цим парним процесам перетворюватися один в одного. У

нашому випадку варто розрізняти інвестиційний процес функціонування, що забезпечує відтворення якісного показника економічного об'єкту - вартості активів і процес розвитку, що обумовлює процес переходу об'єкта до якісно нового стану - збільшення вартості активів. Отже, інвестиційний процес може розглядатися як формотворчий (у часі і просторі) контекст в якому реалізується змістовна складова інвестиційної діяльності.

Окремої уваги, на нашу думку, заслуговує питання взаємовідносин між інвестиційною і фінансовою діяльністю. Знову ж таки, класичні підходи до розуміння діяльності підприємства передбачають три напрямки його діяльності: фінансова, інвестиційна і операційна. Проте, з точки зору саме інвестора, ключовими, на нашу думку, є інвестиційна і фінансова діяльності. Операційна діяльність може не бути предметом безпосередньої зацікавленості інвестора оскільки вона не пов'язана напряму з процесами взаємодії підприємства з навколишнім середовищем, включаючи і самого інвестора: сама по собі операційна діяльність не створює тих грошових потоків, які описують взаємодію підприємства з навколишнім середовищем (рис.2.1).

Питання управлінської відчуженості інвестора від операційної діяльності підприємства є наслідком відділення відносин власності від відносин безпосереднього а, значить, і операційного управління підприємством [185, 186]. Отже, інвестор має розглядати підприємство з точки зору фінансової-інвестиційної діяльності. Термін «фінансово-інвестиційна діяльність» є усталеним словосполученням у науковому лексиконі. Проте, він відображає одночасне здійснення двох окремих видів діяльності - фінансової і інвестиційної. В даному випадку поєднання цих видів діяльності в один вид діяльності з категоріальної точки зору, на нашу думку, не є правомірним. Таке поєднання лише свідчить про те, що ці види діяльності є невід'ємними складовими процесу, який розглядається.



**Рис. 2.1. Взаємодія між фінансовою, операційною і інвестиційною діяльністю**

*Джерело* : розроблено автором

Таким чином, словосполучення «фінансово-інвестиційна» свідчить про нерозривний діалектичний взаємозв'язок між фінансовою і інвестиційною діяльністю; але таке поєднання жодним чином не свідчить про їх послідовну підпорядкованість. Саме наявність діалектичності у взаємозв'язку між цими видами діяльності дає нам змогу диференціювати інвестиційну діяльність, а не намагатися описати інвестиції використовуючи понятійний апарат інших напрямків економічної науки (мікроекономіка, макроекономіка, економічна теорія, політекономія, тощо) або законодавства.

Стосовно категоріального відображення фінансової діяльності підприємства можна зазначити, що усі її наслідки містяться у правій стороні балансу – зобов'язання і власний капітал - і відображають «сукупність економічних відносин пов'язаних з формуванням, розподілом і використанням фондів грошових коштів для виконання функцій та завдань господарюючих суб'єктів, а також будь-якої фізичної особи й суспільства загалом й забезпечення умов розширеного відтворення» [187, с.4].

Розглядаючи природу діалектичності взаємозв'язку між фінансовою і інвестиційною діяльністю, варто звернути увагу на питання стосовно встановлення рівня пріоритетності між ними. Традиційно вважається, що ініціалізація фінансово-

інвестиційної діяльності (інвестиційного процесу) починається з фінансової діяльності. На рівні емпіричного сприйняття так воно і є: відсутність грошових коштів не дає можливості придбати активи. Дійсно, необхідною умовою інвестиційної діяльності має бути надлишок ресурсу. Проте, сама по собі наявність тимчасово вільних коштів не може забезпечити реалізацію інвестиційної фази процесу за відсутності інвестиційних ідей (пропозицій). А ось у випадку відсутності коштів, проте за наявності інвестиційних ідей (пропозицій) ситуація не може розглядатися як така, що зайшла у глухий кут. Привабливість інвестиційної пропозиції, наприклад, у формі бізнес-плану, змушує потенційних інвесторів відмовлятися від поточного споживання на користь інвестування.

По своїй природі будь яка інвестиційна пропозиція (від найпростішої як за формою так і за змістом і до найскладнішої) вже є активом, що належить певній особі. Отже, наявність інвестиційної пропозиції навіть за відсутності тимчасово вільних коштів може ініціювати процес інвестування, а ось відсутність інвестиційних пропозицій за наявності грошових коштів - ні. Таким чином, фінансову складову у процесі фінансово-інвестиційної діяльності можна вважати умовно вторинною по відношенню до інвестиційної. Крім того, по аналогії з генетичним підходом, можна стверджувати, що фінансова діяльність (наслідки якої відображені в пасивах балансу) є відповідальною за збереження «спадковості» у фінансово-інвестиційній діяльності, оскільки зобов'язання вже існують і мають чітко визначені характеристики, що не можуть довільно змінюватися у часі, а інвестиційна діяльність (результати якої відображаються в активах балансу) - є відповідальною за «мінливість», оскільки характеристики активів обов'язково зазнають змін у часі і, таким чином, мають ймовірнісний характер.

Отже, спираючись на отримані результати, ми можемо синтезувати висновок, що інвестиційна діяльність є унікальним самостійним видом діяльності, якому притаманний індивідуальний набір ознак:

ціль – максимізація багатства;

засоби – активи;

результат – максимізація можливостей споживання;

процес - сукупність послідовних дій інвестора, що здійснює управління економічною системою і відповідної зміни станів об'єкту управління, що забезпечує максимізацію вартості активів.

## **2.2. Наукові підвалини економічної сутності інвестиційної діяльності банків**

Розглянуте вище різноманіття тлумачень базового визначення інвестиційної діяльності обумовлює аналогічну багатоваріантність підходів як до категоріального визначення, так і до самої організації інвестиційної діяльності банків. Ця неоднозначність ще більше посилюється у випадку коли дослідники ототожнюють інвестиційну діяльність банків з участю банків в інвестиційному процесі. Це ототожнення майже автоматично призводить до розгляду усього комплексу фінансово-інвестиційних відносин, що, на нашу думку не сприяє формуванню однозначного сприйняття інвестиційної діяльності банків як на мікро-, так і на макрорівні. Фінансова складова фінансово-інвестиційної діяльності, як ми вже визначилися у попередньому підрозділі, має відношення виключно до пасивних операцій комерційного банку і буде розглядатися у контексті нашого дослідження як компліментарна.

Тлумачення інвестиційної діяльності банку у вітчизняній а, загалом, і пострадянській та зарубіжній літературі є неоднозначним. Фінансово-кредитний словник трактує інвестиційну діяльність як мобілізацію і надання позичальникам позичкового капіталу [188, с. 234]. Такий підхід, на нашу думку, сформувався за часів існування соціалістичної банківської системи, де довгострокове кредитування банків можна розглядати як інвестиційну діяльність. Також, варто зауважити, що мобілізація капіталу по своїй природі має бути віднесена до фінансової діяльності, яка знаходить своє відображення в пасивах банку. Проте, це визначення, згідно з запропонованим нами визначенням інвестиційної діяльності, прямо відносить кредити видані банком до результатів інвестиційної діяльності банку.

Різновекторними є і підходи вітчизняних фахівців до тлумачення інвестицій банків. Існує думка що, банки залучаються до процесу інвестиційної діяльності: через безпосереднє вкладання своїх коштів у виробництво (придбання в тій або іншій формі долі участі) або надання кредитів на відповідні цілі [189, с.132]. Отже, за логікою авторів, до інвестиційних операцій варто відносити тільки вкладення у статутні капітали виробничих підприємств, а також довгострокові кредити на виробничі цілі. Хоча в цьому випадку мова іде про участь в інвестиційному процесі, дослідники розширяють його до інвестиційної діяльності і, крім того, повністю ігнорують наявність фінансового ринку з його інструментами як участі, так і запозичення.

Інша точка зору полягає в тому, що комерційні банки можуть приймати участь в інвестиційному процесі за трьома основними видами діяльності: 1) обслуговувати рух коштів, що належать інвесторам-клієнтам і призначених для інвестиційних цілей; 2) співпрацювати з клієнтами в мобілізації накопичень і заощаджень і їх спрямуванні на інвестиційні цілі через ринок цінних паперів; 3) вкладати в інвестиційний процес власні і залучені ресурси [190]. Проте, сам фрагмент фрази «можуть приймати участь в інвестиційному процесі» свідчить на користь того, що банк тут розглядається не лише як інвестор, а і як учасник (але не інвестор) інвестиційного процесу. Навіть формально, перший вид діяльності можна віднести до банківських послуг, а другий вид – до фінансової діяльності. Більше питань викликає фрагмент визначення, що стосується вкладання в інвестиційний процес власних і залучених ресурсів. Варто звернути увагу, що тут ресурси вкладаються не в інвестиційну діяльність, а в інвестиційний процес. З філософської точки зору, процес є складовою діяльності, яка поєднує засоби діяльності, але сам процес є наперед заданим алгоритмом перебігу подій виду діяльності (в нашому випадку інвестиційної) але не має прямого відношення до засобів діяльності. Отже, використання терміну «вкладання коштів в процес» свідчить, що в наслідок використання терміну «інвестиційний процес» замість «інвестиційна діяльність»



автори, фактично, позбавили банк права бути інвестором – метою вкладання коштів банком стає забезпечення умов для інвестиційної діяльності, а не сама діяльність. Однак, таке твердження, хоча і з застереженнями, також має право на існування, оскільки в ньому робиться акцент безпосередньо на посередницькій функції банку на фінансовому ринку.

Серед вітчизняних науковців панівною є точка зору, що ототожнює банківські інвестиції з вкладеннями в цінні папери [191, 192, 193]. Такої ж точки зору дотримуються і окремі російські автори. Зокрема, Бабічева Ю.А. вважає, що «...під інвестиційними операціями банків варто вважати ті з них, в яких банки виступають в ролі «ініціаторів вкладень» на відміну від кредитних операцій, де ініціатива в отриманні коштів виходить зі сторони позичальника» [194, с. 144-146]. Проте, питання ініціалізації також не є таким однозначним. Тут, скоріше, робиться акцент на тому, що попит банків, як фінансових посередників, на надання кредитних послуг (боротьба за частку на кредитному ринку) є перманентним – як похідна від їх інституціональної спеціалізації, а попит на вкладення коштів в цінні папери виникає у комерційних банків час від часу. Теоретично, вкладення комерційними банками коштів в цінні папери не має безпосереднього відношення до реалізації базової інституціональної моделі діяльності банку, як спеціалізованого депозитарного фінансового посередника [195].

Перманентність попиту комерційних банків на надання кредитних послуг, на нашу думку, можна розглядати, поряд зі створенням ліквідності у процесі мобілізації заощаджень в депозити, як «вбудовану» функцію комерційного банку, що і диференціює його серед інших посередників на фінансовому ринку (таб. 2.2).

Причини, що спонукають банки до вкладання коштів в фінансові інструменти будуть розглянуті нами пізніше. Проте, вже зараз варто зауважити, що з суто теоретичної точки зору, перебирання банком, як спеціалізованою депозитарною фінансово-кредитною установою, на себе класичних функцій інших фінансових посередників дає привід для дискусії.

### Послуги, що надаються банками

Активи	Зобов'язання
<i>Послуги</i>	
<i>Надаються позичальникам:</i>	<i>Надаються вкладникам:</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Позики</b></li> <li>• <b>Оцінка (зменшення ризику невірною вибору)</b></li> <li>• <b>Моніторинг (моральний ризик)</b></li> <li>• <b>Схвалення і санкціонування</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Утримання вкладів</li> <li>• Взаєморозрахунки за угодами між учасниками</li> <li>• Облік валюти</li> <li>• Оплата товарів і послуг</li> </ul>
<p style="text-align: center;">➤ <b>ТРАНСФОРМАЦІЯ</b> ➤</p> <p style="text-align: center;"><b>Конвертація неліквідних позик в ліквідні депозити: створення ліквідності</b></p>	

*Джерело: розроблено автором*

Деяка інша думка виражена Борисовим А.Б.: «Банківські інвестиції – вкладання ресурсів на тривалий строк в цінні високодохідні папери. До банківських інвестицій зазвичай відносять вкладення в акції, облігації та інші цінні папери» [196, с.56-57]. В цьому визначенні по-перше, зачіпається лише така сторона інвестиційної діяльності, як фінансові інвестиції, а, по-друге, увесь перелік об'єктів інвестиційної діяльності банків зведено виключно до цінних паперів. На нашу думку, слабкість останніх двох підходів полягає в тому, що в них зауважують тільки одну форму інвестування – фінансову - через придбання цінних паперів. Участь банків у кредитуванні реального сектора економіки до інвестиційної діяльності, відповідно до наведених точок зору, не відноситься.

Погляди зарубіжних економістів на визначення інвестиційної діяльності банків також є різноманітними. Так, наприклад, Сінки Д. розглядає інвестиційну діяльність банків як «бізнес по наданню двох типів послуг: збільшення готівки

шляхом випуску або розміщення цінних паперів на їх первинному ринку; поєднання покупців і продавців існуючих цінних паперів на вторинному ринку при виконанні функцій брокерів та/або дилерів» [197], що, на нашу думку, має стосунок до забезпечення реалізації інвестиційного процесу, але не має відношення до власне інвестиційної діяльності банків. Долан Е.Дж., Кемпбелл К.Д. та Кемпбелл Р.Дж. під банківськими інвестиціями воліють розуміти кошти, що вкладені в цінні папери на відносно тривалий проміжок часу [198, с.96]. Такої ж думки дотримуються Роуз П.С. [199, с.307-308], Гап Б. Е. та Коларі Д.В. [200, с.176-177]. Отже, на теперішній час у вітчизняній та зарубіжній економічній літературі немає єдності стосовно розуміння терміну «інвестиційна діяльність банків».

На нашу думку, найбільш оптимальним підходом до визначення терміну «інвестиційна діяльність банку» буде адаптація до специфіки банківської діяльності терміну «інвестиційна діяльність». Як ми вже визначилися у розділі 2.1. інвестиційна діяльність є унікальним самостійним видом діяльності, якому притаманний індивідуальний набір ознак: ціль – максимізація багатства; засоби – активи; результат – максимізація можливостей споживання; процес - сукупність послідовних дій інвестора, що здійснює управління економічною системою і відповідної зміни станів об'єкту управління, що забезпечує максимізацію вартості активів.

Використовуючи метод екстраполяції, який передбачає закономірність розповсюдження отриманих нами висновків з спостереження над однією з частин явища (інвестиційною діяльністю) на іншу його частину - інвестиційну діяльність банків, ми можемо зробити висновок, що інвестиційна діяльність банків є самостійним відокремленим сегментом інвестиційної сфери, що має наступний індивідуальний набір ознак:

- ціль – максимізація багатства власників банку;
- засоби – активи банку;
- результат – максимізація можливостей споживання власників банку;

- процес - послідовність дій менеджменту банку по управлінню банком і відповідних змін стану банку, що забезпечує максимізацію вартості активів банку.

Звісно, таке визначення інвестиційної діяльності банку є майже ідентичним до визначення інвестиційної діяльності взагалі - що є наслідком використання методу екстраполяції – за виключенням акценту на суб'єкті цієї діяльності. Однак, саме так і має бути, коли мова іде про реалізацію практичних форм реалізації економічної діяльності (як теоретичного вираження, мисленої форми економічних, насамперед, виробничих відносин у взаємодії з розвитком продуктивних сил, економічних явищ і процесів, які реально існують).

Інвестиційна діяльність банків за своєю економічною природою має двоїстий характер. В мікроекономічному аспекті - з точки зору банку як економічного суб'єкта - її можна розглядати як діяльність, у процесі якої банк виступає у ролі інвестора, вкладаючи ресурси якими він розпоряджається на строк в створення або придбання нових активів і купівлю фінансових активів з метою збільшення їх ринкової вартості, що, в кінцевому результаті, знаходить своє відображення в максимізації багатства всіх інвесторів (як акціонерів банку, так і власників депозитів), коштами яких банк розпоряджається від свого імені.

Разом з тим, інвестиційна діяльність банків, як фінансових посередників, має ще і макроекономічний аспект. У цьому випадку ефект від інвестиційної діяльності банків полягає в досягненні приросту суспільного капіталу, складовими якого є фізичний (виробничий), природний і людський капітал. З позицій розвитку економіки інвестиційна діяльність банків включає в себе ті вкладення, що сприяють зростанню багатства не тільки на рівні банку, а і суспільства в цілому (на відміну від тих форм діяльності, які збільшуючи вартість активів самого банку і пов'язані лише з перерозподілом суспільного доходу).

Отже, з макроекономічної точки зору у якості критерію для віднесення до інвестиційної діяльності банку може бути використана її виробнича спрямованість. Інвестиції комерційних банків у виробничу сферу реалізуються через фінансування діяльності підприємств у формі: участі у статутному капіталі, придбання емітованих

підприємствами фінансових інструментів, інвестиційного кредитування і проектного фінансування.

Реалізація банками зазначених напрямків діяльності, в контексті функціонування фінансово-кредитного механізму, сприяє поживленню фінансового ринку, створює умови для ефективного перерозподілу фінансових ресурсів у фінансовому і реальному секторах економіки. Іншою формою взаємозв'язку між мікро- та макроекономічною інтерпретаціями інвестиційної діяльності банків є, власне, змістовна тотожність як її цілей так і результатів. На мікроекономічному рівні ціллю є максимізація багатства власників банку, а на макроекономічному – максимізація суспільного капіталу, який і є інтегрованим показником багатства суспільства в цілому. Аналогічно, для обох рівнів - результатом є збільшення можливостей споживання.

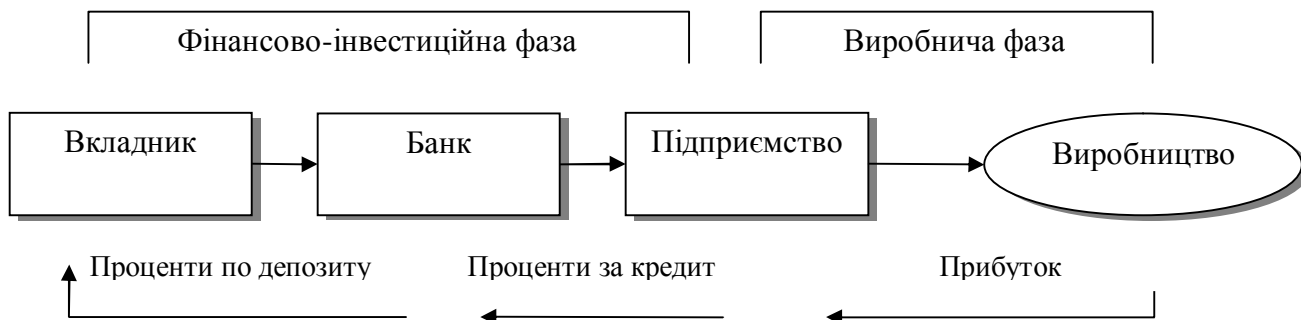
Хоча екстраполяція і дала нам змогу отримати категоріальне визначення інвестиційної діяльності банку, проте, вона, скоріше, підкреслила змістовну тотожність природи інвестиційної діяльності і інвестиційної діяльності банку. Формально, єдиною відмінністю між цими двома дефініціями є акцентування на суб'єкті інвестиційної діяльності, а саме – банку.

Отже, для прикладної диференціації отриманого нами визначення необхідно визначитися з існуючими між цими визначеннями відмінностями, які є проявом специфічності функціонування такого фінансового посередника як банк.

З огляду на те, що основним джерелом фінансування інвестицій банків в цінні папери є депозити населення залучені на фідучіарній основі, невдачі банків при здійсненні ризикових операцій на фондовому ринку можуть призвести до загрози невиконання банком зобов'язань перед вкладниками.

У процесі функціонування фінансово-кредитного механізму зобов'язання банків трансформуються у виробничий капітал підприємств. (рис.2.2.). При цьому варто зазначити, що у рамках балансового підходу не існує диференціації які саме кошти - власні чи запозичені - були витрачені на інвестиційні цілі. При укладанні

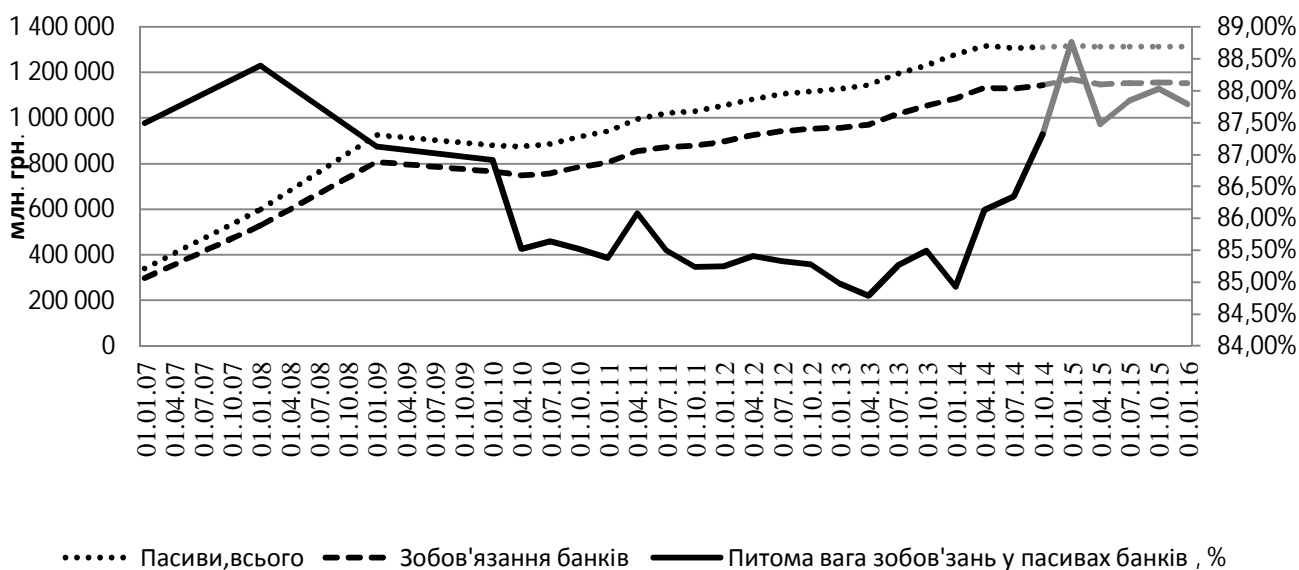
інвестиційних угод банк діє за власною ініціативою і на власний ризик. Як видно з рис. 2.3., саме зобов'язання складають основну частину пасивів банку.



**Рис.2.2. Інвестиційний рух капіталу за посередництва банку**

Джерело: розроблено автором

З огляду на цю специфічну ознаку при здійсненні інвестиційної діяльності банком, межа граничного рівня допустимого ризику повинна бути нижчою рівня ризику інвестицій інших фінансових посередників.



**Рис.2.3. Пасиви і зобов'язання банків\***

Джерело: складено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2005-2014 рр.)

\* дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

Другою відмінною рисою банківських інвестицій є обмеженість в строках розміщення інвестицій, яка диктується строками залучення коштів у банку. Якщо капітал виробничого підприємства є за своєю природою безстроковим, то залучені банком від вкладників кошти завжди є строковими, або ж взагалі знаходяться на поточних рахунках або на рахунках до запитання.

I, по-третє, значній частині банківських інвестицій має бути притаманна висока ліквідність - здатність бути швидко проданими за ціною, що мінімально відрізняється від поточної ринкової.

Перед тим як перейти до розгляду питання стосовно мотивів інвестиційної діяльності банків варто звернути увагу на те, які саме активи слід вважати засобами інвестиційної діяльності банку. З цього приводу існує певний дуалізм. Одні експерти, включаючи НБУ, вважають, що до таких активів варто відносити лише фінансові інструменти - торговий та інвестиційний портфелі цінних паперів (класичний підхід), а інші - усі активи банку (розширений підхід). Особливістю розширеного підходу є те, що до банківських інвестицій відносять як внутрішні інвестиції, що здійснюються для підтримки і розвитку функціонування самого банку, так і зовнішні по відношенню до банку інвестиції. Існує також і компромісне тлумачення, де інвестиційна природа банківської діяльності визначається за вкладенням ресурсів банку у виробничу діяльність. В цьому контексті до інвестиційної діяльності банку відносять інвестиційні операції банків з цінними паперами, інвестиційне кредитування і проектне фінансування. На практиці найбільшого розповсюдження набув класичний підхід.

Проте, окремої уваги потребує питання чому банки займаються інвестиційною діяльністю на ринку цінних паперів у рамках класичного підходу. Загалом, банки, як особливі фінансові посередники, мають набір специфічних ознак:

(1) здійснюють подвійний обмін борговими зобов'язаннями: випускають власні зобов'язання, а кошти, що мобілізуються на цій основі, розміщують від свого імені в боргові зобов'язання випущені іншими особами;

(2) формують власні зобов'язання з високоліквідних і фіксованих за величиною вкладів (депозитів). Подвійний обмін зобов'язаннями є притаманним всім фінансовим посередникам, проте тільки банки приймають не себе безумовне зобов'язання з фіксованою сумою боргу перед фізичними і юридичними особами. Саме фіксовані за сумою зобов'язання є джерелом найбільшого ризику для банків як

посередників, оскільки вони мають бути виплачені в повній сумі в будь-якому випадку незалежно від зміни вартості їх активів;

(3) як депозитні фінансові посередники, банки мають високий рівень фінансового левериджу, оскільки формують ресурси для своєї діяльності за рахунок позичкових коштів – власний капітал, за нормальних умов, не перевищує 10-15% їх балансу. З рис. Б.1 видно, що за період спостереження (2007-2014р.р.), мала місце досить стійка тенденція до зростання капіталу і зобов'язань банків (середньорічний відносний приріст - в околі 20%), а показник фінансового левериджу коливався від 13,13% у 2008р. до 17,74 у 2014р. Результати прогнозування фінансового стану банків на 2015-2016р.р. свідчать, що за збереження статус-кво можливе падіння левериджу до 9%. Така структура капіталу робить банк вразливим до зовнішніх і внутрішніх факторів і обумовлює потребу в існуванні особливої системи регулювання і нагляду за банківською діяльністю;

(4) мають можливість відкривати і обслуговувати розрахункові і поточні рахунки і емітувати безготівкові платіжні засоби, що забезпечує функціонування платіжної системи.

Специфічні ознаки банків знайшли своє безпосереднє відображення в функціях, що ними виконуються: брокерська (посередницька); якісної трансформації активів; емісія платіжних засобів і посередництво в здійсненні платежів; передача економіці сигналів грошово-кредитної політики центрального банку.

У контексті дослідження причин участі банків в інвестиційній діяльності, на нашу думку, слід звернути особливу увагу на здатність банків найбільш ефективно вирішувати проблему трансформації. Як правило, вони мають активи строковості яких перевищує строки виконання їх власних зобов'язань перед клієнтами і вкладниками, тобто фінансових вимог клієнтів; розміри окремих активів перевищують розміри окремих зобов'язань; ліквідність фінансових вимог клієнтів вище ліквідності активів, а рівень ризику активів банку вище ніж рівень ризиків його зобов'язань.



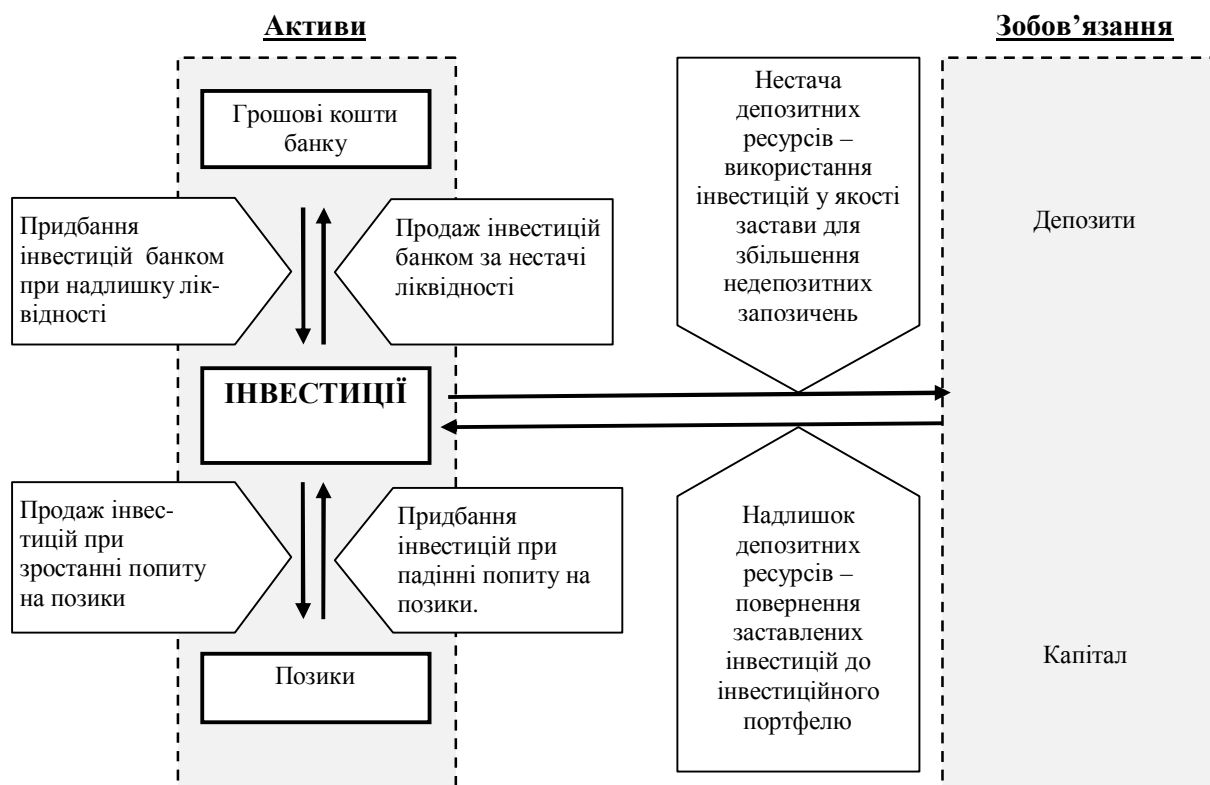
Разом з тим, така відмінність якісних характеристик активів і пасивів балансу банку однозначно свідчить про те, що банк – як фінансовий посередник - бере на себе частину ризику постачальника фінансових ресурсів. У зв'язку з цим у банку виникає завдання управління цим ризиком, яке може бути вирішене декількома способами:

- 1) пасивне прийняття банком ризику на себе;
- 2) диверсифікація ризику, оскільки з огляду на невеликий розмір фінансових вимог клієнти не в змозі самі це зробити;
- 3) трансфер частини ризику іншим економічним агентам через похідні цінні папери.

Отже, навіть спеціалізуючись на трансформації активів, банк не завжди може зробити це досконало. Проте, така недосконалість може бути подолана у випадку коли банк виходить поза межі виключно депозитно-кредитної схеми: «ліквідні депозити проти неліквідних кредитів». Нестача ліквідності може бути компенсована за рахунок придбання, створення або купівлі банком ліквідних активів (ліквідності). До таких активів, зазвичай, відносять активи, які мають здатність бути швидко проданими за ціною, що мінімально відрізняється від поточної ринкової. Взаємодію між різними за ліквідністю активами у портфелі банку і зобов'язаннями банку можна представити у вигляді схеми, на рис. 2.4.

Фактично, інвестиції в цінні папери і деривативи виконують роль інструмента координації взаємодії між коштами банку, кредитним портфелем і депозитами. У випадку нестачі коштів для забезпечення ліквідності комерційний банк може продати частину інвестицій. А з іншого боку, коли має місце надлишок коштів (надлишкова ліквідність), ці кошти можуть бути витрачені на придбання інвестиційних цінних паперів. У випадку коли падає попит на кредити, ресурси банку будуть спрямовуватися в інвестиційну діяльність і, навпаки, у випадку зростання попиту на кредити, певна частина інвестицій буде продана для задоволення цього попиту.

В ситуації коли депозити - основне джерело ресурсів для більшості банків – є, з якихось причин, недоступними для банку, якісні цінні папери можуть бути



**Рис. 2.4. Роль інвестицій в регулюванні діяльності комерційного банку**

*Джерело: розроблено автором*

використані в якості застави при отриманні кредитів в інших банках і, зокрема центральному банку, або при здійсненні операцій «репо».

### **2.3. Особливості реалізації форм і видів інвестиційної діяльності банків в Україні**

Традиційно, при здійсненні класифікації напрямків інвестиційної діяльності, банками використовується усталений підхід в основу якого покладена загальна практика ідентифікації форм і видів інвестицій. Проте, поряд з цим, їй притаманні і певні особливості, що обумовлені інституціональною специфікою банківської діяльності у частині існуючих регуляторних обмежень.

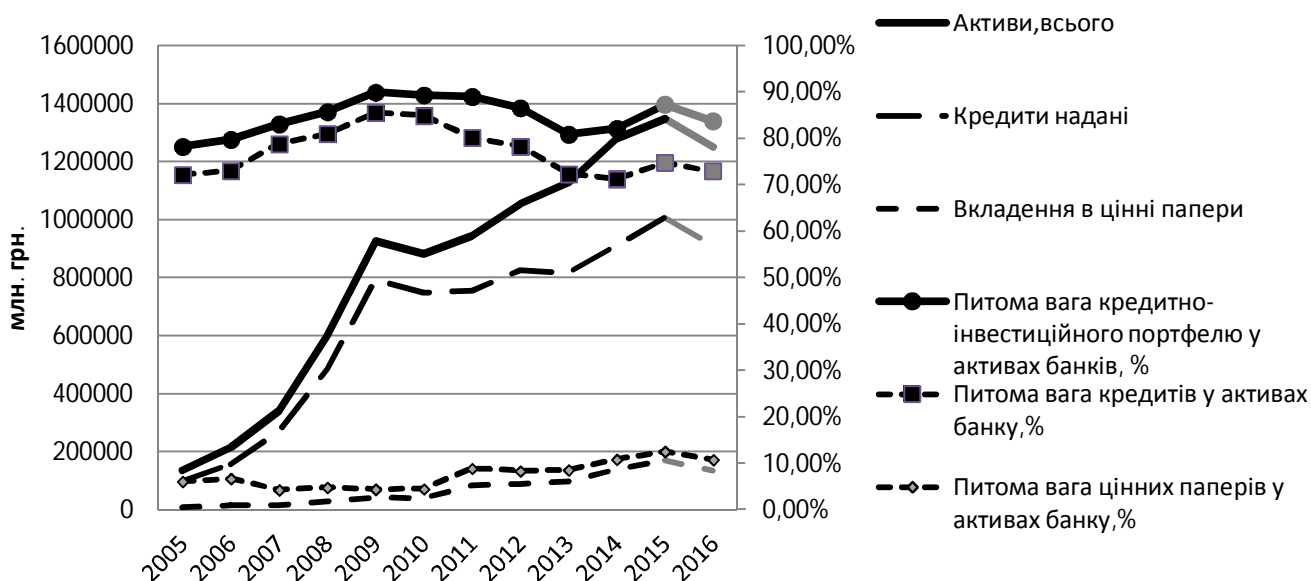
Так, об'єктно орієнтований підхід передбачає розподіл інвестицій на реальні і фінансові, де в першому випадку об'єктом інвестування виступають реальні активи, а в другому – фінансові інструменти. У рамках корпоративно-управлінського підходу інвестиції банків поділяються на прямі і портфельні.

Прямі інвестиції мають на меті забезпечення банку права безпосереднього управління об'єктом інвестування. В свою чергу, портфельні інвестиції не передбачають, в якості мети, отримання права прямого управління об'єктом інвестування, а здійснюються лише з метою отримання доходу у вигляді процентів, дивідендів або ж в наслідок зростання ринкової вартості активів. Проте, варто зазначити, що такий поділ, на нашу думку, є суб'єктивно обумовленим. Суб'єктивна обумовленість такого поділу полягає в тому, що комерційний банк може де-факто бути прямим інвестором, проте не прийматиме участь у оперативному управлінні об'єктом інвестування - не використає своє право на пряме управління - з об'єктивних причин, як, наприклад, некомпетентність фахівців банку у сфері діяльності об'єкту інвестування.

Банківські інвестиції можуть диференціюватися і за більш деталізованими ознаками: вкладення в кредити, строкові депозити, паї, дольову участь, цінні папери, нерухомість, дорогоцінні метали і камені, предмети колекціонування, майнові і інтелектуальні права та ін. Проте в Україні, для банківських інвестицій притаманним є домінування в них все ж таки кредитної форми, що обумовлено по-перше, все ще існуючою інституціонально-функціональною кредитною спеціалізацією банків серед інших фінансових посередників, і, по-друге, слабким рівнем розвитку фінансового ринку, що притаманний транзитивним і посттранзитивним економікам, як, наприклад, українська (рис.2.5).

З огляду на існування для банків специфічних регуляторних обмежень у сфері виробничої діяльності, у якості альтернативних підходів банки можуть здійснювати інвестиції в об'єкти будівництва і нерухомості, витвори мистецтва, валютні метали, об'єкти інтелектуальної власності, але за умови існування глибоких і ліквідних ринків для цих активів. Загалом, такі інвестиції не мають прямого відношення до

виконання банком функцій фінансового посередництва, і мають розглядатися у якості сурогату по відношенню до фінансових інвестицій.



**Рис. 2.5. Динаміка зміни структури кредитно-інвестиційного портфелю і активів банків України\***

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2005-2014 рр.)

\* дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

Крім того, операції з нерухомістю обмежуються спроможністю банку отримати доступ до довгострокових фінансових ресурсів. Ринок нерухомості складається з трьох основних сегментів: житлові будівлі, об'єкти господарського призначення і земельні ділянки. Діяльність банку на кожному з них потребує спеціальних знань, що обумовлює потребу наявності в штаті банку не тільки професійно підготовлених робітників відповідної кваліфікації, а і створення спеціалізованого підрозділу в структурі банку.

Крім того, цій формі інвестицій притаманний відносно низький ступінь ліквідності. Саме тому прийняття рішень стосовно вкладання банком коштів в об'єкти нерухомості потребує врахування всіх зазначених факторів і має спиратися на усесторонню інформацію і зважені міркування. Критеріями вибору об'єкту інвестування у сфері нерухомості мають бути розташування об'єкту та його функціональне призначення.

Вкладення в дорогоцінні метали, каміння і предмети колекціонування можуть здійснюватися банками з різних мотивів: насамперед з розрахунку на зростання ринкової вартості, або, в гіршому випадку, здатність даних активів зберігати свою вартість в часі, і, таким чином, слугувати страховим резервом, з міркувань престижу та ін. Зазвичай, інвестування в дорогоцінні метали, камені і предмети мистецтва не має на меті отримання прибутку у короткостроковому періоді і здійснюється банками, що мають достатню ресурсну базу, або ж банками, що здійснюють політику вкладень в недооцінені активи, а також інші ризикові активи з невизначеною ринковою оцінкою, в розрахунку на зростання вартості активів в майбутньому. Вкладення коштів у дорогоцінні метали каміння і предмети колекціонування є більш ліквідними ніж вкладення в нерухомість, що дає інвестору можливість їх відносно швидкої реалізації за форс-мажорних обставин. Реальні інвестиції, як показав аналіз, складають незначну долю в загальному обсязі банківських інвестицій – близько 6% (рис.Б.2.) Більш характерними для банків є фінансові інвестиції, що локалізуються у кредитно-інвестиційному портфелі.

Фінансові інвестиції банків включають в себе вкладення в основні та похідні цінні папери, кредити, строкові депозити в інших банках, паї і долі участі. Однак, на практиці все ще залишається дискусійним питання віднесення до інвестиційної діяльності банку його кредитної діяльності. Оскільки нами вже було доведено, що об'єктом інвестиційної діяльності є активи, отже, і кредити - як основна група активів банку - теж є результатом його інвестиційної діяльності.

На користь цього твердження варто зауважити, що банківські кредити відповідають Положенню (стандарту) бухгалтерського обліку 13 "Фінансові інструменти" [201], згідно якого фінансовий інструмент - контракт, який одночасно приводить до виникнення (збільшення) фінансового активу в одного підприємства і фінансового зобов'язання або інструмента власного капіталу в іншого. Таким чином, за наведеним визначенням, кредит має відношення до фінансових інструментів.

По мірі розвитку фондового ринку все більшого значення набувають вкладення в цінні папери: боргові зобов'язання (облігації, векселя, депозитні сертифікати, державні цінні папери, цінні папери, що емітовані органами місцевого самоуправління, інші види зобов'язань, що емітуються юридичними особами), дольові цінні папери (акції), похідні фінансові інструменти. Також банк може здійснювати вкладення у формі строкових депозитів в інші банки (таб.Б.1).

Інвестиційний кредит виступає як форма надання довгострокової позики на умовах платності, строковості, повернення і цільового використання, за умови, що банк має право на повернення суми основного боргу і процентних платежів, але не набуває права за сумісною господарською діяльністю. Разом з тим, цей вид кредитування має певні відмінності від інших кредитних угод, до яких варто віднести більш тривалий термін надання і високий ступінь ризику [202, с.5-6].

У процесі інвестиційного кредитування комерційний банк не отримує жодних привілеїв стосовно права участі у діяльності підприємства-позичальника крім тих, що обумовлюються у кредитній угоді, на відміну від ситуації коли банк, за рахунок придбання долі в статутному фонді, набуває право власності і отримує можливість володіти користуватися і розпоряджатися належним йому майном відповідно до долі участі у статутному фонді.

Інвестиції банків в створення і розвиток підприємств і організацій включають два основних види: вкладення в господарську діяльність інших підприємств і вкладення у власну діяльність банку. Вкладення банку в господарську діяльність сторонніх підприємств і організацій здійснюється шляхом участі банку в їх капітальних витратах, формуванні або розширенні статутного капіталу. При участі в статутному капіталі шляхом купівлі акцій, паїв, часток, комерційні банки стають співвласниками статутного капіталу і отримують усі права, які відповідно до законодавства мають акціонери і учасники підприємства. Вкладення в створення і розвиток сторонніх підприємств також мають місце при засновницькій діяльності банку, коли банк є засновником (співзасновником) фінансових і нефінансових компаній та їх об'єднань.

Організації, що засновуються комерційними банками відносяться переважно до фінансової сфери ( інвестиційні фонди і компанії, брокерські фірми, інвестиційні консультанти, лізингові і факторингові фірми, депозитарні і клірингові інвеститури, страхові фірми, недержавні пенсійні фонди, холдинги, фінансові групи і т.д.) або сфери послуг (фінансове консультування, інформаційні бюро та ін.).

Як видно з табл. 2.3 питома вага інвестицій у асоційовані і дочірні компанії є, загалом, незначною і коливається по галузі у межах від 0,15% до 0,22% від обсягу активів. Однак, варто зауважити, що такий незначний рівень може бути пояснено кризовим станом економіки, існуючою функціональною ненасиченістю національної фінансової системи і тотальним домінуванням у ній саме банків: немає сенсу створювати асоційовані і дочірні компанії за умов фактичної відсутності конкуренції зі сторони небанківських фінансових посередників. Проте, сам факт, що банки цим займаються, свідчить на користь того, що вони розуміють перспективність цього напрямку інвестиційної діяльності.

Таблиця 2.3

### Інвестиції банків в асоційовані і дочірні компанії (тис. грн.)

Дата	Група	Банків у групі	Інвестиції в асоційовані і дочірні компанії	Активи групи	Інвестиції в асоційовані і дочірні компанії на 1 банк групи	Питома вага інвестицій в асоційовані і дочірні компанії в активах групи
1	2	3	4	5	6	7
01.01.08	1	17	822524	388271099	48384	0,21%
	2	17	396492	102956220	23323	0,39%
	3	34	14243	61170048	419	0,02%
	4	105	4103	46998735	39	0,01%
	УСЬОГО	173	1237362	599396102	X	<b>0,21%</b>
01.01.09	1	18	1325764	629 542 973	73654	0,21%
	2	20	151 082	154115648	7554	0,10%
	3	24	16040	68003311	668	0,02%
	4	120	5 364	74424566	45	0,01%
	УСЬОГО	182	1498250	926086498	X	<b>0,16%</b>
01.01.10	1	18	1101537	605249970	61197	0,18%
	2	19	149 739	138323751	7881	0,11%
	3	21	32998	57033260	1571	0,06%
	4	121	703	71831572	6	0,00%
	УСЬОГО	179	1284977	872438553	X	<b>0,15%</b>

Таблиця 2.3(продовження)

1	2	3	4	5	6	7
01.01.11	1	17	1400287	628785640	82370	0,22%
	2	22	144 075	170328631	6549	0,08%
	3	21	31662	59806008	1508	0,05%
	4	115	725	83163715	6	0,00%
	УСЬОГО	175	1576749	942083994	X	<b>0,17%</b>
01.01.12	1	17	1684861	705448994	99109	0,24%
	2	19	200 052	155635762	10529	0,13%
	3	22	8009	81974135	364	0,01%
	4	117	38 802	111213396	332	0,03%
	УСЬОГО	175	1931724	1054272287	X	<b>0,18%</b>
01.01.13	1	15	1777070	716233404	118471	0,25%
	2	20	501819	194675701	25091	0,26%
	3	25	30144	101505453	1206	0,03%
	4	115	11 342	114777440	99	0,01%
	УСЬОГО	175	2320375	1127191998	X	<b>0,21%</b>
01.01.14	1	15	2184739	821585468	145649	0,27%
	2	20	516 430	221891189	25822	0,23%
	3	23	2684	103306406	117	0,00%
	4	122	61 545	131311926	504	0,05%
	УСЬОГО	180	2765398	1278094989	X	<b>0,22%</b>

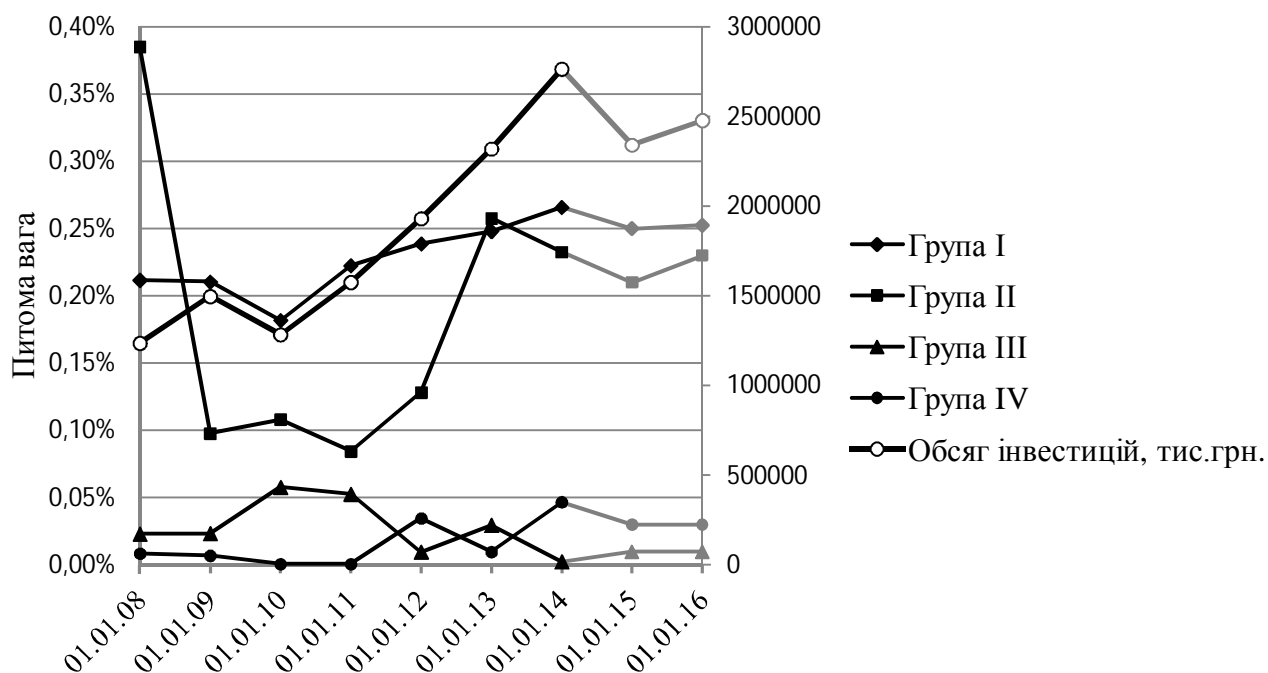
Джерело: розроблено автором на основі даних Вісника НБУ (2007-2014 рр.)

Динаміка зміни обсягів інвестицій у асоційовані і дочірні компанії, наведена на рис. 2.6, дає змогу зробити декілька висновків.

По-перше, саме банки другої групи, як найбільш мобільні, від початку виступали ініціаторами цього напрямку діяльності. Це може бути пояснено тим, що відчуваючи конкуренцію як зі сторони верхнього сегменту (I група), так і зі сторони нижнього (III і IV групи), вони намагаються диверсифікувати напрямки своєї діяльності.

По-друге, банки першої групи, з огляду на свій розмір і статус в системі, є більш інерційними у виборі стратегічних напрямків інвестиційної політики і вносять до неї корективи лише послуговуючись позитивним досвідом інших банків. І, по-третє, банки третьої і четвертої груп не схильні до активної диверсифікації напрямків інвестиційної діяльності.





**Рис. 2.6. Загальний обсяг і питома вага інвестицій в асоційовані і дочірні компанії по I -IV групам банків\***

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Вісника НБУ (2008-2014рр.)

\* дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

До мотивів участі банків в господарській діяльності підприємств і організацій слід віднести: обхід законодавчих обмежень на непрофільні види діяльності; встановлення фінансового контролю над інвестиціями; диверсифікацію ризиків і підвищення прибутковості діяльності банків; розширення зони впливу, видів послуг, що надаються клієнтам для зміцнення становища банку на різних ринках; розширення ресурсної і клієнтської бази шляхом створення мережі дочірніх фінансових інститутів; виділення структурних підрозділів, які досягли значних масштабів і отримали самостійне значення при збереженні над ними контролю.

Поза балансом банку інвестиції можуть бути реалізовані у виробничій і невиробничій формах. У рамках інвестиційного процесу участь банків у діяльності компаній може здійснюватись у виробничій формі, насамперед, через фінансування придбання нових основних засобів або технічне переоснащення і реконструкцію вже наявних основних засобів шляхом надання банківських позик, послуг з лізингу, факторингу, андерайтингу.

При проектному фінансуванні, банк розраховує не тільки на позитивний фінансовий результат від кредитної діяльності, але і на участь у розподілі прибутку підприємства у довгостроковій перспективі як його акціонер. Таке право реалізується через володіння паєм або пакетом акцій, а також через використання позабалансових форм, наприклад, через укладання угод про участь в управлінні підприємством. Пряма участь у процесі реалізації інвестиційного проекту, наприклад, у форматі проектного фінансування, забезпечує банку можливість здійснювати заходи з регулювання і нагляду за реалізацією проекту, мінімізувати системні ризики проекту і підвищити його ефективність.

Українські комерційні банки найчастіше здійснюють вкладення в створення і розвиток підприємств і організацій розраховуючи не на дивіденди і проценти, а на побічний економічний результат: закріплення на ринках, залучення додаткових клієнтів і т.д. Однією з умов інвестування, як вже зазначалося, виступає вимога отримання такого рівня контролю над підприємством, який відповідатиме рівню ризиків участі банку у проекті.

Однак, слід зазначити, що зростання інвестиційної активності банків у частині участі в статутних фондах нефінансових компаній має і зворотний ефект. Перебирання банком на себе неспецифічних ризиків компаній, якими він володіє, може негативно вплинути на його фінансову стійкість та завадити реалізації основних видів діяльності.

У зв'язку з цим, існуючі законодавчі і нормативні акти передбачають ряд обмежень на участь банків у господарській діяльності. Насамперед, банку заборонено займатися виробничою, торговою і страховою діяльністю. Серед інших обмежень, згідно з Законом України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. банки мають право здійснювати прямі інвестиції без письмового дозволу НБУ у разі, якщо:

- інвестиція в будь-яку юридичну особу становить не більше 5 відсотків регуляторного капіталу банку;

- юридична особа, в яку здійснюється інвестиція, веде виключну діяльність з надання фінансових послуг;
- регуляторний капітал банку повністю відповідає вимогам для інвестицій, встановлених нормативно-правовими актами НБУ [203].

Згідно з Інструкцією про порядок регулювання діяльності комерційних банків в Україні, затвердженою постановою Правління НБУ від 28 серпня 2001 р. № 368 банку забороняється інвестувати в підприємство, установу, статутом яких передбачена повна відповідальність його власників. Пряма чи опосередкована участь банку у капіталі будь-якого підприємства не повинна перевищувати 15 процентів капіталу банку (Н11). При цьому сукупні інвестиції банку не повинні перевищувати 60 процентів розміру капіталу банку (Н12) [204]. При цьому варто зауважити, що ще існують і інші обмеження, які встановлюються для всіх суб'єктів господарювання, такі як антимонопольні правила, нормативи, що регламентують участь у фінансово-промислових групах та ін.

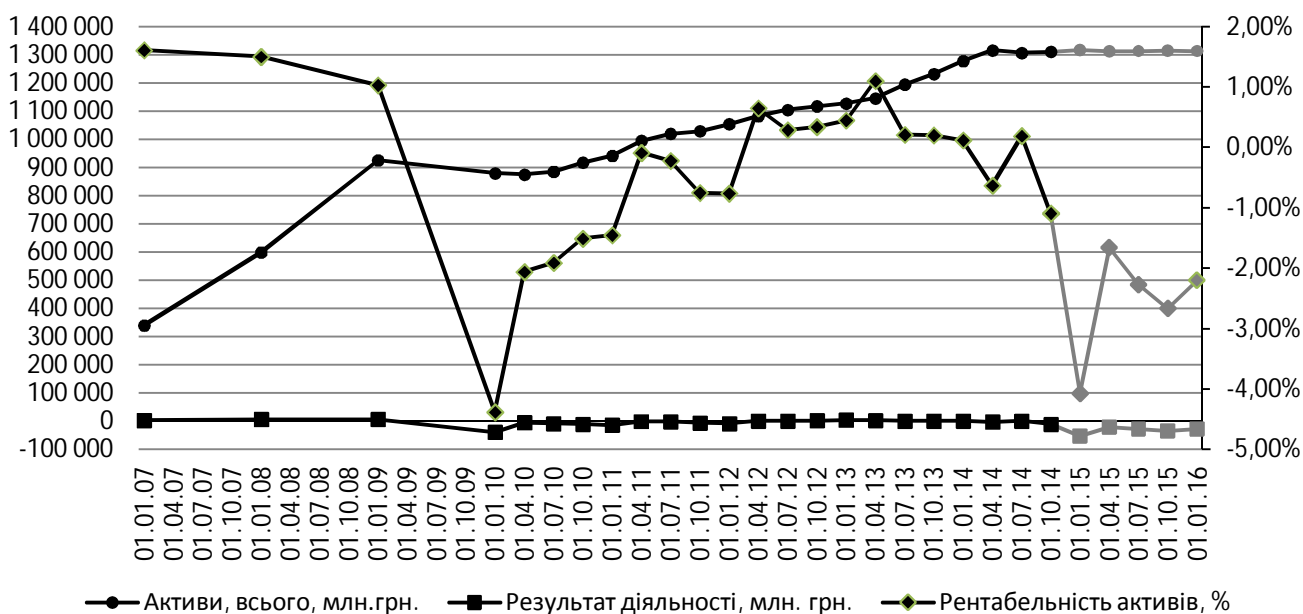
Внутрішні, по відношенню до банку, інвестиції передбачають витрати спрямовані на розвиток засобів виробництва, що використовуються (або можуть бути використані) в діяльності банку та витрати пов'язані з розвитком та вдосконаленням організаційно-управлінської інфраструктури банку. Розподіл цих інвестицій відбувається за основними напрямками діяльності банку або за центрами отримання прибутку, що визначаються стратегією розвитку банку. До основних напрямків інвестиційної діяльності відносять:

- витрати необхідні для фінансування регулярної діяльності банку, що забезпечують діяльність банку як суб'єкта підприємницької діяльності;
- витрати спрямовані на фінансування заходів з мінімізації транзакційних витрат і ризиків діяльності банку у частині запровадження нових технологій і обладнання, систем управління, підвищення фахового рівня працівників, розробки систем збору і управління інформацією;
- витрати пов'язані з ринковим позиціонуванням банку з метою розширення присутності банку на специфічних ринках банківських продуктів і послуг, виходу на суміжні фінансові ринки та створення нових фінансових інструментів і ринків;

- вимушені витрати на реалізацію банком заходів з виконання нормативних положень, що висуваються регуляторами у якості необхідних для функціонування банку.

Ефективність інвестицій в розвиток банку досягається в тому випадку, коли в результаті здійснення витрат забезпечується збільшення ринкової вартості активів банку, покращення його фінансового стану, що опосередковано знаходить своє відображення, насамперед, у зростанні ринкової ціни акцій банку, підвищенні рейтингу банку, задоволенні вимог органів державного регулювання і нагляду.

Загалом, визначення обсягів і структури інвестицій (обсягів і структури активів) банку, що здійснюється у процесі розробки його інвестиційної стратегії, має базуватися на точних техніко-економічних розрахунках (які є складовою частиною бізнес-плану банку) з урахуванням тенденцій розвитку національної економіки в умовах глобалізації. Перевищення необхідного обсягу інвестицій може призвести до падіння ефективності банківської діяльності, зниження дохідної бази банку, незбалансованості ліквідності, і, в кінцевому випадку, до зменшення багатства інвесторів (рис.2.7).



**Рис. 2.7. Динаміка активів і результати діяльності банків України\***

Джерело: Розроблено автором за даними Вісника НБУ (2007-2014 рр.)

\*дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

Крім того, аналіз практики діяльності вітчизняної банківської системи засвідчує дещо парадоксальні результати стосовно зв'язку між загальними обсягами

активів, фінансовим результатом, рентабельністю активів і рентабельністю капіталу (таб.2.4).

Таблиця 2.4

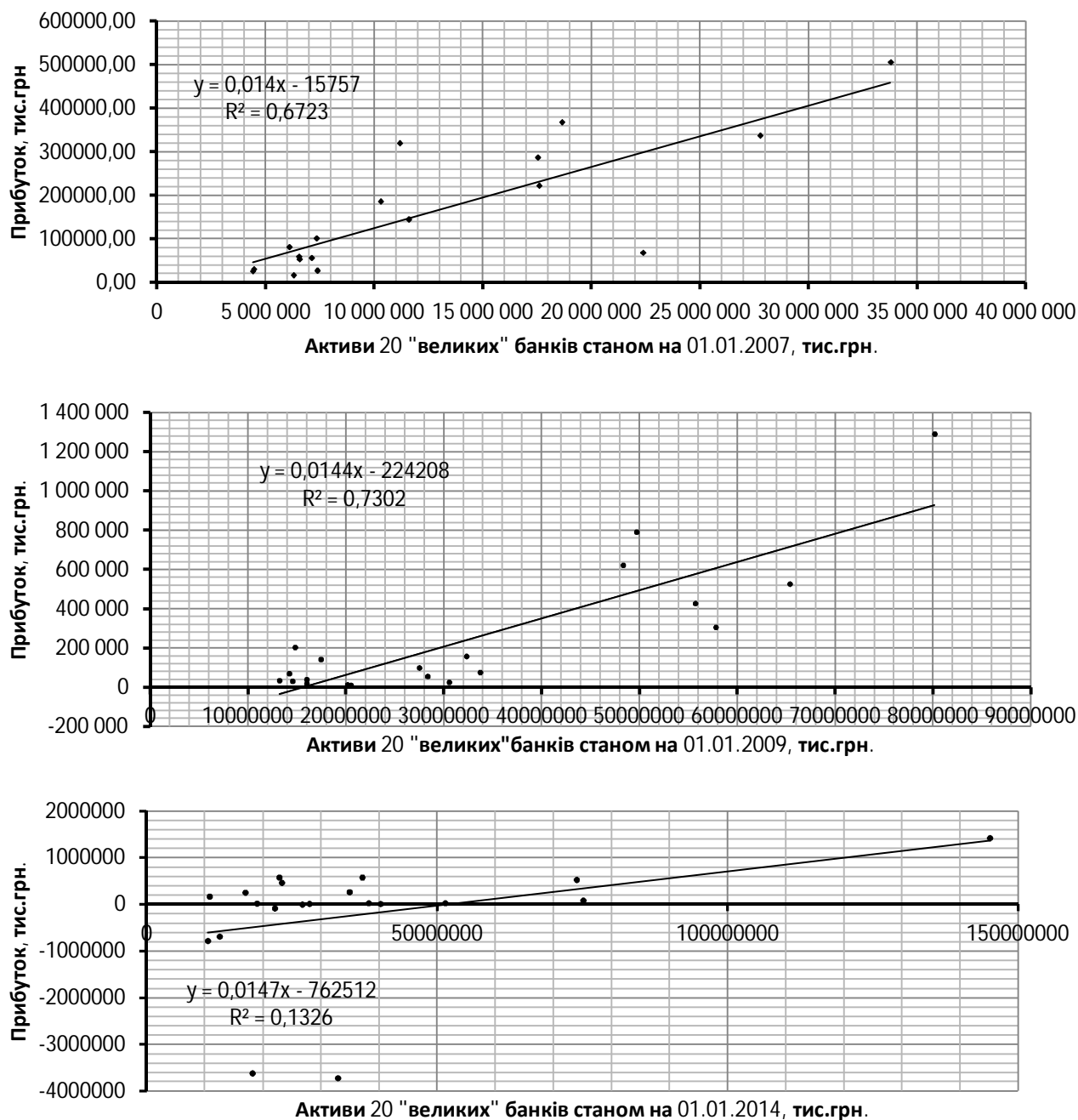
**Оцінка залежності результатів діяльності банків від обсягів активів банків України (у період з 01.01.2007 по 01.10.2014)**

Кореляційна пара	Коефіцієнт кореляції	Природа зв'язку	Значимість зв'язку
величина активів – результат діяльності	-0,1649	негативний	слабкий
величина активів – рентабельність активів	-0,3810	негативний	помірний
величина активів – рентабельність капіталу	-0,4058	негативний	помірний

*Джерело:* розраховано автором на основі даних Вісника НБУ (2005-2014 рр.)

Аналіз даних рис. 2.7 і таб. 2.4. дає нам змогу зробити висновок, що зростання величини активів у банківській системі за період спостереження не призвело до зростання показників діяльності банків. Поясненням такої ситуації може бути лише низька інвестиційна якість активів банків, яка, в свою чергу, є наслідком реалізації хибного вибору інвестиційної стратегії менеджментом банку.

Однак дані, які нами розглянуто, є узагальнюючими по системі в цілому і мають стосунок до 170-180 банків, що її складають. У якості робочої гіпотези припустимо, що існує диференціація у підходах до оцінки якості активів у банках різних груп при формуванні кредитно-інвестиційного портфеля. Цілком обґрунтованим, на нашу думку, може бути припущення, що банки з більш високими обсягами активів більш ретельно підходять до формування портфеля. Для цього ми порівняємо рівень індивідуального взаємозв'язку активів і чистого прибутку 20 найбільших і 20 найменших банків за трьома контрольними датами: 1 січня 2007 року, 1 січня 2009 року і 1 січня 2014 року. Дані по залежності між величиною активів банку і його прибутком для 20 найбільших банків відображено нами на рис. 2.8

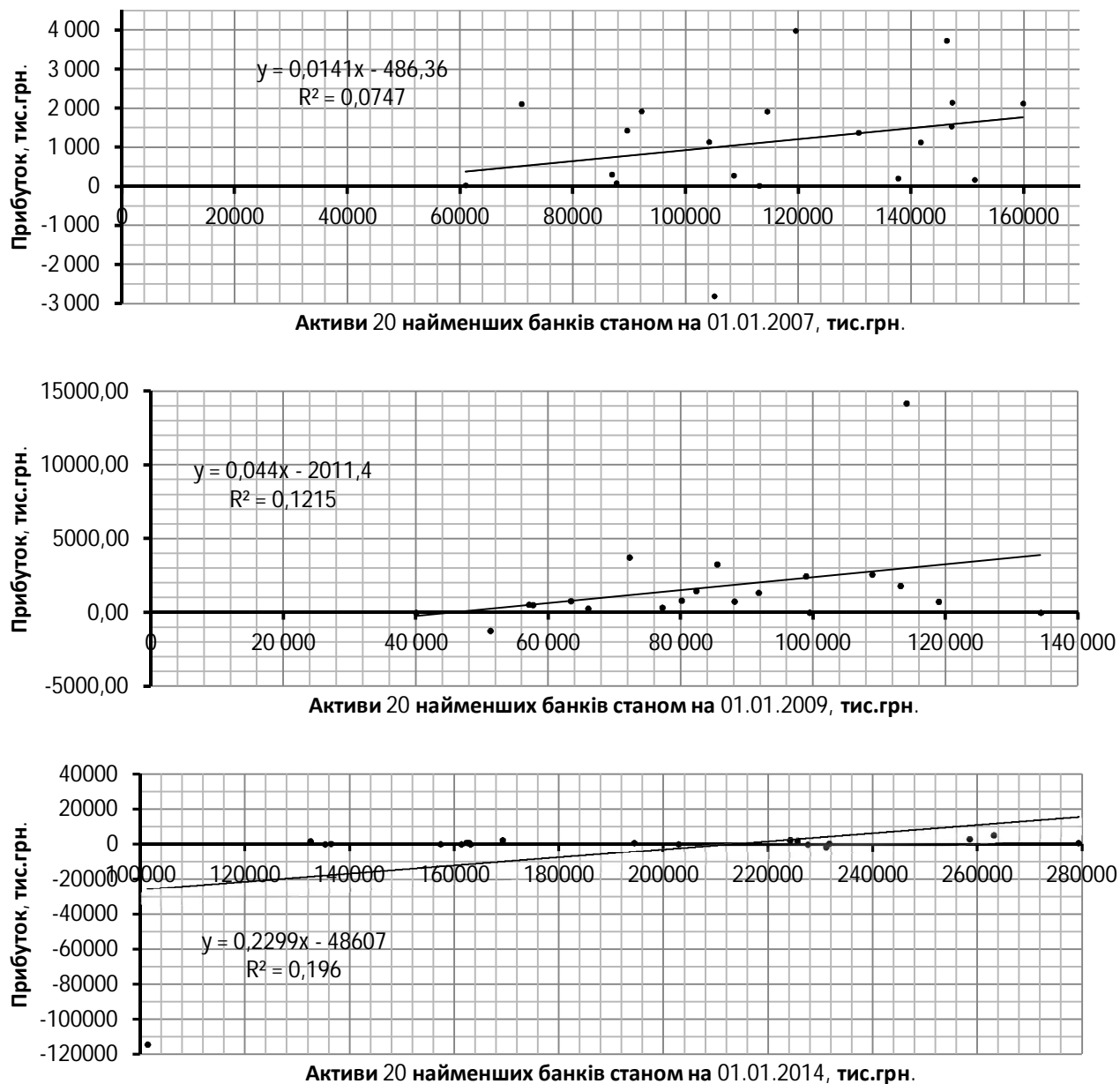


**Рис. 2.8 Взаємозв'язок між індивідуальною величиною активів «великих» банків і їх прибутком**

*Джерело:* Розроблено автором за даними Вісника НБУ (2007, 2009, 2014 рр.)

Наведені на рис.2.8 дані показують, що зв'язок між величиною активів «великого» банку і його прибутком був позитивним і відносно достовірним на початок 2007 року (орієнтовний початок кредитного буму) і ще більш посилювався станом на початок 2009 року (умовний пік кредитного буму). Однак, вже на початок 2014 року (посткризова рецесія) значення такої залежності було несуттєвим. Про свідчить зменшення величини достовірності апроксимації ( $R^2$ ).

Для 20 найменших банків, як показано на рис.2.9, взагалі не існувало достовірної залежності між величиною активів і прибутком у ключових точках періоду спостереження.



**Рис. 2.9. Взаємозв'язок між індивідуальною величиною активів найменших банків і їх прибутком**

*Джерело:* Складено автором за даними Вісника НБУ (2007, 2009, 2014 рр.)

Найменші банки, які, як правило, обмежені в доступі до недорогих ресурсів, не мають у своєму статутному капіталі значної частки іноземного капіталу (або взагалі не мають іноземного капіталу) і, що природно, не можуть скористатися ефектом масштабу або виступити в ролі маркет-мейкера на ринку кредитних послуг.

За таких обставин вони змушені у боротьбі за фінансовий результат покладатися виключно на інтенсивні методи роботи, сутність яких полягає не в боротьбі за долю на ринку кредитів, а в боротьбі за якість власного кредитного портфеля. А отже, можна зробити висновок, що, загалом, не обсяг активів банку обумовлює ефективність його діяльності, а їх якість (рис.Б.3).

#### **2.4. Регуляторний підхід до оцінки інвестиційних якостей активів банку**

Оскільки, як ми вже визначилися, засобом і об'єктом інвестиційної діяльності банку є активи, має сенс більш детально розглянути інвестиційну природу активних операцій банку.

Загалом, діяльність комерційного банку має дві сторони, що знайшли своє відображення в його активних і пасивних операціях. Звісно, така формалізація сторін діяльності банку призводить до формування дещо спрощеного уявлення про діяльність банку; проте, вона дає змогу однозначно тлумачити природу реалізації інвестиційної діяльності банку - в рамках інвестиційного процесу - виключно через активні операції. Результати активних операцій комерційного банку – а значить і інвестиційної діяльності - знаходять своє відображення в статтях активів балансу комерційного банку (табл. 2.5).

Основним завданням будь-якого комерційного банку з точки зору його власника (інвестора) є віднаходження такої оптимальної структури свого балансу, при якій максимізувався б прибуток підприємства і, в той самий час, забезпечувалася на бажаному рівні ліквідність підприємства, що у свою чергу, забезпечить зростання ринкової вартості активів банку.



Таблиця 2.5

## Активи балансу і активні операції комерційних банків

Статті активів балансового звіту банку		Активні операції банку	
Готівка	Валюта, монети і банківські метали Дорожні та інші чеки Коррахунок у НБУ Інші кошти в НБУ	Грошові кошти	<b>Акумулявання коштів:</b> на кореспондентському рахунку в НБУ, у касі. <b>Розміщення коштів:</b> на коррахунках в інших банках (рахунки ностро), у депозити в інших банках.
Основні активи	Коррахунки в інших банках Депозити в інших банках Цінні папери в портфелі банку на продаж Цінні папери в торговому портфелі банку Цінні папери в портфелі банку до погашення Кредити та фінансовий лізинг, надані клієнтам	Цінні папери	<b>Вкладення</b> в державні та корпоративні цінні папери на продаж <b>Вкладення</b> в державні та корпоративні цінні папери на інвестиції. <b>Вкладення</b> в статутні фонди підприємств та організацій.
		Кредитний портфель	<b>Надання кредитів:</b> юридичним особам в національній та іноземній валюті ( у т.ч. прострочені та пролонговані), фізичним особам в національній валюті ( у т.ч. прострочені та пролонговані). <b>Надання міжбанківських кредитів</b> в національній та іноземній валюті ( у т.ч. прострочені та пролонговані).
Вторинні активи	Нематеріальні активи Матеріальні активи Інші активи	Майно та нематеріальні активи	<b>Вкладення</b> в основні засоби. <b>Вкладення</b> в товарно-матеріальні цінності. <b>Вкладення</b> в нематеріальні активи

Джерело: розроблено автором .

Важлива роль у вирішенні цієї задачі належить управлінню активами банку, основною метою якого і є формування оптимальної структури банківських активів.

Якість активу є його узагальнюючою характеристикою. Її визначення здійснюється на основі таких критеріїв як ліквідність, дохідність та ризиковість. У випадку аналізу різнорідних груп активів слід також враховувати такий показник як диверсифікованість.

Загалом, під ліквідністю розуміють здатність активів бути швидко реалізованими за ціною, що близька до ринкової. На відміну від ліквідності загалом, під ліквідністю банку розуміють його здатність забезпечити своєчасне, в повному обсязі і без втрат забезпечити виконання своїх боргових і фінансових зобов'язань перед всіма контрагентами, а також надавати їм кошти у рамках взятих на себе зобов'язань, у тому числі і в майбутньому[205].

Отже, у випадку з банківською ліквідністю – мова, власне, іде вже не про якісну характеристику окремого активу, а про функціональну роль активів у діяльності банку. Ступінь ліквідності активів того або іншого виду залежить від його призначення. Наприклад, кредитні вкладення банку задовольняють потреби клієнтів в додаткових коштах і слугують банку одним з основних джерел доходу.

Основні засоби і нематеріальні активи необхідні банку для забезпечення умов функціонування кредитної установи, а такі активи, як готівкові кошти в касі банку і кошти на його кореспондентських рахунках виступають для банку у ролі безпосереднього джерела ліквідності.

До числа показників, що характеризують різні сторони сукупної ліквідності банківських активів можна віднести наступні:

- $\frac{\text{грошові кошти}}{\text{сукупні активи}}$ ; при цьому необхідно враховувати, що не всі касові активи банку можуть бути використані для покриття його потреб в ліквідних коштах, а лише та їх частина, що депонується у вигляді обов'язкових касових резервів (тобто, встановленого кредитною організацією мінімально допустимого залишку готівкових грошей в операційній касі);
- $\frac{\text{середньозважена за строками величина всіх виданих кредитів та зданих в оренду активів}}{\text{сукупні активи}}$ ;

невисоке значення даного показника має оцінюватися позитивно, оскільки зазначені в чисельнику активи відносять до низько ліквідних;

- $\frac{\text{короткострокові інвестиції}}{\text{сукупні активи}}$ ; показник характеризує питому вагу короткострокових вкладень в цінні папери, що мають досить високий ступінь ліквідності;
- $\frac{\text{резервний фонд} + \text{всі види створюваних банком резервів (на покриття збитків по позикам, цінним паперам та іншим активам)}}{\text{неліквідні активи}}$ ; оскільки резерви банку підтримують на постійному рівні деяку частину його ліквідності, то дане співвідношення до певної міри встановлює пропорції між ліквідною і неліквідною частинами активів;
- $\frac{\text{довгострокові вкладення}}{\text{резервні фонди}}$ ; відношення найменш ліквідних активів до найбільш ліквідних;
- $\frac{\text{ринкова (справедлива) ціна цінних паперів}}{\text{балансова ціна цінних паперів (або ціна придбання)}}$ ; показник характеризує ліквідність активів, що мають ринкову вартість і ступінь її зміни;
- $\frac{\text{цінні папери в заставі}}{\text{всі цінні папери}}$ ; відношення найбільш ліквідних активів окремого виду до загальної суми активів того ж виду і т.д.

Проте, не варто однозначно позитивно оцінювати зростання показників ліквідності комерційного банку вище нормативних, оскільки надлишкова кількість високоліквідних активів, як правило, справляє негативний вплив на дохідність банку; а з іншого боку – надлишок ліквідності сприяє підтримці стійкості банків на системному рівні.

Крім того, сама концепція ліквідності комерційного банку є дуалістичною. З одного боку ліквідність розглядають як «запас» - коли мають на увазі здатність банку виконати свої зобов'язання в конкретний момент часу, а з іншого – ліквідність це «потік» . Ліквідність «потік» також визначається на конкретний момент часу, однак з урахуванням стану ліквідності на майбутній період, приймаючи до уваги спроможність банку протягом визначеного періоду часу переломити несприятливу тенденцію формування розривів ліквідності.

Іншим актуальним питанням, є, на нашу думку, визначення факторів, що можуть вплинути на ринкову ліквідність активу.

Негаразди обумовлені фінансовою кризою загострили потребу в ретельній оцінці ліквідності на ринках активів, і, відповідно, у оцінці показників, що дозволяють ринкам залишатися ліквідними і з передбачуваними цінами у стресових ситуаціях. Банки мають бути надзвичайно обережними щоб не бути введеними в оману під впливом інерції сприйняття окремих ліквідних ринків активів, які існували у період економічного буму, що передував кризі. Останні події на фінансових ринках показали, що ліквідність на окремих ринках може буквально випаруватися саме у період загострення кризи у банківському секторі. Нижче нами розглянуто і проаналізовано ряд факторів, які дають змогу визначитися стосовно того, варто чи не варто сподіватися отримати ліквідність з ринку активів в специфічних умовах глобальної фінансової кризи, а також фактори, що стосуються можливостей конвертації власником активів - з певними рівнями надійності і передбачуваності - у готівку.

*Ринкові фактори ліквідності.* Як уже зазначалося, активи можна вважати високоякісними ліквідними активами якщо їх можна легко і швидко конвертувати у готівку з мінімальною втратою або взагалі без втрати їх вартості. Ліквідність активу залежить, на нашу думку, від специфічності перебігу сценарію кризової ситуації, необхідного обсягу монетизації і встановлених часових обмежень. Проте існує ряд активів (наприклад, готівка, кошти на рахунку в центральному банку та ін.) які демонструють беззаперечну здатність конвертуватися у готівку без застосування до них знижок викидних цін навіть у час кризи.

У якості безпосереднього показника ринкової ліквідності активу можна використати показники спреду між ціною покупця і ціною продавця: вони у прозорій ринковій формі показують ту ціну за якою трейдери будуть схильні позмагатися у процесі пошуку відповідного покупця. На величину цих спредів впливатиме конкурентність ринку, яка знаходить своє відображення через взаємодію певної кількості активних учасників ринку (маркет-мейкерів, або інших торговців і торгових посередників), які готові укладати угоди за цим активом і

величиною коштів, які вони згодні вкласти у цю діяльність. Іншими словами, спред «ціна продажу - ціна купівлі» є найвужчим, а актив, відповідно, максимально ліквідним – коли його утримання у якості товару на продаж не є а ні вартісним, а ні ризиковим, і відповідно, коли багато учасників зацікавлено з здійсненні операцій з ним.

Якості активу, які можуть вплинути на підвищення його ліквідності, можна розділити на дві групи: ринкові якості і базові кості.

*Якості, що мають стосунок до ринку:*

- *Активний і ємний ринок.* Глибокий і ємний ринок активу значно полегшує торгівлю активом за розмірами лотів і конкурентною ціною. Також, за інших рівних умов, великий обсяг емісії може зробити актив більш ліквідним. Показники глибини ринку включають в себе великі обсяги торгів, значну кількість угод і велику кількість активних трейдерів. Це означає, що ринок буде представляти широкий спектр поглядів, що, у свою чергу, ускладнює можливість для якогось окремого великого трейдера вести гру на пониження стосовно банку-продавця, що має проблеми з ліквідністю, або ж отримання специфічної інформації стосовно учасника угоди за результатами його участі у торгах. За умов активного і ємного ринку банк-продавець не наражатиметься на гру на пониження за результатами свого власного «розпродажу» або привертати до себе не бажану увагу у цій ситуації. Актив повинен мати представництво на ринках деривативів і ринку РЕПО за більшістю передбачуваних умов;

- *Наявність активних маркет-мейкерів,* що спеціалізуються на угодах з цим активом. Існування спеціалізованих маркет-мейкерів забезпечує певний рівень додаткової впевненості стосовно здатності ринку підтримувати торгівлю активом і має покращити ліквідність відповідних активів. Проте, варто зауважити, що якщо ліквідність активу залежить тільки від діяльності нечисельної групи маркет-мейкерів, їх вплив на ринок може дати їм змогу маніпулювати ринком активу. Наприклад, вони можуть відмовитися від надання котирувань банку, що, у свою чергу, може призвести до втрати банком ліквідності, якщо ці котирування забезпечували банку ліквідність.

▪ *Низька концентрація ринку:* наявність диверсифікованих груп покупців і продавців на ринку активу підвищує впевненість у його ліквідності.

*Базові якості:*

• *Низький кредитний і ринковий ризик.* Активи, що є меш ризиковими, загалом, мають вищу ліквідність, а показник волатильності їх ціни буде нижчим. З точки зору кредитного ризику, емітент, що має високу кредитну репутацію і, відповідно, високий кредитний рейтинг, таким чином забезпечує високу ліквідність активу. Низька дюрація, низька волатильність, низький ризик інфляції і деномінація активу у конвертованій валюті у поєднанні з низьким ризиком зміни курсу валют можуть забезпечити покращення ліквідності активу з точки зору ринкового ризику;

• *Простота оцінки.* Ліквідність активу зростає якщо учасники ринку схильні довіряти оцінкам ринку. Припускається, що стосовно окремих класів активів їх власники (або спеціалізовані посередники) мають відмінну за якістю - по відношенню до інших учасників ринку - специфічну інформацію. Наприклад, банки можуть бути незрівнянно краще поінформованими стосовно якості своїх власних кредитних активів, ніж це може зробити ринок. Для таких активів учасники торгів можуть вимагати більше інформації ніж її можна отримати з аналізу спреда між ціною продажу і ціною покупки або ж вимагати перевірки благонадійності фінансового стану банку (due-diligence), що, у свою чергу, зменшує їх придатність для банку, коли останній стикається з проблемою ліквідності. Структурна складність ринкового інструменту також збільшує невизначеність у процесі його оцінки. Оцінка структурованих (інформаційно-інтенсивних) активів включає в себе формування очікувань стосовно значно більшої кількості очікуваних грошових потоків або надходжень. Учасники ринку, загалом, не схильні до того щоб беззастережно погодитися з оцінкою структурованих активів, а отже, особливо в кризових ситуаціях, власник активу не буде в змозі ліквідувати актив за прийнятною ціною. З цих самих причин у учасників може виникнути потреба в часі і коштах на здійснення необхідної, на їх думку, перевірки благонадійності фінансового стану банку.

- *Низька кореляція з ризиковими активами.* Банки мають бути впевненими що їх «подушка» ліквідності не є суб'єктом реалізації так званого «ризиків невірному вибору напрямку». Сутність цього ризику полягає в тому, що ціна активу і його ліквідність можуть мати високу позитивну кореляцію з проблемами банківського сектору. Такий актив не можливо буде використати у якості «подушки» ліквідності оскільки він стане неліквідним саме тоді, коли виникне потреба в мобілізації його ліквідності, як це сталося з іпотечними цінними паперами, які є результатом сек'юритизації кредитів, що надавалися тими ж банками.

- *Лістинг на розвинених і загально визнаних ринках* – забезпечує транспарентність активу.

Крім того, у питаннях підтримки як ліквідності окремого активу, так і усієї банківської системи, велику роль відіграє відношення до конкретного активу (групи активів) центрального банку. Визнання центральним банком придатності активу для класичних операцій комерційних банків з центральним банком може бути використано у якості позитивного сигналу при оцінці ринкової товарності активу і може позитивно вплинути на його загальну ліквідність. З цього приводу, на нашу думку, можна навести два міркування.

По-перше, таке визнання може посприяти зростанню ринкового попиту на актив - якщо банки вірять, що вони будуть у змозі отримати ліквідність від центрального банку і оскільки центральний банк діє певним чином як додатковий впливовий учасник ринку. Хоча варто зауважити, що цей ефект буде обмеженим, оскільки обсяги ліквідності, які можуть бути надані центральним банком, є обмеженими.

По-друге, центральні банки можуть використовувати показник ринкової товарності у якості ключового критерію – визначаючись з його придатністю для своїх операцій з комерційними банками. Таким чином, показник придатності активу для операцій центрального банку може розглядатися як «знак якості активу». Проте, в окремих випадках визнання центральними банками активів не означає, що вони залишаться такими ж якісними упродовж тривалого проміжку часу. На користь

цього твердження свідчить ситуація яка склалася з іпотечними цінними паперами у портфелях центральних банків Євросони за час кризи [206].

Навіть якщо ринок є ліквідним сам по собі, відповідь на питання стосовно того чи зможе окремих власник використати свої активи для того щоб отримати кошти, залежить від практичної здатності банку мобілізувати свої ліквідні ресурси та інших економічних перешкод, які можуть завадити йому в цьому. Досвідчені учасники ринку, знайомі з практикою їх функціонування і добре відомі іншим учасникам ринку, будуть мати можливість продати свої активи або тримати кошти під їх заставу дуже ефективно, отримавши від цього максимум ліквідності. Але на практиці банки власники активів дуже різняться в можливостях досягнення такого результату: той самий актив може мати різні характеристики ліквідності у різних руках і різних ситуаціях. З цього приводу варто розглянути декілька важливих факторів. По-перше, банку варто підтримувати свою здатність (репутацію) до використання операцій РЕПО на корпоративному ринку. Для того щоб ефективно використовувати операцію РЕПО банку потрібно встановити і підтримувати стабільні партнерські відносини та дотримуватися адекватних кредитних обмежень: розробка щоразу нових умов здійснення операції РЕПО вимагає суттєвих зусиль для перевірки фінансового стану банку, а, крім того, на це потрібен час; часта зміна партнерів в угодах РЕПО і умов цих угод можуть навести партнерів банку на думку, що, можливо, банк регулярно має проблеми з ліквідністю.

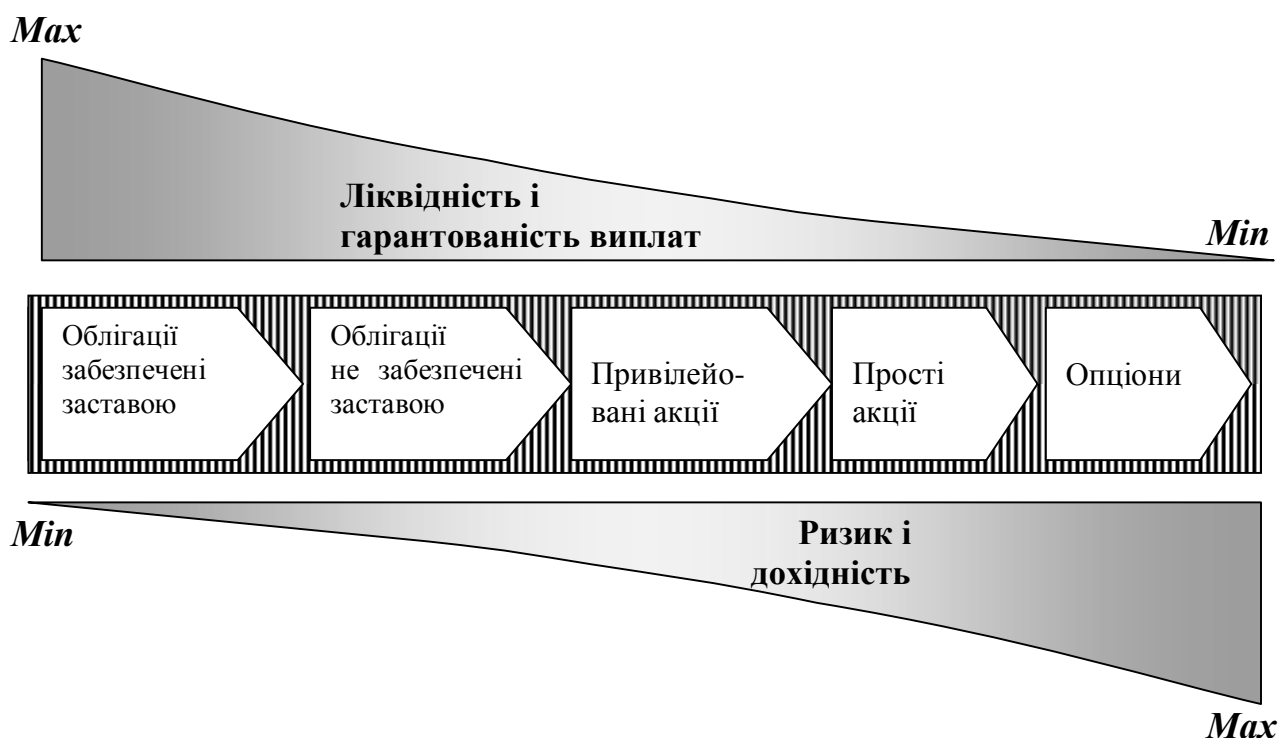
По-друге, необхідно здійснювати регулярний перегляд і оновлення активів, що складають «подушку» ліквідності. У якості складової частини плану дій з підтримки ліквідності, банкам необхідно постійно підтримувати свою присутність на ринках своїх ліквідних активів. Це буде свідчити на користь того, що «аварійний» план невідкладного фінансування базується на реалістичній і завжди актуальній інформації і надасть банку додаткові переваги при обвалі ринку, що може виникнути в результаті торгівлі високотокласними активами в умовах кризи.

По-третє, банку не варто тримати в своїх руках значну частину ринку активу: якщо банк утримує значну частину ринку по відношенню до ліквідності ринку, тоді навіть якщо цей актив є відносно ліквідним за нормальних обставин, банк може сам



серйозно підірвати ліквідність активу якщо намагатиметься продати свою долю цілком (або більшу частину) і одразу.

Для практичної внутрішньокорпоративної оцінки ліквідності окремих фінансових інструментів можна, наприклад, укласти шкалу зміни інвестиційних якостей по їх видам відповідно до черговості задоволення претензій, ступеню гарантованості і величиною процентних виплат по ним, яка дасть змогу інвестору здійснити інвестиційний аналіз цінного паперу, який його цікавить (рис.2.10).



**Рис. 2.10. Шкала оцінки інвестиційних якостей активів інвестором**

*Джерело:* розроблено автором.

Однак, поряд з поняттям «ліквідності» досить часто розглядають і поняття «платоспроможність». При цьому обидва поняття, подекуди трактуються як споріднені [207]. Ліквідність тут розглядається як окремий випадок платоспроможності у конкретний момент часу, а сама платоспроможність має стосунок до більш тривалого проміжку часу в якому і можуть бути задоволені вимоги до ліквідності. Однак, на нашу думку, такий підхід виглядає надзвичайно

спрощеним, хоча і відповідає уявленню банківського менеджменту про принципи управління банківською діяльністю.

Відмінності у сприйнятті термінів «ліквідність» і «платоспроможність» більш контрастно проявляються у випадку, коли їх розглядати не в контексті управління банківською діяльністю, а в рамках концепції саме регулювання нормативів банківської діяльності.

Існуюча національна система нормативів чітко відділяє нормативи ліквідності – Н4, Н5, Н6, від нормативу платоспроможності – Н2, він же – норматив адекватності регуляторного капіталу. Існування групи нормативів ліквідності і нормативу платоспроможності, на нашу думку, можна пояснити намаганням регулятора приймати до уваги одразу дві сторони такого атрибуту майбутнього як невизначеність.

У рамках базової концепції ризикології існує два підходи до невизначеності:

- 1) невизначеність як така (ентропія), і
- 2) ризик.

Невизначеність в системі - ситуація, коли повністю або частково відсутня інформація стосовно можливих майбутніх станів системи (у нашому випадку - банку) і зовнішнього середовища [3, с.223]. Іншими словами – невизначеність - коли в системі (економічній системі) можливі ті або інші непередбачувані події ймовірнісні характеристики яких непередбачувані або невідомі. Невизначеність є неминучим супутником таких великих (складних) систем як, наприклад, фінансово-банківська; чим складніша система, тим більшого значення набуває фактор невизначеності в її поведінці. Загалом, в економічному прогнозуванні прийнято розрізняти «істинну» (поліваріантність розвитку і неможливість однозначного вибору ефективних варіантів) і «інформаційну» невизначеність, що виникає через неповноту і неточність інформації стосовно процесів, що досліджуються. Невизначеність інформації може мати широкий діапазон: від повного невідання стосовно прогнозованого майбутнього до можливості більш або менш точно визначитися з верхніми і нижніми межами значень випадкових величин і навіть

передбачити інтервали найбільш ймовірних їх значень. У складних економічних системах роль фактору невизначеності швидко зростає. У якості узагальнення можна стверджувати, що невизначеність, за своєю природою є об'єктивною ймовірністю, яка (що абсолютно нереально представити у практичній діяльності) враховує абсолютно усі варіанти перебігу подій (ймовірність настання, величини наслідків) і усі фактори, що можуть на це вплинути.

Окремий варіант реалізації невизначеності – ризик. Ризик ми можемо розмістити на шкалі інформаційної невизначеності в зоні що знаходиться ще далі від можливостей більш або менш точно визначитися з верхніми і нижніми межами значень випадкових величин і передбаченням інтервалів найбільш ймовірних їх значень. Однак, у цьому випадку ми вже ведемо розмову про суб'єктивну ймовірність. Суб'єктивність ризику, як практичного (прикладного) замінника невизначеності, полягає в тому, що при прийнятті рішень суб'єкт управління приймає до уваги лише ті дані стосовно ймовірності настання подій, величини наслідків і факторів впливу, які він

- 1) усвідомлює;
- 2) вважає дійсно значимими
- 3) має можливість оцінити;
- 4) спроможний агрегувати цей ризик у своєму ризик-профіль.

По відношенню до банку такі ризики варто розглядати як актуальні.

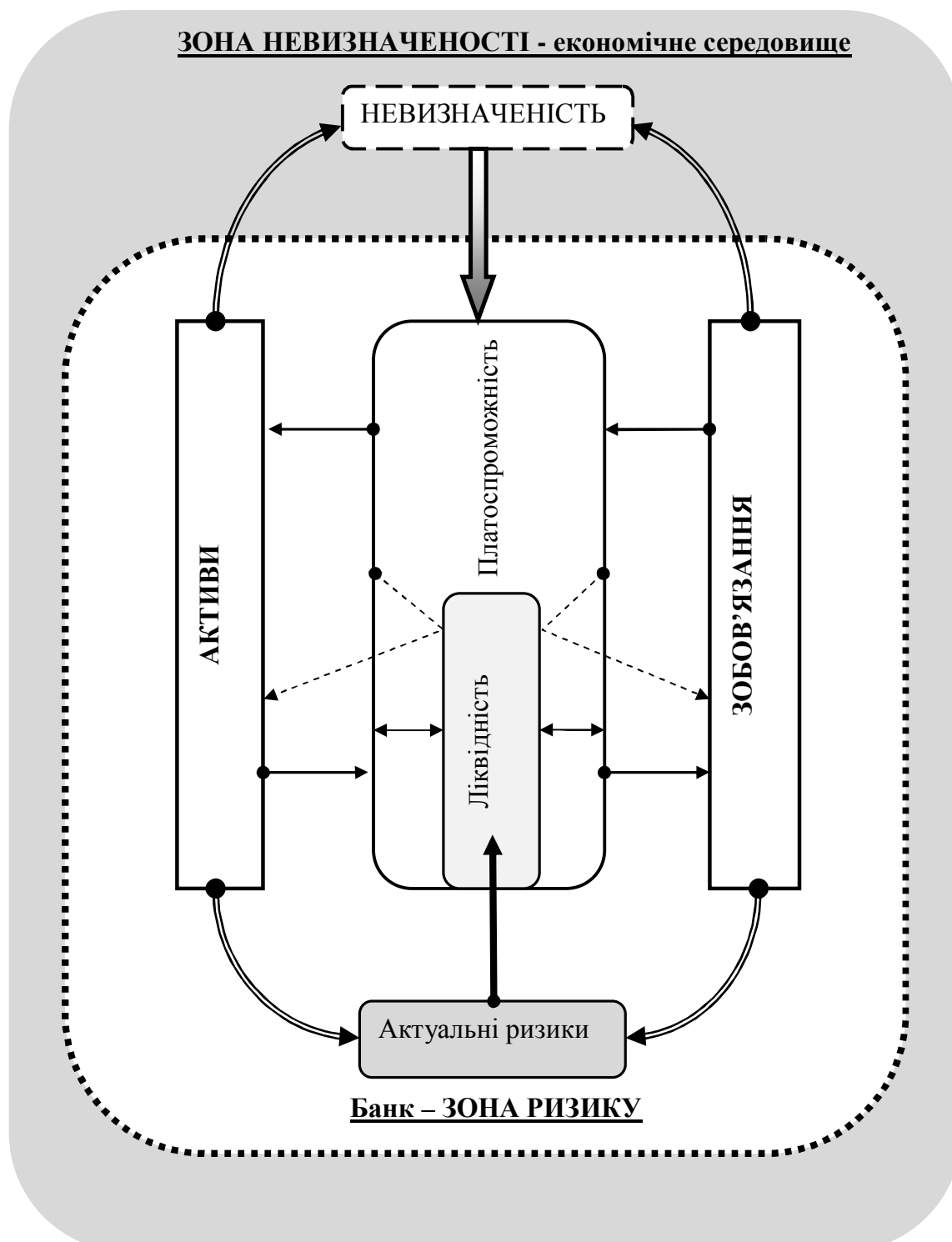
За таких обставин можна зробити висновок, що показники ліквідності банку мають відношення до ризиків (суб'єктивної невизначеності) у діяльності банку, у той час як платоспроможність банку повинна мати стосунок до невизначеності (за визначенням) у діяльності банку. На користь цього твердження свідчить і визначення достатності регулятивного капіталу (величина якого використовується при розрахунку нормативу платоспроможності), як одного із найважливіших показників діяльності банків, основним призначенням якого є покриття негативних

наслідків *різноманітних* ризиків, які банки беруть на себе в процесі своєї діяльності, та забезпечення захисту вкладів, фінансової стійкості та стабільності банківської діяльності [208]. На практиці такий підхід знайшов свою реалізацію у загальній регулятивній концепції достатності капіталу, Var-підході до оцінки ризиків і економічного капіталу у рамках концепції пруденційного регулювання та ін., які більш детально будуть нами розглянуті у наступних розділах роботи.

Ліквідність банку передбачає, що банк є умовно закритою і умовно стабільною системою, що не зазнає критичних (таких, що можуть радикально змінити кількісні та якісні показники банку - як системи) зовнішніх шоків, у той час як платоспроможність повинна враховувати усі можливі варіанти перебігу подій у майбутньому. Таким чином, ліквідність банку можна трактувати як показник стійкості банку (як складної умовно закритої і стабільної системи) до впливу, більшою мірою, ендегенних мікроекономічних [209, с.15-20] факторів – результатів діяльності самого банку, а платоспроможність – як показник стійкості банку (як складової частини складної відкритої системи) до впливу екзогенних макроекономічних факторів – за результатами комплексної взаємодії банку з ринковим середовищем (рис. 2.11).

Причому, ведучи мову про екзогенні макроекономічні фактори, ми маємо на увазі ті фактори (ризики), які банк не в змозі усвідомити, не враховує в повній мірі, не вважає значимими, не може оцінити і/або агрегувати у своїх прогнозах.

Загалом, такий критерій якості активів як ризиковість, означає потенційну можливість втрат та (або) погіршення ліквідності внаслідок настання несприятливих подій. На ступінь ризику банківських активів впливає багато факторів, що є специфічними для окремих їх видів. В залежності від ступеню ризику активи банку поділяються на декілька груп. Кількість фокусних груп, класифікація активів за ступенем ризику, рівень ризику окремих груп активів в різних країнах може визначатися по різному.



**Рис. 2.11. Інтерпретація ліквідності і платоспроможності у контексті сприйняття банком ризику**

*Джерело:* Складено автором самостійно

В міжнародній банківській практиці з урахуванням рекомендацій Базельського комітету при визначенні достатності капіталу виділяють чотири групи ризиків. В

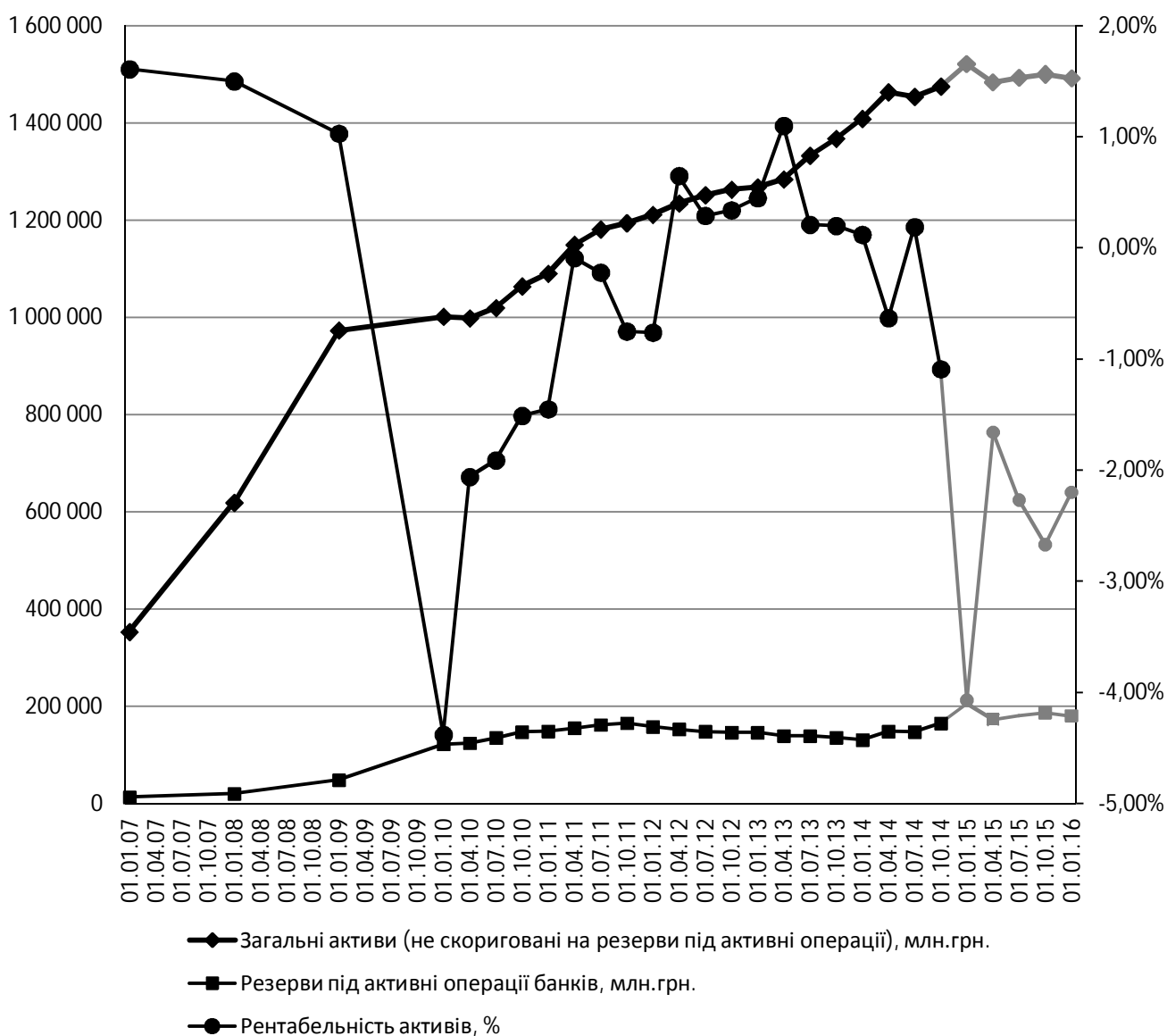
Україні за ступенем ризику вкладень та можливості втрати частини їх вартості, активи комерційного банку поділяються на п'ять груп з коефіцієнтами ризику від 0 до 100% (таб. Б.2).

Найбільш характерним показником, що, на нашу думку, може сигналізувати стосовно погіршення якості активів банку є високий темп їх росту. Портфель активів повинен нарощуватися відповідно до стратегічних цілей банку, а супутні його діяльності ризику мають бути мінімальними. Не дивлячись на те, що одним з критеріїв успішності роботи банку є приріст активів (як за кількісними так і за вартісними показниками), що має забезпечувати зростання багатства інвесторів банку, його, як уже зазначалося, не можна розглядати окремо від їх якості.

Іншим способом відображення оцінки якості активів, з позицій притаманного їм ризику, є їх класифікація в процесі формування резервів на можливі втрати по позичковим і іншим операціям. Такі втрати виникають у банків в тих випадках коли:

- контрагенти не виконують своїх зобов'язань;
- знижується ринкова ціна банківських активів;
- збільшуються зобов'язання або витрати кредитної організації порівняно з відображеними раніше в бухгалтерському обліку.

Рівень ризику по активним балансовим операціям з цінними паперами, за якими створюються резерви на можливі втрати, коштам, що розміщуються на кореспондентських рахунках, вимогам кредитних організацій по іншим операціям, іншим фінансово-господарським операціям кредитної організації, залежить від того, в яку з п'яти класифікаційних груп віднесено відповідні активи. Чим гірше якість активів, тим більше величина створюваних під них резервів і тим вище ризик (рис.2.12).



**Рис. 2.12. Динаміка активів і резервів під активні операції банків по банківській системі в цілому\***

Джерело: Складено автором на основі даних Вісника НБУ (2007-2014рр.)

\*дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

Хоча класифікація активів, з точки зору притаманних їм ризиків, розглядається в офіційній звітності як основний спосіб оцінки їх якості, даний підхід, на нашу думку, не може розглядатися як виключний, оскільки активи, що мають низький рівень ризику, але не приносять доходів або дохід за ними є нестабільним або незначним, навряд чи можна вважати якісним.

Результати оцінки залежності між загальними активами, резервами банків під активні операції і рентабельністю активів, які б дали змогу скласти уявлення про ефективність нормативної оцінки груп активів банку за показником ризику, наводяться нами у таб. 2.6.

Таблиця 2.6.

**Оцінка кореляційної залежності між загальними активами банків, рентабельністю активів і величиною резервів під активні операції банків по системі в цілому (у період з 01.01.2007 по 01.10.2014)**

Кореляційна пара	Коефіцієнт кореляції	Природа зв'язку	Значимість зв'язку
загальні активи – резерви під активні операції	0,81833	позитивний	високий
резерви під активні операції – рентабельність активів	-0,4001	негативний	помірний

*Джерело:* Розраховано автором самостійно на основі даних Вісника НБУ (2007-2014рр.)

Те, що у парі «загальні активи – резерви під активні операції» коефіцієнт кореляції перевищує 0,8 означає, що комерційні банки дотримуються нормативів Національного банку України стосовно формування резервів згідно діючих нормативних вимог. А ось негативний кореляційний зв'язок між сумою резервів під активні операції і рентабельністю активів, знову ж таки підтверджує обтяжливість резервів для банків.

Проте, варто звернути увагу на те, що будучи негативним за природою, цей зв'язок не є сильним – лишепомірний – 0,4001. Така слабкість зв'язку (на границі достовірності існування залежності), на нашу думку, свідчить про те, що сформовані резерви не відповідають ризикам, які приймає на себе банк. Обґрунтування цьому висновку може бути наступним: якщо б резерви, що формуються банком під активні операції, теоретично відповідали рівню ризиків активів банку (що забезпечують дохідність – «Марковіц: ризик проти дохідності»), тоді коефіцієнт кореляції мав би наближатися до значення -1. Очевидно, що частина ризиків – а, якщо точніше, та їх частина, що має стосунок до невизначеності (макрорівень) - не враховується при формуванні резервів і має бути врахована у такому нормативному показнику як платоспроможність. Власне, сам процес формування банками резервів має розглядатися як результат дії з примусу зі сторони регулятора (НБУ) на банк, з метою захисту вкладників і власників банку як від ризиків, так і від невизначеності у діяльності банку на рівні всієї системи.



Як показує практика, навіть виконання вимог банківського регулятора – НБУ - у повній мірі не змогло забезпечити банки від наслідків глобальної економічної кризи. На нашу думку, нормативна (коефіцієнтна) оцінка ризику за групами активів є інструментом реалізації суб'єктивного нормативного підходу до оцінки ризику (уявлення регулятора про рівні ризиків окремих груп активів) але, на жаль, не може в повній мірі забезпечити безпечну діяльність банків в умовах глобальної невизначеності фінансово-банківської системи.

Аналіз дохідності активів є важливим напрямком аналізу якості управління активами, оскільки підвищення їх доходності, а значить доходів і прибутку банку, що безпосередньо впливають на багатство акціонерів, максимізація якого є основною ціллю діяльності банку. При цьому, між показниками ризику і дохідності існує прямиий зв'язок – чим вищий ризик, тим, як правило, на вищу дохідність очікують інвестори погоджуючись на інвестування.

Активи банку за дохідністю можна поділити, по низхідній, на декілька груп:

- кредити підприємствам і домогосподарствам, цінні папери в портфелях до погашення, торговому і на продаж, іноземна валюта для здійснення валютообмінних та інших і конверсійних операцій;

- міжбанківські кредити, інвестиційні кредити, діючі контракти на надання послуг з лізингу, андерайтингу і факторингу при участі банків у проектному фінансуванні;

- субстандартні кредити та інші фінансові інструменти боргового фінансування, очікуваний платіж за якими не надійшов повністю або частково на дату, визначену графіком оплат згідно з умовами угоди;

- грошові кошти на рахунку в центральному банку, кошти в касі банку, кошти в розрахунках між клієнтами банку, стандартна та сумнівна заборгованість юридичних та фізичних осіб, яка виникла в процесі взаємовідносин останніх з банком;

- виробничі і невиробничі фонди банку.

Слід зазначити, що основні засоби банку, на відміну від основних засобів підприємства не є виробничими в прийнятому сенсі цього слова, а значить такими, що приносять дохід, проте, вони є умовою отримання цього доходу. Крім того, ринкова вартість майна банку може зростати, що, в свою чергу, забезпечить зростання багатства акціонерів безпосередньо через механізм його ринкової переоцінки.

Хоча збільшення долі активів, що приносять дохід, і дозволяє комерційному банку за інших однакових обставин отримати більше доходу, проте варто досить помірковано підходити до формування структури активів банку і враховувати, що дохідні активи, як правило, є найбільш ризиковими, а інколи і неліквідними.

Таким чином, проаналізувавши ключові параметри оцінки якості активу, ми можемо прийти до висновку, що не існує активу якому притаманне одночасне поєднання мінімальної ризиковості, максимальної дохідності і максимальної ліквідності. Як зазначалося, показники ризиковості і дохідності у парі виступають антагоністом до ліквідності: чим вища ризиковість активу і, відповідно, очікувана від нього дохідність, тим менш ліквідний актив. Взаємозв'язок цих показників узагальнено нами в таб. 2.7 (крім останньої групи активів).

Проте, варто зауважити, що дані стосовно ліквідності стосуються саме груп активів, а не індивідуально кожного активу в наведеному переліку. Окремі питання стосовно індивідуальної ліквідності активів (груп активів) в контексті регулювання інвестиційної діяльності банків будуть розглянуті нами більш детально у контексті інвестиційного портфеля банку.

Важливим критерієм оцінки якості груп активів може служити рівень їх диверсифікації, що характеризує ступінь розподілу коштів банку за різними напрямками його діяльності [210, с.139; 382; 211]. Ступінь диверсифікованості активів може бути оцінений за наступними показниками: видами і напрямками банківської діяльності; структурою кредитного портфелю; структурою портфеля цінних паперів; питомою вагою валют в яких банк здійснює операції та ін. Між

диверсифікацією активів банку і його ліквідністю існує пряма залежність: чим вищий рівень диверсифікації активів, тим вища ліквідність банку.

Таблиця 2.7

## Узагальнююча оцінка якості груп активів комерційного банку

Види активів	Рівень ризику	Рівень дохідності	Ліквідність
1	2	3	4
Грошові кошти банку в касі і на кореспондентських рахунках	безризикові	не приносять доходу	високоліквідні
Державні цінні папери в портфелі банку	мінімальний	низький	високоліквідні
Міжбанківські кредити, корпоративні цінні папери в торговому портфелі	низький	середній	ліквідні
Короткострокові позики юридичним і фізичним особам, факторингові угоди	середній	середній	ліквідні
Довгострокові позики Інвестиційні цінні папери Лізингові угоди	високий	високий	низьколіквідні / неліквідні
Прострочені позики Окремі види цінних паперів Будівлі і споруди	максимальний	не приносять доходу	неліквідні

*Джерело:* розроблено автором.

Однак не слід вважати, що банку варто намагатися максимально диверсифікувати свою діяльність. Явище гіпердиверсифікації активів може справити на банк негативний вплив. Радикальна зміна структури активів банку, скажімо, на користь цінних паперів призведе до того, що банк може втратити свою інституціональну (і, відповідно, функціональну) ідентичність – перестане бути власне банком (деPOSITним фінансовим посередником, що емітує зобов'язання на фідучіарній основі) і «застрягне» на півдорозі до інвестиційного банку.

За таких обставин фінансовий ринок - разом з його аналітиками - не зможе визначитися з тим, як сприймати такий банк: як традиційний депозитний інститут чи, можливо, вже як інвестиційну компанію або кеш-фонд? Це, в свою чергу, може призвести до зниження котирування акцій банку у тій групі компаній на фондовій біржі до якої віднесуть його – на власний розсуд – торговці і рейтингові агентства.

Або ж, розглянемо ситуацію коли обсяг операцій за договорами довірчого управління становить 100 і більше відсотків сукупних активів банку і банк автоматично набуває статусу спеціалізованого банку довірчого управління (до операцій довірчого управління належать операції, що обліковуються за позабалансовими рахунками групи 978 «Активні рахунки довірчого управління») [204]. Для спеціалізованих банків довірчого управління встановлюються спеціальні значення для окремих економічних нормативів (таб. 2.8).

Таблиця 2.8

**Відмінності у нормативах, що використовуються для універсальних банків і банків довірчого управління**

Назва нормативу	Значення нормативу для	
	універсального банку	спеціалізованого банку довірчого управління
Адекватність регулятивного капіталу (норматив платоспроможності) (Н2)	не менше 10 % (протягом перших 12 місяців діяльності (з дня отримання ліцензії) - не менше 15 %; протягом наступних 12 місяців - не менше 12 %; надалі - не менше 10 %)	не менше 20 %
Співвідношення регулятивного капіталу до сукупних активів (Н3)	не менше 9%	не менше 18%
Миттєва ліквідність (Н4)	не менше 20 %	не менше 40 %
Максимальний розмір кредитного ризику на одного контрагента (Н7)	не більше 25%	не більше 15 %
Максимальний розмір кредитів, гарантій та поручительств, наданих одному інсайдеру (Н9)	не більше 5%	не більше ніж 2 %

Джерело: розроблено автором на основі даних [204].

Порівняно з універсальними банками, ці нормативи є майже у два рази жорсткішими. Нормативні значення інших економічних нормативів для спеціалізованих банків встановлюються такі самі, як для універсальних банків. Крім того, Національний банк України залежно від виду спеціалізації банку, рівня його капіталу може висувати до нього додаткові вимоги з метою забезпечення фінансової стійкості цього банку. Повноваження стосовно автоматичного присвоєння і зняття статусу спеціалізованого банку довірчого управління делеговані Національному

банку України згідно з Постановою НБУ «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» № 368 від 28.08.2001 [204]. Така зміна нормативних вимог може лише негативно вплинути на діяльність банку, якщо він до неї не підготувався завчасно.

## **2.5. Інвестиційний портфель як форма реалізації регуляторного підходу в інвестиційній політиці банку**

Виходячи з сутності економічної діяльності банків як фінансових посередників, їх економічні інтереси полягають у забезпеченні прибутковості банківських операцій при дотриманні їх ліквідності та балансу між ризиком і дохідністю, що в свою чергу, гарантуватиме зростання вартості активів банку і, відповідно, зростання багатства акціонерів банку. Таким чином, при розподілі капіталу банку за напрямками інвестиційної діяльності, необхідно враховувати вплив ризику і невизначеності на показники фінансово-економічної ефективності діяльності банку і потребу в дотриманні регуляторних вимог стосовно диверсифікації активів банку у часі і просторі. Разом з тим, процес реалізації інвестиційної діяльності має передбачати чітке опрацювання і формальне закріплення заходів пов'язаних з управлінням інвестиційною діяльністю, що знаходить своє відображення в незалежній перевірці аналітики, оперативної діяльності процедур банку та процедур, пов'язаних з видачею кредитів та інвестуванням капіталу, а також поточним управлінням його інвестиційним портфелем. Власне, тут мова іде про розробку і реалізацію обґрунтованої інвестиційної політики.

Інвестиційна політика банку є формалізованим описом інвестиційної філософії банку - набору принципів і/або стратегій до яких вдається банк у своїй діяльності. Такий підхід реалізується через систему заходів з регулювання інвестиційної діяльності для формування такої структури активів банку, яка забезпечить бажане співвідношення між фінансовими результатами діяльності банку і очікуваними рівнями ризику і волатильності активів. Структура складових

елементів інвестиційної політики визначається на рівні взаємозв'язків між стратегічними і тактичними процесами управління інвестиційною діяльністю банку.

Загалом, в економічній діяльності під стратегією прийнято розуміти спосіб використання коштів і ресурсів, спрямований на досягнення цілі діяльності. Стратегія визначається значеннями керованих змінних, що приймаються до уваги [3, с.349]. Але для вибору цих значень потрібно знати також умови зовнішнього середовища, тобто значення некерованих змінних. У складних динамічних системах, до яких відносять економічні, стратегія є процесом багатокроковим і спосіб використання коштів і ресурсів може змінюватися. У цьому випадку стратегія визначає правила прийняття рішень на основі інформації про хід процесу і зміни навколишнього середовища, що отримується на кожному з етапів. Під інвестиційною стратегією, загалом, прийнято розуміти визначення довгострокових цілей інвестиційної діяльності і шляхів їх досягнення [7, с. 432]. В процесі практичного управління активами банку, що включає опрацювання оперативних цілей для короткострокових періодів і засобів їх реалізації, відбувається її подальша конкретизація [3, с.349]. Таким чином, саме принципи, що покладені в основу інвестиційної стратегії, визначають управлінські і регуляторні підходи до реалізації інвестиційного процесу. У свою чергу, формування інвестиційної політики в межах заданого напрямку інвестиційної стратегії і орієнтоване на її виконання, передбачає визначення обсягу і складу конкретних інвестиційних вкладень по групам активів (напрямам інвестиційної діяльності) та механізмів реалізації цих рішень, розробку заходів по їх здійсненню, а для окремих випадків - і розробку моделей прийняття рішень по виходу з інвестиційних проектів. Більш детально процес розподілу капіталу комерційного банку між напрямками інвестиційної діяльності розглянуто у четвертому розділі роботи.

Можна виділити ряд обставин, що вирішальним чином впливають на розробку інвестиційної політики банку, яка знаходить своє відображення – по аналогії з інвестиційним проектом – в бізнес-плані банку. Насамперед, з огляду на тривалість горизонту інвестиційного планування, інвестиційна політика повинна здійснюватись з урахуванням ретельного перспективного аналізу зовнішніх факторів, що включає

такі гетерогенні зовнішні фактори як: інвестиційний клімат, макроекономічні показники, кон'юнктура ринку і окремих його сегментів, державне регулювання банківської діяльності. Також варто враховувати внутрішній стан самого банку: обсяг та структура існуючої ресурсної бази банку, етап його життєвого циклу, цілі і задачі розвитку, відносна дохідність різних активів з урахуванням їх ризику і ліквідності.

Проте, ймовірнісний характер отриманих результатів аналізу, мінливість зовнішнього середовища, що визначає потребу, як уже зазначалося, в періодичному корегуванні інвестиційної політики, врахуванні прогнозних змін і розробці системи оперативного реагування, значно ускладнюють формування інвестиційної політики.

Квінтесенцією інвестиційної політики банку є загальна ділова політика банку, в якій знаходять своє відображення стратегічні цілі інвестиційної діяльності: інвестиційна політика виступає фактором забезпечення ефективного розвитку банку.

Процес формування інвестиційної політики можна розділити на послідовні етапи.

(1) *Формування цілей інвестиційної діяльності.* Основна ціль інвестиційної діяльності банку жодним чином не відрізняється від стратегічної цілі інвестування загалом, і, зокрема, будь-якого виду інвестиційної діяльності незалежно від того в якій галузі економіки або сфері бізнесу діє підприємство - максимізація багатства власників (акціонерів). Проте, досягнення цієї цілі на тактичному (виробничо-операційному) рівні може бути сформульоване як збільшення доходу від інвестиційної діяльності за прийняттого рівня ризику і ліквідності інвестиційних вкладень (активів).

Крім загальної цілі, у відповідності до обраної банком стратегії економічного розвитку, розробка інвестиційної політики має, на нашу думку, передбачати врахування таких специфічних цілей як:

- 1) забезпечення збереження банківських ресурсів;
- 2) розширення ресурсної бази;

- 3) диверсифікація вкладень з метою зменшення загального ризику банківської діяльності і, як наслідок, підвищення фінансової стійкості, підтримка ліквідності;
- 4) придбання до інвестиційного портфелю фінансових інструментів з високим рівнем ліквідності і мінімальними строками до погашення з метою мобілізації тимчасово вільних коштів за умови, що ці фінансові інструменти забезпечують хоча б мінімальний рівень доходності;
- 5) розширення сфери впливу банку шляхом проникнення на нові ринки через пропозицію нових фінансових інструментів і послуг;
- б) розширення участі у проектному фінансуванні через збільшення обсягів портфелю зовнішніх інвестицій у статутні фонди нефінансових підприємств;
- 7) використання участі у діяльності фінансових компаній для оптимізації системи управління ризиками і ліквідністю банку, забезпечення додаткових джерел мобілізації ресурсів на фінансовому ринку, підвищення ефективності використання капіталу та мінімізації ризиків кредитно-інвестиційної діяльності при участі банків у діяльності фінансових і фінансово-промислових груп.

(2) *Розробка напрямів інвестиційної політики.* Розробка і успішна реалізація напрямів інвестиційної політики банку неможлива без використання комплексного підходу, який, у рамках інвестиційного процесу, передбачає її поєднання з заходами спрямованими на мобілізацію необхідних обсягів фінансових ресурсів і забезпечує позитивний фінансовий результат. За таких умов можна виділити два взаємодоповнюючих підходи до реалізації інвестиційної політики: перший – отримання прибутку; другий - максимізація багатства інвесторів у вигляді приросту капіталу в результаті зростання ринкової вартості активів, в які інвестовано капітал банку. Існує також і комбінований варіант – інвестування з метою отримання інвестиційного доходу, складовими якого виступають як поточні доходи банку, так і приріст капіталу.

У випадку зростання багатства інвесторів (власників банку) воно забезпечується за рахунок зростання ціни акцій банку і є результатом зростання на них попиту на ринку з огляду на темп приросту дивідендів (інтенсивний шлях, умовно-зовнішня оцінка), у другому – за рахунок зростання індивідуальної вартості активів банку, що належать акціонерам (екстенсивний шлях, умовно-внутрішня



оцінка), а у третьому випадку - оцінка є комбінованою. Умовність природи оцінки в усіх випадках пояснюється тим, що у рамках концепції фінансової прозорості (відсутності інформаційної асиметрії) відмінності в результатах оцінки ціни акцій можуть бути викликані лише поточною кон'юнктурою ринку.

В Україні підхід до оцінки ринкової вартості активів не є, на відміну від практики країн з розвинутою ринковою економікою, широковживаним. Для того, щоб визначитися, наприклад, з ринковою вартістю банку необхідно щоб акції банків весь час котувалися і торгувалися на фондовій біржі. Дослідження національної практики публічної біржової торгівлі акціями банків показало, що за період спостереження (з 09.01.2008 по 24.12.2014 при інтервалі оцінки - перша торгова сесія на початок кварталу) максимальна кількість банків, акції яких пропонувалися до торгів на фондових біржах України у рамках однієї сесії, становила 23, а мінімальна - 2. Причому, кількість банків по акціям яких угоди було укладено, максимально становила 6, а мініимально - 0 (рис. Б.4) і це при тому, що кількість банків за Державним реєстром банків коливалася за період спостереження у незначному діапазоні: від максимуму 199 (01.04.2009) до мінімуму 163 (24.12.15). Отримані показники засвідчують, що реально торгуються на біржах з укладанням угод купівлі-продажу лише акції обмеженого числа банків, а саме - «Укрсоцбанку» і «Райфайзен Банку Аваль». З 2008 по 2012 рік регулярно торгувалися акції банку «Форум». Усі інші учасники торгів лише спорадично виходять на організований фондовий ринок (таб. Б.3). Однак навіть сам факт того, що акції окремих банків більш-менш регулярно торгуються на біржі, на нашу думку не свідчить, що на теперішній момент слід розглядати це як сталу тенденцію, оскільки обсяги торгів є не співвідносними з сукупною величиною активів банківської системи. Як показали розрахунки, у середньому упродовж торгової сесії на біржі укладаються угоди купівлі-продажу акцій 3 банків, величина угоди становить 4792,9 тис.грн, що складає 0,000511% від величини активів банківської системи. Ці дані переконливо засвідчили, що оцінка ринкової вартості активів банку за результатами біржових торгів не є репрезентативною.

В залежності від того, який саме підхід прийнято у якості вихідного, менеджмент банку визначається з методологічними засадами формування еталонної структури активів кредитно-інвестиційного портфелю за показниками ризику, ліквідності і дохідності. Традиційний підхід до інвестування знаходить своє відображення при виборі першого напрямку інвестиційної політики, де визначальне значення належить стабільності зростання доходу. Він передбачає вкладання коштів в активи з передбачувано-фіксованою дохідністю упродовж тривалого проміжку часу при умовно мінімальному (еталонному) рівні ризику, який забезпечує високу надійність і ліквідність інвестицій. В даному випадку особливу увагу варто приділяти ретроспективним та поточним аспектам збору, обробки та аналізу інформації стосовно руху процентних ставок, дохідності цінних паперів, рейтингів компаній-емітентів, діяльності маркет-мейкерів і волатильності фінансових ринків.

При акцентуванні на прирості капіталу, на перший план висувається потреба в стабільності зростання ринкової вартості активів банку, а їх дохідність варто розглядати лише як один з факторів, що визначають вартість активів. Такий підхід має стосунок до вкладанням коштів в активи, яким притаманний високий ступінь ризику, що обумовлений можливістю зміни їх вартості, і, відповідно, низька ліквідність. Загалом, саме суб'єктивна оцінка фінансовим ринком якості активів, у частині відхилення від існуючого співвідношення у тріаді «ризик – дохідність – ліквідність» призводить до зміни їх вартості.

Специфіка даного типу інвестиційної політики передбачає акцентування на перспективних аспектах аналізу порівняно з поточним або ретроспективним. Вибір такого напрямку інвестиційної політики в якості пріоритетного є ознакою проведення банком агресивної інвестиційної політики, яка має на меті отримання максимального ефекту від кожної інвестиційної операції, що знаходитиме своє відображення у формі максимізації доходу у вигляді різниці між ціною придбання активу і його очікуваною вартістю в рамках обмеженого інвестиційного горизонту.

Компромісом, який дає змогу посилити переваги і згладити недоліки двох розглянутих варіантів інвестиційної політики, є комбінована інвестиційна політика, за якої банк віддає перевагу достатній величині доходу у вигляді як поточних

виплат, так і приросту капіталу, за помірною рівня ризику при відсутності жорстких обмежень на період інвестування.

*(3) Визначення джерел фінансування інвестиційної діяльності банку.*

З огляду на дуалістичну природу реалізації інвестиційного процесу, яка полягає у поєднанні інвестиційної і фінансової діяльності, остання може вважатися успішною лише в тому випадку, коли гарантуватиме банку надання необхідного обсягу фінансових ресурсів відповідно до його інвестиційних потреб.

У процесі формування і розподілу ризикового капіталу між портфелями активів, напрямками інвестиційної діяльності і центрами отримання прибутку, основним завданням банку є підтримка рівноваги між потоками ліквідності на обох сторонах балансу банку при дотриманні нормативних вимог ліквідності і платоспроможності, що висуваються регулятором.

Ключовим елементом програми фінансування інвестиційної діяльності має бути перспективна оцінка і, в подальшому, моніторинг реальних можливостей банку щодо мобілізації коштів з внутрішніх джерел і на фінансовому ринку у частині визначення ціни і обсягів фінансових ресурсів та їх впливу на загальну вартість банку.

Для вирішення цих завдань банку необхідно розробити і запровадити систему регуляторних заходів, яка дозволить упродовж усього горизонту фінансового планування і реалізації інвестиційної програми здійснювати неперервний поетапний моніторинг і коригування кількісних і якісних показників структури джерел фінансування інвестиційної діяльності на предмет їх відповідності плановим показниками ризику, ліквідності і дохідності активів, які планується включити до інвестиційного портфелю банку.

*(4) Ідентифікація факторів, що визначають, інвестиційну політику банку.*

З огляду на те, що інвестиційна політика банку виступає у якості протоколу комунікації банку з зовнішнім середовищем, вона має відображати в собі комплекс

складних взаємодій між макро- та мікроекономічними факторами. До макроекономічних (зовнішніх) факторів варто віднести:

- економічну і політичну ситуацію в країні;
- стан інвестиційного і фінансового ринків;
- комплекс законодавчих і нормативних основ банківської діяльності;
- політику оподаткування;
- структуру і стабільність банківської системи;
- розподіл функцій фінансового посередництва між банками і небанківськими фінансово-кредитними установами та ін.

До переліку основних мікроекономічних (внутрішніх) факторів, що впливають на формування інвестиційної політики варто віднести:

- характер і значимість стратегічних цілей та загальну мотивацію банку, що обумовлюють вибір моделі інвестиційної політики;
- особливості перебігу відповідної стадії життєвого циклу банку;
- якість наявних інвестиційних вкладень, що визначається з урахуванням ризику, дохідності і ліквідності та їх структура;
- обсяг і структуру існуючої ресурсної бази та ресурсний потенціал, що визначатиме масштаби і напрямки інвестиційної діяльності;
- розмір і організаційно-функціональна структура банку;
- витрати на формування і управління інвестиційним портфелем та ін.

(5) *Встановлення обмежень інвестиційної політики банку.* Розробка інвестиційної політики банку поряд з вибором напрямів інвестування має передбачати і врахування ряду обмежень, що пов'язані з необхідністю забезпечення збалансованості інвестиційних вкладень комерційного банку. Цілі і обмеження встановлюються законодавчими і нормативними актами органів грошово-кредитного регулювання, а також органами управління банків.

Як уже зазначалося, центральний банк, що виконує роль головного регулятора банківської діяльності, регламентує інвестиційну діяльність банків визначаючи пріоритетні об'єкти інвестування шляхом встановлення ряду економічних

нормативів (використання ресурсів банку для придбання цінних паперів, видачі кредитів, створення резервів під знецінення цінних паперів та неповернення позик), диференційованих оцінок ризику по вкладенням в різні види активів.

(б) *Аналіз, оцінка і моніторинг інвестиційної політики.* Для аналізу і оцінки інвестиційної політики варто використати наступні критерії:

- відповідність інвестиційної політики загальній економічній політиці банку/інвесторів/ суспільства за цілями, очікуваними результатами, напрямками і строками реалізації;
- поява позитивних і негативних екстерналій як у фінансово-банківському секторі, так і в економіці загалом;
- вплив інвестиційної політики на формування потреби у перегляді підходів до регулювання і нагляду за діяльністю банку;
- внутрішня і зовнішня збалансованість факторів, що використані при її розробці;
- ступінь реалізації.

Однак, варто зауважити, що інвестиційна програма на момент її розробки не в змозі охопити весь комплекс змін зовнішніх і внутрішніх факторів в перспективі. У рамках регуляторного підходу аналіз проміжних результатів інвестиційної діяльності банку виконує роль системи зворотного зв'язку і дає змогу виявити ті фактори, які можуть вплинути на ефективність реалізації інвестиційного процесу. Моніторинг інвестиційної діяльності, як процес систематичного збору і аналізу інформації, послуговує для виявлення відповідності інвестиційної програми бажаному результату, тенденцій її розвитку, для покращення процесу прийняття інвестиційних рішень, для інформування інвесторів або як інструмент зворотного зв'язку з метою вдосконалення методів регулювання.

Організація інвестиційної політики в банку передбачає розробку внутрішніх нормативних документів, що фіксують основні принципи і положення інвестиційної політики. Базовою складовою у цьому випадку, на нашу думку, має бути інвестиційна програма банку. Відображаючи цілі інвестування, інвестиційна програма визначає основні напрямки вкладень і джерела їх фінансування, механізм прийняття і реалізації інвестиційних рішень та найсуттєвіші характеристики активів

банку: ризик, дохідність, ліквідність та їх співвідношення при формуванні оптимальної структури інвестиційних вкладень.

Формалізованим інструментом реалізації інвестиційної політики в банку є його інвестиційний портфель. Така економічна категорія к «портфель» набула широкого розповсюдження у сфері банківської діяльності. Проте, визначення інвестиційного портфелю, а якщо точніше - його економічну сутність різні автори інтерпретують по різному. Так, «Фінансовий словник» (Україна) визначає інвестиційний портфель як цілеспрямовано сформовану сукупність об'єктів реального і фінансового інвестування, призначену для реалізації інвестиційної політики підприємства в майбутньому [7, с.349].

Дещо іншої думки дотримується Белоглазова Г.М. (Росія), звужуючи множину можливих складових інвестиційного портфеля до набору цінних паперів, що забезпечує задовільні для банку характеристики дохідності ризику, ліквідності, що керується як єдине ціле [213, с.232].

Фабоцці Ф. взагалі обходиться мінімалістичним підходом до визначення, ототожнюючи портфель з «набором інвестицій» [214, с.913]. Оксфордський словник з фінансів і банківської справи (Великобританія) пропонує два визначення портфеля: «1) перелік цінних паперів, які є власністю інвестора або організації; 2) множина позик виданих організацією (наприклад, банком)» [215, с.273].

Словник фінансових і інвестиційних термінів від інформаційно-фінансової агенції «Barron's» (США) визначає портфель як «комбіновану множину, що складається з більше ніж одної акції, облігації, контракту на поставку товару, інвестиції в реальні активи, високоліквідного інвестиційного інструменту, що прирівнюється до грошових коштів або іншого активу, яким володіє індивідуальний або інституціональний інвестор» [216, с.542].

Пайк Р. і Ніл Б. у своєму посібнику «Корпоративні фінанси і інвестування» розглядають портфель як об'єднання інвестиційних вкладень - цінних паперів або фізичних активів - в єдиний інвестиційний пакет [217, с.777].

У свою чергу Бірман Х. і Сміт С. визначають портфель як сукупність придатних до продажу на ринку акцій і облігацій, що утримуються індивідуальним інвестором[218, с.407]. Достатньо розлоге визначення інвестиційного портфелю пропонується В. Глущенком. Зокрема він зазначає, що інвестиційним портфелем називають сукупність цінних паперів, що належать одній фізичній або юридичній особі, що розглядається як цілісний об'єкт управління і яка (сукупність) може бути розділена на множини (пакети) цінних паперів певних емітентів з конкретними параметрами обігу, доходу і ризику[219, с.162].

Розглянуті нами визначення інвестиційного портфелю свідчать на користь того, що останній може розглядатися як комбінація (множина) активів, що складають багатство економічного суб'єкта. А портфельний підхід, як основа сучасної інвестиційної теорії, передбачає вивчення економіки з точки зору оптимізації структури («портфеля») багатства, що належить підприємству і складається з усіх без винятку активів власником яких підприємство є.

Власне, сутність портфельного підходу полягає в цілеспрямованому формуванні штучної множини активів з метою отримання такої бажаної комбінації інвестиційних якостей, яка не є притаманною кожному окремо взятому об'єкту інвестування, але є можливою лише при комбінуванні активів. У загальному випадку під інвестиційним портфелем слід розуміти комбінацію (множину) активів, які складають багатство економічно суб'єкта [3, с.269] і пов'язані між собою функціонально. Особливість функціонального зв'язку між елементами такої множини полягає в тому, що їх необхідно розглядати у якості аргументу, а, власне, заданою функцією цієї множини є забезпечення бажаного поєднання показників її інвестиційних якостей: ризику, дохідності і ліквідності.

Таким чином, заходи з формування і управління банком інвестиційним портфелем можна розглядати уже як форму реалізації регуляторного підходу, при якому загальні інвестиційні характеристики усієї множини активів утримуються на траєкторії заданій інвестиційною програмою банку. В залежності від особливостей умов діяльності і фінансового стану підприємства, прогнозів стосовно перспектив

розвитку галузі і економіки загалом, можна виділити ряд базових цілей інвестиційної діяльності:

- максимізація багатства акціонерів
- максимізація прибутку;
- максимізація дохідності акцій;
- мінімізація ризиків діяльності;
- задоволення потреб менеджменту;
- задоволення вимог органів регулювання і нагляду та ін.

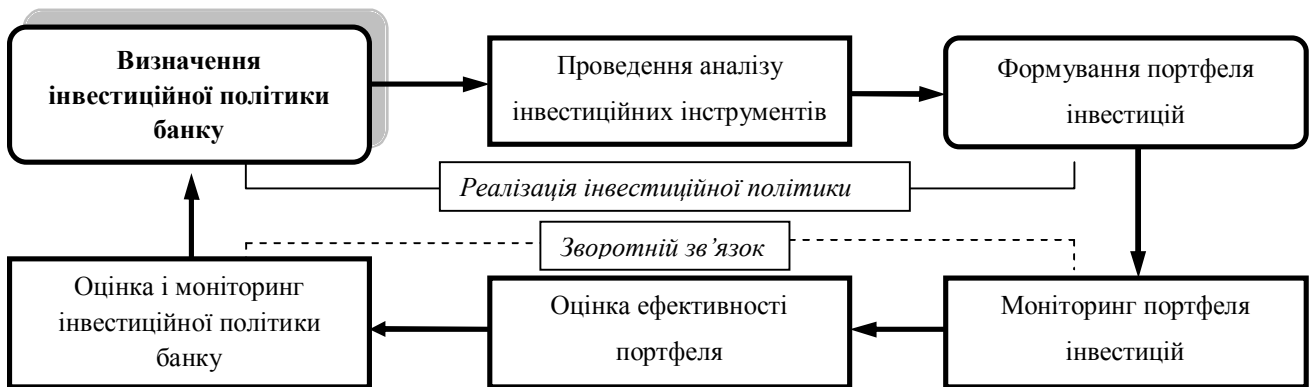
Цілі, наведені нами в переліку, до певної міри є альтернативними. Навіть розглядаючи інвестиційний портфель як єдине ціле – сукупність, що має певні узагальнюючі характеристики – варто зважати на те, що все ж таки портфель залишається гетерогенним. Зростання вартості активів і збільшення доходу є прямим наслідком прийняття банком на себе інвестиційних ризиків. Намагання досягти певного рівня ліквідності може стати на заваді включенню до портфеля активів, що можуть забезпечити зростання вартості активів або ж отримання високого доходу. У зв'язку з альтернативністю розглянутих цілей інвестор у процесі формування портфеля має, на нашу думку, визначитися з їх пріоритетністю або ж передбачити підходи з балансування окремих цілей з огляду на спрямованість інвестиційної політики. Фактично, процес формування і управління інвестиційним портфелем є формою її прикладної реалізації (рис.2.13).

Відмінності видів об'єктів у складі інвестиційного портфеля банку, цілей інвестування та інших умов дають змогу пояснити різноманітність типів інвестиційних портфелів, для кожного з яких притаманні різні співвідношення ризику, дохідності і ліквідності. Це знаходить своє відображення в різних схемах класифікації, що наводяться у фаховій літературі.

Класифікація інвестиційних портфелів банку з точки зору суб'єктів інвестування передбачає два рівні: рівень інвестора і рівень банку. На рівні інвестора сам банк, а отже, і вся сукупність активів банку, може розглядатися як інвестиційний портфель.



Специфічність такого підходу полягає в тому, що з моменту відділення відносин власності від відносин управління у процесі інвестування - коли право



**Рис. 2.13 Формування та управління портфелем інвестицій**

*Джерело: розроблено автором*

власності залишається за інвестором, а право управління передається менеджменту банку - інвестор звертає увагу не на показники якості окремих груп активів, а на показники якості банку в цілому, як окремого активу – інвестиційного проекту. У цьому випадку в контексті інвестиційного портфелю розглядаються не тільки доходні активи, а і ті активи, які хоча і не приносять доходу безпосередньо, проте забезпечують умови функціонування банку як такого, як, наприклад, реальні активи банку.

На рівні банку класифікація інвестиційних портфелів по видам об'єктів інвестування (групам активів банку) насамперед пов'язана з спрямуванням і обсягами інвестиційної діяльності. На відміну від виробничих підприємств, основним типом портфелю яких є портфель реальних інвестиційних проектів, для інституціональних інвесторів основним типом портфелю є портфель фінансових інструментів.

Проте, навіть у цьому випадку, банки мають можливість формувати змішані інвестиційні портфелі, що об'єднують різні види відносно самостійних субпортфелів, які відрізняються за видами об'єктів інвестування і, відповідно, методами управління ними. В цьому випадку саме спільність ознак і якостей активів дає змогу менеджменту максимально ефективно використовувати стандартні усталені процедури і методи управління окремими групами активів, запобігаючи

невиправданих витрат на розробку індивідуальних підходів до кожного активу. Тут варто зазначити, що з суто теоретичної точки зору, приймаючи до уваги класичну спеціалізацію банку на кредитуванні, усі інші види діяльності крім депозитної і кредитної мають бути для нього більш витратними з огляду на їх неспецифічність. Лише потреба в ліквідності і бажання забезпечити клієнтам дохідність - не меншу ніж пропонують інші конкуруючі небанківські (не депозитні) фінансові посередники - змушує банк працювати у суміжних галузях фінансового посередництва. При цьому, спеціалізовані інвестиційні портфелі можуть формуватися і за більш конкретизованими критеріями: галузевою або регіональною приналежністю, строкам інвестицій, рівнем ризику та ін. Портфель банківських інвестицій може включати в себе наступні портфелі: кредитний портфель, портфель інвестиційних проектів, портфель цінних паперів, портфель часток і паїв, портфель вкладень в цінні метали, колекції та інші об'єкти інвестування.

В залежності від пріоритетності цілей можна виділити:

- портфель росту;
- портфель доходу;
- консервативний портфель;
- портфель ліквідності.

Фактично, ця класифікація повертає нас до групування активів за їх домінуючою якістю. Портфель росту та портфель доходу переважно орієнтовані на активи, що можуть забезпечити банку, відповідно, приріст ринкової вартості активів або отримання високих поточних доходів, що, в обох випадках, пов'язане з прийняттям банком на себе високого рівня ризику. А ось консервативний портфель, навпаки, формується за рахунок активів з меншим рівнем ризику, яким притаманні відносно нижчі темпи приросту ринкової вартості або поточних доходів. В свою чергу, ці типи портфелів також можуть включати в себе ряд підпортфелів. Так, в рамках портфелю росту можна виділити підпортфелі консервативного, середнього і агресивного росту.

За рівнем відповідності цілям інвестування варто виділити збалансований та незбалансований портфель. Збалансований портфель характеризується тим, що показники його ризиковості, дохідності і ліквідності відповідають заданим при його формуванні параметрам. На противагу до збалансованого, показники структури і якості незбалансованого портфеля не відповідають нормативним.

Оскільки підбір активів (об'єктів інвестування) до складу інвестиційного портфеля здійснюється у відповідності до вподобань інвесторів, які формують основи інвестиційної політики, існує зв'язок між типом інвестора і типом портфеля. Так, консервативному інвестору притаманний високоліквідний портфель з низьким показником дохідності, поміркованому – диверсифікований, агресивному – високодохідний, але ризиковий з мінімальною ліквідністю.

З огляду на те, що кількість елементів інвестиційного портфелю як складної системи, є значною, а їх якісні характеристики є інформаційно-інтенсивними і індивідуально відмінними, у процесі управління портфелем завжди присутня ентропія - як міра відхилення реального перебігу інвестиційного процесу від його планової (ідеальної) моделі. Для мінімізації міри невизначеності стосовно стану і поведінки інвестиційного портфеля - його ризику - можна скористатися наступними принципами:

- субординація управлінських принципів і методологічних підходів до формування і управління інвестиційним портфелем по відношенню до затверджених положень інвестиційної стратегії;
- дотримання внутрішньокорпоративних обмежень за показниками концентрації і диверсифікації активів банку, для збереження позитивного економічного ефекту від інвестиційного портфеля банку і забезпечення його фінансової стійкості;
- підтримка балансу ризиків і ліквідності у частині управління активами і пасивами банку для дотримання нормативів, встановлених органами банківського регулювання і нагляду;

- функціональний підхід до використання інвестиційного портфелю як інструменту мінімізації корпоративних ризиків фінансово-інвестиційної діяльності банку;
- інституціональна обмеженість інвестиційної активності банку на ринку цінних паперів, з огляду на його фактичну спроможність, як інвестора, до здійснення якісного і ефективного (за співвідношенням витрат і вигод) управління інформаційно-інтенсивними активами, що входять до складу інвестиційного портфелю.

## **Висновки до розділу 2**

Дослідження інвестиційної діяльності банку дозволило нам зробити наступні висновки і узагальнення.

2.1. У рамках категоріального підходу визначено, що інвестиційна діяльність є унікальним самостійним видом діяльності, якому притаманний індивідуальний набір ознак: ціль – максимізація багатства; засоби – активи; результат – максимізація можливостей споживання; процес - сукупність послідовних дій інвестора, що здійснює управління економічною системою і відповідної поведінки об'єкту управління, що забезпечує максимізацію вартості активів

2.2. Дослідження економічної сутності інвестиційної діяльності показало, що термін «фінансово-інвестиційна діяльність» передбачає одночасне здійснення двох окремих видів діяльності - фінансової і інвестиційної. Таке поєднання свідчить про те, що ці види діяльності є невід'ємними складовими інвестиційного процесу, а сам процес за своєю природою є дуалістичним і має симетричні - по структурі балансу - механізми: фінансування і інвестування.

2.3. Визначено, що фінансова діяльність, наслідки якої відображаються в пасивах балансу, є відповідальною за збереження «спадковості» у фінансово-інвестиційній діяльності, оскільки зобов'язання вже існують і мають чітко визначені характеристики, що не можуть довільно змінюватися у часі, а інвестиційна

діяльність (результати - в активах балансу) - є відповідальною за «мінливість», оскільки характеристики активів обов'язково зазнають цільових змін у часі і, таким чином, мають ймовірнісний характер пов'язаний з невизначеністю. Наявність діалектичності між фінансовою і інвестиційною діяльностями дає змогу виділити інвестиційну діяльність в окрему дефініцію, а не намагатися описати її використовуючи понятійний апарат інших напрямків економічної науки або законодавства.

2.4. Екстраполяція запропонованого визначення інвестиційної діяльності на діяльність банку, у поєднанні з існуючою діалектичністю між нею і фінансовою діяльністю, дала змогу зробити висновок, що інвестиційна діяльність банку є самостійним відокремленим сегментом інвестиційної діяльності, що має наступні ознаки: ціль – максимізація багатства власників банку; засоби – активи банку; результат – максимізація можливостей споживання власників і кредиторів банку; процес – послідовність дій менеджменту банку по управлінню банком і відповідних змін стану банку, що забезпечують максимізацію вартості активів банку, а специфічною інституціональною функцією інвестиційної діяльності банку є створення ліквідності. Оскільки засобом і об'єктом інвестиційної діяльності банку є активи, то результати активних операцій комерційного банку, а значить і інвестиційної діяльності, знаходять своє відображення в статтях активів балансу комерційного банку, що дає змогу тлумачити природу реалізації інвестиційної діяльності банку - в рамках інвестиційного процесу - через активні операції.

2.5. Ефект від інвестиційної діяльності банку досягається в тому випадку, коли в результаті здійснення витрат забезпечується збільшення ринкової вартості активів банку, покращення його фінансового стану, підвищенні рейтингу, задоволення вимог органів державного регулювання і нагляду, а на макроекономічному рівні - досягнення приросту суспільного капіталу; аналогічно, для обох рівнів - результатом є збільшення можливостей споживання.

2.6. Визначено, що інвестиції банків в цінні папери і деривативи носять вимушений, інституціонально обумовлений характер, оскільки виконують роль інструмента координації взаємодії між коштами банку, кредитним портфелем і

депозитами. Спеціалізуючись на трансформації неліквідних позик в ліквідні депозити - створюючи ліквідність - банк не завжди може зробити це досконало на недосконалих ринках; нестача ліквідності може бути компенсована за рахунок придбання ліквідних активів. Крім того, перебирання на себе банками на ринку цінних паперів функцій небанківських фінансових посередників (інвестиційних компаній, пенсійних фондів, торгівців цінними паперами) слід розглядати як вимушений крок, який пояснюється бажанням інвесторів банків максимізувати прибутки.

2.7. Дослідження національної практики інвестиційної діяльності банків показало, що в Україні інвестиційній діяльності банків притаманне домінування кредитної форми, яке обумовлене (1) існуючою функціонально-інституціональною кредитною спеціалізацією банків у сфері фінансового посередництва і (2) слабким рівнем розвитку фінансового ринку - ненасиченістю ринку фінансовими інструментами, які задовольняють потреби банків як інвесторів, у, насамперед, ліквідності.

2.8. Результати проведених досліджень показали, що якості банківського активу, які визначають його ліквідність, можна розділити на дві групи: (1) ринкові: активний і ємний ринок активу, наявність активних маркет-мейкерів активу, низька концентрація ринку активу; (2) базові: низький кредитний і ринковий ризик, простота оцінки, низька кореляція з ризиковими активами, лістинг на розвинених і загальноновизнаних ринках.

2.9. Дослідження природи ліквідності активів банку показало, що найбільш адекватним показником прикладної оцінки ринкової ліквідності активу є спред «ціна продажу - ціна купівлі»; у прозорій ринковій формі він показує ту ціну, за якою трейдери будуть схильні позмагатися у процесі пошуку відповідного покупця. На величину спреду впливає конкурентність ринку, яка знаходить своє відображення через взаємодію певної кількості активних учасників ринку, які готові укладати угоди за цим активом і величиною коштів, які вони згодні вкласти у цю діяльність.

2.10. Існування нормативів ліквідності і платоспроможності банку може бути пояснене намаганням регуляторів приймати до уваги дві сторони такого атрибуту майбутнього, як невизначеність. У рамках концепції ризикології запропоновано, відповідно, два підходи до тлумачення невизначеності: (1) невизначеність – об'єктивна ймовірність, яка враховує абсолютно усі варіанти перебігу подій і усі фактори, що можуть на це вплинути (рівень теоретичної ідеалізації) і (2) ризик – суб'єктивна ймовірність (прикладний підхід). Суб'єктивність ризику, як прикладного заміника невизначеності, полягає в тому, що при прийнятті інвестиційних рішень суб'єкт регулювання приймає до уваги лише ті дані стосовно ймовірності настання подій, величини наслідків і факторів впливу, які він усвідомлює, вважає дійсно значимими, має можливість оцінити і спроможний агрегувати у своєму ризик-профілі. Інструментом реалізації суб'єктивного підходу, що відображає уявлення регулятора про рівні ризиків окремих груп активів, є нормативна оцінка ризику за групами активів або ж класифікація останніх в процесі формування резервів комерційними банками.

2.11. Результати проведених досліджень довели, що показники платоспроможності банку мають стосунок до невизначеності у діяльності банку, у той час як показники ліквідності банку мають відношення до актуальних ризиків – як суб'єктивної ймовірності, виокремленої з невизначеності. Ліквідність банку слід трактувати як показник його опірності (як складної умовно закритої і стабільної системи) до негативного впливу, більшою мірою, ендогенних мікроекономічних факторів - до ризиків діяльності самого банку, а платоспроможність – як показник опірності банку (уже як складової частини складної відкритої системи) до впливу як ендогенних, так і екзогенних макроекономічних факторів – ризиків комплексної взаємодії банку з ринковим середовищем.

2.12. Дослідження базових принципів формування інвестиційної політики банку показало, що вона має стосунок до формування системи цільових орієнтирів інвестиційної діяльності, вибору найбільш ефективних шляхів їх досягнення і виступає у якості протоколу комунікації банку з зовнішнім середовищем. В контексті корпоративного менеджменту інвестиційну політику слід розглядати як

документ, що визначає інституціональні цілі, обмеження, задачі і директиви управління активами, які відображають стиль і загальну ідеологію діяльності інвестора. Квінтесенцією інвестиційної політики банку є загальна ділова політика банку, в якій знаходять своє відображення стратегічні цілі інвестиційної діяльності.

2.13. Під інвестиційним портфелем банку слід розуміти сукупність вкладень в інвестиційні об'єкти (активи), що сформована відповідно до інвестиційної стратегії, а основною метою формування інвестиційного портфелю є забезпечення реалізації інвестиційної політики банку шляхом підбору найбільш ефективних і надійних інвестиційних вкладень.

2.14. Дослідження дозволило встановити, що на рівні банку класифікація інвестиційних портфелів по видам об'єктів інвестування (групам активів банку), насамперед, пов'язана з спрямуванням і обсягами інвестиційної діяльності, а основним типом портфелю є портфель фінансових інструментів. На рівні інвестора весь банк, а отже, і вся сукупність активів банку, може розглядатися як інвестиційний портфель: інвестор банку має зважати не на показники якості окремих груп активів, а на показники інвестиційної якості банку в цілому – мають прийматися до уваги не тільки доходні активи банку, але і ті активи, які хоча і не приносять доходу безпосередньо, проте забезпечують умови функціонування банку – ліквідність, ризик і платоспроможність.

Основні положення, що містить цей розділ дисертації, відображено у публікаціях [220, 221, 222, 223].



## РОЗДІЛ 3

### ЕКОНОМІЧНІ ЗАСАДИ РЕГУЛЮВАННЯ БАНКІВСЬКОГО СЕКТОРУ І ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

#### **3.1. Політико-економічні засади реалізації регулювання на фінансових ринках**

З початку 90-х років минулого століття і аж до початку глобальної економічної кризи домінуючою в економічній науці була доктрина стабільного економічного зростання. За таких обставин питання активного державного втручання у діяльність ринків у формі регулювання і нагляду розглядалися як компліментарні. Впевненість в тому, що така надскладна система, як світова економіка, може зберегти свою цілісність і ефективність в рамках саморегулювання призвела до верховенства мікропруденційного підходу у регулюванні діяльності фінансових посередників. Наслідком такого підходу стало те, що навіть у теоретичній площині вектор розвитку дискусії стосовно ролі держави перемістився у спеціалізовані сектори посередницької діяльності – фінанси, банківську справу, страхування, інвестиції. На практиці це, на нашу думку, призвело до того, що регулювання втратило глобальний системний характер, а його галузева сегментація, на противагу загальноекономічному системному підходу, обумовила виникнення підлеглої системи регулювання, в якій урядові агенції делегували більшість регуляторних функцій підприємствам і залишилися лише з наглядовими. Фактично, об'єкти регулювання стали одночасно і його суб'єктами, а суспільний вплив на ринки став мінімальним.

Глибина і масштабність наслідків фінансової кризи, яка зародилася у банківській системі, ініціюють потребу у реформуванні існуючої регуляторної політики. Проте, перед тим як почати виправляти ситуацію з принципами регулювання в економіці, варто звернутися до основ - базової економічної теорії - і

зрозуміти чому, по-перше, ринки - зокрема фінансові - є недосконалими, по-друге, що представляє собою їх регулювання, і, на кінець, яким чином регулювати ці недосконалі ринки.

Економісти традиційно віддають перевагу вільним і нерегульованим ринкам. Вважається, що лише конкурентні ринки здатні забезпечити бажаний позитивний результат. Загалом, ринок можна назвати таким, що функціонує ефективно у випадку, коли для певної особи не існує можливості покращити свій добробут за рахунок погіршення добробуту іншої особи або групи осіб. Проте, ефективний ринок, як такий, може існувати лише в світі, що передбачає безумовну реалізацію кількох дуже сміливих припущень. На цьому ідеалізованому ефективному ринку безконечна кількість підприємств складають конкуренцію одне одному через ціни на товари і послуги і, крім того, усі вони мають змогу максимізувати виробництво з мінімальними витратами. Їх прибутків якраз тільки і вистачає, що на покриття витрат за користування капіталом. На гіпотетичному ефективному ринку підприємства не несуть витрат у процесі укладання угод, підготовці і підписанні контрактів (все те, що називають транзакційними витратами). Крім того, уся інформація є безкоштовною і не існує жодних обмежень по доступу до неї. І, на кінець, у цьому ідеальному світі все страхується - не існує ризиків, які б не можна було розмістити у інших учасників, що бажають, за певну плату, взяти на себе відповідальність[224].

Це ідеалізоване уявлення про ринок, звісно, не використовується для опису діяльності реального ринку, але, зазвичай, виступає у ролі уявної (а, скоріше, бажаної) позитивної моделі. Недосконалості ринку виступають тут у ролі прикладу того, як поведінка реального світу може відрізнятись від поведінки, якої очікують від моделі. Значна частина викладок економічної теорії пов'язана з розглядом питань, що стосуються пояснень відхилень поведінки існуючих ринків від прогнозних варіантів поведінки їх ідеалізованих моделей. На нашу думку, ця економічна теорія - теорія недосконалості ринку – має бути відправною точкою для розуміння регулювання фінансового регулювання.

Економічний аналіз фінансового регулювання дає змогу визначитися з яких причин фінансовим ринкам не вдається розвиватися відповідно до ідеалізованої моделі. Загалом, як уже зазначалося у першому розділі, можна визначити два фундаментальні обґрунтування для запровадження фінансового регулювання: існування екстерналій (побічних ефектів) і інформаційні асиметрії між покупцем і продавцем. Наявність хоча б одного з цих факторів може призвести до неспроможності конкурентного ринку генерувати суспільно оптимальний результат. Обидві форми прояву недосконалості ринку представляють собою перше на що потрібно звернути увагу у випадку фінансового регулювання.

Основним аргументом на користь фінансового регулювання є, як уже зазначалося, існування екстерналій на фінансових ринках. Екстерналії виникають у випадку коли економічна діяльність призводить до втрат (погано для суспільства) або вигод (добре для суспільства) по відношенню до інших осіб, для яких вони не компенсуються і не сплачуються. Якщо екстерналія призводить до витрат, то її прийнято називати негативною, а якщо до отримання вигод – позитивною.

Найбільш простим прикладом негативної екстерналії є підприємство, яке забруднює річку, що знаходить своє відображення у втраті засобів до існування рибалок які живуть вниз за течією, оскільки останні вже не можуть спіймати у річці живу рибу. У цьому випадку власник підприємства переносить витрати на рибалок, а рибалкам ці втрати ніхто не компенсує. А, крім того, ціна яку правлять за продукцію підприємства, у нашому випадку, вже не в повній мірі відображає суспільні витрати (і втрати) на виробництво цієї продукції.

І, хоча підприємство платить суспільству за робочу силу, капітал і сировину які воно використовує, проте воно не платить ціну за забруднення річки. Таким чином, хоча б деякі з продуктів, що випускаються підприємством, будуть коштувати суспільству більше ніж вони того варті (тобто, більше ніж ціна, яку покупці згодні заплатити за них), оскільки ціна продукту не покриває суспільні втрати пов'язані з забрудненням річки у процесі виробництва продукту.

Одним з шляхів виправлення такої недосконалості ринку зі сторони уряду може бути встановлення і дотримання природозахисних екологічних стандартів. У

якості альтернативи можна розглядати видачу дозволів на забруднення або платіж за користування водними ресурсами (фактично, податок), який підприємство буде зобов'язане сплачувати. Ці платежі будуть спрямовані на відшкодування втрат рибалкою. В обох випадках метою є або ж передача втрат з забруднення назад на підприємство, або ж інтерналізація екстерналії.

Як і у випадку з забрудненням навколишнього середовища, негативні екстерналії мають місце і на фінансових ринках. Банкрутство одного фінансового посередника може викликати сумніви у платоспроможності інших, що, в свою чергу, може призвести до панічного лавиноподібного - як за обсягами так і за швидкістю - зняття коштів вкладниками банку [225]. І, що в цьому випадку надзвичайно важливо, ця екстерналія виражається в тому, що вкладники свої кошти забирають з банків у яких до цього моменту не було жодних проблем з платоспроможністю. Вкладники і інші кредитори банків не можуть з впевненістю відрізнити платоспроможний банк від неплатоспроможного, а звідси – банкрутство одного банку може призвести до виникнення панічних настроїв у клієнтів як платоспроможних, так і неплатоспроможних банків.

Крах фінансових ринків і нестабільність, в кінцевому рахунку, призводять до системної кризи, яка зачіпає не лише окремих вкладників але і здоров'я всієї економіки. Таким чином, через невдалий менеджмент, який призвів до банкрутства одного банку, власники цього збанкрутілого банку переклали витрати на власників інших банків, управління якими було більш успішним. Цей приклад, на нашу думку, є найбільш вдалим аргументом на користь впровадження регулювання у сфері фінансового посередництва.

Проте, не всі екстерналії призводять до суспільних втрат. Наявність одного популярного ресторану (магазину, закладу дозвілля) у певному місці приваблює споживачів до цього місця. Інші заклади подібного типу будуть намагатися групуватися поряд, у тому самому місці. У даному випадку популярний ресторан створює позитивну екстерналію для інших навколишніх ресторанів і, таким чином, зменшує витрати тим, хто шукає де можна попоїсти. Це, власне, найпростіший

приклад позитивної екстерналії, реалізація якої призводить до збільшення суспільного блага.

Суспільне благо є благом, якому притаманні дві специфічні риси: неконкурентність і неексклюзивність[3, с.234]. Благо є неконкурентним якщо його споживання однією особою не зменшує обсяги можливого його споживання іншою особою. Неексклюзивність означає, що якщо благо надається у користування одній особі, то воно обов'язково має бути надане і іншим.

Такі риси суспільних благ як неконкурентність і неексклюзивність значно ускладнюють розробку можливих способів стягнення оплати за користування з їх споживачів. Як результат, надання суспільних благ є особливо вразливим до так званої проблеми «безбілетника». Якщо окремі особи приймають рішення обмежити користування власним авто з метою зменшення забруднення повітря, або окремі підприємства в добровільному порядку підвищують корпоративні екологічні стандарти, вигоду від цього отримують також і ті, хто не обмежував себе у використанні авто, і підприємства, які не брали на себе підвищених екологічних зобов'язань. Оскільки усі підприємства і фізичні особи мають одні й ті самі стимули, ніхто з тих, хто з економічної точки зору веде себе раціонально, не піде на жертви заради суспільного блага. А отже, до тих пір поки не існує кореляції (або ж ця кореляція є незначною) між індивідуальними внесками або пожертвами з метою отримати суспільні блага, і можливістю скористатися з цих благ, такі блага (суспільні товари) не будуть надаватися їх споживачам у повному обсязі конкурентними ринками. Таким чином, певний елемент примусу через податкову систему або ж регулювання, є необхідним для того щоб гарантувати адекватне надання суспільних благ.

А отже, можна припустити, що і репутація фінансових (як і будь-яких інших) ринків і впевненість в них є суспільним благом (суспільним товаром). Якщо окремі фінансові посередники мають намір інвестувати у розвиток власної репутації, маючи на меті покращити рівень менеджменту, підвищити якість продукції або послуг, збільшити власний капітал, капіталізацію і т.п., у інших інститутів з'явиться спокуса використати чужу репутацію – як безбілетник – не витрачаючи жодних

коштів на її покращення. Наприклад, репутація побудована іншими банками дасть змогу банкам-«безбілетникам» тримати менше капіталу, ніж вони мали б або ж менше інвестувати у проекти, пов'язані з удосконаленнями систем контролю і управління ризиками.

Якщо одні банки будуть інвестувати у підвищення репутації ринку на якому вони оперують, через підвищення внутрішньокорпоративних стандартів (добровільно збільшуючи нормативи капіталу), то вигоди від цього отримають інші фінансові посередники, які не роблять відповідних витрат. А отже, оскільки всі банки мають однакові наміри і стимули, то ніхто з них не готовий інвестувати у репутацію ринків, що, у свою чергу, призведе до втрати клієнтами впевненості в цих ринках і віднадить від їх використання.

Такий результат можна спостерігати на прикладі нерегульованих або слабо регульованих сегментів ринку цінних паперів, де інсайдерська торгівля і маніпулювання ринком є широко розповсюдженими явищами. Регулювання ринків необхідне як для подолання проблеми «безбілетників», так і для забезпечення потрібних обсягів інвестицій у розвиток і захист репутації ринку. Аналогічно, вимоги до достатності капіталу, що встановлюються органами державного регулювання і нагляду, мають на меті забезпечити гарантії того, що усі фінансові посередники мають достатні рівні капіталу для захисту репутації ринку в цілому. Так, аналіз динаміки зміни показника фінансової стійкості «капітал/активи» (I13) за частотою і величиною появи негативного відхилення від середнього по банківській системі для десяти найбільших банків України (таб.В.1), засвідчив, що принаймі три провідних банки (Приватбанк, Дельта Банк, Промінвестбанк) діють як класичні «безбілетники».

У сучасній економічній теорії, можливо, найбільш важливою причиною того, що ринки можуть функціонувати недосконало, є відмінності у доступі до інформації і можливостях її інтерпретації та використання учасниками ринку. Існування «асиметричної» інформації має місце в ситуації коли одна сторона угоди має значно менш точну і меш повну інформацію ніж інша сторона [226].

В фінансових послугах інформаційна асиметрія може проявлятися в різних формах. У найбільш простому варіанті це може мати місце коли споживач фінансових послуг має покладатися на професійну пораду, наприклад, біржового брокера або інвестиційного радника. Сама сутність надання професійних послуг передбачає використання специфічних (а інколи - і ексклюзивних) знань фахівця для вирішення проблем клієнта. Майже за визначенням, таким чином, споживач поради часто буде не в змозі здійснити свідому поінформовану оцінку якості послуг професійного радника. Навіть тоді, коли позитивні результати виконання порад є очевидними (наприклад, портфель акцій дав кращі результати ніж навіть очікувалось ринком), клієнту важко відрізнити майстерність і професійні навички від простої удачі, зокрема, до тих пір, поки це не підтвердить подальший досвід співпраці. До тих пір поки існує проблема інформаційної асиметрії при наданні будь-яких професійних порад (у сфері медицини, юриспруденції, обліку) вона існуватиме у особливо гострій формі і у сфері фінансових послуг з огляду на саму фідуціарну природу більшості фінансових контрактів [227]. Потреба в гарантуванні споживачам якості порад, які вони отримують, забезпечується ліцензійними вимогами, які встановлюються для фінансових радників (фінансових посередників) так само, як це робиться і при ліцензуванні практичної діяльності у сфері медицини або юриспруденції.

Факт існування асиметричності інформації у фінансових контрактах призводить, у свою чергу, до виникнення двох пов'язаних проблем: несприятливий відбір і моральний ризик. Несприятливий відбір є формою реалізації проблеми інформаційної асиметрії, що має місце у випадку коли сторони, які найбільш ймовірно можуть забезпечити небажаний результат, і можуть бути обрані з найбільшою ймовірністю. Несприятливий відбір у фінансовій системі може мати місце у випадку, коли потенційно погані кредитні ризики є саме тими, які найбільш активно шукають позику. Така ситуація виникає тому, що позичальники які отримують банківські кредити, зазвичай мають набагато кращу інформацію стосовно потенційного ризику і дохідності інвестиційних проектів ніж кредитори.

Як наслідок, ті хто згоден прийняти на себе великий ризик виказують найбільше бажання взяти позику, оскільки вони знають, що скоріш за все не повернуть її.

Проблема несприятливого відбору впливає на спроможність ринкового механізму сприяти укладанню можливих угод (угод, де як продавець, так і покупець мають бажання їх укласти за умови, якщо усі сумніви стосовно їх якості будуть зняті). У випадку несприятливого відбору, коли найбільш ймовірно, що кредити будуть видані на погані кредитні ризики, кредитори можуть прийняти рішення обмежити кредитування або не видавати кредитів взагалі, навіть розуміючи, що на ринку є хороші кредитні ризики. Цей наслідок є характерною рисою класичного аналізу «проблеми лимонів» уперше описаної Д. Акерлофом [28]. Аналіз динаміки ринку іпотечного кредиту в Україні з 2007 по 2014р.р. може розглядатися як практичний приклад реалізації проблеми несприятливого вибору і засвідчив драматичне зменшення цього ринку з 143416 млн.грн. у 2008 році до 56270 млн.грн. у 2013р. – у 2,7 рази (рис.В.1). В окремих випадках ця проблема може взагалі завадити появі ринку.

Проблема морального ризику здавна відзначається у страховій діяльності. Звичайною є ситуація коли страховий поліс дає змогу сплачувати рахунки (наприклад, за лікування) коштом страхової компанії, а застрахована особа отримує більше вигод ніж сплатила за страхову послугу. В економічних термінах: коли товар сприймається як такий, що має нульову ціну, то такого товару буде споживатися більше. Для того щоб визначити це як моральний ризик, немає необхідності розглядати моральні аспекти такого типу поведінки, яка в цьому сенсі повністю співпадає з економічними міркуваннями. Власне, більш точним, на нашу думку, було б сказати, що елемент моралі морального ризику має відношення до довіри - наприклад, сподівання на те, що особи, які намагаються застрахувати певну модель поведінки, не змінять свою поведінку отримавши на руки страховий поліс. Страховик має бути впевненим в тому, що особи які придбали поліси з медичного страхування будуть продовжувати вести здоровий стиль життя, а ті, хто придбав поліс на випадок пожежі, будуть дотримуватися правил протипожежної безпеки. Саме з цієї причини страхові контракти, зазвичай, містять пункти стосовно того, що



застрахована особа повинна дати страховику усю інформацію, яка може вплинути на визначення розміру страхового платежу і зобов'язання застрахованої особи інформувати страховика про усі суттєві зміни.

Проте, проблема морального ризику присутня і в діяльності інших фінансових посередників. У якості прикладу, знову ж таки, повернемося до класичної ситуації коли банк видає кредит. Після того як угода була укладена, кредитор підпадає під ризик, що позичальник має намір зайнятися діяльністю яка є небажаною з точки зору кредитора - діяльністю, яка ставить під сумнів повернення позики [228]. Ця проблема постає тому, що кредитор і позичальник мають різну мотивацію. Моральний ризик виникає оскільки позичальник має намір інвестувати у високоризиковий проект який - у випадку успіху - принесе вигоду позичальнику, а ось кредитор переймається більшою мірою ризиком того, що проект спіткає невдача. Позичальник, також, може бути схильний до того, щоб використовувати ресурси нераціонально на особисте споживання, банально їх вкрати або ж не приділяти проекту достатньо уваги. Єдиним шляхом подолання проблеми моральної загрози для кредитора є здійснення інтенсивного моніторингу для того, щоб бути певним в тому, що позичальник діє згідно умов контракту. Таким чином, положеннями кредитної угоди повинні встановлюватися обмеження (зобов'язання утриматися від дій) для позичальника, які передбачають, що він не має права вести себе таким чином, що це може призвести до виникнення ймовірності неповернення тіла позики і сплати процентів за нею; тоді кредитори мають здійснювати моніторинг дій позичальників і посилювати обмеження, якщо позичальник їх порушує.

Інформаційна економіка розглядає питання пов'язані з відмінностями у інформації доступній покупцям і продавцям [229]. Поте існує інший тип інформаційної проблеми в економіці: інформація про майбутнє. Інформація такого типу є надзвичайно важливою для фінансових ринків, оскільки сутність фінансового контракту і полягає в тому, що це обіцянка заплатити в майбутньому. А отже, його вартість тепер значною мірою залежить від очікувань стосовно того, чого буде вартість цей контракт у майбутньому.

Традиційна економічна теорія передбачає, що покупці і продавці мають усю необхідну їм інформацію, яка дозволяє їм використовувати закони ймовірності для розробки більш-менш достовірних прогнозів стосовно перебігу подій у майбутньому. Проте, такі економісти як Кіндлебергер Ч. і Мінські Х., ставлять під сумнів твердження стосовно можливості надійного передбачення майбутньої вартості фінансових активів[230, 231]. На нашу думку, досить слушною є теза стосовно значимих відмінностей між ризиком і невизначеністю. Як уже зазначалося, ризик можна визначити кількісно і зробити обґрунтовані прогнози на основі ймовірнісних припущень. А ось невизначеність фундаментально відрізняється від ризику тим, що за своєю сутністю є невимірюваною. Вона має відношення до рідкісних, але надзвичайно значимих подій, настання яких дуже важко передбачити – це може бути що завгодно - від війни до нової технологічної інновації. Традиційно уживана фінансовими посередниками (зокрема банками) концепція ризику є дещо відмінною і передбачає, що майбутнє, загалом, буде таким самим як минуле. Таке базове припущення дає змогу (а, фактично, спокушає) виходити з твердження, що між різними фінансовими змінними існують усталені взаємозв'язки, які можна описати (як, наприклад, ціна акцій і дохідність облігацій). Невизначеність, у свою чергу, припускає, що ці взаємозв'язки можуть розпадатися самим непередбачуваним чином. Проблема, на нашу думку, є значно складнішою ніж просто існування інформаційної асиметрії, як це формулюється у загальнотеоретичних положеннях. Теоретики так званої школи нестабільних ринків (Кіндлбергер Ч., Мінські Х., Кейнс Д.) зауважують, що ми нічого не можемо знати наперед про ті важливі фактори, які формують майбутню поведінку фінансових активів. Проте, за самою своєю природою, фінансові ринки вимагають від їх учасників робити прогнози стосовно невизначеного майбутнього.

За відсутності надійних прогнозів і існування у всесвіті, якому притаманна невизначеність, людина вимушена вдаватися до інших шляхів прийняття рішень. З огляду на велику роль невизначеності на фінансових ринках, вже згадувані нами психологічні фактори відіграють більш значиму роль у поведінці учасників саме фінансових ринків. По суті, там де превалує тотальна невизначеність, люди схильні

дотримуватися якихось загальних для усієї спільноти шаблонів у міркуваннях, сподіваннях і моделях поведінки, що знайшло своє відображення у формуванні суспільного сприйняття інституту фінансового посередництва.

Таким чином, в оточенні, що повсякчас змінюється, може здатися абсолютно виправданою імітація поведінки тих підприємців, чий успіх хоча б одного разу засвідчив, що вони володіють якимось «ноу-хау». А отже, можна припустити, що стадний інстинкт може відігравати більш впливову роль ніж максимізація прибутку або корисності. І навпаки, фінансові ринки схильні до поведінки притаманної моделям на «конкурсі краси» - як це описано Кейнсом Д. і не виступають сторонніми спостерігачами [232, с. 122-137]. У якості прикладу Кейнс розглядає конкурентні змагання, що мали місце між окремими газетами нижнього цінового сегменту у Великобританії. Читачів просили ранжувати зображення облич молодих жінок у тому порядку у якому, як їм здається, їх розмістять інші учасники конкурсу. А отже, для того щоб виграти, учаснику не потрібно було показати свої власні уподобання, або ж намагатися оцінити справжні уподобання усередненої думки. Замість цього успішний гравець повинен був намагатися передбачити якою - на думку «усередненої думки» - має бути усереднена думка. Так само, можна припустити, що ключем до успіху на фінансових ринках, вочевидь, є не те, що окремий інвестор думає стосовно позитивних якостей окремо взятого фінансового інструмента і навіть не те, що переважна маса інвесторів дійсно вважає достоїнствами цього фінансового активу. Успішний інвестор, фактично, переймається тим, щоб визначитися хто ще з усіх присутніх на ринку повірить у те, у що мають повірити усі.

Таким чином, коли оцінка фінансових активів звужується до рівня «конкурсу краси», вони стають сприйнятливими до різких коливань, що знаходить відображення як в їх недооцінці, так і переоцінці, відображаючи, таким чином, зміни в очікуваннях усередненої думки стосовно того якою має бути ця усереднена думка. Виходячи з цього, теорія нестабільних ринків зауважує, що структура фінансово-кредитної системи у сучасній економіці є, по суті своїй, нестабільною і крихкою і, тому - сприйнятною до неочікуваних збурень. Економісти школи

нестабільних ринків мають абсолютно відмінні погляди на принципи функціонування фінансових ринків, порівняно з адептами школи ефективних ринків, яскравими представниками якої є Фрідман М., Міллер М., Фама Є. і Грінспен А.

Досить часто різні форми недосконалості ринку можуть проявлятися одночасно. Як уже зазначалося, моніторинг та посилення обмежуючих зобов'язань є необхідними засобами для обмеження морального ризику. Шляхом моніторингу діяльності позичальників, з метою визначення чи дотримуються останні обмежуючих зобов'язань, і посилення цих зобов'язань - якщо не дотримуються, кредитори можуть утримати позичальників від прийняття ризиків за свій рахунок. Однак, з огляду на те, що як моніторинг, так і посилення обмежуючих зобов'язань є заходами витратними, проблема «безбілетника» заважає реалізації цих заходів на ринках цінних паперів. Якщо одні інвестори знають, що інші інвестори здійснюють моніторинг і контроль над дотримання обмежень - несуть витрати на цю діяльність, то вони можуть виступити у ролі «безбілетника» і не витратити власні кошти на реалізацію цих заходів. А коли перші тримачі цінних паперів усвідомлять, що вони можуть зробити так само, вони також можуть зупинити моніторинг і контроль, що призведе до того, що рівень контролю зі сторони інвесторів стане недостатнім. Власне, проблема морального ризику найгостріше відчувається при здійсненні операцій з високоліквідними цінними паперами і деривативами.

Проблеми створені несприятливий відбором і моральним ризиком і пов'язаною з ними проблемою «безбілетника» є важливими перешкодами на шляху до добре функціонуючих фінансових ринків. Проте, в даному випадку, насамперед варто говорити про обставини за яких можливе регулятивне втручання.

По-перше, не усі збої у функціонуванні ринку потребують коригуючих втручань саме з боку держави: може мати місце розв'язання проблем зусиллями приватного сектору[233]. До такого висновку одним з перших у своїх дослідження дійшов Коуз Р. [35, с.92-149]. Він показав, що за певних обставин екстерналії можуть бути самостійно подолані зацікавленими сторонами. Переговорний процес і укладання угод, звісно, також пов'язані з витратами - саме з цієї причини сторони

можуть і не досягти взаємовигідних угод. Проте, за умови відсутності транзакційних витрат, існує можливість укладання добровільної угоди, яка може забезпечити економічно ефективне вирішення проблеми екстерналій.

По-друге, вигоди від урядового втручання мають балансуватися з витратами на його реалізацію. Регулювання, як мінімум, призводить до зростання вартості виробництва (у нашому випадку – надання фінансових послуг), а це, у свою чергу, може призвести до витрат споживача, оскільки він має сплатити більше за той самий продукт (послугу); ринки, що стають об'єктами регулювання, можуть стати менш динамічними і менш гнучкими; і, на кінець, сам процес розробки і впровадження регулювання може бути захоплений сторонами зацікавленими в його саботажі на власну користь. Останнє зауваження знайшло своє відображення в теорії неефективності державного регулювання [234].

Якщо прояви неефективності державного управління стають відчутними, тоді регулювання, замість того щоб виконувати суспільно корисні функції, буде просто обслуговувати інтереси окремої групи (груп) осіб, що мають спільні інтереси. Як уже зазначалося, цей напрямок аналізу регулювання розглядається фахівцями чикагської школи політичної економії. Теоретичні і практичні дослідження представників цієї школи показують яким чином регулювання може бути використане для задоволення інтересів окремих груп суспільства – перетворюється на кептивне.

Проте, не зважаючи на усі наведені зауваження, можна стверджувати, що концепції недосконалості ринку є невід'ємними складовими політики регулювання ринку фінансових послуг. Існування інформаційної асиметрії пояснює чому такою важливою є роль уряду як у процесі регулювання, так і у нагляді за фінансовою системою. Ми бачимо, що мінімізація проблем несприятливого відбору і морального ризику потребує виробництва інформації шляхом скрінінгу і моніторингу, а цієї інформації, знову ж таки, буде все ще недостатньо з огляду на проблему «безбілетника».

Держава може допомогти у вирішенні цих проблем шляхом становлення для фінансової системи регулятивних вимог[235, с.96-97], що мають стимулювати

виробництво інформації. На ринках цінних паперів регулювання, зазвичай, втілюється в формі вимог для емітентів стосовно жорсткого дотримання стандартів обліку і звітності, публічності в представленні звітності за результатами діяльності. Крім того, держава також приймає закони з метою встановлення жорстких покарань для осіб, що займаються шахрайством, розкраданням прибутків, приховуванням інформації та ін.

Однак, на нашу думку, не варто зводити регулювання недосконалих фінансових ринків, загалом, і банківської діяльності, зокрема, лише до суто технічної діяльності, яка, за своєю природою, стосується балансування і узгоджень по операціям стосовно величини власного капіталу [236]. З такої «технічної» точки зору банківське регулювання включає в себе визначення та розрахунок певного переліку нормативних показників, а наше дослідження мало б фокусуватися лише на тому, які регулятивні показники і нормативи спрацьовують найкраще (рис.В.2). Проте, такий суто технічний підхід, на нашу думку, мало чим може допомогти при дослідженні ролі банківського регулювання і нагляду у запропонованому соціально-економічному контексті, який дає змогу дослідити як вплив державних принципів і інститутів на вибір політики, так і наслідки реалізації цих рішень[237].

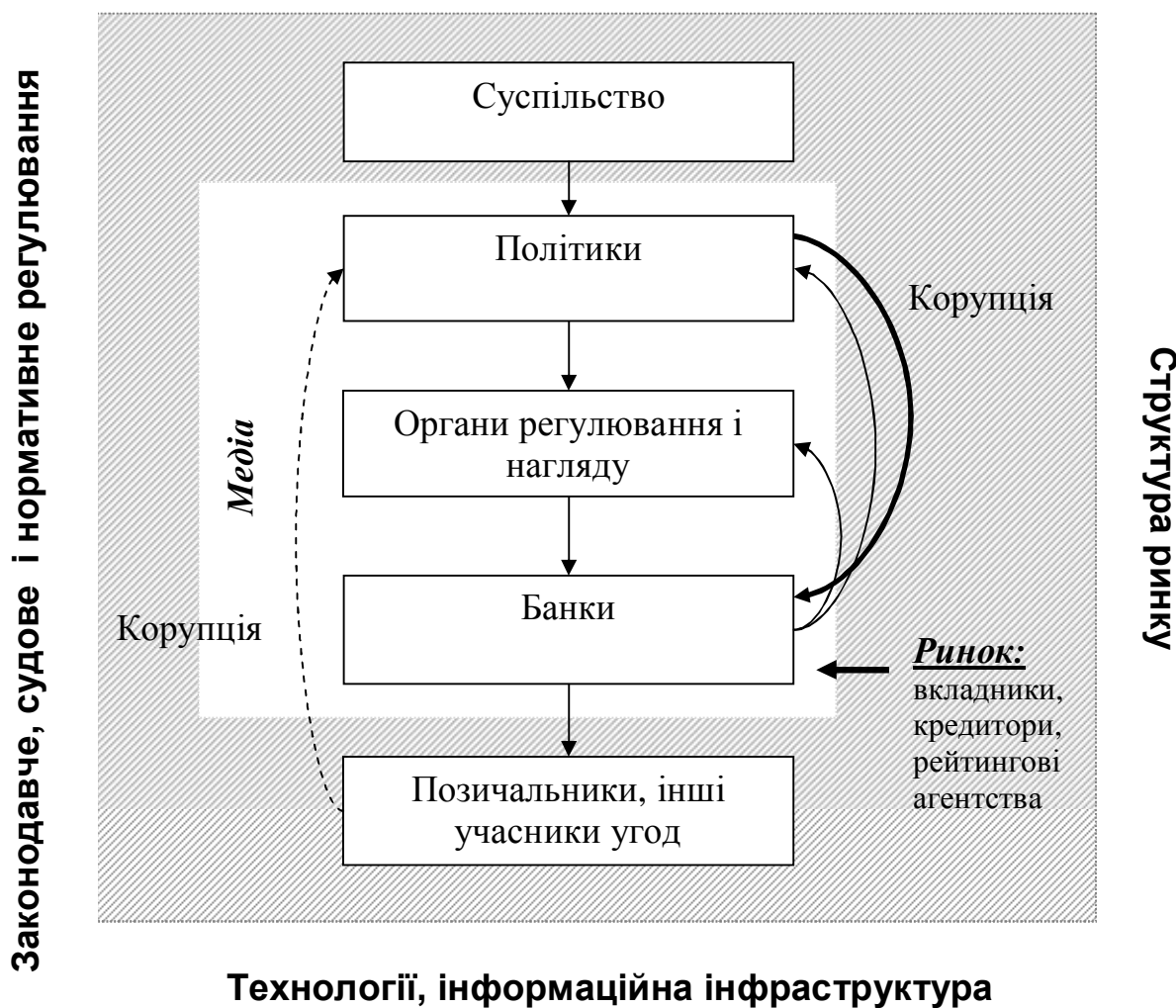
На рис 3.1 наводиться графічна ілюстрація запропонованої нами розширеної концепції банківського регулювання, яка відображає послідовність виникаючих взаємопов'язаних агентських проблем в рамках цілісного комплексу політичних, юридичних, культурних і технологічних факторів, що впливають на діяльність банків.

Кожен рівень запропонованої нами схеми відображає потенційну проблему типу «принципал-агент», що відображає конфлікт інтересів учасників угоди, за якою одна особа (принципал) доручає іншій (агенту) виконати певне завдання; агент може вести себе опортуністично і в своїй діяльності віддавати перевагу власним інтересам користуючись асиметричністю інформації [238]. Наприклад, у випадку кредитування, де банк виступає у ролі принципала, а позичальник у ролі агента, перед банком завжди постає проблема переконати позичальника поводити себе відповідально і обслуговувати боргові зобов'язання. Інформаційна асиметрія -

сутність якої у цьому випадку полягає в тому, що позичальник набагато краще розуміється на таких речах як функціонування власного бізнесу, власних очікуваннях і цілях ніж банк - ускладнює цю проблему і призводить до урізноманітнення таких характеристик позики як вимоги до забезпечення, строки погашення позики та ін.

### Економіко-правове середовище

#### Рівень демократичності, політичний /державний



#### Технології, інформаційна інфраструктура

Рис. 3.1. Система банківського регулювання

*Джерело:* розроблено автором

Подібні агентські проблеми виникають і на наступному рівні, де органи банківського регулювання і нагляду, що мають у своєму розпорядженні неповну інформацію про банки, намагаються розробити правила і запровадити процедури,

які мають змусити банки діяти належним чином [239]. На цьому ж рівні традиційні проблеми корпоративного управління обтяжують нагляд за банками: інформаційна асиметрія ускладнює реалізацію моніторингу і контролю з боку таких суб'єктів ринку як вкладники, акціонери, інші кредитори та рейтингові агентства [227].

Серія агентських проблем продовжується на наступному рівні де «політики», включаючи керівництво усіх гілок влади, намагаються віднайти можливості впливу на банківських регуляторів. Як регулятори стикаються з агентськими проблемами в контрольованих ними банках, так і політики стикаються з подібними проблемами в процесі контролю регуляторів. На практиці регулятори мають незрівнянно більше інформації про діяльність банків, регуляторну політику та засоби впливу на них ніж політики, що значним чином ускладнює контроль за діяльністю органів регулювання і нагляду зі сторони політиків [240].

На найвищому рівні послідовності агентських проблем лежить – на нашу думку - найскладніша: яким чином суспільство може змусити політиків діяти в інтересах суспільства? Інколи діяльність політиків вмотивовується думкою про служіння інтересам суспільства (точка зору «суспільної зацікавленості»), а інколи - політики діють в інтересах власного добробуту на шкоду інтересам суспільства (точка зору «приватного інтересу»). Здатність суспільства контролювати політиків має, на нашу думку, справляти вирішальний вплив на вибір і реалізацію практики контролю і нагляду за банківською діяльністю, і, таким чином, за функціонуванням банків і економічним процвітанням.

Поза межами комплексу агентських проблем (прямі вертикальні лінії спрямовані вниз), система банківського регулювання і нагляду ще більш ускладнюється, з огляду на можливі прояви корупції, у випадку коли впливові особи намагаються впливати на потоки суспільних заощаджень (вертикальні вказівні стрілки). Банкіри можуть намагатися вплинути на органи регулювання і нагляду, пропонуючи їх працівникам додатковий оплачуваний приробіток або інші винагороди. Найбільш поширеними є випадки коли банки намагаються купити вплив політиків (або самі ідуть у політику), які, в свою чергу, можуть вплинути на органи регулювання і нагляду[241]. Такі напрямки взаємодії корупційного



характеру показані на рис.3.1 вертикально спрямованими кривими, що ідуть від банків до політиків і до органів регулювання і нагляду.

Проте, на нашу думку, найбільш підступною є системна корупція, яка виникає у випадку коли політики намагаються використати свій вплив для підтримки або розширення своїх політичних позицій. Це має місце у випадку, коли вони схиляють банкірів або змовляються з ними на предмет надання преференцій у кредитуванні лише позичальникам, що підтримують правлячу партію або обмежуючи доступ лише тими, хто погодиться на гру за нав'язаними правилами та ін., що і проілюстровано на рисунку кривою спрямованою вниз від політиків до банків. З іншого боку, і позичальники можуть намагатися вплинути на політиків вимагаючи від них лобіювання таких змін в політиці регулювання і нагляду за банківською діяльністю, впровадження яких піде на користь виключно зацікавленим у цьому лобіюванні позичальникам.

Хоча обтяження базового опису системи агентських проблем значно ускладнює сприйняття системи банківського регулювання, проте, це дає змогу здійснювати повноцінний аналіз політики банківського регулювання з врахування приватних інтересів тих, хто встановлює і впроваджує політичний курс країни.

Схематичне зображення структурної багаторівневої послідовності дало нам змогу визначитися з можливими варіантами взаємодії відносин типу «принципал-агент» і політичними взаємозв'язками на широкому колі суспільних інститутів. З неї добре видно, що банки є невід'ємною складовою державного суспільного устрою. Наприклад, наявність і дієвість стримуючих і урівноважуючих сил в системі управління, впливає на те, до якої міри державні діячі можуть діяти у власних інтересах або ж в інтересах суспільства. Сила і незалежність як судових, так і правових інститутів, визначають рівень корумпованості: ту межу, до якої процесуальні норми і положення дійсно виконуються та здатність приватних учасників ринку здійснювати корпоративний контроль над банками.

Незалежні та діяльні засоби масової інформації можуть відігравати ключову роль в моніторингу корупції і розслідуванні послідовності можливих розглянутих нами рівнів агентських проблем. Крім того, рівень розвитку інформаційних

технологій також впливає на ширину інформаційного потоку, що має відношення як до окремих банків, так і банківської діяльності загалом, і, таким чином, може вплинути на рівень пильності контролю за банками як зі сторони офіційних органів, так і приватних осіб [226]. Отже, ми вважаємо, що використання вузького, суто технічного підходу у процесі дослідження саме політики банківського регулювання є недоцільним і, натомість, пропонуємо ширший, більш комплексний суспільноорієнтований підхід.

Громадяни мають вмотивовану зацікавленість в нагляді і регулюванні за банківською діяльністю, оскільки ці напрямки діяльності визначають: хто отримає доступ до використання заощаджень суспільства, а хто ні; хто започаткує новий бізнес, а хто не зможе зреалізувати свої підприємницькі ініціативи; хто збереже свій політичний вплив і економічну могутність, а хто ніколи (або ж, вже ніколи) не досягне успіху в підприємстві і/або політиці. З огляду на це представники зацікавлених груп, завжди будуть намагатися вплинути на політиків, органи нагляду і регулювання з метою задоволення своїх егоїстичних інтересів. Їх здатність маніпулювати правилами банківської гри залежить, значною мірою, від політичних, юридичних і культурних інститутів держави.

Таке бачення проблеми дає нам змогу зробити висновок, що, для того, щоб банківська система працювала на добробут суспільства, країна потребує таких державних і суспільно-політичних інститутів, які «зобов'язують» своїх посадових осіб діяти на суспільне благо, а не на благо урядовців або банкірів.

### **3.2. Фінансове посередництво і потреба в регулюванні банківської діяльності**

В сучасній економічній теорії існує декілька взаємодоповнюючих пояснень стосовно необхідності існування банків як фінансових посередників. На відміну від робіт Фама Е. (1980) [242] і Сантомеро А. (1984) [243], які зауважували, що банки існують завдяки ефекту диверсифікації між перенесенням вимог на власність і

пропонуванням інвестиційних можливостей і концепцією операційних витрат, більш сучасні теорії як вітчизняних так і зарубіжних дослідників містять, в своїй основі (прямо або опосередковано), як уже згадувалося, концепцію недосконалості інформації на фінансових ринках, яка і обумовлює виникнення фінансових посередників[244, 245, 246, 247, 248, 210, с.51-54].

За наявності недосконалих фінансових ринків для пояснення існування банків нами у процесі аналізу було визначено чотири домінантні теорії, кожна з яких робить наголос саме на специфічності ролі банку.

(1) *Скрінінг потенційних позичальників*. Суть першого обґрунтування появи банківських інститутів, полягає в тому, що банки ретельно відбирають потенційних клієнтів *ex-ante* від імені своїх вкладників. Вони роблять це або ж тому, що вони кращі у скрінінгу таких потенційних клієнтів ніж пересічний інвестор [249] або ж вони просто виступають в ролі органу моніторингу пропозицій від імені великої кількості зацікавлених сторін[250]. В такому ж напрямку було встановлено існування ефекту диверсифікації [251, с.19] у процесі скрінінгу, який обумовлюється асиметричністю інформації [252]. Створення банків, які за своєю природою подібні до коаліції (тимчасового об'єднання) підприємств, може послабити негативні наслідки існування проблеми невірною вибору при порівняльному аналізі інвестиційних альтернатив пересічним інвестором.

(2) *Моніторинг діяльності клієнтів*. Теорія моніторингу, на нашу думку, щільно пов'язана з попереднім поясненням, проте більшою мірою фокусується на моніторингу діяльності позичальників вже після моменту ухвалення рішення про видачу кредиту. В цих моделях значна увага приділяється питанням контролю над цільовим використанням запозичених коштів [253], затраченим зусиллям [254] і постаудиту результатів [255, 256].

(3) *Забезпечення страхування ризику ліквідності*. Наступне запропоноване обґрунтування, полягає в тому, що агенти стикаються з невизначеністю стосовно того, яким чином вони будуть розподіляти своє споживання у часі[142]. Вони «буферизують» частину заощаджень через укладання банківського контракту,

отримуючи страховку стосовно можливості споживання в майбутньому замість того, щоб купувати цінні папери.

(4) *Створення безпечних активів.* Банки також можуть виникати для задоволення потреби в відносно безпечних активах [257, 258]. Саме існування банківських депозитів дає змогу інвестувати в безпечні активи, що не підпадають під вплив інформації з фінансових ринків - активи, зобов'язання по яким будуть виконані і можуть бути використані при прийнятті рішень стосовно оптимального портфеля.

Проте, самі причини появи банків, як фінансових посередників, хоча і дають нам загальне уявлення про роль банків у фінансовому посередництві, проте вони не дають нам прямої відповіді стосовно того, що в діяльності банків має підпадати під регулювання. Відповідь на це питання криється в функціях фінансових посередників якими є банки.

Згідно економічного аналізу фінансові ринки, за визначенням, є недосконалими [259, с. 267; 260]. Власне, саме недосконалості ринку, як уже зазначалося, і призвели до появи фінансових посередників. Сучасна економічна теорія зауважує, що фінансові посередники виникають ендогенно, для того, щоб вирішувати проблеми викликані недосконалістю фінансового ринку, які породжуються, як ми вже зазначали, різними типами проблем асиметричності інформації. Іншими словами, фінансові інститути починаються там, де закінчується дія теореми Міллера-Моділі'яні [261, 262, 263].

А отже, регулювання є раціональною реакцією уряду на нові прояви недосконалості ринку. З'явившись одного разу, регулювання відповідає певним вимогам саме на момент свого виникнення, у той час як форми і інструменти фінансового посередництва перманентно змінюються. Недостатність в регулюванні буде проявлятися в тому, що фінансові інститути будуть брати на себе надлишковий ризик, або ж в зростанні і розвитку монопольного впливу, що є природним для економіки за таких обставин. З цієї точки зору банківське регулювання є повністю виправданим з огляду на існування недосконалості ринку [264, с.28-29], без якої потреба в такому регулюванні зникне сама собою і буде досягнута оптимізація в

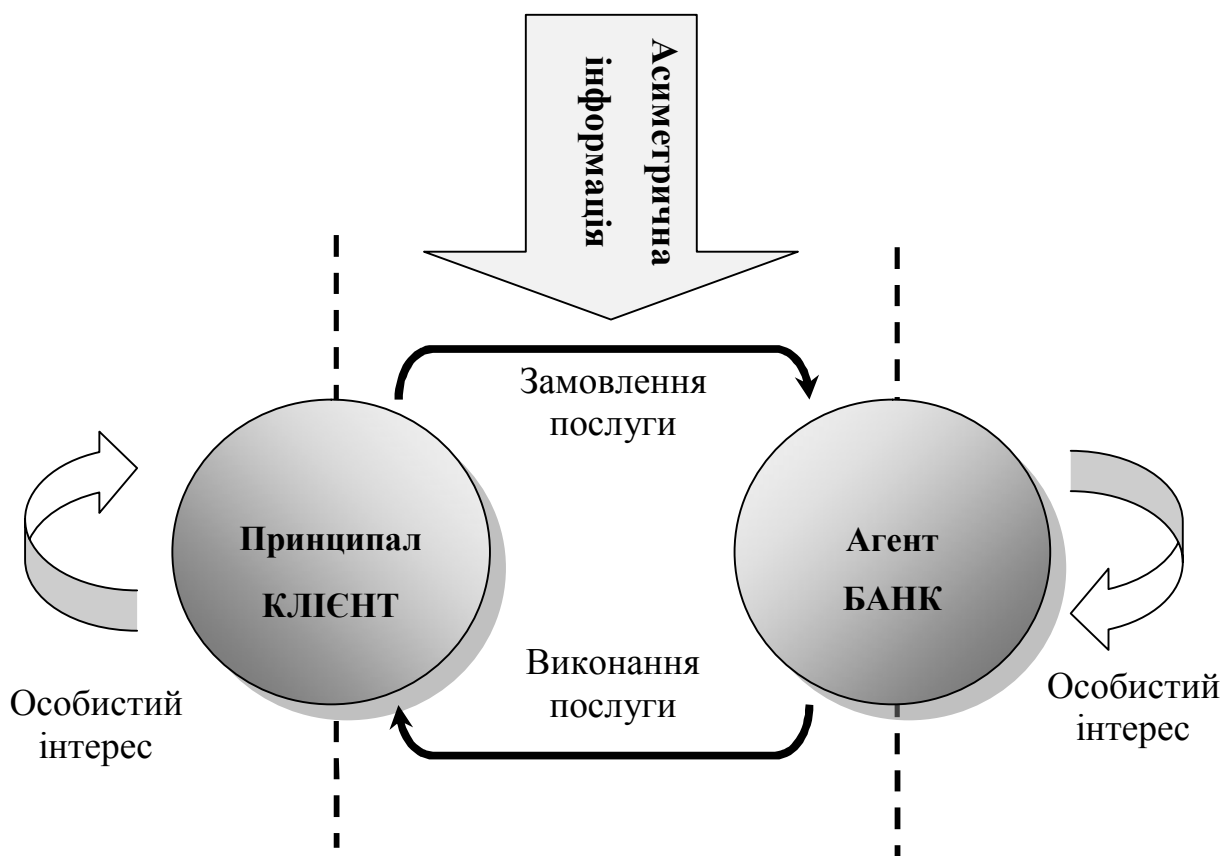
розміщенні ресурсів за В. Паретто [10, с.86; 265]. Отже, банки як фінансові посередники, можуть надати ринкові рішення у випадку коли ринок з цим не може впоратися і в цьому сенсі виступатимуть у якості альтернативи втручання держави.

По-перше, у самому серці фінансової системи знаходиться дуже специфічний товар - гроші. Належне функціонування грошей залежить від цінової стабільності. Оскільки існує взаємозв'язок між цінами і кількістю грошей в обігу, існує потреба в контролі за їх емісією. Оскільки емісія грошей є справою прибутковою, не слід вважати, що нерегульована пропозиція грошей може призвести до встановлення достатньо стабільного рівня цін. По-друге, більшою мірою ніж будь-яка інша економічна діяльність, операції з фінансового посередництва мають відношення до майбутнього і, таким чином, характеризуються високим рівнем ризику і невизначеності. Ключове призначення фінансової системи - в процесі розподілу коштів між кредиторами і позичальниками - полягає в здійсненні обміну ризиком і ліквідністю. Як наслідок, очікування відіграють головну роль в у процесі визначенні ціни на фінансові активи. Проте, з огляду на обмежений обсяг доступної інформації напрямок, зміни ціни важко піддається визначенню. Як тільки нова інформація з'являється, усі учасники ринку швидко і одночасно (так звана «стадна поведінка») пристосовують до неї свої цінові очікування. В поєднанні з низькими транзакційними витратами це пояснює високу волатильність і нестабільність притаманні фінансовим ринкам.

По-третє, у випадку коли різні учасники ринку володіють відмінною інформацією, виникає проблема інформаційної асиметрії. У цьому випадку, одна група учасників (або окремих учасник) ринку може не мати достатньо інформації для прийняття вірного рішення. Це, насамперед, стосується і фінансових ринків де одна частина учасників часто має більш докладну інформацію стосовно рівня ризику угод, що укладаються. Наприклад, інвестор, що бере позику на реалізацію інвестиційного проекту, знає про можливі ризику свого проекту більше ніж банк-кредитор.

Як уже зазначалося, асиметрична інформація ускладнює нормальне функціонування ринків (рис. 3.2). Це створює проблему хибного вибору перед

укладанням (схваленням) угоди і проблему моральної загрози після укладання угоди. Невдалий вибір є наслідком неповноти інформації у випадку коли кредитор не може чітко визначитися з рівнями ризику інвестиційних альтернатив. У зв'язку з цим величина процентної ставки по позиці буде збільшена на величину так званої «лимонної надбавки» і, таким чином, фінансування отримають лише ризикові проекти. Витрати за моральним ризиком, які несе кредитор для того щоб бути впевненим, що позичальник використовує кошти за призначенням, ще більше



**Рис. 3.2.. Взаємодія принципала і агента в умовах асиметричності інформації**

*Джерело: складено автором.*

піднімають процентну ставку.

Фактично, сам процес появи фінансових посередників стимулюється потребою у вирішенні проблем асиметричності інформації. Ключове призначення фінансових посередників саме і полягає в збиранні, систематизації і встановленні взаємозв'язків між позичальниками і фінансовими активами.

Відносини типу «принципал-агент» кредиторів з фінансовими інститутами також включають в себе подібні інформаційні проблеми. Як може кредитор (принципал) бути впевненим, що агент (фінансовий посередник) діє саме на користь його інтересам? Наприклад - брак інформації для вкладників стосовно ризиковості портфелю банку. Повинні чи не повинні фінансові посередники, що приймають ринкові рішення, які призводять до проявів недосконалості ринку бути, в свою чергу, об'єктом урядового регулювання і нагляду?

І, на кінець, фінансові ринки і фінансові інститути схильні до більш тісного взаємозв'язку ніж у випадку з іншими секторами економіки. Події на одному фінансовому ринку або в одній фінансовій установі можуть справляти значні зовнішні впливи на усю фінансову систему і на економіку в цілому. У поєднанні з загрозливими наслідками «стадної поведінки» це пояснює існування так званого системного ризику.

Як уже зазначалося, фінансові ринки функціонують недосконало головним чином через інформаційну асиметрію. При перерозподілі коштів між учасниками ринку агентські проблеми виникають між кредитором (принципалом) і позичальником (агентом) оскільки останній має приватну інформацію стосовно потенційної дохідності і ризику свого інвестиційного проекту. Таким чином, оптимальний борговий контракт включає додаткові витрати, так звані зовнішні надбавки фінансування, що їх враховують. Вони складаються з витрат на скрінінг претендента на позику, моніторинг поведінки позичальника і включають премію за кредитний ризик. Існують, також, неминучі сталі витрати пов'язані з агентськими проблемами і ще більшою мірою з проблемами невдалого вибору [266, с.9] і моральної загрози, як було показано раніше. Рішення стосовно браку інформації може бути знайдене самим ринком, головним чином, шляхом фінансового посередництва або ж потребуватиме державного втручання.

Замість того щоб індивідуальні інвестори брали на себе виконання широкого спектру скрінінгових і моніторингових функцій, які є складними по своїй природі і вимагають багато часу на реалізацію - цю роботу за інвесторів виконують банки як фінансові посередники. Вони спеціалізуються на виконанні цих інформаційних

функцій і, таким чином, можуть отримувати вигоду за рахунок ефекту масштабу, зменшуючи витрати на виробництво інформації, які відносять до зовнішніх витрат на фінансування. Але, як зазначають Деватріпонт М. і Тіроль Ж. при виконанні цих інформаційних функцій може виникнути ситуація «природної монополії» при якій їх дублювання кількома учасниками є технічно марнотратним[144].

Проте, на нашу думку, основний сенс існування фінансових посередників і, зокрема, банків, залежить від їх здатності подолати проблему «безбілетників» у виробництві інформації[267, с.239-240]. Інформація, зокрема економічна, має властивості суспільного товару (блага); при цьому факт використання її однією особою не зменшує її цінність і доступність для інших. Більше того, через розповсюдження інформація стає настільки дешевою, що намагання обмежити доступ до неї певних осіб (або груп осіб) буде коштувати занадто дорого. Неможливість виключити з кола користувачів інформації осіб які не сплатили за це, створює проблему «безбілетників». На нашу думку, саме це утримує ринок від виробництва (або надання) такої кількості інформації яка б зняла проблему асиметрії. З іншого боку, нестача інформації на ринку може вимагати регулярних втручань держави з метою розкриття інформації.

На фінансових ринках лише незначна частина власників заощаджень має бажання виділяти кошти на скрініг і моніторинг інвесторів. Фінансові посередники, навпаки, будуть мати досить причин щоб інвестувати в інформацію і діяти в якості уповноважених радників для власників заощаджень, що інвестують свої кошти через посередників, якщо вони зможуть отримати додатковий прибуток [268, с.25-26; 269, с.203].

Особливість ролі банків як фінансових посередників полягає в тому, що вони перерозподіляють кошти від невеликих малопоінформованих власників заощаджень до середніх і великих інвесторів, кредитоспроможність яких часто важко оцінити (у випадку коли банки видають приватні позики - позики приватним корпораціям, що не мають права публічного продажу акцій). Таким чином, замість того щоб купувати цінні папери, вони, тим самим інвестують в інформацію по кредитним ризикам.



За Ф. Мішкіним банки здатні отримати прибуток від інформації, яку вони виробляють і ухилитися від проблеми «безбілетників» насамперед за рахунок приватних позик [195]. Ці кредити не торгуються (не мають торгової оцінки), а, отже, інші інвестори не можуть скористатися вигодами «безбілетника» по посередницьким зусиллям зі скрінінгу і моніторингу спостерігаючи за тим, що робить банк і піднімаючи ціну позики до тієї точки в якій банк уже не отримує компенсації за вироблену ним інформацію. Отже, банки отримують більше вигод від вищої посередницької маржі порівняно з зовнішніми фінансовими надбавками на фінансових ринках. Саме це положення, на нашу думку, має лежати в основі регулювання «різноманітності» банківської діяльності.

Видаючи саме приватні позики банки, також, у змозі краще дисциплінувати поведінку інвесторів і запобігти виникненню морального ризику - чого значно складніше досягти у випадку ринкового фінансування, наприклад за рахунок емісії корпоративних облігацій. На нашу думку, саме ці відмінності лежать в самій основі протиріччя між так званою моделлю банківського фінансування підприємницьких інвестицій, що домінує в континентальній Європі, і моделлю ринкового фінансування в англосаксонському світі. Це дає нам змогу пояснити різницю між законодавствами різних країн.

Роль ринків і банків як фінансових посередників в постачанні інформації передбачає, що потреба в державному втручанні має, більшою мірою, компліментарну природу. З приводу цього твердження варто навести декілька міркувань. По-перше, потреба в регулюванні фінансових ринків виникає тоді, коли фінансові посередники не в змозі знайти вирішення проблеми для існуючих інформаційних диспропорцій. Це, власне, і є домен регулювання фінансового ринку. По-друге, фінансові посередники пом'якшують інформаційні проблеми але їх діяльність, в свою чергу, створює подібні ж інформаційні і моніторингові проблеми. Саме це, на нашу думку, і має бути метою регулювання і нагляду за фінансовими інститутами.

Основними причинами для урядового втручання в діяльність фінансових ринків – як уже зазначалося - є проблеми асиметричності інформації, які призводять

до виникнення ризиків шахрайства, недбалості, халатності, некомпетентності та ін. Фінансові послуги, в цьому відношенні, розглядаються як довірчі товари, корисність яких дуже важко або і неможливо визначити навіть після їх споживання, чюю якість важко встановити [270]. Проте, негативний вплив існуючих інформаційних проблем може бути пом'якшений за рахунок приватного виробництва і продажу інформації. Наприклад, рейтингові агенції здійснюють скрінінг і моніторинг кредитоспроможності емітентів облігацій та інших боргових зобов'язань на фінансовому ринку. В Україні діє шість уповноважених рейтингових агентств, що були включені до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств саме в розпал фінансової кризи: ТОВ «Рейтингове агентство «ІВІ – Рейтинг» (2010р.), ТОВ «РЮРІК» (2010р.), ТОВ «РЕЙТИНГОВЕ АГЕНТСТВО «ЕКСПЕРТ – РЕЙТИНГ» (2010р.), ТОВ «Кредит-Рейтинг»(2012р.), ТОВ «Українське кредитно-рейтингове агентство»(2012р.), ТОВ «РА «СТАНДАРТ-РЕЙТИНГ»(2012р.),- що свідчить не тільки про загострення потреби у вирішенні інформаційних проблем фінансового ринку, але і про розуміння органами державного регулювання (у нашому випадку – НКЦПФР) їх значимості у виробництві і поширенні інформації про стан фінансовго ринку.

З огляду на те, що інформація за своєю природою є суспільним товаром і з цим пов'язана ще і проблема «безбілетника», фінансові посередники не в змозі повністю вирішити ці інформаційні проблеми. З цієї ж причини існує потреба додаткового втручання держави, якого потребують роздрібні ринки. Наприклад, регулювання вимагає від кредиторів надавати позичальникам усю значиму інформацію стосовно умов надання кредиту [271]. Вимоги стосовно розкриття інформації мають також на меті забезпечення однакового підходу до усіх споживачів фінансових послуг.

З одного боку фінансові інститути допомагають полегшити вирішення інформаційної проблеми на фінансових ринках, а з іншого - значна частина фінансових активів випущених фінансовими інститутами є інформаційно інтенсивною. Це стосується, зокрема банків, де вкладники-інвестори не отримують інформації стосовно рівня якості і ризику портфелю активів банку. Інформаційна

асиметрія створює проблему моральної загрози, оскільки фінансові інститути можуть здійснювати діяльність, що не відповідає інтересам інвестора. Банк може, наприклад, видавати високоприбуткові але дуже ризикові кредити, або ж формувати інвестиційний портфель з високоприбуткових і, відповідно, високоризикових цінних паперів.

Більше того, проблема «безбілетників» виникає у випадку коли значна кількість інвесторів не має наміру витратити кошти на моніторинг фінансових інститутів. Зокрема, зобов'язання банку головним чином знаходяться в руках малих недосвідчених вкладників, що мають мало стимулів до здійснення різноманітних моніторингових функцій. Проте, ці витрати на моральну загрозу можуть бути зменшені, а фінансові інститути змушені до виконання дисциплінарних вимог самою природою боргових цінних паперів, що цими інститутами емітуються. У випадку емісії короткострокових боргових зобов'язань, як це роблять банки, їх поведінка буде дисциплінуватися загрозою того, що власники заощаджень можуть забажати вилучити свої кошти з банку одночасно. Проте, якщо такі короткострокові боргові зобов'язання застраховані, як у випадку з страхуванням депозитів, проблема моральної загрози може навіть зрости [272, 225].

Як видно з даних таб. 3.1. НБУ і ФГВФО приділяють значну увагу захисту вкладів фізичних осіб за рахунок збільшення відрахувань банків до фонду

Таблиця 3.1

**Депозити домашніх господарств і фінансові ресурси ФГВФО України в 2007-2016р.р.\* (млн.грн.)**

Рік	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Темп приросту (2007-2016р.р.), %
Депозити домашніх господарств	108860	167239	217860	214098	275093	310390	369264	441951	418135	409783	16,13%
Фінансові ресурси ФГВФО	867	1335,5	2987,3	4302,7	3390,3	4827,3	6092,1	7292,9	16872,6	22440,6	39,07%

*Джерело:* Розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2007-2014р.р.)

\* дані 2015-2016р.р. - прогноз

гарантування вкладів і одночасно наражають банківську систему на моральний ризик: середньорічний темп приросту фонду гарантування вкладів фізичних осіб

(39,08%) більш як у два рази перевищує темп риросту депозитів домогосподарств (16,13%).

Тільки незастраховані кредитори, що не можуть «вийти з гри» без втрат, як у випадку коли банк випускає певну суму субординованого боргу, будуть мати достатньо стимулів для контролю за ризиками, які бере на себе банк [273].

Державне регулювання і нагляд потрібні для забезпечення додаткових шляхів зменшення витрат за моральним ризиком для індивідуальних (взятих по одинці) власників заощаджень. Такі провали в ринковій дисципліні найкращим чином можуть бути подолані впровадженням вимог стосовно негайного і точного розкриття фінансової інформації. Також, цього можна досягти шляхом підвищення відповідальності за участь у діяльності банку для банкірів і акціонерів банку, наприклад, шляхом збільшення долі останніх в банку відповідно до вимог стосовно адекватності капіталу шляхом додаткового інвестування власних коштів [274, 275].

Стабільність традиційно є важливим елементом функціонування фінансового сектору. Специфічним для фінансового сектору є те, що проблеми окремих його учасників можуть легко розповсюджуватися і поставити під загрозу всю існуючу систему. Отже, збої в функціонуванні фінансового сектору можуть відобразитися не тільки на індивідуальних інвесторах і вкладниках, але і призвести до кризи фондового ринку, банкрутства банків і інших фінансових катастроф, які можуть поставити під загрозу здоров'я економіки в цілому.

Фінансова діяльність по своїй природі характеризується ризиком і невизначеністю. Зокрема, як уже згадувалося, виникають інформаційні проблеми. Як результат, прийняття фінансових рішень значною мірою залежить від очікувань і характеризується «стадною» поведінкою. Несподівана і одночасна зміна рішень усіх учасників ринку призводить до високої волатильності на фінансових ринках [276]. Більше того, порівняно з іншими секторами економіки, фінансові ринки показують надзвичайно високий взаємозв'язок. На користь цього свідчить дуже тісний взаємозв'язок і взаємозалежність між банками на міжбанківському ринку. Події на одному з фінансових ринків або в окремій фінансовій установі можуть справити значний вплив на усю фінансову систему. Негаразди на одному ринку або в одному

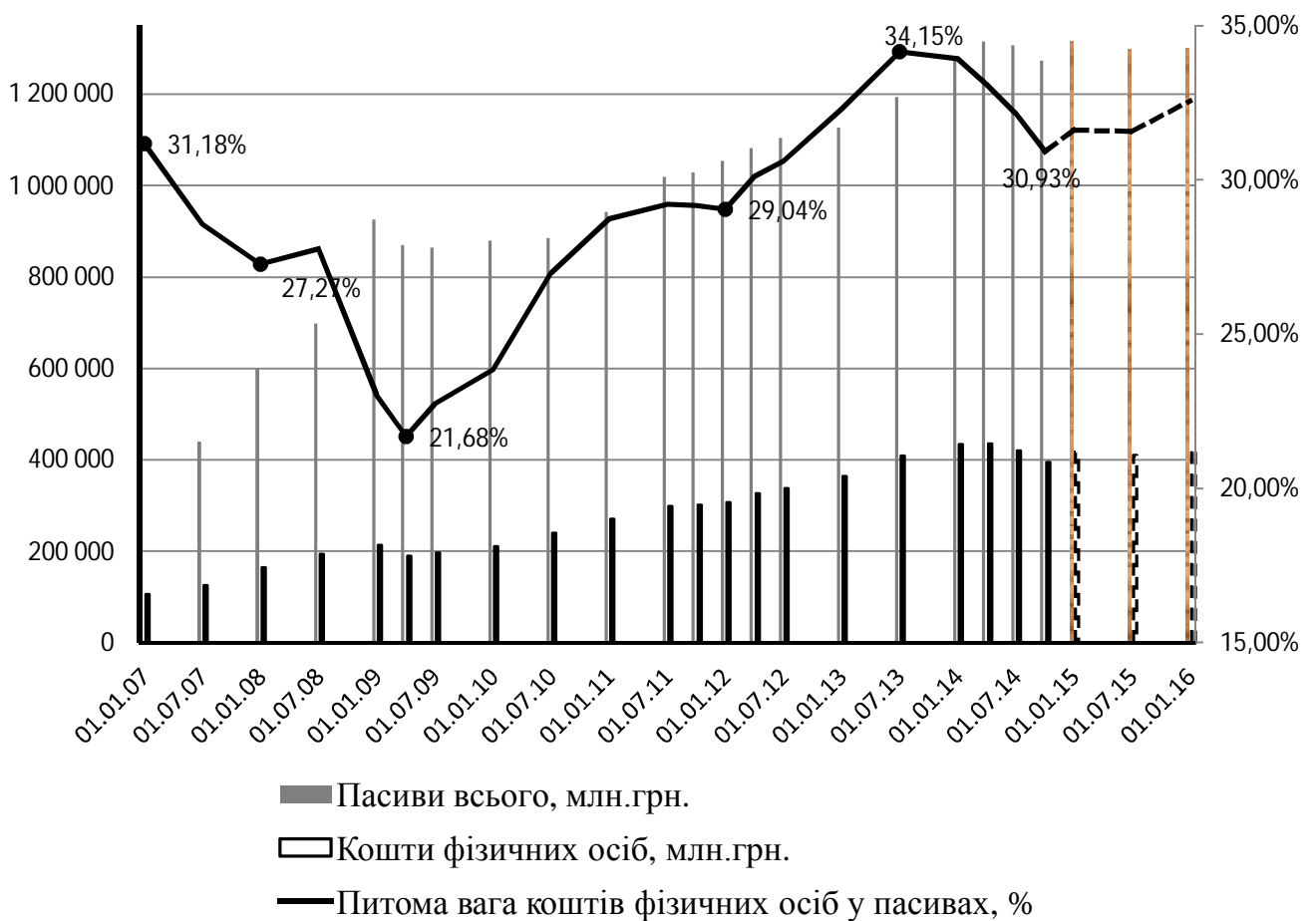
з інститутів можуть призвести до фінансової паніки і закінчитися системною кризою. З огляду на неспинно зростаючу мобільність капіталу це може перерости (і переросло) в світову фінансову кризу.

Проблема двосторонньої асиметричності інформації особливо притаманна банківському сектору. Зі сторони активів існує можливість, що позичальники можуть не виконати свої зобов'язання по обслуговуванню своїх зобов'язань, а вкладники, в свою чергу, не в змозі оцінити ці кредитні ризики. Якість кредитного портфелю є приватною інформацією, яка отримується у процесі оцінки і моніторингу позичальників. Зі сторони зобов'язань - власники заощаджень і вкладники можуть анулювати свої вклади за мінімальний проміжок часу. Проте, банки не в змозі дотримуватися потенційно можливої потреби в ліквідності по відношенню до депозитів. Це приватна інформація. Ризик ліквідності з'являється тоді, коли власники депозитів колективно вирішують одночасно зняти більше коштів, ніж банк безпосередньо має у своєму розпорядженні. Це змусить банк перевести в готівку відносно ліквідні активи (фінансові інструменти в складі спочатку торгового, а потім - і інвестиційного портфелів), можливо навіть з втратами - за викидною ціною. Криза ліквідності може створити загрозу виникнення кризи платоспроможності і, в кінцевому результаті, призведе до банкрутства банку.

Як зазначають Доватріпонт М. і Тіроль Ж., вкладники коштів не в змозі оцінити вартість базових активів банку [144]. Під базовими активами ми розуміємо біржовий товар, що поставляється за угодою або вартість якого є базовою для розрахунку при виконанні строкової угоди: акції і інші цінні папери, товари, фондові індекси або ф'ючерси, що лежать в основі строкових угод. Як результат, погані новини - правдиві або ні - можуть спровокувати вкладників до зняття депозитів. Більше того, депозити виплачуються по принципу «хто перший прийшов – той перший отримав» до того моменту поки ліквідна позиція банку не вичерпається. «Втеча від банків» може статися у випадку коли достатня кількість вкладників втрачає віру в міцність банку.

Погані новини стосовно одного банку (або декількох банків) можуть породити ефект снігової кулі і викликати ланцюговий ефект по відношенню до інших банків.

Нестабільність окремого банку може, в кінцевому рахунку, стати сигналом про потенційну неплатоспроможність інших банків. Навіть якщо ці банки не мають фінансових проблем, інформація стосовно якості їх кредитних портфелів, в основі яких лежать депозити, є приватною, і, таким чином, обмежені в інформації вкладники, також можуть втратити довіру до банку і вилучити з нього кошти. Як зауважують Пароуш П. [277] та Івасів І. [278] ефект доміно призводить до широкомасштабної втрати впевненості в банківській системі і створює фінансову паніку. Прикладом такої паніки може слугувати зменшення питомої ваги депозитів фізичних осіб в пасивах банків у процесі реалізації негативних наслідків глобальної економічної кризи в Україні (рис.3.3).



**Рис. 3.3. Втеча вкладників з банків у період кризи в Україні\***

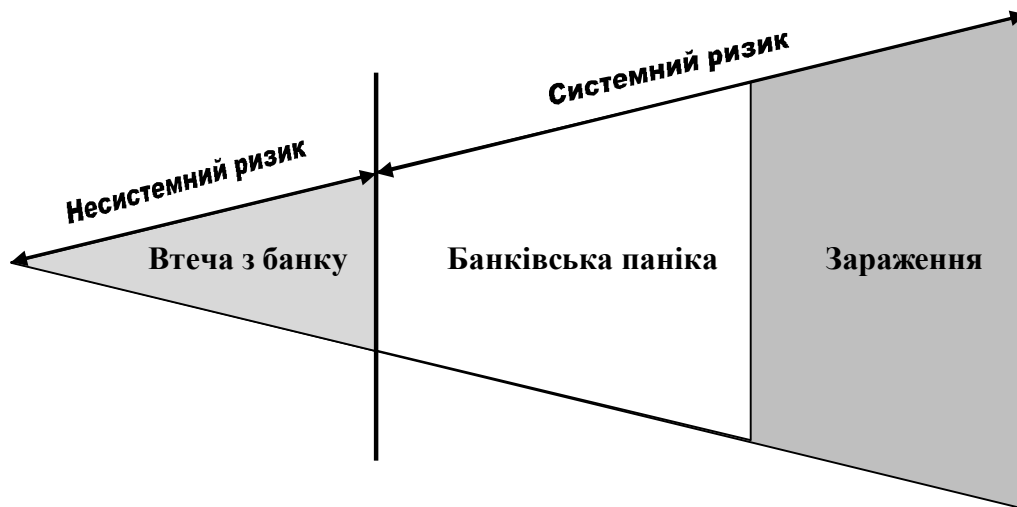
*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ 2007-2014 р.р.

\*дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

Крах фінансових ринків і нестабільність, в кінцевому рахунку, призводять до системної кризи, яка зачіпає не лише окремих вкладників, але і здоров'я всієї економіки (рис.3.4). Таким чином, політика державного втручання є не тільки

макроекономічним завданням стосовно захисту окремих вкладників але і перетворюється на макроекономічний підхід.

Турбота уряду стосовно здоров'я фінансової системи мотивується, в основному, з огляду на можливість прояву негативних макроекономічних екстерналій банкрутства банків і фінансової паніки. Це призводить до послаблення здатності фінансових ринків і посередників виконувати їх ключову роль в розподілі ризику, ліквідності і інформації в умовах економічних дисбалансів.



Подія	Визначення	Тип ризику/ Рівень	Визначення
Втеча з банку	Велика кількість вкладників неочікувано і одночасно вимагають повернення депозитів	Несистемний/ Мікрорівень	Ризик, що має відношення до одного банку
Банківська паніка	Втеча з банку, що розповсюджується, і викликає втечу вкладників в інших банках	Системний/ Макрорівень	Ризик колапсу усієї фінансової системи або фінансового ринку
Зараження усієї системи	Шоки, що провокують ефект розповсюдження на інші регіони, країни або ринки		

**Рис. 3.4. Етапи системної кризи**

*Джерело:* розроблено автором.

Фінансові кризи знижують ефективність, з якою ресурси розподіляються в економіці, як, наприклад, компанії стикаються з труднощами з залученням коштів для інвестування і створення робочих місць.

Колапс фінансових інститутів, в загальному випадку, може призвести до значних втрат платоспроможного сукупного попиту в економіці за рахунок боргової дефляції [279]. Ця теорія була запропонована Фішером І. для пояснення Великої депресії в США [280]. Згідно цієї теорії реальним механізмом, що пов'язує падіння загального рівня цін і реального виробництва, є тільки зростання реального боргового тягача компаній, які запозичували кошти до падіння цін і не можуть їх повернути після падіння цін.

З огляду на значимість банків, важливо, зокрема, підтримувати їх здоров'я [281, 282]. Гострота як національних так і світових фінансових криз часто пов'язується з втратою банківською системою здатності надавати фінансові послуги [283].

Як зазначалося, банки відіграють дуже важливу роль в зниженні інформаційних витрат в економіці. А отже, банкрутство банків – це дуже дороге задоволення для економіки і суспільства, оскільки в цьому випадку втрачається інформація по позичальникам, яка, на нашу думку, має розглядатися у якості суспільного товару. Це, зокрема, негативно впливає на здатність отримання позик менш відомими позичальниками. Більше того, банки грають значну роль в платіжній системі і в створенні грошей. Як показано Мішкіним Ф., банкрутства банків можуть викликати великі і неконтрольовані коливання кількості грошей в обігу [195]. Негативний вплив проблем банківського сектору на економічне зростання, державний бюджет, платіжний баланс і курси валют проілюстровано в дослідженні МВФ Ліндгреном К., Гарсія Г. і Саалом М. [284].

Порівняно з попередніми ризиками - для вкладників і власників заощаджень - значно складніше мати справу з системним ризиком [285]. Звісно, державні втручання, які мають на меті захист вкладників і інвесторів, шляхом зменшення інформаційних витрат, також будуть сприяти стабілізації їх поведінки і зменшувати небезпеку загальної фінансової нестабільності. Може також виникнути потреба в своєчасному розповсюдженні точної фінансової інформації на міжнародному рівні.



Виникає питання стосовно того, чи існує потреба в додатковому державному втручанні. Це особливо стосується тих втручань, що вже мали місце після початку кризи (*ex post*).

Криза ліквідності може бути подолана за допомогою центрального банку, що виступає в ролі кредитора в останній інстанції. Проте, з іншої сторони, це може, знову ж таки, призвести до проблеми морального ризику. Фінансові інститути, сподіваючись на те, що у випадку ускладнень їм буде надана допомога від центрального банку, можуть проводити невиправдано ризикову діяльність. Отже, органам монетарного управління, на нашу думку, не варто втручатися в вирішення фінансових проблем, що не містять загроз, які можуть призвести до фінансової кризи, а проблеми викликані міжнародними фінансовими кризами мають вирішуватися за участю міжнародного кредитора в останній інстанції. І, на кінець, забезпечення стабільності функціонування платіжної системи має бути принциповою концепцією державної політики. Узагальнення факторів, що обумовлюють потребу в регулюванні банківської сфери здійснено нами на рис.В.3.

Таким чином, фінансове регулювання - у широкому сенсі - також має включати в себе всі структури контролю за кількістю грошей в обігу, яка складається з повного набору інструментів грошово-кредитної політики. Зазвичай, наявність стабільної і міцної фінансової системи є умовою ефективної монетарної політики. Саме з цієї причини у фінансовому праві існують спеціальні положення стосовно, наприклад, того, які саме інститути можуть пропонувати послуги по відкриттю і обслуговуванню депозитних рахунків. Проте, в короткостроковому періоді можуть виникнути конфлікти в діяльності кредитора в останній інстанції (центрального банку) між контролем над пропозицією грошей і наданням додаткової ліквідності.

### 3.3. Інструментарій регулювання банківської діяльності

Для підтримки ефективного функціонування банківської системи уряди розробили широкий набір заходів, що використовуються в залежності від пріоритетності цілей і гостроти проблеми. Узагальнений перелік заходів з регулювання банківської - діяльності за двома напрямками: превентивні (ex-ante) і резолютивні (ex-post) - наведено в таб. 3.2

Таблиця 3.2

#### Емпіричне групування заходів з регулювання банківської діяльності

<b>Система захисту (ex-post)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Кредитор останньої інстанції</li> <li>▪ Страхування депозитів</li> </ul>
<b>Превентивні заходи (ex-ante)</b>	<b>Структурні</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Обмеження на вхід і на види діяльності:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– обмеження по набору продуктів;</li> <li>– географічні обмеження</li> </ul> </li> <li>▪ Регулювання процентних ставок</li> </ul>
	<b>Пруденційні</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Портфельні обмеження і нагляд:               <ul style="list-style-type: none"> <li>– вимоги до достатності основного капіталу;</li> <li>– обмеження по активам і їх диверсифікація;</li> <li>– вимоги по підтримці ліквідності</li> </ul> </li> <li>▪ Стандарти розкриття даних і надання звітності</li> <li>▪ Встановлення і узгодження нормативних вимог</li> <li>▪ Інспектування і перевірка банків.</li> </ul>

*Джерело:* розроблено автором.

З таблиці видно, що, по-перше, органи державної влади можуть самі обмежувати себе у втручаннях постфактум (ex-post) пропонуючи захист для клієнтів і фінансових посередників у випадку виникнення загрози неплатоспроможності. Вони також можуть діяти на випередження, контролюючи рівень ризику і зменшуючи рівень неплатоспроможності і нестачі ліквідності (ex-ante) [286]. По-

друге, безпека і стабільність фінансової системи можуть бути покращені структурними обмеженнями дії конкуренції і функціонування ринкових сил [287]. Замість цих структурних заходів більша вага надається ринковій ефективності з її повним набором пруденційних заходів. По-третє, регуляторні заходи можуть фокусуватися на макроекономічних аспектах системного ризику [288], або ж бути спрямовані на захист мікроекономічного споживача. Проте, вони обидва є взаємопов'язані з запобіганням ризиків споживачів фінансових послуг одночасно обмежуючи системний ризик і навпаки.

Історично головною причиною урядових втручань було бажання запобігти системному ризику, головним чином за рахунок ex-post рятувальних операцій фінансових посередників. Превентивні заходи були за своєю природою структурними і полягали в обмеженні конкуренції. На теперішній час наголос у регулюванні робиться на захисті індивідуальних споживачів шляхом страхування депозитів, ринковій ефективності і пруденційних заходах.

Структурне і пруденційне регулювання часто включає в себе цілий набір різних заходів з регулювання, що різняться від однієї країни до іншої. Захисне втручання у формі кредитора в останній інстанції і забезпечення страхування депозитів не потребують якогось інтенсивного регулювання. Центральний банк може значно обмежити частоту появи системних криз у ролі «кредитора в останній інстанції». Власне, центральні банки для того і створювалися щоб контролювати забезпечення ліквідності в економіці. На користь цього твердження свідчить стилізований баланс центрального банку (рис. 3.5.). Вони є (або, принаймі, мають бути) останнім джерелом кредиту до якого звернуться фінансові установи під час паніки. Надаючи ліквідність як банк банків, центральний банк може зупинити процес передачі фінансових проблем між фінансовими посередниками.

В окремих країнах центральні банки за певних умов також виступають у ролі гарантів за розрахунковими ризиками в електронних системах переказу коштів. Беручи на себе ризик неплатежів учасників, вони, таким чином, виводять системний ризик поза межі платіжної системи. Така ж сама роль може бути взята на себе кліринговими домами (банками) функціональне призначення яких і полягає в

здійсненні платіжних транзакцій з великими сумами. Ці клірингові дома (банки) додатково використовують власні стандарти внутрішнього регулювання, такі як регулювання капіталу, обмеження на максимальну суму запозичень та ін., для того щоб зменшити ризик дефолту.

Проте, проблема, на нашу думку, полягає в тому, що приватні фінансові посередники не мають достатніх можливостей для того щоб впоратися з загальноекономічними шоками, наприклад, серйозними потрясіннями, що мають відношення до усіх учасників в цілому.

Активи	Пасиви
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Чисті іноземні активи</li> <li>• Чисті кредити уряду</li> <li>• <b>Кредити банкам та інші операції з підтримки ліквідності</b></li> <li>• Інші активи (чисті)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Готівка в обігу (банкноти, монети)</li> <li>• <b>Поточні рахунки банків, за винятком обов'язкових резервів (вільні резерви банків)</b></li> <li>• <b>Обов'язкові резерви</b></li> <li>• <b>Депозити банків та інші операції з вилучення ліквідності</b></li> <li>• Інші пасиви</li> </ul>

**Рис. 3.5. Структура балансу центрального банку**

*Джерело:* розроблено автором.

Але існують і певні труднощі з реалізацією функції кредитора в останній інстанції. По-перше, втручання має бути здійснене без жодної затримки. Кредит мають отримувати лише платоспроможні фінансові посередники з використанням хороших ліквідних активів у якості застави. Він не повинен використовуватись для порятунку неплатоспроможних інститутів, часто, за рахунок значних втрат для платників податків. Однак, варто зауважити, що на практиці буває досить важко відрізнити проблему ліквідності від проблеми платоспроможності.

По-друге, як уже зазначалося, втручання кредитора в останній інстанції може ввійти в конфлікт з цілями монетарної політики. З метою запобігання системному ризику центральний банк може створити надлишкову ліквідність і запустити інфляційні процеси. Інфляція, в свою чергу, може істотно послабити фінансовий

сектор і його здатність абсорбувати фінансові шоки, таким чином підвищуючи ймовірність системної кризи.

Крім цього, органи державної влади також можуть здійснювати втручання шляхом гарантування певних фінансових зобов'язань і прямого захисту інвесторів через страхування депозитів. Страхіві угоди містять обіцянку, що у випадку банкрутства фінансового інституту, інвестору будуть відшкодовані всі його втрати або їх частина. Їх основною метою є захист індивідуальних інвесторів, зокрема так званих «малих» вкладників, які не в змозі самотійно здійснити оцінку якості активів банку [289, 290]. Непрямо це також зменшує загрозу системної кризи. Цей ефект досягається не завдяки порятунку окремих фінансових інститутів, а шляхом зменшення схильності вкладників до втечі з банку і обмеження ланцюгової реакції на ризик між фінансовими інститутами [142].

Практика страхування депозитів була започаткована в 30-х роках ХХ століття у США з метою стабілізувати фінансову систему після Великої депресії. Цей приклад наслідували багато країн, що призвело до легітимації різних схем страхування депозитів в різних країнах і, зокрема, в Україні [289, ст. 30]. Системи страхування депозитів різняться між собою за формами власності (державна або приватна), формами участі (добровільна або примусова), структурою платежів, рівнем відшкодувань та іншими параметрами [291].

Проте виникає питання стосовно того, чому ж урядове втручання не може бути обмеженим цією протекційною політикою і чому органи влади звертаються до більш екстенсивного державного регулювання фінансової системи? Дослідження Херінга Р. і Літана Р. показали, що подальше поглиблення урядового регулювання може бути пояснено потенційно можливими високими втратами і проблемами моральної загрози, які може викликати ця протекціоністська політика [292]. Кредитор в останній інстанції запобігає банкрутству фінансових установ, особливо в випадку коли вони розглядаються як «такі великі, що не мають збанкрутувати» [293]. В дослідженні МВФ (1996) [284] і в більш пізніх дослідженнях (2009) [294] відзначається превалювання цієї доктрини в більшості індустриальних країн, і ситуація в Україні не стала винятком [295, 286, 296, 297]. Хоча на практиці це має

знаходити своє відображення, скоріше, в злитті та поглинанні проблемних банків більш успішними фінансовими установами ніж в їх ліквідації [298]. У випадку коли уряд дотримується цієї доктрини, він, фактично, спокушає фінансові інститути до реалізації високоризикових інвестиційних стратегій, де-факто, за кошти платників податків. Вкладники, у випадку коли їх депозити покриваються страховкою, втрачають бажання здійснювати моніторинг фінансових інститутів. Таким чином, державна система гарантій допомагає вирішенню проблеми ризиків створюючи, натомість інші проблеми. Отже, однією з дієвих альтернатив значним витратам сум ВВП на спасіння ex-post вмираючих фінансових інститутів може бути превентивне державне втручання у формі регулювання, яке і буде в змозі протистояти ex-ante ефектам моральної загрози.

З метою обмежити загрозу системного ризику, урядові втручання у фінансово-банківський сектор традиційно містять регуляторні засоби спрямовані на обмеження конкуренції і на обмеження впливу ринкових факторів. Як уже зазначалося, неконтрольована конкуренція розглядалася і до тепер розглядається як основна загроза стабільності фінансового сектору. Як показано в таб.3.2 структурне регулювання являє собою обмеження на вхід до галузі і на види діяльності і часто включає різні заходи по регулюванню процентних ставок.

Після Великої депресії, що була наслідком першого великомасштабного краху фондового ринку, вважалося за необхідне встановлювати структурні обмеження на сферу дозволених видів діяльності різних фінансових інститутів. Проте, до кризи комерційні банки у США діяли і як фінансові інститути ринку цінних паперів, і як депозитарні інститути (універсальні банки). Вони були зацікавлені приймати участь у високоризикових видах діяльності на фінансових ринках, отримуючи за це винагороду як інвестиційні банки, у той час як ризик перекладався на плечі вкладників. Після кризи, з метою обмежити цю ризикову діяльність і зменшити ризик шкідливого впливу у фінансовій системі, в багатьох країнах ці види діяльності були законодавчо розділені. Наприклад, у тих самих США, відокремлення депозитної діяльності від інвестиційної було законодавчо закріплене законом Гласса-Стіголла у 1933 році. Крім інвестицій банків у виробничі підприємства, під

регулювання також попали їх страхова діяльність і діяльність на ринку нерухомості. Більшою або меншою мірою ці обмеження знайшли своє відображення і в реформуванні регуляторної політики Національного банку України [204].

Також були встановлені регулятивні обмеження на володіння фінансових інститутів і нефінансових фірм і на інвестиції промислових підприємств в банки. Як видно, ці додаткові обмеження були спрямовані на зменшення концентрації ринкових впливів. З цією ж метою можуть встановлюватися обмеження на регіональну диверсифікацію.

Проте вже у 1970-х роках почалися дебати стосовно доцільності збереження цих обмежень - і обмеження почали потроху знімати. По-перше, окремі країни, такі як ФРН віддали перевагу системі універсальних банків, при якій банкам дозволялося приймати участь у нефінансових видах діяльності. Загалом, дозвіл комерційним банкам приймати участь у корпоративних фінансах може призвести до покращення процесу збору інформації і моніторингу позик, таким чином зменшуючи проблеми невдалого вибору і моральної загрози в самій банківській системі. Більше того, накладені обмеження фактично захищали інвестиційні банки від конкуренції. Результатом обговорення цих проблем стало рішення Європейського співтовариства стосовно впровадження на його теренах моделі універсального банку. У кільватері цієї доктрини відбувається і розбудова банківської системи України.

По-друге, зростання рівня інтеграції банків з комерційними компаніями все ще залишається темою для дискусій. Це, на нашу думку, може «розтягти» систему гарантій, що надаються державою по інвестиційним продуктам банків, для захисту інших комерційних операцій і спонукати банки до прийняття більш ризикових моделей поведінки. Також, ризик негативного впливу зростає у випадку, коли у виробничому секторі виникають проблеми, які можуть відобразитися на фінансових інститутах.

По-третє, суміщення банківської і страхової діяльності в межах однієї фінансово-кредитної установи (фінансової корпорації) дозволено, в основному, в країнах Західної Європи [299]. Проте, воно також містить в собі певний конфлікт

інтересів врегулювання якого здійснюється на основі нормативної бази ЄС і, зокрема директив Європейського Парламенту і Ради - 2002/87/ЄС [300] та 2008/25/ЄС [301].

По-четверте, існуюче в світовій практиці обмеження по кількості філій в країні, шляхом обмеження концентрації ринкового впливу, може зменшити витрати на надання послуг з розподілу ризиків, ліквідності і інформаційних послуг. Однак, на нашу думку, це може підвищити чутливість банків до кредитного ризику через зменшення їх здатності диверсифікувати активи. Тим часом банки так активно розбудовують свою діяльність по всьому світі, що дотримання цих обмежень стає нереальним. ЄС в своїх банківських директивах рішучо оголосив панєвропейську концепцію розвитку банківського сектору через механізм єдиної банківської ліцензії.

Процентні ставки є важливими інструментами монетарної політики. Уряд традиційно втручається в процес ціноутворення на ринках грошей і капіталу шляхом регулювання процентних ставок. Встановлення верхньої межі і інші правила ціноутворення, також використовуються для обмеження конкуренції між банками і банками та іншими інститутами фінансового посередництва. Обмеження цінової конкуренції на фінансових ринках також буде зменшувати проблеми прийняття ризику і моральну загрозу для банків.

З кінця 1990-х більшість з цих антиконкурентних регуляторних інструментів не використовувалися в країнах з розвинутою ринковою економікою. Практика показала, що ці заходи не забезпечують досягнення фінансової стабільності в довгостроковій перспективі. Це знайшло своє відображення в такому явищі як дисінтермедіація, коли в результаті зниження ролі банків і ощадних інститутів, у якості фінансових посередників на фінансовому ринку, відбувається відтік фінансових ресурсів з банківської системи. Дисінтермедіація має місце у випадку відмови фірм від посередництва банків на ринку позичкового капіталу на користь прямого випуску цінних паперів, а також відмови існуючих і потенційних клієнтів від банківських депозитів на користь інших фінансових інструментів. З метою обійти існуючі обмеження було також впроваджено багато фінансових інновацій.



Для досягнення компромісу між безпекою, стабільністю і ефективністю сучасна регуляторна система віддає перевагу конкуренції і ефективності. Замість того щоб обмежувати конкуренцію і вплив ринкових сил структурними методами, регулювання все більше і більше приймає форму пруденційних заходів, які, на думку регуляторів, можуть значно краще прислужитися у справі захисту інтересів споживачів [302, 288].

Пруденційне регулювання і, відповідно, пруденційний контроль з'являються на стадії входу в ринок через присвоєння статусу при отриманні ліцензії. Для того, щоб отримати ліцензію власник має вкласти відповідний власний капітал. Мінімальний обсяг капіталу потрібен в якості компенсатора втрат. Ліцензування нових фінансових інститутів також виконує функцію оцінки запропонованого керівництва для запобігання отримання контролю над ними небажаним особам. В цьому випадку причиною виникнення проблеми невірному вибору є те, що окремі види фінансової діяльності можуть приваблювати підприємців, що бажають займатися спекулятивною діяльністю.

Головним інструментом пруденційного контролю є нормативи достатності основного капіталу. Акціонерний капітал виступає в ролі захисного буфера від втрат, тоді як акціонери можуть забажати отримати вигоди від ефекту левериджу і збільшити значення ROE за рахунок внесення мінімально необхідної суми капіталу. Відповідно, тільки в висококапіталізованих інститутах у акціонерів дійсно є стимули для їх фінансового моніторингу. Коли фінансові інститути мають велику суму акціонерного капіталу їм є що втрачати у випадку банкрутства, а отже, вони будуть дотримуватися менш ризикової стратегії.

Вимоги до капіталу можуть існувати в різних формах. Традиційно вони розраховуються за фіксованою процентною ставкою від величин груп активів для того, щоб обмежити величину коефіцієнту левериджу. Оскільки такий підхід, як ми пересвідчилися, не може адекватно відобразити відмінності в рівнях ризику притаманного різним активам, було розроблено альтернативну методику оцінки достатності капіталу - з урахуванням ризику неплатежу. За ініціативою і при методологічній підтримці Банку міжнародних розрахунків було запропоновано

розраховувати коефіцієнт ризику активів (Cooke ratio) - як співвідношення капіталу до величини активів зважених на величину ризику. Надалі запропонована методика допрацьовувалася з урахуванням ризиків позабалансових видів діяльності і отримала назву спочатку Базель I, потім Базель II, а пізніше була урізноманітнена доповненнями, що стосувалися оцінки не тільки кредитного, але і операційного, ринкового і системного ризиків - Базель III.

Результати оцінки достатності капіталу по банківській системі України в цілому наведено у таб.3.3.

Таблиця 3.3

**Оцінка достатності капіталу в банківській системі України в 2008-2014р.р.\***

Рік	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Регулятивний капітал, млн.грн.	72265	123066	135802	160897	178454	178909	204976	188949	177822
Регулятивний капітал/ активи зважені за ризиком	13,92%	14,01%	18,08%	20,83%	18,90%	18,06%	18,26%	15,60%	15,20%
Регулятивний капітал 1 рівня/ активи зважені за ризиком	10,09%	11,15%	14,23%	15,11%	13,99%	13,77%	13,89%	11,21%	11,07%

*Джерело:* Розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2007-2014р.р.)

\* дані 2015-2016р.р. - прогноз

Як зазначають Херрінг Р. та Літан Р., слушні стандарти капіталу дають змогу компенсувати моральну загрозу, яка створюється у випадку коли існує державна система гарантій для вкладників та інших кредиторів [292]. Якщо б регулювання капіталу було ідеальне, не виникало б потреби у регуляторних втручаннях для усунення моральної загрози. Фінансові посередники, таким чином, могли б закритися (ліквідуватися), а кредитори отримували б свої відшкодування як раз перед тим, як настане неплатоспроможність посередника. Проте, на практиці стикаються з затримкою відповідних дій [272, 303], крім того і вимірювання ризиків і оцінка активів і, на кінець, визначення величини капіталу, виявилися надзвичайно складними. Отже, існує потреба в розробці нових методик регулювання капіталу.

Крім структурних втручань, згідно яких інститутам фінансового посередництва встановлено обмеження за певними видами діяльності, такими як

інвестування в звичайні акції банками, встановлення кількісних обмежень на окремі групи активів має, на нашу думку, більше характер пруденційного регулювання. Відповідно до вимог диверсифікації портфеля, існують обмеження на величину суми кредитів виданих певній категорії позичальників або окремим позичальникам, які дають змогу знизити рівень ризику банку.

Вимоги до грошового резерву (cash reserve) встановлюються як захід для покращення достатності ліквідності. Забезпечуючи необхідну ліквідність при знятті коштів з депозитів, вони підвищують впевненість вкладників і зменшують загрозу «втечі з банку». Проте, як уже зазначалося, у випадку одночасного колективного зняття коштів з депозитних рахунків корисність цих вимог в запобіганні банківської паніки, як свідчить практика, є невеликою. Шляхом регулярних перевірок і інспекцій регулятори можуть обмежити моральну загрозу. Вони мають контролювати чи виконують фінансові інститути нормативи по достатності капіталу і чи не порушують обмежень на диверсифікацію портфелю активів.

Такий пруденційний інструмент, як вимоги до розкриття інформації, несе в собі регуляторний вплив на фінансовий інститут більшою мірою зі сторони ринку ніж регуляторів. Загалом, вчасне і повне розкриття інформації стосовно фінансового стану компаній може допомогти знизити волатильність цін акцій і надмірну спекуляцію [277]. Так, на нашу думку, розкриття фінансових результатів діяльності не тільки підвищує фізичну здійсненність, але також виступає для інвестора у якості дієвого стимулу здійснювати моніторинг успішності функціонування і профілю ризику фінансового посередника. Базельський комітет з питань банківського нагляду рекомендує банкам також розкривати інформацію по торговій діяльності і операціям з деривативами. Утримуючи акціонерів і керівництво від прийняття надто ризикових рішень, публічне розкриття зменшує загрозу системної кризи, реалізуючи, таким чином, саме положення суспільної теорії регулювання.

Отже, існує дуже багато регуляторних засобів що спрямовані, насамперед, на захист споживачів. Вони мають бути захищені від надмірних цін, від опортуністичної поведінки виробників фінансових послуг і інших учасників фінансових ринків. З цієї точки зору базовою концепцією регулювання тепер має

бути, на нашу думку, не виключно системна стабільність, а раціональне поєднання стабільності з цілісністю і ефективністю фінансових ринків.

Як уже зазначалося, опортуністична поведінка часто стає можливою завдяки інформаційній асиметрії. На ринках цінних паперів корпоративне керівництво і власники завжди краще інформовані стосовно статків їх компаній. А інші інвестори мають бути захищені відповідними нормами законодавства, що регламентують інсайдерські угоди. Окремі фінансові продукти, такі як страхування, пенсійні плани і довгострокові цінні папери (наприклад, іпотечні), можуть бути складними для розуміння пересічного власника заощаджень. Для запобігання введення в оману окремих покупців цих продуктів, зі сторони органів регулювання і нагляду можуть (і мають) встановлюватися стандартні вимоги стосовно розкриття інформації, вимоги до звітності і нагляду для цих фінансових інститутів – в інтересах широких верств населення.

Як видно з попередньої дискусії, потреба в державному втручанні так само як і вибір регуляторного інструменту, залежить як від рівня загрози виникнення системної кризи так і від потреби в захисті індивідуальних інвесторів. Для різних фінансових інститутів ймовірність виникнення цих ризиків є різною. Отже, потреба в регулюванні фінансових інститутів, відповідно до їх типу, залежить від видів діяльності яким вони займаються. Зокрема, загроза системного ризику має розглядатися як така, що підтверджує значимість ролі уряду. З цієї точки зору діяльність різних фінансових інститутів має, на нашу думку, порівнюватися за трьома критеріями: 1) за тими ризиками, що можуть призвести до їх банкрутства; 2) за рівнем взаємопов'язаності посередників, що визначає наявність ефекту зараження; 3) їх значимістю для фінансової системи і реальної економіки в цілому.

Відповідно до запропонованих нами критеріїв депозитна діяльність, яка є основою банківської діяльності, є найбільш чутливою до системного ризику. По-перше, трансформація строків платежів ставить банки осторонь від інших фінансових посередників. Невідповідність строків платежів і банківських активів робить їх вразливими до рішень вкладників стосовно вилучення коштів оскільки

ліквідаційна вартість їх активів (інвестицій) часто є меншою - це може сприяти переростанню вилучень у «втечу з банку».

По-друге, значний рівень взаємопов'язаності означає, що навіть абсолютно безпроблемні банки можуть виявитися беззахисними по відношенню до банкрутства в будь-якому місці банківської системи або навіть за її межами. В цьому випадку екстерналії, як уже зазначалося, можуть призвести до епідемічного колапсу всієї банківської системи. По-третє, втрати для економіки від банкрутств банків можуть бути величезними: банки відіграють вирішальну роль у створенні і функціонуванні платіжної системи і рефінансуванні інших фінансових посередників. Банкрутства призводять до широкого спектру наслідків по всій фінансовій системі і реальній економіці.

Також варто зазначити, що існує загроза того, що банківська криза може викликати значні неконтрольовані коливання кількості грошей і кредиту. Таким чином, потреба в банківському регулюванні виникає не тільки як відповідь на потребу в захисті вкладників, але, значно більшою мірою, як наслідок існування нагальної потреби в захисті від системного ризику колапсу всієї фінансової системи.

Може виникнути питання стосовно того, чи банкрутства інших (небанківських) фінансових посередників містять в собі таку саму загрозу системної кризи. Загалом, інвестиційні фірми, що діють на ринку цінних паперів, також характеризуються високим рівнем взаємопов'язаності, що, може призвести до виникнення ланцюгового ефекту втрати довіри. Це особливо стосується такої їх функції як маркет-мейкер. Проте між банками і інвестиційними фірмами існують ключові відмінності, оскільки ланцюгова передача шоку від їх банкрутства має менше відношення до системного ризику.

По-перше, природа клієнтських відносин, боргові контракти і строковість активів передбачають менший ризик ліквідності. Кошти інвесторів знаходяться на рахунках, які за своєю природою ізольовані від активів якими володіє інститут, а не так як це у випадку з банками. Зазвичай, боргові контракти інвестиційних компаній не гарантують якихось наперед заданих рівнів дохідності і не можуть бути викуплені за номіналом, і, таким чином, клієнти мало що виграють від втечі з

інвестиційної фірми, що знаходиться у скрутному становищі. Портфель інвестиційної фірми, зазвичай, складається з цінних паперів, що торгуються на ринку і які можна легко оцінити і передати у випадку банкрутства.

По-друге, роль таких компаній в посередницьких операціях між тримачами заощаджень і інвесторами в багатьох країнах, як власне і в Україні, є менш значимою ніж роль банків (хіба що виключення складають економіки в яких домінує англо-саксонська модель). Очевидно, що їх банкрутство нездатне спричинити великих втрат для економіки, а потреба в їх регулюванні є менш гострою. Проте, причини для регулювання їх діяльності все ж таки існують. Діяльності інвестиційних фірм притаманна інформаційна асиметрія, що обумовлює потребу в регулюванні з метою захисту інвесторів від шахрайств і некомпетентності.

З цієї точки зору регулювання діяльності портфельних менеджерів по своїй природі тяжіє до регулювання професійних видів діяльності на ринку цінних паперів. На додаток, вимоги до капіталу, подібні до банківських, можуть встановлюватися з метою запобігання втрати впевненості в здатності ринків до функціонування у випадку стрімкого падіння цін активів.

В страховому секторі високий рівень взаємопов'язаності пояснюється важливою роллю перестраховиків. В принципі, страхова криза може виникнути у випадку коли більшість або всі перестраховики одночасно відкличуть страхове покриття і, таким чином, страховики в кінцевому рахунку будуть обмежені в наданні страхових послуг. На практиці більшість проблем на страховому ринку не призводять до таких криз. Навіть якщо це і можна назвати системним ризиком страхування, страхові компанії не пов'язані з функціями платежів та ліквідності, а отже, наслідки для фінансової системи, загалом як і для реальної економіки, не будуть такими драматичними якими могли бути у випадку банківської кризи. Проте, з іншої сторони, захист індивідуальних клієнтів від проблеми асиметричності інформації може стати одним з найскладніших завдань в порівняно з усіма іншими видами діяльності в фінансовому секторі. Причиною тому є, в більшості випадків,

надзвичайна складність страхових угод, оскільки в них враховують не тільки фінансові, а ще значною мірою і технічні актуарні ризики.

### **3.4. Дерегулювання, функціональні фінанси і потреба в уніфікації регуляторних підходів**

З середини 1980-х зростало розуміння, що регулювання економіки не тільки забезпечує певні вигоди але і спричиняє значні втрати для економіки. З огляду на це, традиційний на той час погляд на регулювання з точки зору інтересів суспільства був поставлений під сумнів новітньою теорією суспільного вибору – зацікавлених груп, яка вивчає різні способи і методи за допомогою яких люди використовують урядові установи в своїх власних інтересах. Вона передбачає потребу в оцінці екстерналій і сфер впливу регуляторних засобів [304, 305].

Структурне регулювання, що обмежує ринкову конкуренцію може, в кінцевому рахунку, забезпечувати вигоди приватним фінансовим інститутам шляхом їх захисту від зовнішньої конкуренції і підвищення впевненості в фінансових посередниках. Хоча, на нашу думку, обмеження входу на ринок може супроводжуватися значними втратами добробуту суспільства. В цьому випадку регулятори можуть, як уже зазначалося, потрапити під вплив регульованих ними фірм шляхом лобювання з метою захисту їх бізнес інтересів за рахунок клієнтів.

Інші типи регулювання встановлюють додаткові витрати для фінансових посередників у процесі їх підлаштування під регуляторні вимоги. Втрати майбутніх надходжень, з огляду на високі вимоги до розміру капіталу або ж вимоги до грошових резервів, можуть розглядатися фінансовими інститутами у якості непрямих податків. Підвищення посередницьких витрат, як уже зазначалося, може призвести до десінтермедіації. Фінансові інститути часто реагують на це шляхом зміни видів діяльності і впровадженням фінансових інновацій з метою уникнення регуляторних обмежень [306]. Зокрема, позабалансова діяльність, обсяги угод за якою у разі перевищують обсяги традиційної балансової діяльності [307], значно збільшила банківські ризики [308]. Більше того, позабалансова діяльність

призводить до загострення інформаційних проблем пов'язаних з вимірюванням і оцінкою притаманних їй ризиків. А оскільки у відповідь на це регулятор вводить нові правила, це може призвести до регуляторної діалектики. Таким чином, динаміка регулювання зводиться до безперервного субоптимального вибору між стабільністю фінансової системи і її економічною ефективністю. Останні тенденції змін на користь заходів пруденційного регулювання мають розглядатися нами як намагання розв'язати цю проблему вибору.

Фактично, наша дискусія зводиться до визначення надскладної точки рівноваги між безпекою і ризиком. Як уже зазначалося, інформаційні асиметрії на фінансових ринках створюють проблеми морального ризику. Фінансові посередники можуть бути схильними до створення більших ризиків ніж цього хотілось би індивідуальним власникам заощаджень і вкладникам. Урядове регулювання і втручання можуть бути використані для зменшення втрат за моральними ризиками для індивідуальних клієнтів. Проте, коли уряд запроваджує систему гарантій через такі регуляторні засоби, як страхування депозитів і кредитора в останній інстанції, він, як уже зазначалося, фактично, спонукає фінансові інститути до реалізації високоризикових інвестиційних стратегій.

Згідно доктрини «вільного банку», яка передбачає, що найкращим шляхом для досягнення монетарної стабільності є позбавлення центрального банку права випускати банкноти, проблеми морального ризику краще можуть вирішуватися підходящими інструментами приватного сектору, які дають змогу підняти рівень внутрішньої і зовнішньої дисциплінованості в поєднанні з стимулюванням міжбанківської конкуренції. Банки будуть під дисциплінарним впливом як ринку, так і тримачів депозитів, які мають стимули для моніторингу поведінки банків. В цьому випадку не виникає потреби в наглядових органах [309]. Однак, на противагу цій ситуації можна висунути проблему «безбілетників», яка виникає на ринках в тому випадку, коли існує велика кількість інвесторів, які не мають значних стимулів витратити власні ресурси на моніторинг фінансових інститутів.

Глобальна фінансова криза 2007-2009 років показала, що проблема моральної загрози залишається далекою від регуляторного вирішення. Наприклад, у США



платники податків вимушені сплачувати гігантські суми коштів на програму страхування депозитів для оздоровлення фінансових інститутів, так само як і в Україні - проблемні банки отримують кошти від уряду[310]. Страхування депозитів демотивує комерційні банки проводити помірковану політику, оскільки зменшується потреба індивідуальних інвесторів в моніторингу менеджменту банку, а отже зменшується і зовнішній дисциплінуючий вплив. Крім того, як зауважує Хаббард Р., наміри регулятора можуть суттєво відрізнятись від намірів платників податків [269, с.52]. Як свідчить практика, регуляторний нагляд може значно пом'якшуватися за перших ознак ускладнень, оскільки регулятори не хочуть ще більше погіршити стан фінансового посередника.

Цей досвід весь час впливає на процес проведення регуляторної реформи фінансових інститутів. Стосовно реформування системи страхування депозитів було запропоновано декілька напрямків дії: від зменшення суми страхового покриття по депозиту і визначення ціни страхових послуг по страхуванню депозитів з урахуванням ризику, до переходу до суто приватного страхування депозитів. Небажана схильність до ризику системи гарантій, що надаються державою, також має бути обмежена за рахунок покращення пруденційного регулювання за такими показниками як достатність капіталу та ліквідність.

Як науковці так і практики весь час піднімають питання стосовно структури регулювання. Зростаючий потік рішень, що пропонуються самим ринком, свідчить про потенційне зростання ролі саморегулювання і недержавних органів регулювання [311, с.284], які – як передбачається – мають скласти підвалини як для пруденційного регулювання, так, в подальшому, і для пруденційного нагляду. Саморегулювання ствердиться тоді коли сформується «клуби». Під клубам ми розуміємо професійні організації, які займаються регулюванням поведінки своїх членів. Перевагою саморегулювання (приватного регулювання), на нашу думку, є те, що воно є надзвичайно гнучким, а недоліком те, що існує загроза його «захоплення» самими членами.

Дисциплінувати фінансових посередників стосовно ризикової поведінки також можуть зовнішні недержавні агентства, наприклад рейтингові, оскільки від

рейтингу посередника залежить вартість залучення коштів [240]. Проте, регуляторні помилки окремих учасників можуть бути наслідком прояву проблеми колективної діяльності. Проблема «колективної діяльності» стосується ситуації в якій група осіб отримує вигоди від певного виду діяльності, проте витрати пов'язані з цією діяльністю є настільки великими, що по одинці жоден з учасників групи не зміг би собі це дозволити. У цьому випадку раціональним є вибір на користь колективних дій, витрати по яким розподіляються між учасниками [312]. Результатом цієї дискусії є, на нашу думку, обґрунтований висновок стосовно того, що контроль ризику залишається в першу чергу завданням окремих інститутів або їх саморегульованих організацій, що, власне, і лежить в основі пруденційного підходу. А отже, роль уряду у царині мікропруденційного регулювання (в оптимумі) має обмежуватися наглядом за цією приватно регульованою системою.

В дещо іншому руслі розвиваються і традиційні дискусії стосовно вибору між правилами і директивами з однієї сторони і свободою дій з іншої. В той час як правила можуть бути недосконалими і не адаптованими до існуючій ситуації, свобода дій робить це питанням більшою мірою політичним. Проте, потреба в свободі дії може бути зменшена, на нашу думку, шляхом впровадження достатньо гнучкого регулювання через диференційовану систему втручань і контролю. Ця система працюватиме, як уже зазначалося, через контроль над множиною значень коефіцієнтів, для яких визначено діапазони допустимих значень і які розраховуються на основі інформації отриманої з форм банківської звітності [233]. В цьому відношенні базельські рекомендації підпадають під критику, оскільки не можуть забезпечити такий диференціальний відгук, оскільки, у своїй більшості, орієнтовані на мікропруденційні регуляторні положення, що інституціоналізують приватну терію регулювання.

Більше того, під сумнів може бути поставлено існуючу систему, яка спирається переважно на інституційне регулювання як таке, що здійснюється зовнішніми, по відношенню до об'єкту регулювання, інституціями. Банки, інвестиційні, фінансові і страхові компанії наглядаються і регулюються різними регуляторними органами. В дійсності, стабільність системи виглядає як така, що

потребує використання різних правил для різних фінансових інститутів, які обумовлюються різними цілями, і відповідно, використанням різних регуляторних підходів[292; 313, с.51-84], що і відображено в табл. В.2.

Здійснення інституційного регулювання значно ускладнилося з того часу як різні за своєю природою фінансові інститути почали розширяти сферу своєї діяльності. Підтримка інституційного регулювання і впровадження більш жорстких нормативів по капіталу для універсальних банків або забезпечення системи опосередкованих гарантій державою також і для їх операцій з цінними паперами, вступають в конфлікт з конкурентною безпристрасністю регулювання. Такі ж проблеми виникають при регулюванні діяльності фінансових конгломератів у формі фінансових (у тому числі банківських) груп, що складаються з банку і пов'язаних з ними компаній [314, 315].

Підвищення рівня ефективності системи регулювання можна, на нашу думку, досягти шляхом впровадження системи функціонального регулювання. З огляду на те, як поступово і невідступно розмивається межа між діяльністю банків і інших фінансових інститутів, в майбутньому на заміну регулюванню за приналежністю до інституціональної групи може прийти регулювання за функціональними ознаками.

Фундаментально філософія регулювання аналізується в дослідженнях з неоінституціональної економіки, де можна відзначити чіткі аналогії між банківським регулюванням і укладанням договору позики в корпоративному управлінні (суть якого полягає в розподілі владних повноважень, насамперед, між менеджерами і акціонерами) [316]. Аналіз фінансового регулювання через призму теорії контракту стає дієвим міждисциплінарним економічним підходом [317]. В основі концепції функціональних фінансів лежать чіткі положення стосовно використання функцій фінансів в розробці і управлінні фінансовими системами країн, регіонів, фірм і домогосподарств і інших економічних суб'єктів відповідно до потреб в технологічному прогресі в фінансовій сфері, що характеризується «інноваційною спіраллю».

Інституціональна структура функціональних фінансів складається з фінансових інститутів, фінансових ринків, продуктів, послуг, організації діяльності і

підтримуючої інфраструктури, в основі якої лежать регуляторні правила і система обліку. Функціональні фінанси за своєю природою мають, на нашу думку, бути вільними від будь-якої ідеології з огляду на те, що фінансові функції можуть здійснюватися приватними підприємствами, урядом і домогосподарствами. Фінансові функції у рамках концепції функціональних фінансів систематизовані нами в таб. В.3.

Концепція функціональних фінансів, на нашу думку, має включати реалізацію шести базових функцій фінансової системи:

1. *Забезпечення функціонування системи клірингу і розрахунків.* Різні інститути надають ці функції. В Україні національна система платежів відіграє ключову роль в швидкому і безпечному перерахуванні коштів між банками. Депозитарні інститути, такі як банки, переводять кошти по всьому світу. Технології зробили цю функцію надзвичайно ефективною, зменшуючи транзакційні витрати і, таким чином, стимулюючи підприємницьку діяльність.
2. *Мобілізація заощаджень.* Невеликі за обсягом кошти інвесторів спрямовуються на фінансування великих неподільних проектів, а участь інвесторів розширяється шляхом подрібнення корпорацій з ефективними проектами на маленькі частини в акціонерному капіталі.
3. *Розподіл ресурсів у часі і просторі.* Домогосподарства і підприємства можуть споживати і інвестувати прямо зараз переводячи кошти крізь час, наприклад, надходження від інвестиційної діяльності в освіту, дослідження і розвиток, результати яких матеріалізуються в майбутньому. Капітал може переноситися як в рамках національної економіки так і по всьому світу саме туди де гранична продуктивність є найвищою.
4. *Управління ризиками.* Зміни вимагають здатності до вимірювання, ідентифікації і пом'якшення негативних впливів ризику для отримання переліку оптимальних можливостей. Фінансові інститути, ринки і продукти надають засоби і створюють систему управління ризиком яка, в свою чергу, надає можливість трансферу ризиків.

5. *Інформація.* Фінансова система забезпечує інформацією стосовно цін, що використовуються у децентралізованих секторах, які склалися в цілому по економіці. Ціни цінних паперів, таких як акції і боргові зобов'язання дають змогу визначитися з потенціалом економічної діяльності.
6. *Стимули і мотивація.* Моральна загроза або ж використання позик для більш ризикових видів діяльності ніж передбачалося, витратний порівняльний аналіз усіх можливих варіантів з наступним вибором найкращого або ж фінансування сумнівних проектів на шкоду надійним, інформаційна асиметрія або ж відмінності в рівнях знань різних позичальників, кредиторів, вкладників і інвесторів. Фінансова система створює стимули і мотивацію до зменшення інформаційної асиметрії для усіх суб'єктів процесу.

Стратегія парадигми функціональних фінансів полягає в розгляді цих функцій як екзогенних - як даності або факту. Аналіз розглядає інституціональні форми як ендогенні, такі що визначаються функціями і взаємодією в характерному оточенні.

Аналіз змін в фінансовій системі виходить з неокласичної парадигми раціональної поведінки агентів ринку з метою оптимізації їх самозацікавленості в існуванні ринків без недосконалостей. Це, фактично, аналіз першого найкращого використаного по відношенню до фінансів, який знайшов своє відображення в багатьох важливих наслідках [318, 319, 320]. Новизна функціональних фінансів, на нашу думку, полягає в комбінації неокласичного фінансового аналізу з неінституціональною економікою і поведінковою (біхейвористською) економікою. Неінституціональна економіка зауважує, що неокласична модель першого найкращого дає пояснення ефективності ринків в окремий момент часу, проте не пропонує теорії її еволюції в часі, яка вимагає пояснення стосовно того, яким чином різні інститути впливають на розвиток держав та регіонів. Поведінкова економіка також полемізує стосовно універсальної раціональності економічних агентів беручи до уваги приклади ірраціональної поведінки. Функціональні фінанси досліджують причини того, чому в реальності поведінка інститутів і людей не співпадає з неокласичною моделлю, визначаючи впливи і наслідки від ринкових неузгодженостей.

За Річтером Р., комплексні відносини, що існують між власниками заощаджень, позичальниками і фінансовими інститутами можуть бути проаналізовані як контракт відносин, що базується на принципі взаємодовіри сторін [321]. Визначені умови контракту є лише схемою, яка допомагає визначитися з моделлю поведінки учасників (реляційний контракт). Як зазначає Харт О. [322], за своєю природою це недосконалий, незавершений контракт, і з часом може виникнути потреба в його подальшому регулюванні.

Загалом, в регулярно повторюваних бізнесових транзакціях можна покладатися на такий механізм покращення угод як, наприклад, репутація. Проте, індивідуальний моніторинг в банківській сфері страждає від проблеми «колективної діяльності». Деватріпонт М.і Тіроль Д. зауважують, що недосвідчені і невеликі тримачі вимог страждають від інформаційної асиметрії і проявляють мінімальну ініціативу стосовно інвестування в моніторинг з огляду на проблему «безбілетників» [144, С.117-118]. Активне представництво вкладників має забезпечуватися шляхом організації «делегованого» моніторингу. Проте, якщо не існує механізму приватного представництва і його неможливо встановити, може виникнути потреба в регулюванні. Воно може прийняти форму приватного регулювання зі сторони незалежної наглядової або регуляторної компанії.

На нашу думку, суспільне регулювання банківської діяльності є дуже складним завданням і, такими чином, має саме себе обмежити до допоміжної ролі. Більш специфічно суспільне регулювання має фокусуватися на змінюваних стимулах, наприклад, для акціонерів - з метою дисциплінувати менеджерів через вищі вимоги до капіталу; варто не встановлювати жорсткі регуляторні схеми для усіх без різниці посередників, а надавати певний набір опцій серед яких фінансовим інститутам буде дозволено зробити вибір.

В підсумку можна зазначити, що фінансове регулювання має розроблятися в межах ефективного управління фінансовими посередниками. Основними трендами розвитку є більш комплексний підхід до управління ризиками, акцентування на важливості внутрішнього управління і ролі ринкової дисципліни.

Іншим значимим аспектом регулювання діяльності фінансових посередників є глобалізація ринку капіталу, і, відповідно потреба в уніфікації регулювання. Вона залишається головною проблемою в регулюванні фінансової діяльності і діяльності фінансових інститутів, яку мають вирішувати національні уряди. Це створює цілий ряд проблем вирішення яких важко досягти.

По-перше, з огляду на все зростаючу взаємозалежність фінансових ринків фінансові труднощі які мають місце в одній країні, можуть перекинутися на інші країни. Системна криза в одній країні і невдачі влади в її подоланні можуть призвести (і призвели) до глобальної банківської кризи. По-друге, регулювання, як уже зазначалося, може розглядатися як певна форма оподаткування і, таким чином, може вплинути на міжнародну конкурентоспроможність фінансових інститутів. Відмінності в режимах регулювання також можуть створювати бар'єри для фірм в транскордонній торгівлі фінансовими послугами. Наприклад, різні вимоги до капіталу призводять до виникнення штучних переваг між фінансовими інститутами різних країн. По-третє, фінансові інститути можуть намагатися уникнути більш жорсткого домашнього регулювання переносячи свою діяльність закордон.

Регуляторний арбітраж призводить до зниження ефективності регулювання і здатності різних країн підтримувати свої власні регуляторні системи [323]. Регуляторна конкуренція може, в кінцевому рахунку, призвести до виникнення спадаючої регуляторної спіралі. Як це показано Ван Кейсілом П. (в рамках концепції теорії ігор), при прийнятті до уваги особливих інформаційних характеристик фінансових продуктів і ролі репутації в банківській галузі, в цьому процесі мають існувати обмеження [324]. Зокрема, на роздрібних ринках, де фінансова інтеграція за своєю природою не є ускладненою, залишається тенденція до зростання регуляторного тиску. Країни будуть в змозі здійснювати регуляторні заходи в якості показників якісної диференціації, що, без сумніву, позитивно оцінюється клієнтами [325].

Міркування стосовно викривлення міжнародної конкуренції, яка реалізується у формі патерналістської підтримки з боку уряду, зазвичай є головною рушійною силою, що стоїть за намаганнями прийняття глобальних світових рішень стосовно

регулювання [287]. Недавні міжнародні фінансові кризи призвели до зростання розуміння цієї потреби. Інтеграція міжнародних ринків також дає розуміння стосовно переміщення акценту від структурного регулювання в сторону пруденційного.

Спостереження за логікою регуляторного процесу показує, що зусилля з міжнародної координації регулювання спрямовані на те, щоб дати відповідь на питання яким має бути право доступу до іноземних ринків і чиї норми права мають використовуватися при наданні міжнародних фінансових послуг. З огляду на це, формується тенденція обходитися з іноземними філіями і дочірніми компаніями так само як з банками резидентами. Для транскордонних транзакцій фінансових посередників пропонується використовувати засоби моніторингу країни походження посередника. Регулювання і координація мають обмежуватися з огляду на те, що банкам має бути дозволено розвивати власні процедури оцінки ризиків, які і мають бути об'єктом регуляторного нагляду (мікропруденційного).

Приймаючи до уваги міркування стосовно загрози повного дерегулювання, також передбачалися більш жорсткі форми міжнародної гармонізації систем регулювання і нагляду. В 1974 році, з заснуванням Комітету з питань банківського нагляду при Банку міжнародних розрахунків, на міжнародному рівні розпочато програму з координації діяльності в сфері банківського регулювання. Комітет складався з уповноважених представників органів нагляду (голів центральних банків) держав-членів. Від моменту створення членство в Комітеті набули Австралія, Аргентина, Бельгія, Бразилія, Великобританія, Гонконг, ЄС, Індія, Індонезія, Іспанія, Італія, Канада, Китай, Люксембург, Мексика, Нідерланди, ПАР, Південна Корея, Росія, Саудівська Аравія, Сінгапур, США, Туреччина, Франція, Швейцарія, Швеція, Японія. До наглядової групи входять МВФ, Європейська комісія, Європейська служба банківського нагляду, Базельська консультативна група, Банк міжнародних розрахунків.

Визначальною метою створення і функціонування Базельського комітету є розробка і сприяння імплементації суверенними органами регулювання і нагляду уніфікованих підходів до регулювання банківської діяльності (таб. В.4).



З огляду на відсутність у Комітету визнаного на міжнародному рівні статусу регуляторного органу, його рішення мають виключно дорадчий характер, а питання стовно приєднання і участі у його діяльності є прерогативою урядів. Більш ніж 80 країн активно співпрацюють з Комітетом не маючи членства, а глибина цієї співпраці варіюється в широкому діапазоні: від статусу спостерігача і участі у консультаціях до імплементації окремих положень у національне законодавство.

Одним з основних напрямів діяльності Комітету є вирішення проблем міжнародного банківського нагляду. Усього через рік після заснування Комітету, вже в 1975 році, опубліковано першу версію «Базельського конкордату», в якому було визначено принципи співпраці національних органів нагляду при здійсненні нагляду на підпорядкованій території за банками, що здійснюють транскордонну діяльність. В 1979 році було запропоновано вимоги щодо «Консолідованого нагляду за міжнародною діяльністю банків». Загальне визнання останніх двох документів логічним чином призвело до оновлення «Базельського конкордату» в 1983 році.

В 1992 році на основі згаданих документів розроблено "Мінімальні вимоги до нагляду за міжнародними банківськими концернами та їхніми закордонними установами", які було доопрацьовано в рамках рекомендацій стосовно «Транскордонного банківського нагляду» (1996 р.).

Розробка стандартів пруденційного регулювання стала іншим напрямком діяльності Комітету. Першою віхою тут стала «Міжнародна конвергенція щодо вимірювання та вимог до капіталу» («Базель I») від 1988 року, де містилися мінімальні регуляторні вимоги до діяльності банків. У «Базелі I» його розробники, беззастережно прийнявши за основу пруденційний підхід до оцінки банком достатності капіталу, зробили спробу сформулювати і інституціоналізувати ряд принципів і практичних рекомендацій, які мали б забезпечити окремо взятому комерційному банку безпечні умови діяльності на міжнародних фінансових ринках. У 1996 році «Базель I» зазнав суттєвої поправки - окрім вже традиційних кредитних ризиків, тепер до уваги приймалися також і ринкові ризики.

Після «Базельського конкордату» та «Базель I», третім значимим етапом стали "Основні принципи ефективного банківського нагляду" 1997 року, які сприяли

вдосконаленню діяльності органів нагляду. Проте, навіть ці загальновизнані стандарти зазнали критики за їх довільність і потенційну негнучкість. Останні були допрацьовані та розтлумачені в 1999 та 2001 роках, відповідно, документами «Методологічні роз'яснення до основних принципів» та «Проведення самооцінки органами нагляду: практичний підхід», а також, переглянуті в жовтні 2006.

Наступним етапом діяльності Комітету стала «Міжнародна конвергенція щодо вимірювання та вимог до капіталу: переглянуті підходи» («Базель II»), яка змінила «Базель I», не відкидаючи при цьому базових положень останнього (до червня 2006 року «Базель I» залишився чинним там, де не суперечив «Базель II»). Прийняття «Базель II» 24 червня 2004 було результатом довготривалих консультацій, що розпочалися ще в 1998 році. Від моменту запровадження «Базель II» постійно вдосконалювався, реагуючи на потреби учасників регуляторного процесу. Так, в його кінцевій редакції 2006 року, було враховано усі поправки як до існуючої так, і до попередньої версій. Реагуючи на вади пруденційного регулювання, що проявилися під час фінансової кризи кінця 2000-х, у період з 2010 по 2011 роки було розроблено «Базель III» [326]. Цей документ містить методичні рекомендації в області вдосконалення банківського регулювання і нагляду, де поряд з кредитним і ринковим ризиками значна увага приділяється системним ризикам. Головною ціллю цієї угоди є підвищення якості управління ризиками в банківській системі, що, в свою чергу, має посприяти зміцненню стабільності фінансової системи в цілому, знову ж таки, де-факто, у рамках реалізації положень суспільної теорії регулювання. Планується, що перехід на «Базель III» має бути завершено до 2019 року.

Перед лицем ймовірності світової економічної кризи функція кредитора в останній інстанції все ще залишається прерогативою центральних банків. Питання стосовно того чи буде надаватися допомога в підтримці ліквідності не тільки банкам, але і іншим фінансовим посередникам і чи буде існувати функція кредитора в останній інстанції на міжнародному рівні, все ще залишаються об'єктом гарячих дискусій.

I, на кінець, зростаюче розуміння потреби в міжнародному регулюванні може призвести до укладання більш глобальної угоди з регулювання капіталу, що

розповсюджуватиметься не лише на країн учасників «Базель I», «Базель II» або «Базель III». Проте, міжнародне співробітництво навіть за існуючих вимог до капіталу залишається важким завданням. Зокрема, наявність фрагментарного вибіркового нагляду з боку багатьох агенцій, помножена на кількість країн, робить перспективи міжнародного співробітництва з питання покращення нагляду нерайдужними. Ці труднощі, звертаючи увагу на міжнародний масштаб фінансового регулювання і нагляду, посилюються з огляду на загальну тенденцію сподівання не на діяльність регулятора, а на дію ринку.

### **3.5. Концепція модернізації регуляторної парадигми у посткризовий період в Україні**

У цьому підрозділі основна увага нами приділяється питанням регуляторного режиму і регуляторної стратегії у посткризовий період. Не зважаючи на те, що ці питання мають безпосередній стосунок до проблеми регулювання фінансових ринків, загалом, і банківського сектору, зокрема – тут ми не будемо розглядати конкретну природу і причини виникнення глобальної економічної кризи, оскільки цим питанням приділено достатньо уваги в інших розділах роботи. Ми вважаємо за доцільне звернутися, знову ж таки, до базових положень теорії регулювання, оскільки вони є наріжним каменем для розробки регуляторної політики. На нашу думку, саме недосконалість базових положень, на основі яких і розробляється регуляторна політика, і можуть послугувати причиною прийняття хибних регуляторних рішень.

Потреба у виборі високого рівня узагальнення на цьому етапі дослідження (його теоретизація) визначаються декількома суттєвими, на нашу думку, положеннями:

- (1) досить проблематично використовувати – в якості основи для переформатування регуляторної стратегії – існуючі прикладні (тактичні) підходи

до регулювання банківської діяльності, особливо, якщо ці мікроекономічні підходи (приватне регулювання) вже, де-факто, не підтвердили свою дієвість;

- (2) існуюча специфіка організації національних і міжнародних (регіональних) фінансових ринків і особливості функціонування національних органів регулювання і нагляду – не дають можливості здійснити коректне порівняння ефективності національних моделей і стратегій організації регулювання і нагляду і запропонувати найкращі з них в якості базових;
- (3) примусова природа регулювання, в поєднанні з різноманітністю усього спектру суперечливих інтересів сторін (і країн), що приймають участь у регуляторному процесі – дають реальну можливість прийти до взаємоприйнятних рішень на рівні теоретичного узагальнення, у той час як практична реалізація положень, запропонованої регуляторної стратегії, може розглядатися більш ліберально, з великою кількістю можливих варіантів її тактичної реалізації.

В подальшому наше дослідження передбачає визначення ключових цілей регулювання, конкретизацію його загальних принципів, що визначають напрямки процесу регуляторного реформування і диференціацію стратегічного і тактичного підходів до цього процесу. Нами пропонується регуляторна матриця, яка дає змогу описати взаємодію двох головних цілей системи регулювання: зменшення ймовірності банкрутств банків і мінімізація втрат від цих банкрутств у випадку їх настання. Ми маємо наміри розглянути можливі компромісні варіанти взаємодії між цими двома цілями за співвідношенням можливих вигод і втрат. Крім того, нами пропонується удосконалена систематизація існуючого спектру інструментів, що використовуються при реалізації регуляторної політики: структурні, поведінкові, інтервенціоністські, податкові і страхові, резолютивні, ліквідаційні.

Але перед тим як перейти до регулювання банківської діяльності варто, на нашу думку, визначитися з переліком принципів, у рамках яких його варто здійснювати:

- функціонування регуляторної системи має бути спрямоване на досягнення двох ключових цілей: зменшення ймовірності банкрутств банків і мінімізація втрат

від цих банкрутств у випадку їх настання. Обидва ці напрямки мають бути розглянуті і враховані при розробці регуляторної системи;

- основна увага має бути зосереджена на питаннях системного (макропруденційного) характеру, а не на короткозорому сприйнятті ситуації окремо взятим банком;
- необхідно звернути увагу на проблему системно значимих фінансово-кредитних установ (too-big-to-fail), оскільки вони є джерелами морального ризику (ризик несумлінності) через прийняття на себе надмірного ризику, і, крім того, вони перекладають відповідальність за свої невдачі на плечі платників податків;
- необхідно ліквідувати порочну практику приватизації банківських прибутків і соціалізації банківського ризику, як рецидив реалізації приватної теорії регулювання;
- втрати від банкрутства банків мають компенсуватися, головним чином, за рахунок приватних зацікавлених сторін (акціонерів і незабезпечених кредиторів), а не платників податків - у рамках суспільної теорії регулювання;
- необхідно щоб в основі регуляторної стратегії був принцип конкурентного нейтралітету: всі інститути (а не тільки банки), які потенційно здатні створювати проблеми на рівні системної стабільності, повинні бути залучені в орбіту регулювання (функціональні фінанси). Системні ризики необхідно приймати до уваги незалежно від того, де вони виникають, а це значить, що дію положень регулювання (макропруденційного) і нагляду необхідно розповсюдити і на діяльність небанківських фінансових посередників. Проте, ще не значить, що з усіма банками необхідно обходитися однаково, оскільки їх потенційна здатність до створення системних загроз може бути різною;
- почасти через проблеми ендогенності (регулювання саме по собі може створювати хибні регуляторні послання і сприяти прийняттю на себе надмірних ризиків регульованими фірмами), положення стосовно того, що ж на практиці

може дати регулювання для забезпечення безпеки і стабільності банківських інститутів і системної стабільності, потребують належного рівня контролю;

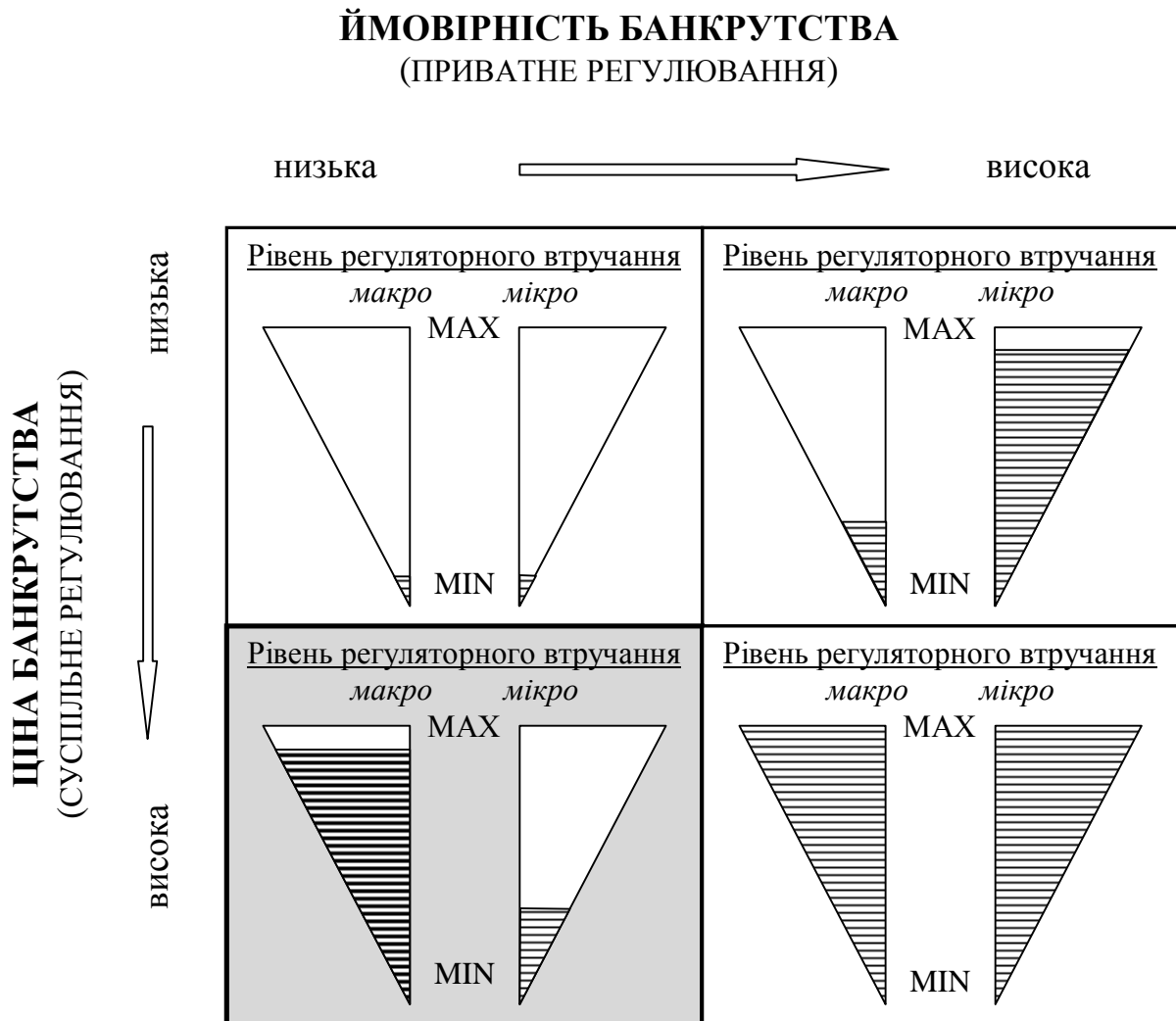
- регуляторна система повинна передбачати надійний, чітко обумовлений в часі процедурний механізм обходження з інститутами в стадії банкрутства, який дасть можливість мінімізувати втрати для платників податків;
- банкрутство банків не повинно супроводжуватися руйнуванням системи надання послуг клієнтам або додатковими видатками для платників податків;
- ринкова дисципліна відіграє важливу роль у рамках загальної регуляторної системи і необхідно всіляко сприяти її зміцненню.

Власне, в нашому випадку проблема полягає в тому, щоб визначитися з глибиною реалізації кожного з запропонованих базових принципів, при використанні доступних нам регуляторних інструментів. Крім того, виникають питання у сфері структурного регулювання, стосовно того чи існує необхідність в існуванні банків різних типів (моделі «Гласса-Стиголла» або «безпечного банку (narrow bank)» [327]), або варто зупинитися на існуючій універсальній бізнес-моделі (можливо, з урахуванням запобіжних заходів).

Реформа регуляторної системи, на нашу думку, повинна значною мірою мати більше стратегічний ніж тактичний характер. Стратегічний підхід, у нашому випадку, передбачає, що в рамках регуляторного процесу необхідно повернутися до першооснов, включаючи теоретичне переосмислення того, якими ж є кінцеві цілі регулювання, і чого ми хочемо чим досягти (кінцевий результат). Вирішення цієї задачі потребує від нас нової парадигми, відмінної від тактичного реформування з його самообмеженнями у рамках процесу безконечного покращення існуючих регуляторних вимог (нормативи по капіталу, ліквідності, платоспроможності і т.п.). Будь-яка регуляторна політика, на нашу думку, повинна забезпечувати досягнення двох базових цілей:

- (1) зменшення ймовірності банкрутства банків, і
- (2) мінімізація втрат у випадку настання цих банкрутств.

В запропонованій нами матриці, в рамках якої знаходиться і розвивається банківське регулювання, ймовірність події (в даному випадку, це банкрутство банку) відображена на горизонтальній осі, а втрати від банкрутства - на вертикальній (рис.3.6). Втрати від банкрутства банку мають стосунок як до прямих



**Рис. 3.6. Матриця банківського регулювання: ймовірність банкрутства проти втрат від банкрутства**

*Джерело:* розроблено автором.

так і до непрямих видатків. Посеред іншого, можна виділити втрати, що понесені всіма учасниками фінансової системи в цілому (на рівні стабільності системи), платників податків, за чий кошти, можливо, і будуть здійснюватися заходи по спасінню банків, вкладників, фондів страхування депозитів і просто клієнтів, у випадку, коли порушується процес надання банківських послуг. Запропонована

нами матриця ілюструє можливі варіанти компромісів при поєднанні двох базових цілей регулювання: якщо є можливість зменшити втрати від банкрутства, тоді не варто аж надто сильно перейматися стосовно ймовірності банкрутств.

Можливий і інший екстремальний варіант (абсолютно неймовірний): якщо втрати від банкрутства банків можна буде зменшити до нуля, тоді уже не варто перейматися стосовно ймовірності банкрутства банків. У цьому випадку нічого не втрачають платники податків, немає потреби в наданні фінансової підтримки і немає причин для появи морального ризику який все це супроводжує. І, як результат – немає потреби в регулюванні з метою зменшення ймовірності банкрутства банків. Звісно, такий варіант перебігу подій – не більше ніж утопія, але, проте, він може слугувати гарною ілюстрацією можливих компромісів, що відображені у нашій регуляторній матриці.

Історично так склалося, що регулювання завжди акцентувало свою увагу більшою мірою на зменшенні ймовірності банкрутства [328] (мікропруденційний, приватний підхід), ніж на мінімізації втрат від банкрутства на рівні системи (суспільний підхід). Мінімізацію втрат від банкрутства стали всерйоз розглядати у якості пріоритетної цілі регулювання саме під час останньої кризи [287], що свідчить на користь вибору реалізації положень суспільної теорії регулювання. Однією з причин, що спонукали до цього органи регулювання і нагляду США, Німеччини, Великобританії, Японії і інших ключових учасників фінансового ринку, стала відсутність якихось спеціальних регуляторних положень (протоколів діяльності) стосовно того, що саме має робити регулятор у випадку неплатоспроможності банку і як себе вести з банківськими інститутами у процесі банкрутства [298, 329, 330].

Припустимо, що усі регуляторні заходи, спрямовані на зменшення ймовірності настання банкрутства банків, мають свою ціну і ця ціна буде ставати все більшою і більшою (закон граничної спадаючої корисності) разом з нашими намаганнями звести ймовірність банкрутства банку до нуля (припускаючи, що були задіяні усі можливі, навіть самі драконівські, регуляторні засоби і методи впливу). У цьому випадку саме співвідношення затрат і вигод, отриманих в результаті



функціонування такої двохфакторної моделі, є основою для прийняття рішення стосовно оптимальної інтенсивності регулювання. Може, наприклад, статися так, що немає необхідності вживати засоби стосовно зменшення втрат від банкрутства, якщо існує можливість знизити ймовірність банкрутства. А з іншого боку, якщо реалізація останнього варіанту не представляється можливою (або цього можна досягти лише шляхом гіперрегулювання, що супроводжується величезними видатками), тоді вже має сенс звернутися до заходів, що спрямовані на мінімізацію втрат у випадку банкрутства.

На нашу думку, головним стратегічним питанням при проведенні комплексних регуляторних і інституціональних реформ є питання їх позиціонування в запропонованій регуляторній матриці. Приймаючи до уваги дві вже сформульовані нами ключові цілі регулювання, варто знову звернути уваги на інструменти, які можуть бути для цього використані. Відповідно до потреб дослідження реформування концепції регулювання банківської діяльності, у рамках запропонованого матричного підходу, ми пропонуємо вдосконалену класифікацію видів і інструментів регулювання (таб. В.5):

- (1) структурне регулювання (типу моделей «Гласса - Стіголла» і «безпечний банк (narrow bank)») передбачає введення обмежень за величиною банківського бізнесу та/або за переліком ліцензованих видів діяльності для банків, діяльність яких може розглядатися як системно значима для економіки в цілому;
- (2) поведінкове регулювання (регулювання за результатами діяльності) використовується для регулювання банків і інших фінансових інститутів з метою зменшення ймовірності банкрутств;
- (3) регуляторне втручання з метою підтримати банк, що потрапив у скрутну ситуацію. Метою втручання є надання допомоги у формі коригуючих впливів зі сторони органів нагляду у випадку погіршення позиції банку;
- (4) регулювання за допомогою оподаткування і страхування передбачає, що банки платять ex-post компенсуючи уряду витрати на їх рефінансування (податки), і ex-ante – для покриття витрат можливих інтервенцій в майбутньому і компенсації

платникам податків опосередкованого субсидування системно значимих фінансових інститутів;

(5) радикальні заходи для банків, що закриваються і які необхідно ліквідувати і комплекс інших заходів, що супроводжують цей процес: закон про банкрутство і т.п., і як у цьому випадку необхідно керувати щоб звести втрати до мінімуму;

(6) ліквідаційні заходи (або санація і банкрутство) розробляються для того, щоб точно визначитися з тим, як повинні вести себе банки, що зіткнулися з проблемою неплатоспроможності і яким чином вести себе у цьому випадку банківським регуляторам (санація), і як у випадку банкрутства банку, можна провести сегментацію існуючих напрямків бізнесу банку для того, щоб одні напрямки санувати, а інші – ліквідувати.

Таким чином, заходи по зменшенню ймовірності банкрутства банку може бути розділено на три групи: структурні, поведінкові і заходи з втручання. А ось для обмеження втрат у випадку банкрутства банку, можна виділити п'ять груп: структурні (обмеження розмірів, кількості філій і регіонів – коли мова іде про системно значимі фінансово-кредитні установи); поведінкові; платежі ex-post у формі податків – для компенсації втрат за отриману банками у минулому фінансову підтримку і ex-ante – у процесі страхування діяльності банків; радикальні заходи, які мають відношення до банків, що закриваються і їх подальшої долі і створення протоколів і процедур по санації і банкрутству. Очевидно, що в практичній діяльності ряд заходів може бути використаний як з метою зменшення ймовірності банкрутства банків, так і для мінімізації втрат у випадку банкрутства.

У нашому випадку вбачається надзвичайно важливим дослідити методологію регуляторного процесу. Традиційний підхід до регуляторної діяльності передбачає, що проблеми, що розглядаються (наприклад, прийняття банками на себе надмірних ризиків) є екзогенними по відношенню до регуляторного процесу. У цьому випадку, при розгляді проблеми, регуляторний вплив спрямований на її вирішення, наприклад, на зменшення ймовірності її появи. Однак, в даному випадку, екзогенність виглядає як досить сміливе припущення, оскільки проблеми, хоча б почасти, але можуть бути ендогенними по відношенню до регулювання, тобто,

викликаними самим регулюванням, покликаним обмежити можливість прояву проблем. Таке трапляється, коли банки наполегливо намагаються обійти регуляторні вимоги шляхом запровадження фінансових інновацій або зміною традиційної моделі ведення бізнесу [331, 332]. А це, у свою чергу, призводить до подальшої ескалації регулювання: виникає діалектика регулювання [333]. У процесі успішної адаптації банків до нових умов регулювання, величина регуляторних витрат і надалі зростатиме. А, оскільки, основною метою асигнувань на регулювання є зменшення ймовірності банкрутства банку, баланс між двома основними цілями регуляторної політики змінюється на користь мінімізації втрат від банкрутства банку, а не в сторону мінімізації ймовірності банкрутства. Таким чином, проблема ендогенності призводить до збільшення витрат на підтримку регуляторної системи в дієвому стані і, як наслідок – до ескалації регуляторної стратегії. Зі зростанням витрат на регулювання, це стає основною ціллю процесу пошуку балансу між двома основними цілями. В цілому, інтервал оптимальних рішень зсувається в напрямку другої цілі: для досягнення еквівалентного показника ефективності регулювання, сума регуляторних витрат, що спрямовані на зменшення втрат у випадку банкрутства банків, буде меншою ніж та, яка необхідна для забезпечення зменшення ймовірності банкрутства банків.

Процес регуляторного арбітражу призводить до викривлень в самій сутності регулювання. У зв'язку з цим, регулювання виступає в ролі стрілка, що стріляє по рухомій мішені, де рух мішені обумовлений, почасти, самим регулюванням. Наприклад, вимоги достатності капіталу в Базель II (які розглядалися в якості вирішального прориву в регулюванні банків) виступили в якості стимулів для того щоб прибрати кредити домогосподарствам з балансів банків, сек'юритизації, створенню структурованих інвестиційних компаній (SIV), використання деривативів з можливістю перекладання кредитного ризику. Власне, саме так зараз і виглядає список «визнаних винними» у фінансовій кризі [334]. Очевидно, що на той момент, наявність навіть самих докладних рекомендацій і правил не дала змоги запобігти кризі. На нашу думку, урок з неспроможністю регулювання полягає не в тому, щоб удосконалювати існуючу нормативну базу, а в заміні системи в цілому, коли

відповідальність за достатність капіталу і управління ризиками повертається тим, кому вони належать – в руки членів правління банків, які і повинні взяти на себе весь тягар ноші повної відповідальності за помилки контролю [335].

Обмеження існуючої концепції регулювання можна побачити в підході Базеля до достатності капіталу. Багато з тих банків, які потім зіткнулися з серйозними проблемами, входили в кризу навіть з надлишком регуляторного капіталу: інколи його величина перевищувала 100 процентів. Ось, наприклад, п'ять найбільших банків США, які збанкрутували або були змушені піти на злиття або поглинання (Bear Sterns, Washington Mutual, Lehman Brothers, Wachovia і Merrill Lynch) – всі мали коефіцієнти достатності капіталу між 12,3 і 16,1 процентами [336]. Також практика показує, що капітал може зникнути дуже швидко, як це відбувалося у випадку з банком Northern Rock. Цей банк збанкрутував буквально через тиждень після того, як об'явив про те, що має намір розподілити «надлишок» капіталу серед акціонерів [337, с.79-80]. Дослідження МВФ, в яких порівнювалися банки, що вдало пережили початок кризи з банками у яких виникли проблеми, показали, що не існувало якихось суттєвих відмінностей в коефіцієнтах достатності капіталу напередодні кризи [338].

Таким чином, можна зробити висновок, що оскільки капітал може зникнути дуже швидко, тоді це ставить під сумнів доцільність використання регулювання капіталу в якості інструменту зменшення ймовірності банкрутства банку. Не рахуючи можливість регуляторного арбітражу, існує ще і можливість того, що за певних обставин, самі нормативи достатності капіталу можуть спонукати банки до реалізації більш ризикових моделей ведення бізнесу. Дослідження ОЕСР (2008) показують існування позитивної кореляції між величиною втрат банків і коефіцієнтом достатності капіталу першого рівня, і негативну – між втратами банку і коефіцієнтом левериджу [339]. Це свідчить про те, що використання коефіцієнтів врахування ризику при оцінці достатності капіталу, може схилити банки до прийняття на себе більших ризиків шляхом збільшення левериджу, як це і відбувалося в роки, що передували кризі. Якщо регулювання буде ставати все більш і більш репресивним, то, на нашу думку, регуляторний арбітраж стане одним з

головних факторів, що впливатимуть на еволюцію бізнес-моделі банку. Як зазначає Халдейн А. «ризики мігрують туди, де регулювання слабше, а значить, існують природні обмеження стосовно ефективності функціонування регуляторних стратегій» [340].

Намагаючись реагувати на недоліки, що виявляються, регуляторна система піддається змінам: від Базель I до Базель II і далі – до Базель III. Але якщо регулювання не спрацьовує, як те планувалося, цьому може бути два пояснення: (1) або ж ми ще не досягли оптимальної структури регулювання (Базель N), або (2) тому, що існують дефектні складові у самому регуляторному процесі.

Усе це спонукає нас до думки, що альтернативні підходи можуть бути більш плідними. Замість того щоб концентрувати усю увагу на ускладненні уже існуючих мікроекономічних регуляторних заходів, ціллю яких є зменшення ймовірності банкрутства банку, можливо, варто зробити акцент на розробці тих складових регуляторної системи, які зможуть забезпечити мінімізацію втрат від банкрутства банку у випадку його настання на рівні усієї системи. Причому, на нашу думку, саме забезпечення цього варіанту реалізації регуляторної стратегії повинен взяти на себе уряд (суспільна теорія регулювання), а мінімізацією ймовірності банкрутства хай займаються самі банки – у рамках концепції мікропруденційного регулювання (регулювання в інтересах зацікавлених груп).

Приймаючи до уваги існуючі слабкості і недосконалість регулювання, можна стверджувати, що існуючі правила, які є невід'ємною складовою системи регулювання - далекі від досконалості. Альтернативний підхід, на нашу думку, полягає в тому, щоб знизити втрати від банкрутства, намагаючись зберегти ці ризики банків приватними, а не соціалізувати їх шляхом перенесення ризиків на платників податків, як це відбувалося в масовому порядку під час останньої кризи.

А отже, на практиці існує потреба в використанні обох методів: зменшення ймовірності банкрутства банку і мінімізація втрат суспільства у випадку банкрутства банку. Дискусія стосовно ролі регулювання і нагляду за фінансовою стабільністю має, по суті своїй, стосунок до до встановлення пропорції в використанні цих двох методів. В принципі, повертаючись до можливих комбінацій

регуляторної матриці, можна стверджувати, що якщо втрати від банкрутства можуть бути зменшені саме таким чином, тоді може з'явитися можливість більш ліберального ставлення до регулювання ймовірності банкрутства банку.

### **Висновки до розділу 3**

Проведений економічний аналіз регулювання банківського сектору і фінансових ринків дозволив нам зробити наступні висновки і узагальнення.

3.1. В контексті теорії управління регулювання в економіці слід трактувати як вид управління, процес, при якому такі характеристики економічної системи як стабільність і ефективність утримуються на траєкторії, що задана регулятором з метою недопущення ентропії у розвитку економічної системи.

3.2. Виявлена у процесі дослідження невідповідність між прагненням регулятора забезпечити стабільність фінансової системи і намаганням агентів ринку забезпечити ефективність своєї діяльності, обумовлює виникнення регуляторної діалектики, а динаміка регулювання зводиться, у свою чергу, до безперервного субоптимального вибору між стабільністю фінансової системи і її економічною ефективністю.

3.3. Дослідження економічної природи регулювання дозволило встановити, що регулювання має розглядатися як раціональна реакція уряду на нові прояви недосконалості фінансового ринку, що перманентно еволюціонує: з'явившись одного разу, регулювання - по формі і змісту - відповідає певним вимогам саме на момент свого виникнення, у той час як форми і інструменти фінансового посередництва перманентно змінюються. Недостатність в регулюванні буде проявлятися в тому, що (1) фінансові інститути будуть брати на себе надлишковий ризик, або ж в (2) зростанні і розвитку монопольного впливу.

3.4. У межах теорії фінансового посередництва здійснено конкретизацію двох фундаментальних обґрунтувань стосовно запровадження фінансового регулювання: (1) існування екстерналій і (2) інформаційні асиметрії між покупцем і продавцем. Аналіз функціоналу цих факторів засвідчив, що їх реалізація може призвести до

неспроможності конкурентного ринку генерувати суспільно оптимальний результат з огляду на послаблення здатності фінансових ринків і посередників виконувати їх ключову роль в розподілі інформації, ризику і ліквідності в умовах економічних дисбалансів.

3.5. Дані аналізу свідчать, що найбільш важливою причиною того, що ринки можуть функціонувати недосконало, є відмінності у доступі до інформації і можливостях її інтерпретації та використання учасниками ринку. У сфері фінансових послуг проблема інформаційної асиметрії проявляється у особливо гострій формі з огляду на фидуціарну природу більшості фінансових контрактів, що, у свою чергу, призводить до виникнення двох пов'язаних проблем: (1) несприятливий відбір і (2) моральний ризик.

3.6. Дослідження ролі фінансових ринків і банків, як фінансових посередників в постачанні інформації, дозволяє стверджувати, що потреба в урядовому втручанні має, більшою мірою, компліментарну природу: (1) потреба в регулюванні фінансових ринків виникає коли фінансові посередники не в змозі знайти вирішення проблеми для існуючих інформаційних диспропорцій – це і є домен регулювання фінансового ринку; (2) фінансові посередники пом'якшують інформаційні проблеми, але їх діяльність, в свою чергу, створює подібні ж інформаційні і моніторингові проблеми. Саме за цими напрямками і має формуватися множина завдань з регулювання і нагляду за фінансовими інститутами.

3.7. Застосування системного підходу до вивчення структуризації взаємозв'язків мікро- і макрорівнів фінансового посередництва, дало змогу зробити висновок, що збої в функціонуванні фінансового сектору, за відсутності регулювання, можуть відобразитися не тільки на індивідуальних інвесторах і вкладниках але і призвести до кризи фінансового ринку, банкрутства банків і інших фінансових катастроф, які можуть поставити під загрозу здоров'я економіки в цілому. Таким чином, політика державного втручання - у формі регуляторних впливів - є не тільки макроекономічним завданням стосовно захисту окремих вкладників, але і перетворюється на макроекономічний підхід.

3.8. Аналіз теоретичних положень і існуючих практик державного втручання в функціонування банківського сектору і фінансових ринків дає змогу стверджувати, що потреба в урядовому втручанні - регулюванні, так само як і вибір регуляторного інструменту, залежить як від рівня загрози виникнення системної кризи, так і від потреби в захисті індивідуальних інвесторів. Дослідження дозволило встановити, що на макрорівні саме загроза системного ризику має розглядатися як така, що підтверджує виключну значимість ролі держави. З цієї точки зору діяльність різних фінансових інститутів у рамках системного підходу може порівнюватися за трьома критеріями: (1) за тими ризиками, що можуть призвести до їх банкрутства; (2) за рівнем взаємопов'язаності посередників, що визначає наявність ефекту зараження; (3) їх значимістю для фінансової системи і реальної економіки в цілому.

3.9. Дослідження практики реалізації державного втручання у діяльність банків і фінансових ринків, показало, що в залежності від пріоритетності цілей і гостроти проблеми, уряди практикують широкий набір регуляторних втручань, які можна розділити за двома цільовими напрямками: (1) превентивні - контролюючи рівень ризику і зменшуючи рівень неплатоспроможності і нестачі ліквідності і (2) резолютивні - захист для клієнтів і фінансових посередників у випадку виникнення загрози неплатоспроможності.

3.10. В контексті реалізації фіскальної політики держави, регулювання банківського сектору і фінансових ринків необхідне для забезпечення потрібних обсягів інвестицій у розвиток і захист репутації ринку, де репутація фінансових ринків і впевненість в них виступає суспільним благом, а вимоги до достатності капіталу - що встановлюються органами державного регулювання і нагляду - слід розглядати як такі, що мають на меті забезпечити гарантії того, що усі без винятку фінансові посередники мають достатні рівні капіталу для захисту репутації ринку в цілому.

3.11. В напрямку підвищення рівня ефективності системи фінансового регулювання пропонується запровадити систему функціонального регулювання: на заміну регулюванню за приналежністю до інституціональної групи пропонується запровадження регулювання за функціональними ознаками, яке забезпечить



конкурентну безпристрасність регулювання по відношенню до усіх інститутів фінансового посередництва.

3.12. Дослідження природи організації регулювання банків і фінансових ринків дозволило встановити, що функціональне регулювання - як універсальний підхід - має стосуватися діяльності у сфері фінансового посередництва, забезпечуючи посередниками компроміс між ефективністю і стабільністю при виконанні фінансовими посередниками таких універсальних функцій, як (1) забезпечення системи створення і обігу інформації, (2) стимули і мотивація до зменшення інформаційної асиметрії, (3) мобілізація заощаджень, (4) розподіл ресурсів у часі і просторі, (5) управління ризиками, (6) функціонування системи клірингу і розрахунків.

3.13. Аналіз вітчизняної та зарубіжної практики прийняття регуляторних рішень, що пропонуються самим ринком, засвідчив потенційне зростання ролі саморегулювання і недержавних органів регулювання, які мають скласти підвалини як для банківського пруденційного регулювання, так, в подальшому, і для пруденційного нагляду. Можна стверджувати, що стратегічною перевагою саморегулювання є те, що воно є надзвичайно гнучким, а недоліком – перманентне існування загрози його «захоплення» самими учасниками регуляторного процесу. Головним інструментом прямого пруденційного контролю мають бути нормативи достатності акціонерного капіталу, що виступає в ролі захисного буфера від втрат; слухні стандарти достатності капіталу дають змогу компенсувати моральну загрозу, яка створюється у випадку коли існує державна система гарантій для вкладників та інших кредиторів банку, а контроль ризику має залишатися, в першу чергу, завданням окремих інститутів або їх саморегульованих організацій - що, власне, і лежить в основі пруденційного підходу. Таким чином, роль уряду у концепції реалізації моделі пруденційного регулювання банківської діяльності в Україні має обмежуватися наглядом за цією приватно регульованою системою.

3.14. Дослідження еволюції концепції регулювання банківської системи України дало змогу зробити висновок, що реформа національної регуляторної системи повинна мати більше стратегічній ніж тактичний характер. Вирішення цієї

задачі потребує нової парадигми, відмінної від тактичного реформування з його самообмеженнями у рамках процесу безконечного покращення існуючих регуляторних вимог - регуляторна політика повинна забезпечувати досягнення двох базових цілей: (1) зменшення ймовірності банкрутства банків, і (2) мінімізація втрат у випадку настання цих банкрутств.

3.15. Дієвою альтернативою тактичній зацикленості на ускладненні уже існуючих регуляторних заходів з сумнівною практичною дієвістю - ціллю яких є зменшення ймовірності банкрутства банку - має бути акцентування на розробці тих складових регуляторної системи, які зможуть забезпечити мінімізацію втрат від банкрутства банку у випадку його настання. За запропонованою логікою дослідження, саме уряд повинен взяти на себе забезпечення цього варіанту реалізації регуляторної стратегії, а мінімізацією ймовірності банкрутства мають перейматися самі банки у рамках концепції пруденційного регулювання: відповідальність за достатність капіталу і управління ризиками повертається тим, кому вони належать – менеджменту і власникам банку.

Основні положення, що містить цей розділ дисертації, відображено у публікаціях [341, 342, 343, 344, 345, 346].

## РОЗДІЛ 4

### ПОРТФЕЛЬНИЙ ПІДХІД ДО РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКУ

#### 4.1. Сучасна теорія портфелю і управління банківськими інвестиціями

Відома робота Г. Марковіца «Вибір портфеля: ефективна диверсифікація інвестицій» стосовно індивідуального інвестиційного вибору в умовах невизначеності поклала початок сучасній теорії портфеля. Г. Марковіц припустив, що інвестори при прийнятті рішень приймають до уваги не тільки значення очікуваної дохідності інвестицій, але також і рівень ризику, що з ними асоціюється [347]. Подальший розвиток фінансового ринку і, відповідно, теорії портфеля відбувався в умовах домінування концепції економіки вартостей, яка залишаючи ризик факторною ознакою, передбачає перенесення акценту з дохідності активу на його вартість.

*Ризик-менеджмент та управління інвестиційним портфелем.* Термін «вартість під ризиком» (VaR) з'явився в лексиконі економістів на початку 1990-х [348]. VaR так само як і інші інструменти моніторингу/ управління ризиком отримали розвиток в контексті пошуку відповіді на питання, що ставилося радами директорів і вищим керівництвом банків – зокрема тих банків, що активно займаються інвестиційною діяльністю на фондовому ринку. Постановка питання була відносно простою: «Скільки грошей ми можемо втратити за певний, наперед визначений проміжок часу?»

З початку 90-х років ХХ століття до використання методів моніторингу/ управління ризиком вдавалися брокери, дилери, промислові корпорації, і, найчастіше, інституціональні інвестори. Впровадження в практику і використання цих методів відбувається не без ускладнень. Наприклад, у той час коли банки та

інші фінансові інститути роблять акцент на вартості «портфеля», інші підприємства (зокрема промислові корпорації) звертають увагу на чисті грошові потоки, що генеруються економічним суб'єктом; таким чином, замість «вартості під ризиком» промислові корпорації можуть бути більше зацікавленими в «грошових потоках під ризиком (*CFaR*)».

Фондові менеджери та інвестори повсякчасно стикаються з труднощами у процесі практичного впровадження технік моніторингу/ управління ризиком. Наприклад, VaR та інші техніки були розроблені в контексті управління банківськими портфелями, що використовувалися для роботи з угодами по деривативам, очікувана зміна вартості портфелів яких є нульовою, у той час як очікувана зміна вартості інвестиційного портфелю є позитивною. Ще більш важливим є ускладнення сутність якого полягає в відмінностях між управлінням ризиком і управлінням портфелем (особливо у фазі формування портфелю).

На відміну від однозначності у питанні поставленому банківським менеджментом, питання поставлене фондовим менеджером включає в себе не тільки ризик але і дохід. Інвестори довіряють фондовим менеджерам з їх очікуваними дохідностями, а фондові менеджери, у свою чергу, повинні збалансувати очікувані дохідності з рівнем ризиків, які вони приймають на себе для того, щоб забезпечити обіцяну дохідність. Отже, існує ключова відмінність між двома процесами: ризик-менеджмент визначає як буде змінюватися вартість портфелю в результаті зміни ринкових факторів, у той час як створення портфелю вимагає оцінки точності прогнозів менеджера.

Коли у банках з'явилася функція управління ризиком, банки приклали чимало зусиль щоб відділити портфельних менеджерів від управління ризиком. Логіка такого відділення є простою. Для банків надзвичайно важливою є спроможність визначитися з власними фінансові ризиками окремо від того, як їх сприймають трейдери, які створюють ризик. У банку функція управління ризиками має такий саме рівень значимості як функції обліку і кредитного ризику, а таке відділення, на нашу думку, слід вважати критично важливим.

У випадку менеджерів з управління активами, сутність бізнесу яких полягає у виваженому прийнятті ризику в намаганні забезпечити отримання доходу вище стандартного значення, таке відділення може перетворити управління ризиком в вимірювання ризику. Менеджер з управління активами несе фідучіарну відповідальність, що суттєво відрізняється від відповідальності яку бере на себе банк виступаючи від свого імені інвестором на фондовому ринку. Для менеджера з управління активами вимірювання ризику має бути інструментом ідентифікації і контролю ризику. Вимірювання і оцінка ризику для портфельного менеджера має бути більше ніж методикою, воно має бути інтегральною частиною безперервного процесу управління портфелем.

На практиці ризик-менеджмент і управління портфелем досить часто розглядають як компліментарні види діяльності. Так відбувається тому, що при здійсненні цих процесів в обох випадках існує потреба в оцінках волатильностей і кореляцій. Але, як далі буде показано, ці два процеси вимагають оцінки волатильностей і кореляцій різних показників. Управління ризиками потребує даних стосовно волатильностей і кореляцій ринку і, таким чином, базується на відхиленнях від емпіричних середніх. Управління портфелем, у свою чергу, потребує даних стосовно волатильностей, які можна отримати в результаті оцінки помилок у передбаченнях надходжень а також у показниках кореляції між цими помилками.

Створення портфелю з використанням принципів портфельної теорії потребує трьох складових: 1) прогноз очікуваних доходів; 2) волатильність прогнозованих очікуваних доходів; 3) кореляції помилок у прогнозах очікуваних доходів.

Такі самі складові задіяні і у VaR-аналізі. Проте, хоча складові елементи і є тими ж самими, проте вони мають інші значення.

- Для менеджера, що формує інвестиційний портфель, волатильність виступає у ролі міри того, як добре він може спрогнозувати очікуваний дохід. У свою чергу, оцінка кореляції здійснюється не з метою оцінки взаємозв'язку між очікуваними ринковими дохідностями, а для встановлення взаємозв'язку між помилками допущеними при прогнозуванні очікуваних доходів.

- Для менеджера з управління ризиками, волатильність виступає у ролі показника мінливості цін цінних паперів. Так само, для нього показник кореляції показує значення кореляції між фактичними цінами цінних паперів і тим, як вони будуть змінюватися у часі.

Припустимо, інвестор має достовірну інформацію стосовно майбутньої ціни цінного паперу, що демонструє високий рівень ринкової волатильності. Маючи таку інформацію інвестор міг би вкласти усі свої кошти у цей цінний папір. Очевидно, що немає сенсу інвестувати деінде. А чи може це бути ефективним портфелем? Інтуїтивно, відповідь має бути: «Так». Проте, якщо у якості показника волатильності, що використовується для оптимізації портфеля, взято ринкову волатильність (наприклад, відхилення від історичного середнього), використання моделі оптимізації портфеля не призведе до вибору саме цього результату. Фактично, за припущення, що цей цінний папір може мати велику ринкову волатильність, він міг би скласти незначну частку портфеля (крім, звісно, випадку, коли очікуваний дохід по ньому є величезним). Отже, достовірна інформація просто втрачена даремно.

Розглянемо зворотну ситуацію – інвестор не має достатньо можливостей для здійснення прогнозування очікуваних доходів по цінним паперам з низькою ринковою волатильністю, як, наприклад, короткострокові державні цінні папери емісія та погашення яких відбувається на регулярній основі з однаковою періодичністю та довгострокові державні цінні папери. До тих пір поки волатильності двох видів облігацій будуть подібними і кореляція ринкових цін буде близькою до одиниці, стандартна програма оптимізації портфеля створюватиме портфель, що складатиметься з двох зважених за часом та однакових за сумою позицій, що різнитимуться лише за строками. Проте такий портфель навряд чи можна вважати оптимальним оскільки він не враховує помилку у прогнозі менеджера. Але, якщо б програма оптимізації портфеля мала дані стосовно того, що помилка прогнозування є дуже великою, а також значення кореляції цих помилок прогнозування, модифікована структура інвестиційного портфелю могла б бути більш раціональною.

Таким чином, ключовим, на нашу думку, є розуміння того, які показники волатильності і кореляції що значать і коли їх варто використовувати. Ця ключова відмінність у значеннях термінів, що звучать абсолютно однаково, призводить до помилкового судження стосовно того, що управління ризиком і формування портфеля є складовими одного і того самого процесу і мають здійснюватися з використанням одних і тих самих даних. Відмінність, на нашу думку, полягає в природі ризику портфеля і ризику на окремому ринку.

Г. Марковіц визначає варіацію і коваріацію по відношенню до очікуваних доходів як [349, с.4]:

$$\text{очікуваний дохід активу } i: \quad \mu_i = E(r_i); \quad (4.1)$$

$$\text{варіація активу } i: \quad V(r_i) = \sigma_{ii} = E(r_i - \mu_i)^2; \quad (4.2)$$

$$\text{коваріація активів } i \text{ та } j: \sigma_{ij} = E[(r_i - \mu_i)(r_j - \mu_j)]. \quad (4.3)$$

При використанні теорії портфелю зазвичай визначають варіацію і коваріацію як різниці між отриманими показниками і історичними середніми:

$$\text{варіація активу } i: \quad V(r_i) = \sigma_{ii} = E(r_i - \bar{r}_i)^2; \quad (4.4)$$

$$\text{коваріація активів } i \text{ та } j: \sigma_{ij} = E[(r_i - \bar{r}_i)(r_j - \bar{r}_j)]. \quad (4.5)$$

Формування портфелю ґрунтується на очікуваннях, у той час як управління ризиками - на осмисленні поточної ситуації (таб.4.1). Процес управління портфелем є за своєю природою інтерактивним - це постійне зіткнення очікувань з фактичним станом ринку, що спонукає до внесення поправок.

Управління портфелем об'єднує у собі формування портфелю, вимірювання і оцінку ризиків та управління ризиками в один неперервний і нероздільний вид діяльності. Проте, інформація потрібна для виконання кожного з перерахованих завдань у рамках реалізації інвестиційного процесу потребується різна; навіть припускаючи, що інформаційна оцінка для кожної складової процесу здійснюється окремо, ми повинні пам'ятати, що сам процес є нероздільним. Таким чином, вимірювання і оцінка ризику це не управління ризиком, а управління ризиком не є управлінням портфелем.

**Порівняння управління ризиком і управління інвестиційним портфелем**

Показник	<u>Управління ризиком</u>	<u>Управління портфелем</u>
Очікуваний дохід	$E(R) = 0$	$E(R) > 0$
Волатильність	Ринкова волатильність = відхилення від емпіричного середнього	Волатильність у помилках прогнозування $E(R) =$ відхилення від прогнозу
Кореляція	Ринкові кореляції	Кореляції помилок у прогнозуванні $E(R)$

*Джерело:* розроблено автором.

Таким чином, портфельний менеджер у своїй діяльності повинен відділяти задачі управління ризиками від задач управління портфелем і використовувати відповідні системи оцінки для розробки рекомендацій при реалізації обох функцій у процесі поточного управління портфелем банку. Успішне виконання такої задачі буде значним кроком уперед порівняно з існуючими методиками, сутність яких полягає в ототожненні систем оцінки необхідних для формування і управління портфелем з системами управління ризиками. Помилкове ототожнення цих двох процесів може призвести до систематичних помилок, а це, у свою чергу, - до недооцінки «хвостових» ризиків [350].

Крім того, приймаючи до уваги потребу у відокремленні управління ризиком від управління портфелем, немає нічого дивного в тому, що розроблені для управління ризиками інструменти часто розглядаються як такі, що не мають практичної цінності, а навіть якщо і мають, то рідко використовуються менеджерами з управління активами.

Таким чином, управління ризиками не є а ні заміною, а ні альтернативою управлінню портфелем. Управління ризиком має відношення до оцінки та контролю ризиків існуючого портфеля, у той час як сутність формування портфелю полягає у виборі такого набору ризикових позицій, який міг би забезпечити максимізацію доходу по відношенню до рівня ризику, що вважається прийнятним.



*Вимірювання очікуваної дохідності.* В нашому дослідженні ми будемо виходити зі спрощеного припущення (яке, загалом, жодним чином не змінює уявлення про банк і його інвестиційну діяльність), що банк володіє лише двома класами активів – цінними паперами і позиками – і прагне дослідити вплив портфелю цінних паперів  $j$  на загальний ризик банківських активів при прийнятті до уваги кредитного портфелю  $k$ .

Для оцінки очікуваних норм дохідності можна використати наступну формулу:

$$E(R_j) = \sum_{i=1}^n P_i R_{ji} , \quad (4.6)$$

де,  $P_i$  – імовірність настання певного стану економіки  $i$  за припущення загальної кількості таких станів  $n$ ,  $R_{ji}$  - норма дохідності портфелю цінних паперів за  $i$  – го стану економіки, і  $E(R_j)$  - очікувана норма дохідності портфелю цінних паперів.

Під «станом економіки» ми розуміємо усі можливі майбутні стани економіки, що можуть мати місце при реалізації усіх передбачуваних нами сценаріїв її розвитку. Зазвичай визначають як мінімум три сценарії розвитку подій: песимістичний, нормальний і оптимістичний. У табл. 4.2 нами наведено приклад такого розрахунку, проте кількість сценаріїв ми збільшили до п'яти.

*Оцінка мінливості.* Загальний ризик напряму інвестицій пов'язаний з мінливістю їх дохідності. У якості показника ризику портфелю цінних паперів, мінливості дохідності за різних станів економіки, може бути прийнято їх стандартне (середньоквадратичне) відхилення, або  $\sigma$ .

Стандартне відхилення розраховується шляхом розрахунку значення квадратного кореня варіації дохідності, або  $\sigma^2(R_j)$ , де

$$\sigma^2(R_j) = \sum_{i=1}^n P_i [R_{ji} - E(R_j)]^2 \quad (4.7)$$

та

$$\sigma(R_j) = \sigma^2(R_j)^{1/2} . \quad (4.8)$$

## Розрахунок очікуваної дохідності

Стан економіки	$P_i$ ймовірність	$R_{ji}$ норма дохідності	$P_i R_{ij}$	$R_{ji} - E(R_i)$	$[R_{ji} - E(R_i)]^2$	$P_i [R_{ji} - E(R_i)]^2$
1	2	3	4	5	6	7
1	0,1	0,05	0,005	-0,02	0,0004	0,00004
2	0,2	0,06	0,012	-0,01	0,0001	0,00001
3	0,4	0,07	0,028	0,00	0,0000	0,00000
4	0,2	0,08	0,016	0,01	0,0001	0,00001
5	0,1	0,09	0,009	0,02	0,0004	0,00004
Усього	1,0	$E(R_j) = 0,07$			$\sigma^2(R_j) = 0,0001$	
					$\sigma(R_j) = 0,01$	

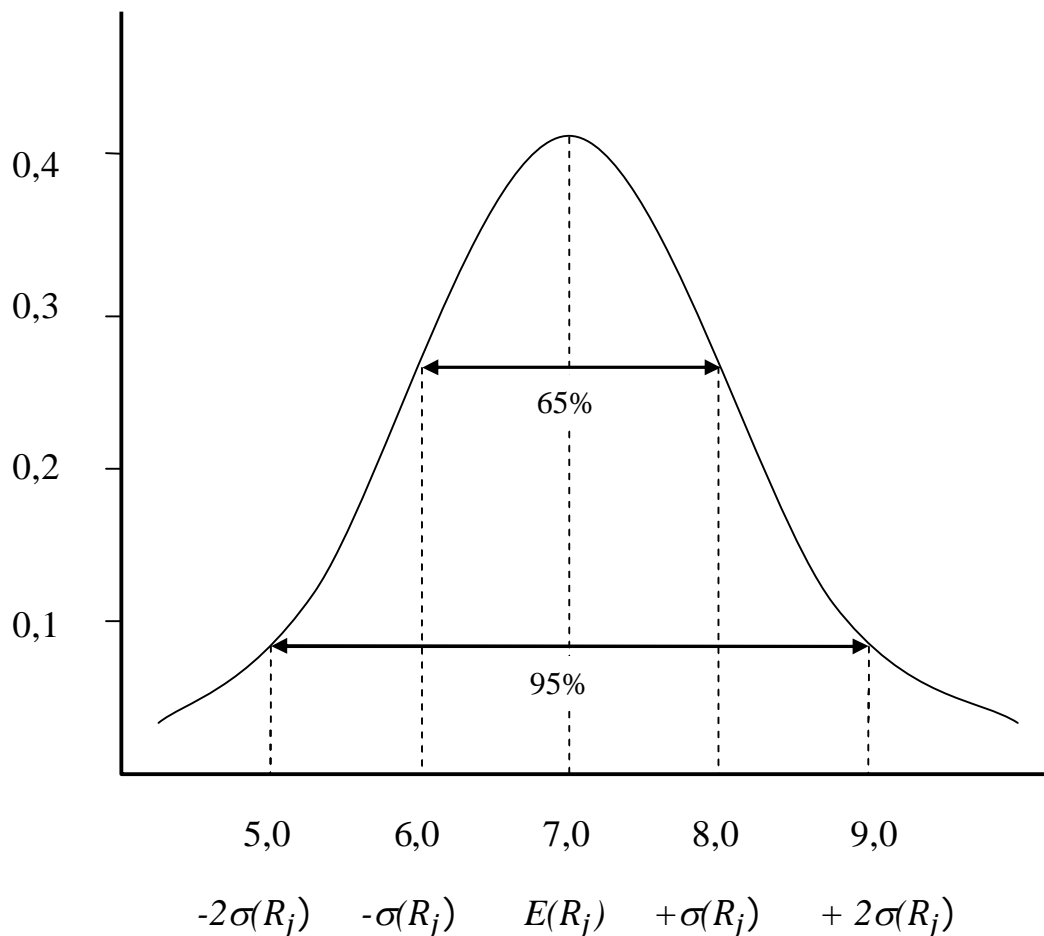
Джерело: розроблено автором.

Розрахунки здійснені за цими формулами показують, що стандартне відхилення дохідності становить 1,0 процент (таб. 4.2.).

За припущення, що дохідність має нормальний розподіл,  $E(R_j)$  та  $\sigma(R_j)$  можуть бути використані для визначення показників ризику і дохідності портфелю цінних паперів.

На рис. 4.1 нами графічно відображено на вертикальній осі - ймовірність значень дохідності і самих дохідностей – на горизонтальній осі. Також варто зазначити, що 65 процентів (95 процентів) нормального розподілу припадає на один (два) інтервали величини стандартного відхилення від середнього  $E(R_j)$ . За умови, що  $E(R_j) = 7\%$ , а  $\sigma(R_j) = 1\%$ , ми можемо зробити висновок, що існує 65 відсоткова ймовірність того, що значення дохідності портфелю цінних паперів буде знаходитися у проміжку між 6 процентами і 8 процентами та 95% ймовірність того, що значення дохідності буде в проміжку між 5 процентами та 9 процентами.

*Портфельний ефект.* Таким чином, маючи концепцію ризику і дохідності ми можемо дослідити природу впливу портфелю цінних паперів на показники



**Рис.4.1. Нормальний розподіл дохідності інвестиційних можливостей**

*Джерело:* розроблено автором.

очікуваної дохідності і ризику на усі банківські активи включно з кредитним портфелем.

Позначимо очікувану дохідність і стандартне відхилення кредитного портфелю банку як  $E(R_k)$  та  $\sigma(R_k)$ . Очікувана дохідність банку і дисперсія дохідностей після придбання цінних паперів можуть бути розраховані наступним чином:

$$E(R_{\text{банку}}) = \alpha E(R_j) + (1 - \alpha)E(R_k), \quad (4.9.)$$

де  $\alpha$  – питома вага коштів інвестованих у портфель цінних паперів з очікуваною дохідністю  $E(R_j)$ ,  $(1 - \alpha)$  – питома вага коштів інвестованих у кредитний портфель з очікуваною дохідністю  $E(R_k)$ , і

$$\sigma^2(R_{\text{банку}}) = \alpha^2 \sigma^2(R_j) + (1 + \alpha)^2 \sigma^2(R_k) + 2\alpha(1 - \alpha) \text{Cov}(R_j, R_k), \quad (4.10)$$

де  $\text{Cov}(R_j, R_k)$  - коваріація дохідностей портфелю цінних паперів  $j$  і кредитного портфелю  $k$  –

$$\text{Cov}(R_j, R_k) = \sum_{i=1}^n P_i [R_{ji} - E(R_j)] [R_{ki} - E(R_k)]. \quad (4.11)$$

В таб. 4.3 нами на прикладі показано як портфель цінних паперів може вплинути на очікувану дохідність і ризик усіх активів банку. Розрахунки показують, що для кредитного портфелю очікувана дохідність ( $E(R_k)$ ) становитиме 6 процентів, а стандартне відхилення ( $\sigma(R_k)$ ), як міра ризику – 2,2 проценти. Проте у випадку коли портфель цінних паперів розглядається в поєднанні з кредитним портфелем, очікувана дохідність банку по всім активам  $E(R_{\text{банку}})$  становитиме 6,1 проценти, а стандартне відхилення ( $\sigma(R_{\text{банку}})$ ) 1,86 проценти. Таким чином портфель цінних паперів не тільки підвищить значення очікуваної норми дохідності по відношенню до дохідності, що пропонується кредитним портфелем, але також і забезпечить зменшення рівню ризику банку за рахунок зменшення середнього квадратичного відхилення значення ставок дохідності порівняно з кредитним портфелем.

Варто звернути увагу на те, що ризик банку зменшується як за рахунок того, що середньоквадратичне відхилення портфелю цінних паперів було меншим ніж у кредитного портфелю, так і тому, що показник коваріації має негативне значення. Отже, можна зробити висновок, що вплив портфелю цінних паперів на рівень ризику усього портфелю активів банку не є просто середнім арифметичним значень ризиковості портфелю кредитів і портфелю цінних паперів (де питомі ваги пропорційні сумам інвестованих коштів), а повинен також враховувати зв'язок структури ставок дохідності портфелю цінних паперів з ставками дохідності кредитного портфелю за різних станів економіки (наприклад, показник коваріації впливає на загальний рівень ризику банку).

Для конкретизації поправки на коваріацію, ми можемо записати останній доданок у формулі дисперсії (4.10) наступним чином:

Таблиця 4.3

## Вплив портфелю цінних паперів на ризик і дохідність усіх активів банку включаючи кредитний портфель

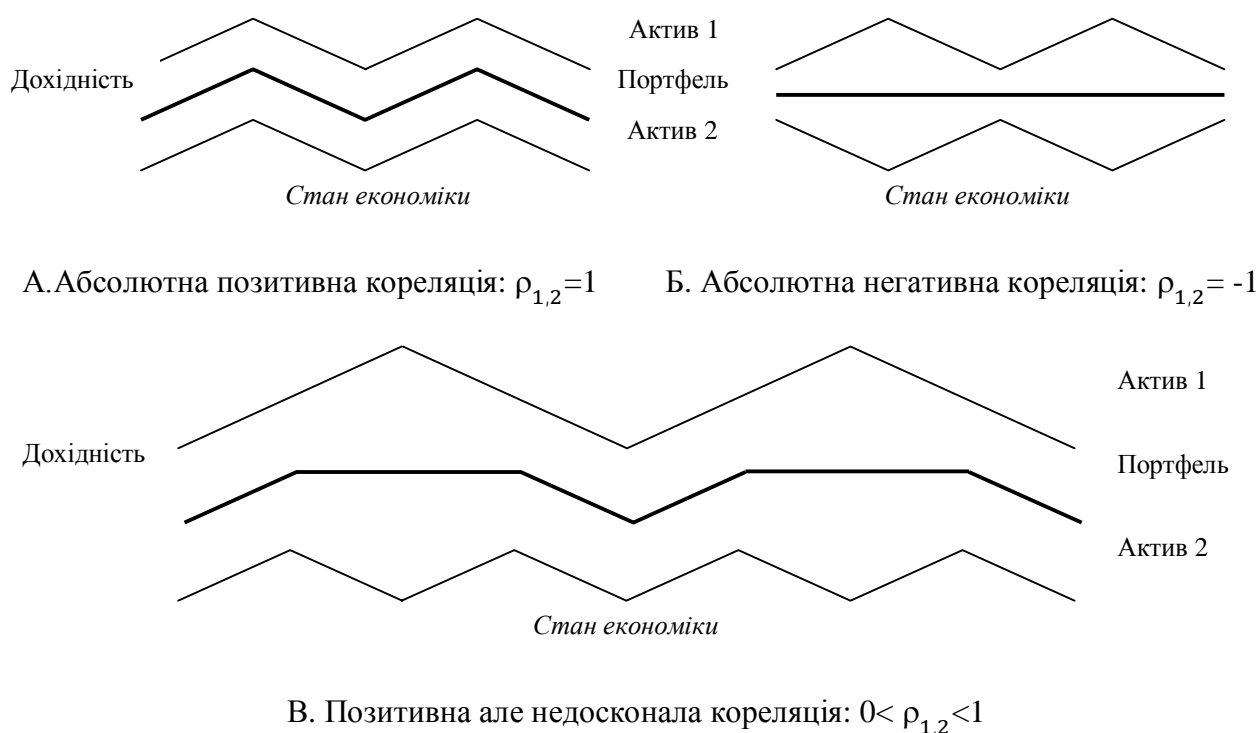
Стан економіки, $i$	Ймовірність, $P_i$	$\frac{\alpha = 10\%}{R_{ji}}$	$\frac{(1 - \alpha) = 90\%}{R_{ki}}$	$P_i [R_{ki} - E(R_k)]^2$	$\frac{(1)}{R_{ji} - E(R_j)}$	$\frac{(2)}{R_{ki} - E(R_k)}$	$\frac{(3)}{(1) \times (2)}$	$P_i \times (3)$
1	0,1	0,05	0,1	0,00016	-0,02	0,04	-0,0008	-0,00008
2	0,2	0,06	0,08	0,00008	-0,01	0,02	-0,0002	-0,00004
3	0,4	0,07	0,06	-	-	-	-	-
4	0,2	0,08	0,04	0,00008	0,01	-0,02	-0,0002	-0,00004
5	0,1	<u>0,09</u>	<u>0,02</u>	<u>0,00016</u>	0,02	-0,04	-0,0008	<u>-0,00008</u>
	$E(R_j) = 0,07$		$E(R_k) = 0,06$	$\sigma^2(R_k) = 0,00048$		$Cov(R_j, R_k) = -0,00024$		
				$\sigma(R_k) = 0,022$				
$E(R_{\text{банку}}) = \alpha E(R_j) + (1 - \alpha) E(R_k)$ $E(R_{\text{банку}}) = 0,01 \times 0,07 + 0,09 \times 0,06$ $E(R_{\text{банку}}) = 0,061$ $\sigma^2(R_{\text{банку}}) = \alpha^2 \sigma^2(R_j) + (1 - \alpha)^2 \sigma^2(R_k) + 2\alpha(1 - \alpha) Cov(R_j, R_k)$ $\sigma^2(R_{\text{банку}}) = 0,1^2 \times 0,0001 + 0,9^2 \times 0,00048 + 2 \times 0,1 \times (-0,00024)$ $\sigma^2(R_{\text{банку}}) = 0,0003466$ $\sigma(R_{\text{банку}}) = 0,0186$								

Джерело: розроблено автором

$$2\alpha(1 - \alpha)\text{Cov}(R_j, R_k) = 2\alpha(1 - \alpha)\rho_{jk}\sigma(R_j)\sigma(R_k), \quad (4.12)$$

де,  $\rho_{jk}$  – коефіцієнт кореляції портфелю цінних паперів з кредитним портфелем. Якщо  $\rho = 1$ , то це значить, що дві моделі дохідностей є абсолютно позитивно корельовані; якщо  $\rho < 1$ , дисперсія як показник міри ризику зменшується, а максимальне зменшення дисперсії буде у випадку коли  $\rho = -1$ , що означає абсолютно негативну кореляцію. Зменшення дисперсії, що обумовлене кореляцією значення якої менше за абсолютно позитивну кореляцію, власне, і забезпечує ефект диверсифікації.

На рис. 4.2. показано три різні моделі кореляції та їх вплив на ризик. Моделі



**Рис.4.2. Кореляція дохідностей активів і мінімізація ризиків банку**

*Джерело:* розроблено автором

дохідностей двох активів (або портфелів) однакової вартості, що розглядаються окремо за різних станів економіки показано тонкими лініями, а їх поєднання показано жирною лінією. Мінливість, або ризик, кожної моделі дохідності можна наглядно порівняти спостерігаючи за величиною її збільшення і зменшення за різних станів економіки. Фрагмент А на рис. 4.2. показує, що поєднання у портфелі абсолютно позитивно корельованих активів не призводить до мінімізації

ризиків. З іншого боку, фрагмент Б свідчить на користь того, що теоретично можна повністю позбавитися ризику - об'єднавши в портфелі банку активи, що мають абсолютно негативну кореляцію один з одним. Фрагмент В показує, що ризик може бути зменшено шляхом комбінування активів, що мають значення кореляції менше ніж у випадку абсолютної позитивної кореляції. У цьому випадку об'єднана модель має більш пласку форму ніж кожен з активів взятий окремо.

#### **4.2 Управління портфелем ліквідних активів банку**

*Природа портфелю ліквідності.* Інвестиційний портфель цінних паперів банку може забезпечити йому ліквідність трьома шляхами:

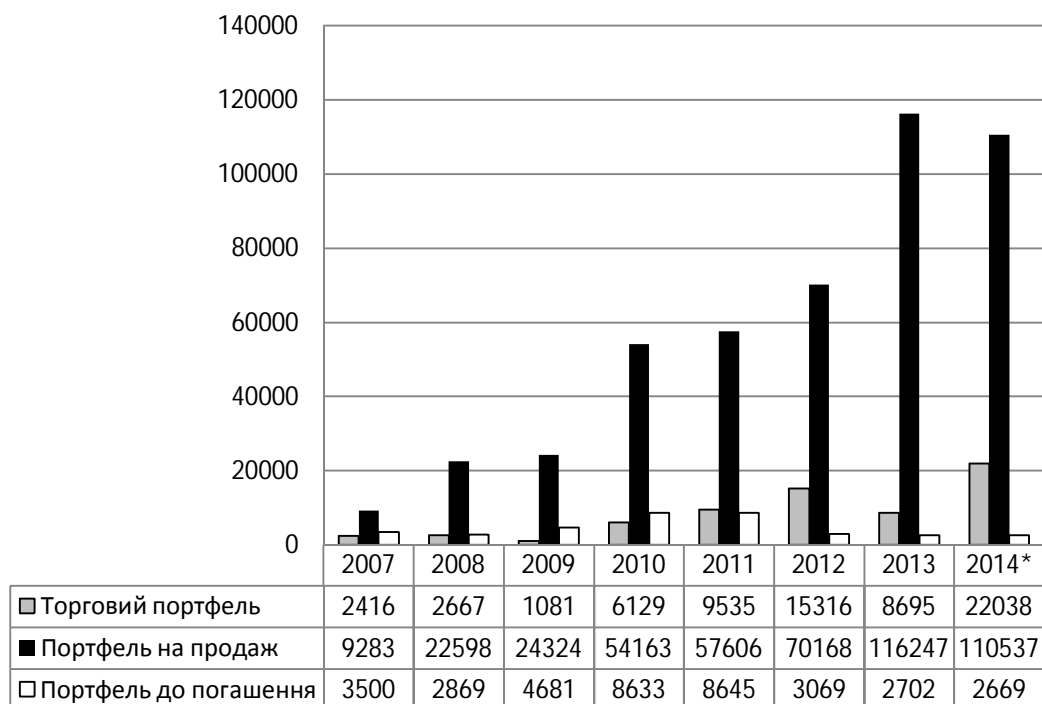
- 1) в момент настання строку погашення;
- 2) при продажу цінних паперів;
- 3) при використанні «вільних» цінних паперів в операціях РЕПО або при використанні в якості забезпечення при інших формах запозичення.

Для того, щоб інвестиційний цінний папір був придатним до продажу він не має бути обтяженим, тобто, він не повинен бути задіяний в операції РЕПО, заставленим або використаним у якості застави і, звісно, він має бути ліквідним. «Вільний» цінний папір є інструментом який може бути використаний у якості забезпечення. Знецінений цінний папір з низькою номінальною вартістю або використаний у якості застави не може розглядатися у якості «вільного».

З огляду на ці міркування сума вільних цінних паперів якими володіє банк не може бути визначена просто з балансу. На нашу думку, керівництво має періодично аналізувати інвестиційний портфель для визначення обсягу вільних цінних паперів. З обліковими цілями інвестиційні портфелі цінних паперів поділяються на категорії: торговий портфель, інвестиційний портфель і портфель

до погашення. Цей розподіл дає змогу зрозуміти яким чином банк може використати свої цінні папери для управління ліквідністю. Як видно з рис.4.3, саме портфель на продаж є домінуючим

в українських банках (з питомою вагою від 61,8% у 2007р. до 91,07% у 2013р.) і



**Рис. 4.3. Розподіл боргових цінних паперів банків України за портфелями\*\* (на кінець періоду, млн.грн.)**

*Джерело:* розроблено автором за даними Бюлетенів НБУ

\* дані за 2014р – станом на кінець листопада

\*\* без урахування цінних паперів випущених іншими депозитними корпораціями і нерезидентами

показав найбільше зростання за період спостереження з середньорічним темпом приросту 36,29%, а торговий портфель – приріст у 31,83%. При цьому питома вага торгового портфелю змінювалася хвилеподібно: зменшилася з 15,9% (2007р.) до 3,59% (2009р.), а потім знову зросла до 16,9 % (2014р.). Питома вага портфелю до погашення стабільно зменшувалася з 23,03% у 2007р. до 1,97% у 2014р. За даними наведеними у таб.Д.1 можна зробити висновок, що саме портфель на продаж банки намагалися використовувати для вирішення проблеми ліквідності в умовах невизначеності при згортанні ринку кредиту.

В міжнародній практиці окремі банки можуть мати торговий рахунок, проте цінні папери на торговому рахунку овернайт майже завжди використовуються в



угодах РЕПО і, таким чином, не можуть забезпечити банку додаткову ліквідність крім тої, що пов'язана з угодою.

Цінні папери, що знаходяться в інвестиційному портфелі до погашення враховуються за їх первинною (історичною) вартістю. Для того, щоб віднести цінні папери до цього портфелю банк повинен мати як намір так і здатність утримувати їх до погашення. Якщо ж банк не виключає можливості їх продажу до дати погашення з метою підтримки ліквідності, такі цінні папери, не варто відносити до інвестиційного портфелю. Якщо має місце факт продажу цінного паперу інвестиційного портфелю для підтримки ліквідності, то це, на нашу думку, може призвести до певних бізнесових і облікових наслідків, а саме:

- продаж може потенційно «заплямувати» цінні папери, що залишилися в інвестиційному портфелі. Коли таке сталося, тоді виникає питання стосовно того чи здатний він утримати інші інвестиційні цінні папери до погашення. Відповідно, всі вони тепер мають розглядатися як торгові цінні папери. Крім того, додаткові придбання цінних паперів до інвестиційного портфелю теж будуть розглядатися не як поповнення інвестиційного, а скоріше як поповнення торгового портфелю;
- з огляду на відкладену природу ринкової вартості цінних паперів інвестиційного портфелю, продаж таких паперів може призвести до значних разових втрат або надходжень.

Проте, інвестиційні цінні папери все ж таки можуть бути заставлені або використані в якості забезпечення в угодах РЕПО, і, таким чином, забезпечити банку ліквідність. На відміну від інвестиційних, торгові цінні папери регулярно переоцінюються за їх ринковою вартістю, а результати переоцінки обліковуються одразу у момент її здійснення, що дає змогу одразу врахувати ці зміни відповідно до загальноприйнятих принципів бухгалтерського обліку і фінансової звітності. При розрахунку регуляторного капіталу недоотриманий прибуток або втрати по торговим цінним паперам виключаються з чистої вартості банку і тому не включені в капітал першого рівня.

Для комерційних банків портфель ліквідних активів традиційно є одним з ключових інструментів управління ліквідністю, що забезпечує резервне джерело коштів для забезпечення витрат у випадку неочікувано великого зняття коштів або значних неочікуваних виплат. Зв'язок між торговим, на продаж, до погашення портфелями цінних паперів і показниками ліквідності банків нами досліджено на основі даних таб.Д.2. Як видно з зведеної таблиці кореляційних залежностей між обсягами портфелів і показниками ліквідності (таб.4.4.), найбільшу щільність зв'язку між показниками ліквідності банків і розподілом цінних паперів між портфелями показують саме торговий портфель і портфель на продаж.

Таблиця 4.4

**Кореляція між портфелями боргових цінних паперів банків України і ліквідністю банків у 2007-2014р.р.\*(на кінець періоду)\*\***

Індикатор \ Портфель	торговий	на продаж	до погашення
	$\frac{\text{ліквідні активи}}{\text{сукупні активи}}$	0,924	0,887
$\frac{\text{ліквідні активи}}{\text{короткострокові зобов'язання}}$	0,697	0,771	0,358

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2005-2014р.р.)

\* дані за 2014р враховано станом на кінець листопада

\*\* без врахування цінних паперів випущених іншими депозитними корпораціями і нерезидентами

Портфель ліквідних активів, проте, залишився у якості резервного джерела коштів для обслуговування зобов'язань у випадку коли банк не хоче або не зможе отримати доступ до альтернативних джерел фінансування. Як видно з таб.4.5,

Таблиця 4.5

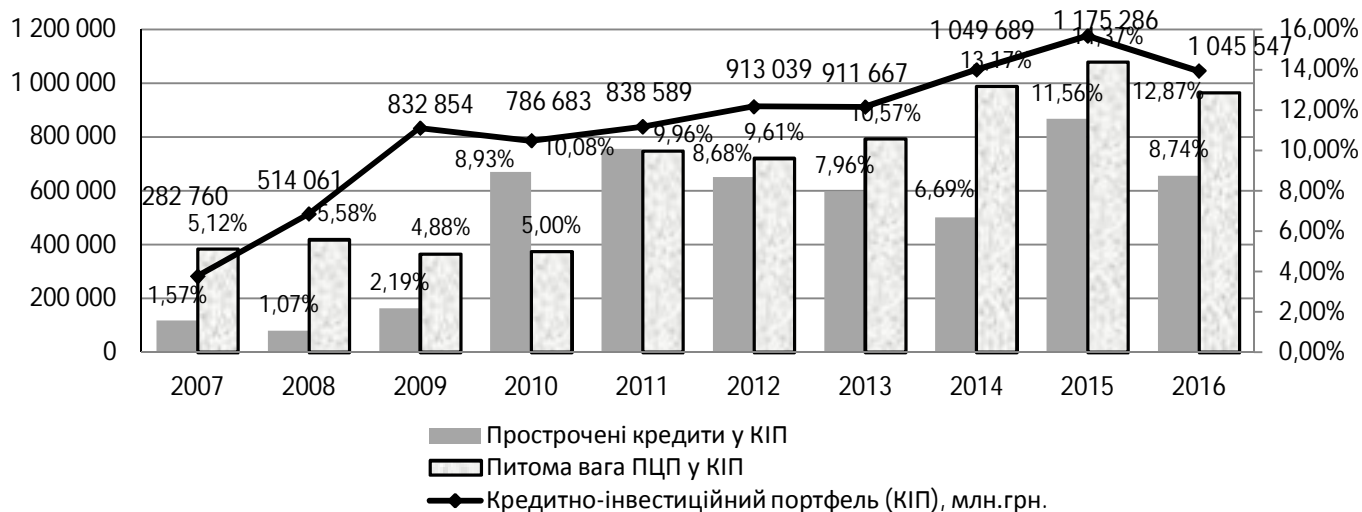
**Міжбанківські кредити в кредитному портфелі банків України у 2008-2015 р.р. (на кінець періоду, млн.грн.)**

Рік	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Кредити, усього	777815	760845	774242	847075	842838	931941	1058187	1106217
Міжбанківський кредит	29708	20580	26477	40343	23854	18771	12310	14540
Частка міжбанківського кредиту у загальній сумі кредитів, %	3,82	2,70	3,42	4,76	2,83	2,01	1,16	1,31

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2005-2014р.р.)

\*дані на період з 01.12.14 по 01.01.16 – прогноз

звуження або закриття міжбанківських ринків може мати місце у випадку системних ризиків, коли кредитори не будуть надавати кошти з огляду на неприйнятність ризиків або з огляду на специфічність ситуації в який опинилася фінансово-кредитна установа [351, 283].



**Рис. 4.4.. Питома вага простроченої заборгованості за кредитами і портфелю цінних паперів у кредитно-інвестиційному портфелі банків України у 2007-2016 роках.**

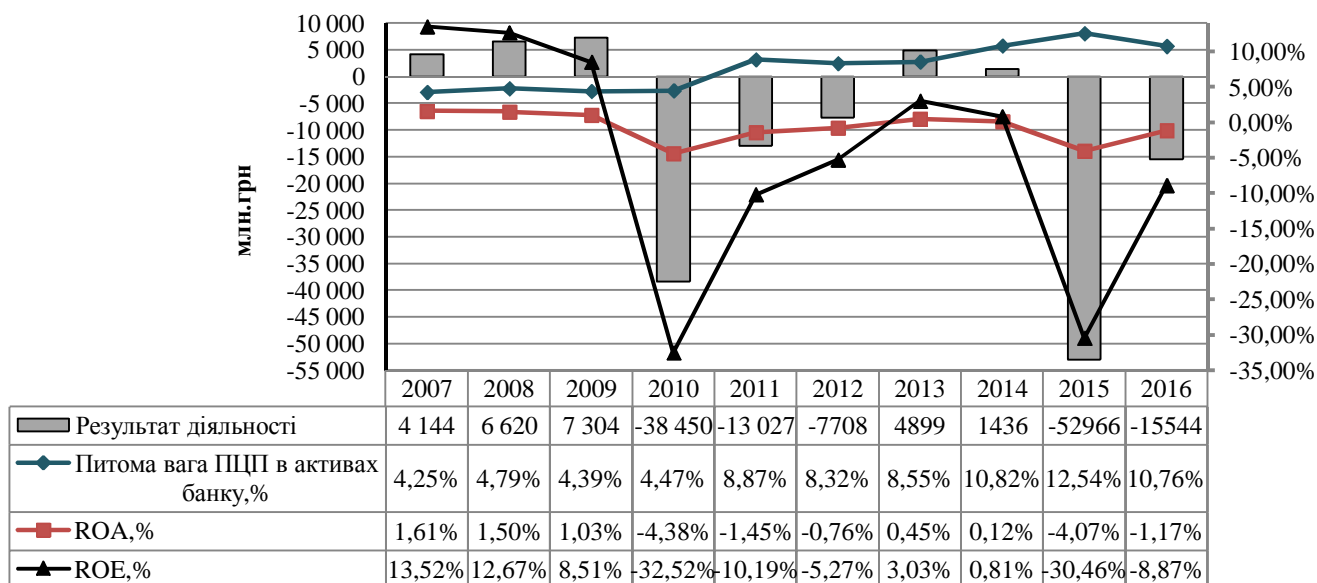
*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2005-2014р.р.)

\*дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 - прогноз

У роботі визначено, що домінування на національному ринку цінних паперів комерційних банків у поєднанні з відсутністю якісно-ліквідних цінних паперів, призвело до того, що банківському сектору немає у кого купити / кому продати ліквідність у режимі вільного ринку - ринок ліквідності в Україні обмежується самим банківським сектором, який не може забезпечити стратегічно необхідну економіці України глибину фінансового ринку. Аналіз практики діяльності комерційних банків в Україні у період кризи виявив, що вони були вимушені згортати програми кредитування з огляду на суттєве погіршення якості кредитного портфеля (рис. 4.4.).

На кінець 2015р. питома вага прострочених кредитів виросла до 11,56% від загального обсягу кредитно-інвестиційного портфеля у той час як у 2007р. цей показник становив лише 1,57%. Одночасно відбувалося і зростання питомої ваги портфеля цінних паперів. Для цієї пари показників коефіцієнт кореляції є позитивним становить 0,70596, що свідчить про високий ступінь зв'язку між ними

(за шкалою Чеддока). Намагання банків подолати проблему ліквідності за рахунок переміщення вільних коштів у портфель цінних паперів (ПЦП) не дало бажаних результатів (рис. 4.5). Дослідження зв'язку між питомою вагою портфеля цінних паперів в активах банків і результатом їх діяльності показало існування слабкої негативної кореляційної залежності в парах: «ПЦП – прибуток» -  $-0,41443$ , «ПЦП – ROA» -  $-0,39070$ ; і «ПЦП-ROE» -  $-0,40920$ .



**Рис. 4.5. Портфель цінних паперів і результати діяльності банків України в 2007-2016р.р.**

*Джерело:* розроблено автором на основі даних бюлетенів НБУ (2005-2014р.р.)

\*дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 - прогноз

Як уже зазначалося, ціллю інвестиційного менеджменту є максимізація вартості і дохідності портфеля з урахуванням обмежень по ліквідності і волатильності ринкової вартості. У більшості випадків портфель ліквідності структурований таким чином, щоб генерувати позитивний інвестиційний результат (це означає, що дохідність має бути вищою ніж вартість залучення ресурсів і позитивно впливати на чистий прибуток банку). Цього банки досягають прийняттям на себе кредитного ризику і ризику зміни процентної ставки. У випадку кредитного ризику, банк інвестує в цінні папери, що мають нижчий кредитний рейтинг і, таким чином, вищу дохідність ніж інструменти, що використовуються банком для фінансування.

У випадку з ризиком зміни процентних ставок менеджмент скористається вигодою від кривої дохідності, що має вигин до верху і інвестуватиме в активи з трошки довшою дюрацією ніж інструменти, що використовуються ним для фінансування. Це називається трансформацією строку до погашення. Обидва розглянуті підходи зазвичай забезпечують банку отримання прибутку, але дохід і капітал можуть потрапити під загрозу ризику у випадку погіршення якості кредитного портфелю, інверсії кривої дохідності або зростання дохідності на ринку. Ці ризики мають ретельно контролюватися для захисту доходу і капіталу банку від неприйняттого рівня втрат.

Для комерційних банків обсяг ліквідного портфеля цінних паперів по відношенню до загальної величини активів матиме тенденцію до зростання в період повільного економічного росту, коли потреба в комерційних і виробничих позиках є низькою а кредитоспроможність клієнтів погіршується. З іншого боку прискорення темпів економічного зростання типово призводить до зменшення ліквідного портфеля, оскільки кошти знову переміщуються в напрямку позик з високими очікуваними доходами. Для портфелів з виваженим рівнем ліквідності інвестиційна політика повинна встановлювати мінімальний розмір короткострокових зобов'язань відповідно до загального обсягу зобов'язань - для забезпечення здатності портфелю виконати роль постачальника ліквідності у випадку виникнення потреби.

Таким чином, вирішення проблем розвитку глибокого і ліквідного ринку цінних паперів, на якому велика кількість угод по конкретним цінним паперам не впливає на їх ціну, є необхідною умовою, за якої банки можуть здійснювати запозичення у випадку нестачі фінансування, а повсякденна діяльність з підтримки ліквідності має стати одним з ключових завдань в управлінні зобов'язаннями.

*Інвестиційна політика та розміщення активів банку.* Інвестиційна політика встановлює обґрунтування для утримання ліквідного портфелю і визначає можливі задані його рівні, зазвичай у формі покриття короткострокових зобов'язань. З регуляторної точки зору, заданий рівень міг би бути описаний як

коефіцієнт миттєвої ліквідності активів. Інвестиційна політика також встановлює загальні параметри кредитного і ринкового ризику.

Найбільш нейтральна позиція за ринковим ризиком - з точки зору балансу - узгоджує профіль ризику портфелю ліквідності з профілем ризику зобов'язань з урахуванням валюти, дюрації і кредиту. Нейтральну позицію можна назвати еталонним підходом. Будь яке відхилення від такого еталону буде піддавати прибуток і капітал банку ризику. На рівні політики важливо визначитися з лінією базисної позиції стосовно портфелю ліквідності (еталоном) і толерантністю до ризику, як наслідку активного менеджменту. Одним з дієвих шляхів вираження цієї толерантності може бути «бюджет ризиків», згідно якого правління має визначитися з прийнятним рівнем втрат прибутку або капіталу. Цей бюджет ризиків потім може бути включений в структуру управління ризиками, де ризики незалежно оцінюються і лімітуються з метою гарантувати, що межа толерантності правління банку до ризику не перевищується.

Метою процесу стратегічного розміщення активів (CPA) є максимізація очікуваного доходу з урахуванням обмежень управління активами і пасивами (УАП), що має відношення до ліквідності, доходу і волатильності капіталу. Цей процес є надзвичайно важливим для банків з великим портфелем управління активами, але в середовищі комерційних банків його значимість може, на нашу думку, бути значно меншою.

Метою CPA є, таким чином, визначення на рівні програми, такого складу класів активів, які утворять еталонний портфель, який з огляду на попередньо наведені обмеження, максимізуватиме вартість портфеля (або ж мінімізуватиме втрати). CPA використовує кількісні підходи до оптимізації показників ризику і доходності активів шляхом перспективної оцінки додаткових непередбачуваних витрат, які можуть вплинути на майбутню структуру зобов'язань. Воно має точно встановлювати нейтральну валютну структуру, дюрацію портфеля і перелік інструментів, що можуть бути використані. Достатність резервів і вимоги стосовно мінімальної доходності мають, на нашу думку, бути основними

визначальними факторами бажаного профілю «ризик-дохідність» для резервів; цей профіль потім має бути реалізований в еталонному портфелі.

Підходи СРА мають використовуватися менеджерами по управлінню активами для здійснення періодичного перегляду оптимальної політики стосовно структури і класів активів. Цей процес пропонується здійснювати в два етапи: на першому етапі пропонуються прийнятні показники дюрації, ліквідності і обмеження по класам активів, які дозволяють досягти бажаних показників чистих активів і ліквідності; на другому етапі вибирається еталон для відтворення, який максимізуватиме очікуваний дохід за встановлених обмежень. Вирішальний внесок вищого керівництва банку в здійснення СРА має знайти своє відображення в інвестиційному меморандумі ради директорів, елементами якого, на нашу думку, мають бути:

#### 1. Цілі інвестиційної політики (прибуток і толерантність до ризику)

- Мінімальна дохідність, що вимагається
- Кредитний ризик (толерантність до явного дефолту)
- Ринковий ризик (толерантність до волатильності доходів в рамках інвестиційного горизонту)
- Підприємницькі ризики (прийняття до уваги будь-яких взаємозв'язків між класами активів і основним видом діяльності банку)

#### 2. Обмеження інвестиційної політики

- Вимоги до ліквідності
- Інвестиційний горизонт часу за нормальних і за несприятливих обставин
- Законодавчі, регулятивні і податкові вимоги

Особливі потреби, такі як валютна структура, що базується на валютній структурі існуючих або ймовірних зобов'язань.

Важливість процесу СРА з точки зору надходжень прибутків, що генеруються за кожним напрямком управління інвестиційним портфелем,

підкреслюється тим фактом, що СРА, зазвичай, покриває більше ніж 90 процентів надходжень від довгострокової діяльності. Тактична торгівля є, таким чином, набагато менш значимим фактором за рівнем впливу на ризик і дохідність портфеля.

У випадку центрального банку, портфелі резервів іноземних валют утримуються для забезпечення потреб країни у випадку коли та не має можливості отримати валюту з інших джерел. У більш широкому сенсі оптимальний довгостроковий профіль ризику для цих резервів встановлюється більшою мірою з огляду на логічне обґрунтування щодо утримання таких резервів, а ніж структурою балансу центрального банку [352]. Це твердження є, зокрема, доречним стосовно країн з перехідною економікою, наприклад України, та інших країн, які не можуть мати постійного і гарантованого доступу до ринку запозичень капіталу, який міг би прислужитися їм для фінансування зовнішніх дисбалансів. Інвестиційна політика центрального банку, таким чином, має використовувати СРА, що базується одночасно на потребі в утриманні резервів і на сумі резервів, величина яких вважається адекватною по відношенню для усіх існуючих і можливих у майбутньому вимог.

*Еталонний портфель.* Еталонний портфель має репрезентувати оптимальний профіль ризику для портфеля ліквідності (інвестиційного портфеля) з огляду на існуючі фонди і особливості зобов'язань, що лежать в їх основі. Хорошим еталоном є відтворювана транспарентна портфельна стратегія, що задовольняє обмеження по ризику. Еталон має надавати критерії для оцінки як ризику, так і результативності діяльності.

З інвестиційної точки зору еталонний портфель може бути визначений як відтворюваний умовний портфель затверджений вищим керівництвом банку, що відображає інвестиційні цілі фінансового інституту. Еталонний портфель представляє, на нашу думку, найкращу здійсненну пасивну стратегію, що пояснює цілі забезпечення ліквідності, толерантність інституту до ризику та інші обмеження (такі як, наприклад, створення резервів капіталу). Встановлення інвестиційного еталону може розглядатися як операціоналізація процесу СРА.



Еталони мають важливе значення у процесі оцінки досягнутих показників при порівнянні з довгостроковою стратегією; вони також можуть бути використані у якості альтернативи у випадку коли портфельний менеджер має нейтральний погляд на ринок або коли необхідно зупинити збитки. По суті, довгострокова ціль функції еталону – нейтральна стратегія – полягає в тому, щоб надати відтворюваний портфель з постійним по відношенню до ринку профілем ризику. Він використовується для оцінки як доданої взамін вартості, так і зростання ризиковості внаслідок активного управління.

Еталони можуть встановлюватися як для зобов'язань так і для активів [353]. Еталон по зобов'язанням може порівнювати ціну фінансування інституту з показниками по випускам облігацій подібних інститутів з таким самим кредитним рейтингом в тій самій галузі. Проте встановлення еталону фінансування є складним процесом оскільки на ринку не існує стандартних фінансових угод. Кредитний рейтинг емітента є, на нашу думку, лише одним з факторів, що впливають на ціну; строк до погашення емісії, специфіка строкості (дострокового) погашення зобов'язань або інші особливості також можуть справити значний ефект на вартість залучення ресурсів.

Розробка еталону має фокусуватися на питаннях, які значно меншою мірою розглядаються у процесі СРА. На нашу думку, саме еталони мають визначати бажані комбінації валют, розподіл окремих видів активів і індексів і бажану дюрацію. На рис. 4.6 показано взаємопов'язані аспекти взаємодії процесу розробки еталону – контекст оцінки ефективності результатів управління портфелем - поряд з рішеннями, що приймаються у фазі стратегічного розміщення активів.

Порівняння існуючого портфеля з еталоном є важливим інструментом управління, що надає критерії для оцінки ефективності і фактичних ризиків активного управління. Для того щоб еталон можна було використовувати на практиці він має представляти собою простий і однозначний, зручний для використання, прийнятний для інвестування і відтворюваний портфель, який можна легко реалізувати не впливаючи на зміну ринкових цін. Правила стосовно

еталону мають бути прозорими. Його характеристики, складові частини і правила ребалансування мають бути наперед узгодженими, легко зрозумілими і доступними для цілей управління ризиком портфеля.

<b>СТРАТЕГІЧНЕ РОЗМІЩЕННЯ АКТИВІВ</b>	<b>Інвестиційний еталон</b>	<b>УПРАВЛІННЯ ПОРТФЕЛЕМ</b>
<b>Відповідальні особи</b>		<b>Відповідальні особи</b>
Менеджмент або рада директорів		Менеджери портфельів
<b>Інвестиційний горизонт</b>		<b>Інвестиційний горизонт</b>
Середній та довгостроковий (> 1 року)		Щоденно і до трьох місяців
<b>Параметри прийняття рішення</b>		<b>Параметри прийняття рішення</b>
Співвідношення «ризик-дохідність» для активів різних класів і секторів економіки.		Результати діяльності – очікувана надлишкова дохідність порівняно з еталонним значенням
Стрес-тестування для найгірших сценаріїв		Ризик або можливе відхилення в надходженнях порівняно з еталоном
<b>Позиції /Володіння</b>		<b>Позиції /Володіння</b>
Довга – фактична за СРА		Відхилення від еталону (цінний папір/сектор/ дюрація/ вибір валюти)
<b>Додана вартість</b>	<b>Додана вартість</b>	
В рамках політики	Активне управління - надлишкова дохідність	

**Рис. 4.6. Зв'язок між стратегічним розміщенням активів і управлінням портфелем**

*Джерело:* розроблено автором

Зазвичай еталон розробляється з використанням доступних ринкових індексів, як наприклад, міжнародні - Dow Jones, S&P 500, Nasdaq, DAX, FTSE 100, або національні - ПФТС, UX, UAI 50. Ці індекси можуть представляти множину цінних паперів з певними характеристиками, або ж індекси можуть базуватися на таких штучних міжнародних індикаторах ринку як LIBOR або на курсах «своп». Такі індекси мають бути згруповані таким чином щоб створити такий еталонний портфель, що відповідатиме обмеженням по валютам, дюрації, ліквідності і кредитам, що встановлюються інвестиційною політикою.

Хороший еталон, на нашу думку, має бути, по можливості, універсальним і включати усі варіанти перебігу подій за нормальних ринкових умов. Він повинен забезпечувати якісну реалістичну базову стратегію: змін має бути небагато і вони мають бути зрозумілими, а еталон не повинен заважати тим учасникам, що не інвестують в специфічні сегменти або країни, що рекомендовані еталоном; транзакційні витрати і податки мають бути передбачуваними і прозорими. Якщо згадані критерії виконуються, результати управління можуть бути оцінені відносно цільових індексів.

*Інструменти управління ліквідністю.* Фінансові інструменти вважаються придатними для реалізації інвестиційної політики коли вони відповідають певним критеріям, що базуються на міркуваннях стосовно утримання цих активів. Для портфеля ліквідності головним критерієм, нашу думку, має бути ліквідність інструменту, що означає, здатність реалізувати ці активи за бажаний проміжок часу без негативного впливу на ціну інструмента. Як уже зазначалося, передумовою ліквідності є існування добре розвинених ринків з численними маркетмейкерами, які завжди готові купувати (запропонувати ціну на) ці активи. Ліквідність отримується як через ринок наявного товару так і через ф'ючерсний ринок, оскільки дилери, у більшості випадків, хочуть працювати на безперервно діючих ринках з інструментами з якими, в свою чергу, вони можуть компенсувати свої ризики використовуючи ф'ючерси.

В процесі оцінки потрібного рівня ліквідності менеджери мають потребу в оцінці інвестиційного горизонту упродовж якого може виникнути потреба в коштах. Інструменти придатні для підтримки робочого капіталу або щоденної ліквідності суттєво відрізняються від тих, що можуть бути використані для виконання зобов'язань упродовж декількох місяців і більше. Для пруденційного портфеля ліквідності також важливо враховувати ліквідність інструментів під час системної кризи. Як зазначалося, системна криза може екзогенно вплинути на здатність банку отримати доступ до фінансування. Під час такої кризи банк може

бути вимушений продавати активи на ринках, що знаходяться в стані стресу і характеризуються значно нижчим рівнем ліквідності.

*Кредитний та ринковий ризик.* В контексті портфелю ліквідності кредитний ризик має відношення до ризику дефолту. Проте, він також має відношення і до ліквідності, оскільки ринки низькорейтингових кредитів, загалом, є вужчими ніж ринки кредитів з високим рейтингом, а ліквідність активів з низьким кредитним рейтингом значно погіршується під час системної кризи. З огляду на ці причини, інвестиційна політика має, на нашу думку, передбачати обмеження по кредитному ризику для інвестиційних інструментів як на рівні окремих емітентів, так і на рівні портфеля.

З огляду на кредитний ризик окремого емітента, більшість банків у своїй практиці діяльності покладаються на численні кредитні рейтингові агентства при встановленні мінімальних рейтингів стосовно доступних для інвестування активів. Коли різні агентства дають різні значення рейтингів політика повинна визначати які з рейтингів слід вважати превалюючими [354, с. 26]. Припустимий рівень вкладень в фінансові інструменти по відношенню до певного інституту також обмежується шляхом встановлення максимальної питомої ваги фінансових інструментів одного емітента якими володіє банк [204].

На рівні портфеля кредитний ризик контролюється через загальні ліміти, що мають встановлюватися у формі відсотків від портфелю банку. Фундаментальним інструментом управління ризиком є диверсифікація. Зазвичай, портфель ліквідних цінних паперів буде обмежувати суму вкладень в окремо взятий інститут за показником максимального проценту від загальної величини портфеля. Крім того, інвестиційна політика повинна мати на меті мінімізацію вразливості портфеля зі сторони системних ризиків. Системний ризик визначається як ризик, що впливає на клас інститутів, що займаються однаковими видами діяльності, мають одну й ту ж саму країну походження або типи активів. Інвестиційна політика має, таким чином, встановлювати процентні обмеження на долі портфеля, що матимуть відношення до якоїсь певної країни, галузі або сектору економіки. У табл. 4.6 нами пропонується класифікація типів кредитних ризиків і інструментів управління ними.

Таблиця 4.6

## Класифікація типів кредитних ризиків і інструментів управління ними

Кредитний ризик	Інструмент ризику	Обмеження еталону
Специфічний – ризик кредитора	Кредитний рейтинг	Мінімальні вимоги до рейтингу
	Розмір участі	Максимальна питома вага у відсотках до капіталу банківського інституту
	Диверсифікація	Максимальна питома вага окремого інституту у процентах від суми всіх активів
Системний ризик		Максимальна питома вага галузі або сектору в окремій країні у процентах від суми всіх активів
Ризик країни	Кредитний рейтинг	Максимальна питома вага вкладень в окрему країну у процентах від суми усіх активів
		Мінімальні кредитні рейтинги
Ризик сектору	Посекторне групування	Максимальна питома вага вкладень по секторам у процентах від суми всіх активів

Джерело: розроблено автором.

Ринковий ризик відображається мінливістю прибутку або ринкової вартості, яка є наслідком коливань в основі яких лежать такі ринкові фактори як валюта, процентні ставки або кредитні спреди. Для комерційних банків ринковий ризик портфеля ліквідності є наслідком неспівпадіння профілів ризиків активів і їх фінансування. Будь-які відхилення від еталонного портфеля будуть, таким чином, призводити до зростання ризику і мають бути обмежені.

*Активне управління інвестиційним портфелем* представляє собою інвестиційний процес за допомогою якого портфель банку переформатовується по відношенню до еталонного портфелю з метою збереження заданого рівня ризику і для отримання більшої дохідності. Інвестиційний процес у цьому випадку має бути процедурно визначеним, відтворюваним з чітко поставленими і зрозумілими цілями.

Якщо зміст інвестиційного процесу є однаковим для усіх банків, то форми його реалізації, як свідчить практика, можуть суттєво відрізнитися. Кожний банк може мати власні стилі сприйняття ризику відповідно до власної інвестиційної політики, бізнес-філософії і впливу на ринок. У одних банків інвестиційні процеси є відверто централізованими і базуються на рішеннях, що приймаються командою, у той час як інші віддають перевагу децентралізації – прийняття ризиків делегується окремим особам або підрозділам з подальшим бюджетуванням ризиків і їх незалежним управлінням. Існує, також, і гібридний варіант, при якому приймаються командні рішення стосовно секторів або напрямків діяльності банку з подальшим делегуванням окремим керівникам прав на здійснення цих рішень через підбір цінних паперів і тактичні рішення по управлінню ними.

Рішення по управлінню портфелем можуть базуватися на фундаментальному аналізі макро- та мікроекономічних чинників вартості, на технічному аналізі ринку або на дослідженні арбітражних можливостей між різними ринками з використанням кількісних моделей ціноутворення. Окремі інститути, зокрема хедж-фонди, можуть фокусуватися лише на одній з зазначених технік, але більшість банків використовують комбінацію з фундаментального та технічного аналізу і моделювання для розвитку власних стратегій.

У процесі оцінки адекватності системи управління ризиками, на нашу думку, варто розуміти природу як процесу, так і стиль здійснення інвестиційної діяльності, оскільки відношення банку до процесу прийняття ризику визначає рівень складності, який потрібен системі управління ризиком. Наприклад, управління портфелем, що фінансується значною мірою за рахунок позичкових коштів, вимагатиме використання складної системи управління і моніторингу

ризиків, оскільки будь-які збитки зростуть за рахунок впливу фактору левериджу; таке може статися навіть у випадку коли мова іде про так звані низькоризикові арбітражні угоди. З іншого боку банки можуть дотримуються більш консервативних позицій - як у випадку з еталонним портфелем. Такий метод управління, вочевидь, не потребує надскладної системи підтримки рішень. На рис. Д.1. нами показано взаємозв'язок між пасивним менеджментом (управління еталонним портфелем), активною торгівлею і торгівлею на випередження.

Таким чином, активна торгівля представляє собою стратегію отримання прибутку від інвестування, що передбачає постійне придбання і продаж частини активів портфелю за постійного моніторингу інвестицій в портфелі з огляду на зміну їх вартості. В свою чергу, торгівля на випередження є торговою стратегією в основі якої лежить уявлення інвестора стосовно напрямку руху ринку. Саме очікування стосовно зміни напрямку руху ринку будуть впливати на рішення інвестора стосовно купівлі або продажу окремих груп активів. У цьому випадку напрямок руху ринку є лише однією з змінних величин, що мають прийматися до уваги при прийнятті інвестиційних рішень.

#### **4.3. Роль достатності капіталу у формуванні регуляторної складової ризик-менеджменту комерційного банку**

*Нормативне відображення ризику і невизначеності в банку.* Отже, як ми вже визначились, ліквідність банку означає його здатність виконати вчасно і в повному обсязі вимоги по зобов'язанням банку як перед кредиторами, так і перед позичальниками. Розглянуті нами підходи до оцінки ризиків ліквідності дають змогу зробити висновок, що при правильному плануванні у банку є можливість здійснити балансування притоків і відтоків коштів, що забезпечить йому ліквідність. Це балансування знайшло своє відображення у нормативах ліквідності, що запроваджені НБУ[204].

Де-факто, ці нормативи створюють систему плинного, безперервного, інтервального у часі контролю ліквідності усіх зобов'язань банку на обох сторонах балансу. У контексті ризик-менеджменту наведені нормативи відображають уявлення регулятора про ризик ліквідності як про суб'єктивну ймовірність настання несприятливої події. На користь суб'єктивності свідчить встановлення конкретного значення нижньої межі значення показника. Проте, на нашу думку, цей підхід не є досконалим. Фахівці звикли для практичного вжитку користуватися показником ризику як суб'єктивною ймовірністю. В реальному ж світі не існує ризику – існує невизначеність. Ці поняття схожі але не тотожні. Якщо ризик (суб'єктивна ймовірність) - а, скоріше, не ризик, а наше уявлення про ризик - як об'єкт управління, є обмежений за формою проявів, то невизначеність – необмежена у формах прояву. Якщо, оцінюючи рівень ризику, ми приймаємо до уваги наслідки впливу лише відомих нам факторів, то невизначеність, теоретично (якщо б її можна було визначити) – усіх факторів.

Звісно, така модель сприйняття світу, загалом, є найкращою: врахувати все. Однак, жоден аналітик не здатний врахувати усі фактори і, тим більше, визначитися з їх індивідуальними впливами на об'єкт управління. Таким чином, оцінка ліквідності представляє собою довгострокове ризик-прогнозування здатності комерційного банку відповісти по усім *очікуваним* зобов'язанням на обох сторонах балансу. Проте, у банку мають бути ресурси на відшкодування неочікуваних витрат - втрат, що матимуть місце у випадку настання подій, які не входять до переліку очікуваних або ж у випадку, коли відбулася подія, що хоча і входила до очікуваного переліку, але величина наслідку від її настання була передбачена невірно. У цьому випадку прийнято використовувати норматив адекватності нормативного капіталу – норматив платоспроможності – Н2. У таблиці 4.7 нами наведена інформація стосовно динаміки зміни абсолютної величини та адекватності регулятивного капіталу банківської системи України з якої видно, що фінансова стійкість банків починаючи з 2014 року має тенденцію до погіршення.



Крім того, для підтримки платоспроможності у банку мають бути створені резерви під неочікувані втрати по окремим групам активів з урахуванням нормативних коефіцієнтів ризику і по окремим активам – коли мова іде про відшкодування втрат по окремим цінним паперам.

Таблиця 4.7

**Регулятивний капітал банків України у 2008-2015 р.р.  
(на кінець періоду, млн.грн.)**

Рік	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014*	2015*
Регулятивний капітал, млн.грн.	123066	135802	160897	178454	178909	204976	188949	196963
Регулятивний капітал/ зважені за ризиком активи, % (H2)	14,01	18,08	20,83	18,90	18,06	18,26	15,60	17,31
Регулятивний капітал 1 рівня/ зважені за ризиком активи, %	11,15	14,23	15,11	13,99	13,77	13,89	11,21	12,96

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2005-2014р.р.).

\*дані на 2014-2015р.р. – прогноз.

Порядок формування спеціальних резервів під знецінення цінних паперів у портфелі комерційного банку описано в «Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України» [355] та «Положенні про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами» [356].

Порівняння категорій ліквідність і платоспроможність дає нам змогу визначитися, що: по-перше, як ліквідність так і платоспроможність мають відношення до ризикового характеру діяльності банків; по-друге, якщо ліквідність має відношення, загалом, до управління *керованими* ендогенними та екзогенними, по відношенню до банку, ризиками, то платоспроможність – має врахувати, на фоні ліквідності, ще і наслідки впливу *некерованих* екзогенних та ендогенних чинників. Такі міркування дають нам змогу зробити висновок, що банк може бути ліквідним по відношенню до своїх очікуваних зобов'язань, але не платоспроможним з урахуванням впливу ризиків, що ним не враховувались або не

могли бути враховані. З іншого боку, неможливою є ситуація коли банк платоспроможний але не ліквідний. Відсутність зворотного зв'язку між платоспроможністю і ліквідністю призводить нас до формального висновку стосовно того, що, все ж таки, ключовим показником діяльності банку є показник платоспроможності, який включає в себе як ризики очікуваних так і неочікуваних втрат: ліквідність поглинається платоспроможністю. Фактично, питання прогнозування платоспроможності підводить нас якнайближче до розуміння і врахування банком невизначеності, що має врахувати усі можливі ризики, на відміну від ліквідності, що розглядає майбутнє з точки зору суб'єктивної ймовірності.

В основі технік, що використовуються ризик-менеджерами для комплексної оцінки величини ризиків банку лежать деталізовані статистичні моделі і найновітніші досягнення фінансової математики. За останнє десятиріччя ризик-менеджмент, як спеціалізований напрямок діяльності, став самостійним напрямком менеджменту. Хоча у нефакхівців з цього напрямку немає потреби розуміти конкретні підходи і формули що використовуються при цьому, загальне розуміння значення цифр, що надаються ризик менеджерами є очевидним. І не тільки тому, що вони використовуються для розміщення капіталу. Але крім розуміння того, що ці цифри значать, також важливо розуміти що вони не значать. небезпечно сліпо покладатися на науку без розуміння її обмежень. Основною метою сучасного ризик-менеджменту є максимізація очікуваних прибутків з урахуванням існуючих обмежень таким чином, щоб при врахуванні усіх притаманних банку ризиків ринкова вартість банку у прогнозованому періоді - за бажаного рівня достовірності - залишалася позитивною.

Потреба банків у впровадженні їх власних внутрішніх моделей розміщення капіталу (моделей формування портфелю активів) є наслідком їх бажання знати тип і величину ризику банку, що може допомогти їм оптимізувати їх діяльність і, таким чином, збільшити вартість акціонерного капіталу банку в довгостроковому періоді. Банки, фактично, змушені впроваджувати такий процес розміщення капіталу (сутність якого полягає в розподілі фінансових ресурсів між різними

видами діяльності і, відповідно, різними видами активів), що покриває не тільки ринковий кредитний і операційний ризик, але також і інші ризики (рис.Д.2). Як свідчить міжнародна практика, для простоти, у рамках системи пруденційного регулювання, регулятори дозволяють банкам адаптувати ті техніки, що вже використовуються банками. Проте, у цьому випадку виникає проблема, сутність якої полягає, на нашу думку, в тому, що:

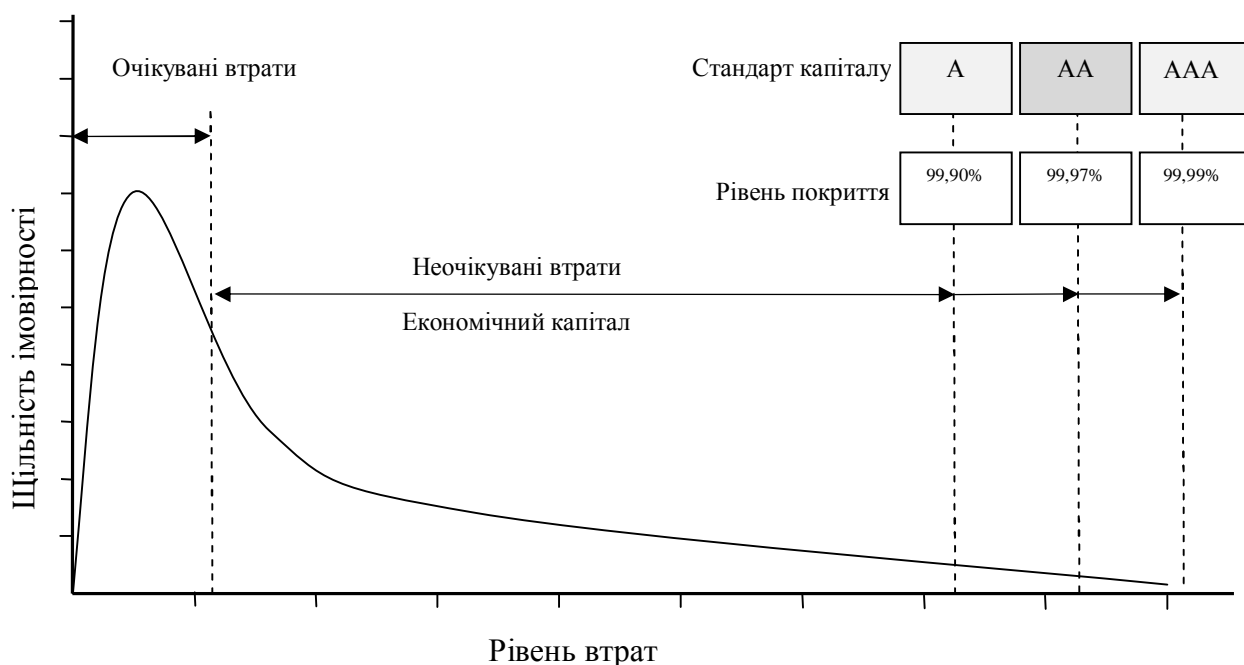
- не усі ризики які враховуються у процесі внутрішньої оцінки адекватності капіталу, також враховуються і у процесі розрахунку величини регуляторного капіталу;
- усі стандартизовані методики оцінки ринкового, кредитного і операційного ризику в дійсності задовольняють мінімальні вимоги до регуляторного капіталу згадані в Базельській угоді, але не відображають економічний капітал.

Цілком логічною є думка, що чим більш складними стають внутрішні моделі, тим краще вони можуть відобразити економічний ризик. Методики розміщення капіталу, що згадуються у літературі можна умовно розділити на три групи:

- (1) ті, що базуються на вимогах щодо мінімального розміру регуляторного капіталу (в Україні – норматив Н1);
- (2) моделі оцінки діяльності з урахування ризику, що базуються на волатильності прибутку (пов'язані з підходом *top-down EaR* - дохідність з урахуванням ризику за принципом «зверху-вниз»);
- (3) моделі оцінки діяльності з урахування ризику, що базуються на волатильності активів (пов'язані з підходом *bottom-up VaR* - вартість з урахуванням ризику за принципом «знизу – уверх»).

*Економічний капітал.* Для фінансових інститутів економічний капітал виступає у ролі буферного резерву, що забезпечує банку захист від різноманітних ризиків притаманних різним за своєю природою видам діяльності банку[357]. Він, фактично, має абсорбувати неочікувані втрати за визначеного рівня достовірності на відміну від сформованих банком резервів, призначення яких – компенсувати

очікувані втрати за угодою упродовж строку її дії. Рівень достовірності у 100 процентів може повністю убезпечити банк від дефолту, але це буде дуже дорого коштувати банку. Виходячи з цього виглядає доцільним встановити рівень достовірності як (*1- очікуваний рейтинг дефолту*) відповідно до бажаного банком кредитного рейтингу від рейтингового агентства. Найбільш поширеними для практичного використання є рейтинги таких агентств як S&P [358] та Moody's [359]. Наприклад, бажаний кредитний рейтинг AA передбачає, ймовірність дефолту 0,03%, і таким чином - показник рівня достовірності у 99,97 % який може бути використаний для визначення економічного капіталу. Взаємозв'язок між кредитним рейтингом і економічним капіталом показано на рис. 4.7.



**Рис. 4.7. Кредитний рейтинг і економічний капітал**

*Джерело:* розроблено автором.

З іншого боку, регуляторний капітал розраховується за певними правилами, що встановлюються національним регулятором (НБУ), або у випадку міжнародної практики – за правилами Банку міжнародних розрахунків (BIS) [360]. Ці правила розроблені для того, щоб забезпечити достатність акціонерного капіталу у банківській системі. В дійсності, більшість банків мають власний капітал, що перевищує вимоги регуляторів [361, с.11-28]. Проте саме економічний капітал є тим, що цікавить фінансові інститути і їх акціонерів. Його значення можна отримати використовуючи складні внутрішні моделі, але рівень

достовірності і горизонт ризику є ключовими параметрами, що встановлюються вищим керівництвом і затверджуються радою директорів.

Найбільш складними внутрішніми моделями визначення величини економічного капіталу є *VaR*-моделі. За допомогою цих моделей можливо визначити значення капіталу, що знаходиться під ризиком, яке представляє собою неочікувані втрати за заданого рівня достовірності. Ця величина називається ризиковим капіталом. Основною перевагою *VaR*-моделі є, на нашу думку те, що з її допомогою можна як агрегувати, так і дезагрегувати різні типи ризиків і ієрархічні рівні ризиків, що робить цей підхід надзвичайно гнучким у практичному використанні.

Основним обмеженням для агрегування є те, що індивідуальні показники економічного капіталу за кожним ризиком мають бути узгоджені за розподілом ймовірності, рівнем достовірності і періодом утримання. Для встановлення безпосереднього зв'язку між економічним капіталом і ризиковим капіталом можна скористатися твердженням К.Маттена, який визначає економічний капітал як «суму інвестицій акціонерів які або розміщені в ризикову діяльність або вже були витрачені з метою надбання майбутніх доходів»[361, с.34]. Саме тому на практиці єдина відмінність між економічним капіталом і ризиковим капіталом на рівні банку полягає у врахуванні гудвілу:

$$\text{Ризиковий капітал} + \text{Гудвіл} = \text{економічний капітал (ЕС)} . \quad (4.13)$$

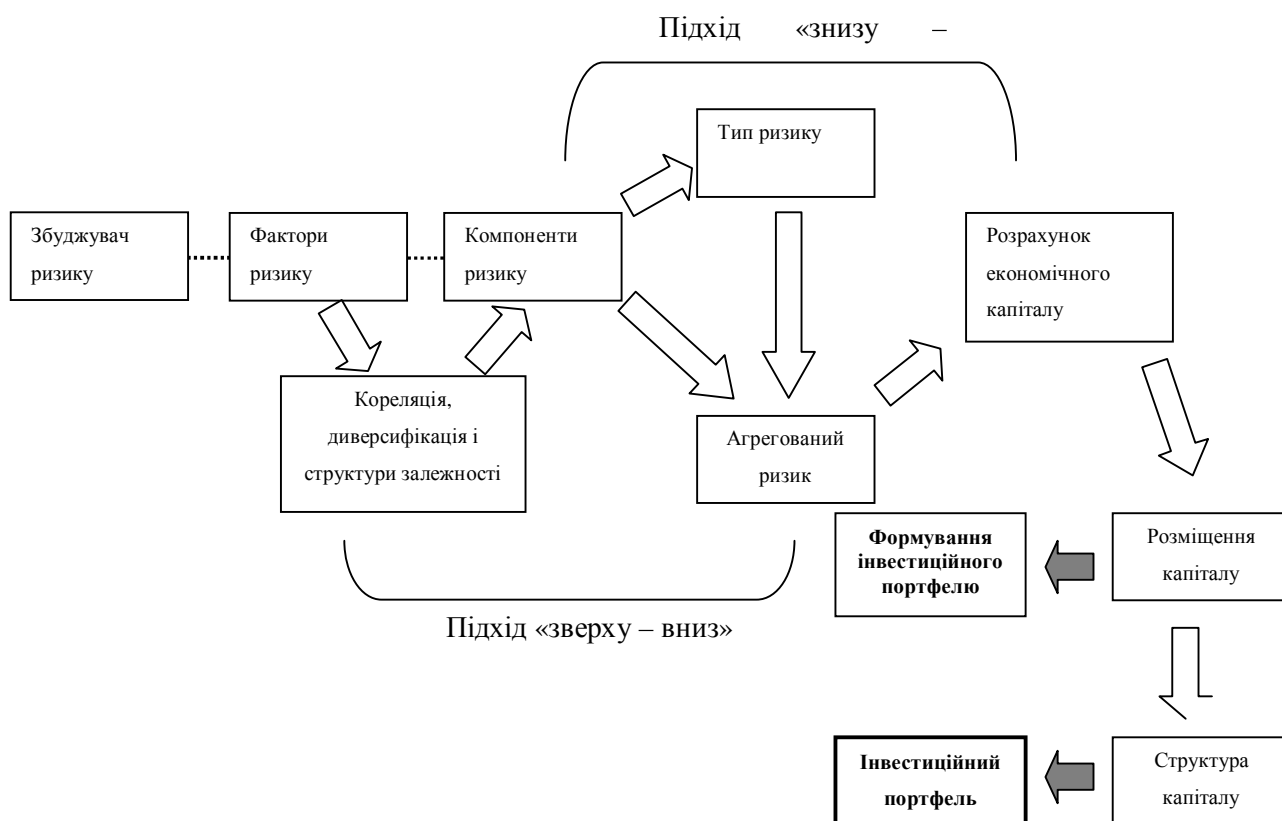
Величина розрахованого ризикового капіталу має повністю покривати ризиковий капітал по всім типам ризиків, що притаманні банку (4.14). В наведеній формулі нами враховано також і ефект диверсифікації: різні ризики не реалізуються в один і той самий момент часу, так само вони по різному і/або в різних напрямках впливають на зміну вартості, а коефіцієнти кореляції між різними класами ризиків, відповідно, відмінні від 1:

$$\begin{aligned} & \text{Ринковий ризик} \\ + & \text{Кредитний ризик} \\ + & \text{Операційний ризик} \\ + & \text{Ризик процентної ставки} \\ + & \text{Ризик ліквідності} \end{aligned} \quad (4.14)$$

- + Підприємницький ризик
- + Інші ризики
- Ефекти диверсифікації

### Ризиковий капітал

Значимий кореляційний зв'язок проявляється між кредитним, процентним і валютними ризиками в окремих фазах економічного циклу або при реалізації окремих стрес-сценаріїв [362, с.48]. Кореляція відсутня лише у випадку коли агрегується економічний капітал за різними типами ризику, або коли агрегується ризиковий капітал одного типу але з різних портфелів, наприклад, торгового, інвестиційного або кредитного. В міжнародній практиці оцінка структури і рівня кореляційних зв'язків може бути віднесена до повноважень керівництва банку після узгодження з органами нагляду. Можливі підходи до розрахунку економічного капіталу наведені нами на рис. 4.8.



**Рис. 4.8. Підходи до розрахунку економічного капіталу**

Джерело: розроблено автором

*Власний та регулятивний капітал.* Визначення різних капітальних ресурсів є, на нашу думку, найважливішим питанням у банківській діяльності і дуже

важливо їх не змішувати. Так само важливим як визначення економічного капіталу є визначення ринкової вартості акціонерного капіталу банку, величин власного і регулятивного капіталів (таб.Д.3.).

Загальна величина власного капіталу, яка може бути використана банком для інвестування, може розглядатися у якості покриття для загальної ризикової позиції банку[363] і визначається за методикою Банку міжнародних розрахунків. Ті втрати, що мають відношення до неочікуваних втрат, прямо виключаються з ринкової вартості акціонерного капіталу, яка є складовою власного капіталу. До того часу поки значення власного капіталу залишається позитивним, у випадку настання великих неочікуваних втрат, банк буде мати можливість відповісти за цими зобов'язаннями[274].

Таким чином, величина загального ліквідного капіталу завжди має бути більшою за величину економічного капіталу. Регулятивний капітал в контексті Базелю, натомість, визначається як мінімальний регулятивний капітал.

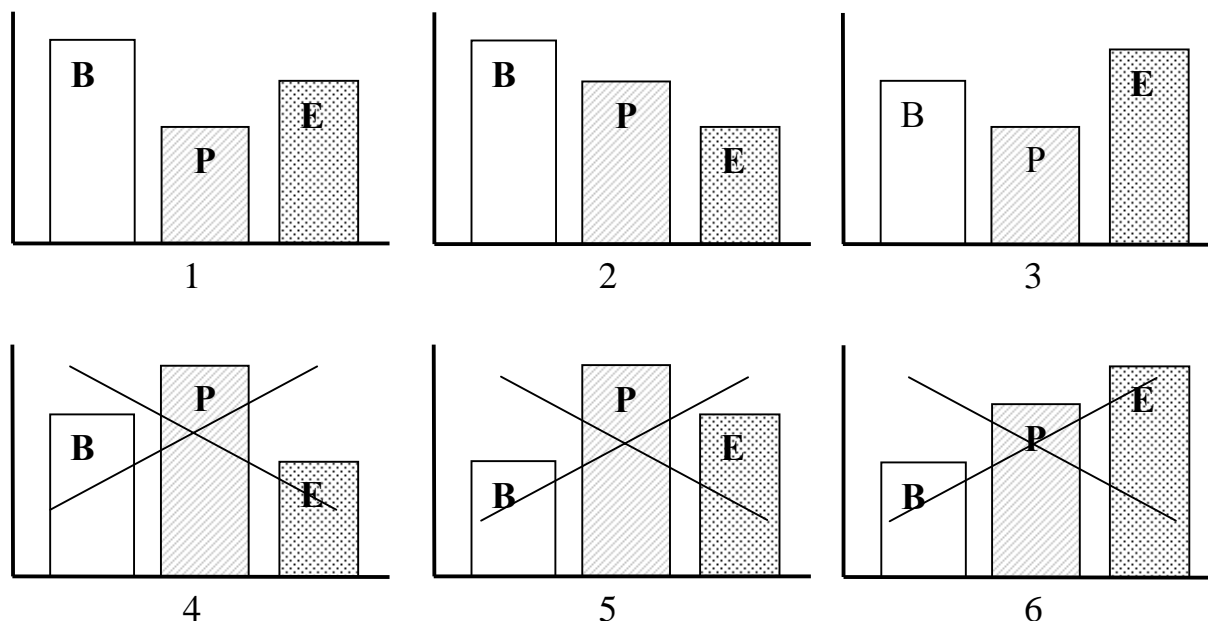
Оскільки регулятивний капітал покриває тільки ринковий кредитний і операційний ризику а, крім того, його величина залежить від того, які саме моделі використовуються для визначення цих ризиків, він не обов'язково має бути однаковим з економічним капіталом. Відповідно до міжнародних нормативних положень, регулятивний капітал має за визначенням бути меншим ніж власний капітал.

Виходячи з факту, що банк законодавчо зобов'язаний підтримувати мінімальний рівень регулятивного капіталу, хоча величина економічного капіталу може бути і меншою, можна стверджувати, що саме регулятивний капітал може і має виступати у якості обмеження в моделі розміщення економічного капіталу, і, відповідно, інвестиційної діяльності банку, яка знаходить своє безпосереднє відображення у структурі активів банку.

На рис. 4.9. показано варіанти можливих співвідношень власного регулятивного і економічного капіталу (В, Р та Е – відповідно). Ситуації 4, 5 та 6

ми залишаємо поза увагою з огляду на те, що у кожній з них регулятивний капітал перевищує власний капітал, що автоматично призводить до санкцій зі сторони центрального банку. Проте, досить цікавою є ситуація 3 - хоча б з точки зору банку. У цьому випадку власний капітал банку перевищує (як і має бути)

Величина  
капіталу



**Рис. 4.9. Можливі комбінації власного, регулятивного і економічного капіталу**

*Джерело:* розроблено автором.

регулятивний норматив, проте його недостатньо для покриття потреби в економічному капіталі, величину якого сам же банк для себе і розрахував. Це міг би бути хороший короткостроковий арбітраж, проте якщо економічний капітал було розраховано правильно - це не та ситуація, яку варто підтримувати упродовж тривалого проміжку часу. За умов впровадження процедури внутрішньої оцінки адекватності капіталу, можна уникнути згаданої ситуації або хоча б швидко визначитися з її існуванням, що спонукатиме банк до збільшення капіталу (в найгіршому з випадків мова йтиме про збільшення акціонерного капіталу). Спільним для ситуацій 2 і 3 є те, що не весь власний капітал буде розподілено за напрямками діяльності в моделі розміщення економічного капіталу.

На нашу думку цікавою була б відповідь на питання: яким чином банк може отримати відповідний прибуток на власний капітал коли він контролюється на



основі меншого (порівняно з власним) значення економічного капіталу. Можлива відповідь на це питання буде показана на рис. 4.11, що має відношення до визначення ціни капіталу.

*Показники оцінки якості управління з урахуванням ризику.* Отримані результати досліджень дають нам змогу зробити висновок стосовно того, що величина економічного капіталу може бути ефективно використана у якості регулятивного показника як інвестиційної діяльності банку, так і діяльності банку загалом. Такий підхід, на нашу думку, може бути покладений в основу концепції пруденційного регулювання банківської системи. Крім того, бажаний рівень ризиковості діяльності банку дає змогу визначитися з оптимальною структурою активів банку. Проте, варто пам'ятати, що сама концепція регулювання, яка по своїй природі передбачає встановлення обмежень зі сторони регулятора, має і іншу сторону, представниками якої є власники банку. Для власників банку питання відповідності діяльності банку вимогам регулятора взагалі не є предметом для роздумів – вирішення цієї задачі делеговано менеджменту банку. У той час як регулятор бореться за стабільність функціонування банківської системи, інвестори банків борються за підвищення ефективності функціонування на рівні окремого банку. Отже, власники банку бачать основним завданням регулювання діяльності банку зростання його доходності.

Останніми роками питання оцінки результатів діяльності з урахуванням ризику стає все більш і більш важливим у банківському менеджменті. Хоча кожний, хто має справу з цією проблемою, може дати своє власне визначення показника, який би дав змогу оцінити результати діяльності з урахуванням ризику, проте усі ці визначення будуть мати спільну рису: вони співставляють дохід з інвестованим капіталом використовуючи певні форми поправки на ризик, що, у своїй більшості, спираються на внутрішні оцінки того, наскільки ризиковим могли б бути актив, транзакція, або вид діяльності.

Дослідження показали, що найбільш поширеними моделями оцінки ефективності з урахуванням ризику є RORAA, RAROA, RORAC, RAROC<sup>TM</sup> та EVA<sup>®</sup>. Перші два показники базуються на добре відомому банківському

показнику рентабельності активів: RORAA (Return On Risk-Adjusted Assets) – рентабельність з урахуванням ризику активів, RAROA (Risk-Adjusted Return On Assets) - рентабельність активів з урахуванням ризику. Ці два показники нами згадані тут лише для повноти картини, проте два інших мають у своїй основі коефіцієнт рентабельності капіталу. Різниця між двома показниками в кожній з пар полягає в тому де саме вноситься поправка на ризик – в чисельнику чи в знаменнику. Перевагою показника EVA<sup>®</sup> (Economic Value Added- економічно додана вартість) є те, що він виражається абсолютною величиною, а не коефіцієнтом і, таким чином, його величина не підпадатиме під вплив леввериджу.

Показник RORAC (Return On Risk-Adjusted Capital) - рентабельність капіталу, що враховує ризик, є подібним до показника RoC (рентабельність капіталу) за винятком того, що у знаменнику використано замість значення капіталу (наприклад, регуляторного) значення капіталу банку під ризиком, що отримане за результатами внутрішньої оцінки. На нашу думку, цей показник є більш репрезентативним ніж RORAA, оскільки економічний капітал дає змогу врахувати ще і ризики, що непов'язані з активами, такі як позабалансові, або ж ризик зміни валютного курсу торгової позиції. Формальне визначення RORAC є наступним:

$$RORAC = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Економічний капітал}}, \quad (4.15)$$

де, *Чистий прибуток* = надходження – витрати на обслуговування боргу – операційні витрати – очікувані втрати. (4.16)

Основна відмінність RAROC<sup>TM</sup> від RORAC полягає в тому, що ризик враховується не тільки в знаменнику але і в чисельнику:

$$RAROC = \frac{\text{Чистий прибуток} - h \times \text{Економічний капітал}}{\text{Економічний капітал}}, \quad (4.17)$$

де *h* – процентна ставка, яка показує власну ціну капіталу для банку (CoC).

Як уже зазначалося, основним призначенням вартісного аналізу з точки зору акціонера є максимізація вартості активів. EVA також бере своє коріння з вартісного аналізу, який стверджує, що будь-який проект може бути прийнятий до

реалізації лише у випадку коли він забезпечує позитивне значення NPV, і, таким чином, ставка дисконтування  $h$  обов'язково повинна відображати рівень ризику проекту саме таким чином, яким його сприймають акціонери. І, в якості альтернативи – якщо корпорація не може генерувати проекти з бажаним рівнем продуктивності, вона просто має повернути капітал акціонерам або ж капітал варто використати для придбання існуючого бізнесу. Розраховується EVA за формулою:

$$EVA = \text{Чистий прибуток} - h \times \text{Капітал}, \quad (4.18)$$

де,  $h$  – процентна ставка, яка показує власну ціну капіталу для банку (CoC).

Якщо в цій формулі замінити капітал на економічний капітал, так як це передбачається у моделі розміщення економічного капіталу, можна побачити, що EVA є просто чисельником у рівнянні RAROC. Фактично, RORAC може бути використано як *інструмент планування* для визначення привабливості напрямків інвестиційної діяльності, а RAROC і, відповідно, EVA - як *інструменти оцінки* отриманих результатів. Проте, з цього приводу варто зазначити, що спочатку у якості інструменту для розміщення капіталу на основі очікуваних значень даних варто використати RORAC. Таким чином очікувані втрати мають бути враховані в чисельнику рівняння RORAC. При використанні RAROC і, відповідно, EVA, для оцінки отриманих результатів, розрахунки мають здійснюватися на основі фактично отриманих результатів, з урахуванням фактичних втрат, що мали місце, а не очікуваних втрат.

#### **4.4. Формування інвестиційного портфелю як інтраінституціональна основа регулювання інвестиційної діяльності банку**

Поєднання базових положень теорії портфелю, принципів управління банківськими інвестиціями і концепції достатності економічного капіталу банку дає нам змогу розробити методику регулювання процесу активного розміщення капіталу банку, яка може бути узята за основу для прийняття інвестиційних рішень і, відповідно, формування інвестиційного портфелю банку (рис. 4.10).

Запропонована методика реалізується у процесі розміщення капіталу банку, який складається з чотирьох етапів.

(1) *Визначення наявного капіталу.* Першим кроком у процесі розміщення капіталу, як показано на рис. 4.10, є визначення загальної величини капіталу який може бути використано. Це, у найпростішому випадку, може бути наявний регулятивний капітал, або ж варто використати більш складні підходи до розрахунку, які будуть приймати до уваги схильність банку до ризику (так званий «апетит до ризику») і враховувати побажання менеджменту банку стосовно величини ризикового капіталу свого банку.

(2) *Встановлення бажаного рівня дохідності.* Після визначення доступної для інвестування суми капіталу надзвичайно важливим, на нашу думку, є



**Рис.4.10. Процес розміщення капіталу**

*Джерело:* розроблено автором

встановлення цілей у формі показників дохідності, яких мають намір досягти менеджери за напрямками діяльності або на рівні структурних підрозділів з метою забезпечити приріст загальної вартості банку.

Ці бажані рівні дохідності повинні відображати ціну капіталу для організації і називаються пороговими (граничними) рентабельностями ( $h$ ). Вони можуть бути однаковими для усіх менеджерів банку - щось на зразок середньої мінімальної норми дохідності, або ж набором відмінних значень відповідно до напрямків діяльності, приймаючи до уваги, що менш ризикові інвестиції вимагають меншої дохідності ніж проекти, яким притаманна висока

волатильність. Іншими причинами, що зумовлюють відмінності значень порогових рентабельностей, можуть бути рішення керівництва інвестувати в стратегічні проекти, такі як нові напрямки діяльності, які, поки що, не можуть забезпечити бажаний рівень дохідності, або ж існує потреба в підтримці певного рівня диверсифікації між напрямками діяльності якщо навіть деякі з них не є настільки прибутковими як інші. Проте, з іншого боку, різні значення порогових рентабельностей вимагатимуть фундаментального обґрунтування і затвердження на найвищому рівні, так само як різні порогові рентабельності можуть призводити до конфліктів між менеджерами, що матимуть нижчі значення порогових рентабельностей ніж інші.

*Ціна капіталу.* Важливим елементом процесу розміщення капіталу є правильне визначення ціни капіталу. Тут варто враховувати, що інвестори вимагають певних надходжень на вкладені ними інвестиції у якості компенсації за прийнятий систематичний (тобто не диверсифікований) ризик. З цієї причини, у сучасному ризик-менеджменті точна ціна капіталу може бути розрахована на основі моделі оцінки капітальних активів (CAPM) за наступним рівнянням:

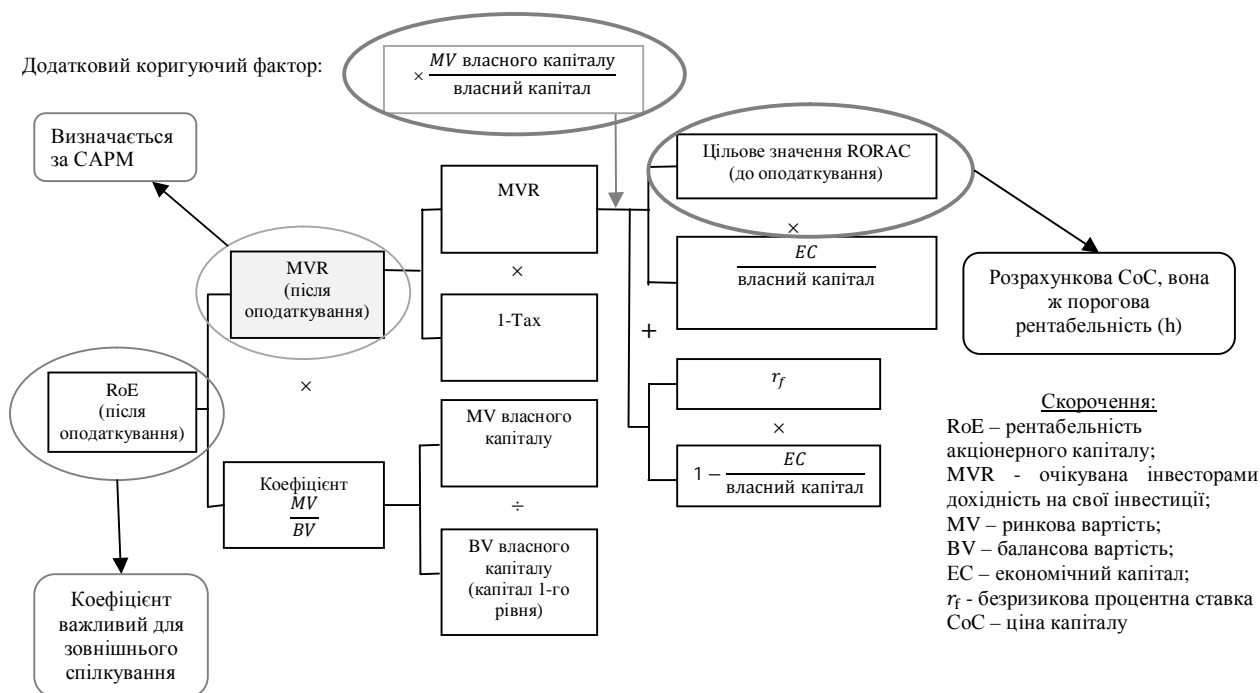
$$MVR_i = r_f + (E[r_m] - r_f) \times \beta_i, \quad (4.18)$$

$$\text{де} \quad \beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}. \quad (4.19)$$

У цій формулі  $MVR_i$  – очікувана інвесторами дохідність на свої інвестиції,  $r_f$  – безризикова процентна ставка,  $E[r_m]$  – очікувана ринкова дохідність,  $\beta_i$  – коефіцієнт чутливості активу до зміни ринкової дохідності  $r_m$ , виражений як коваріація дохідності активу  $r_i$  з дохідністю усього ринку  $r_m$  по відношенню до дисперсії дохідності усього ринку –  $\sigma^2(r_m)$ . Тут варто зазначити, що  $MVR_i$  визначає ціну капіталу у випадку коли уся ринкова вартість власних коштів банку буде розподілена між напрямками діяльності, оскільки акціонери вимагають доходів на уся суму коштів інвестованих в банк. Власне, такий підхід прийнято вважати стандартним. Проте, в дійсності економічний капітал (EC) банку який буде розміщено за напрямками діяльності, є частиною власного капіталу відповідно до регуляторних положень і не є еквівалентним до ринкової вартості

власного капіталу банку. Як наслідок, виникає потреба індексувати величину розподіленого економічного капіталу з урахуванням величини власного капіталу, оскільки саме власний капітал є фактичною основою для очікуваного зростання вартості банку.

Увесь процес визначення точного значення показника ціни капіталу показано нами на рис.4.11. На ньому можна побачити, що і ставка оподаткування



**Рис.4.11. Розрахунок порогової рентабельності з урахуванням ризику**

Джерело: розроблено автором.

(оскільки інвестори хочуть бачити прибуток після оподаткування) і коефіцієнт «весь розподілений EC» по відношенню до «усього власного капіталу» впливають на цільове значення RORAC. Це розрахункове цільове значення RORAC і буде дійсною внутрішньою ціною капіталу (CoC).

Варто зауважити, що власний капітал, відповідно регуляторних вимог, визначається як щось на зразок балансового капіталу. У цьому випадку виникає потреба розміщення надлишку власного капіталу, який не буде використано як економічний капітал, в окремий штучний напрямок діяльності, маючи на увазі, що банк зміг би отримати, як мінімум, дохідність еквівалентну безризиковій ставці інвестуючи на ринку капіталу. Іншою можливістю впоратися з надлишком власного капіталу є його пропорціональний розподіл відповідно до напрямків

розподілу економічного капіталу. У цьому випадку цільове значення RORAC буде еквівалентним MVR - очікуваній інвесторами дохідності на свої інвестиції. До тепер ми не зверталися до того показника, до якого мали б звернутися для того щоб визначитися з очікуваною дохідністю для акціонерів і який має назву «ринкова вартість акціонерного капіталу». Ринкова вартість акціонерного капіталу проявляє себе коли встановлено показник RoE, який виступає, можливо, найважливішим коефіцієнтом для зовнішніх інвесторів.

Варто зазначити, що ціна капіталу, розрахована відповідно до структурного дерева зображеного на рис.4.11, може бути досить високою якщо для розрахунку використовувати увесь власний капітал. В дійсності капітал 2-го рівня не такий дорогий як акціонерний капітал. Дохідність, що має бути генерована цим типом капіталу перевищує ринкову безризикову процентну ставку лише на декілька базових пунктів [364, с.114] і, таким чином, може більшою або меншою мірою розглядатися як вільна від ризику. Тільки акціонери потребують дохідності подібної до значення отриманого з використанням моделі оцінки фінансових активів (CAPM) для очікуваної дохідності по своїм інвестиціям. А отже, на нашу думку, варто відкоригувати цільове значення RORAC за допомогою додаткового коефіцієнту «ринкова вартість власного капіталу/ власний капітал». Якщо ця додаткова поправка вводиться до того як встановлено цільове значення RORAC (див. рис.4.11), нове цільове значення забезпечить прийняття ще кращих рішень оскільки враховуватиме той факт, що ринкова вартість власного капіталу відрізняється від величини власного капіталу банку. З огляду на це, якщо напрямки інвестиційної діяльності забезпечують досягнення нового бажаного значення RORAC - відповідно до розподіленого між ними економічного капіталу, вони також задовольняють і вимоги акціонерів стосовно загальної бажаної дохідності інвестицій у банк, що знайде своє відображення в ринковій вартості акціонерного капіталу.

Для того, щоб вартість банку, а відповідно і багатство акціонерів зростали необхідно, щоб виконувались дві умови:

(1) чистий прибуток  $\geq$  ціна капіталу (CoC) відкоригована на ризик;

(2) чистий прибуток після врахування ціни капіталу відкоригованої на ризик  $(CoC) \geq 0$ .

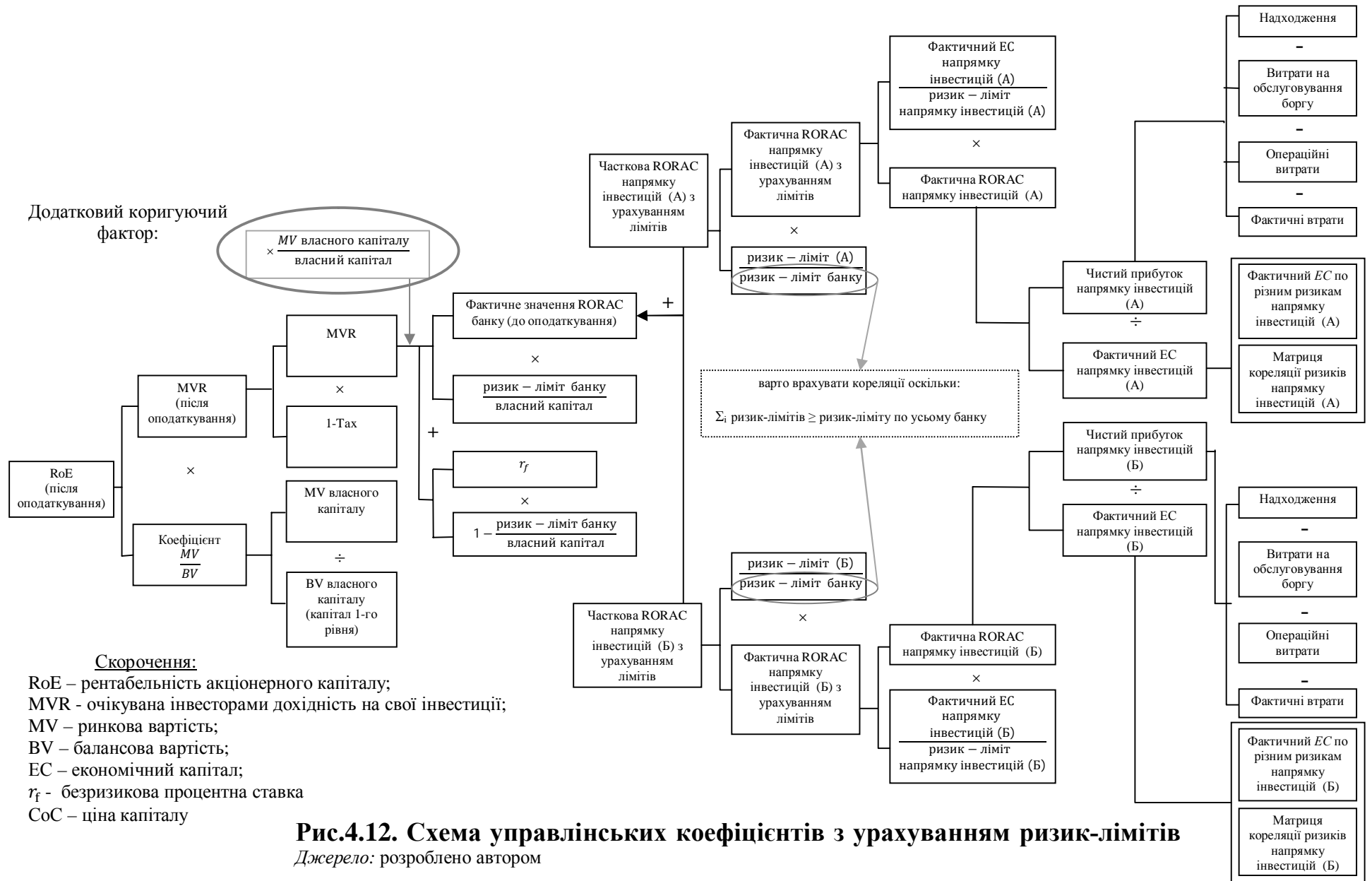
Ці дві умови на інтуїтивному рівні доводять, що ціна капіталу виражена через показник RORAC може бути використана у якості показника порогової рентабельності ( $h$ ), який має бути перевищений для того щоб реалізація проекту призвела до збільшення вартості банку. А отже, перша умова для оцінки інвестиції має бути використана у випадку коли очікуване значення RORAC більше ніж цільове значення RORAC, а друга, у випадку коли позитивними є значення RAROC або EVA.

(3) *Розміщення капіталу за напрямками інвестування.* Оскільки, як уже зазначалося, усі сучасні інструменти управління ризиками базуються на VaR-підході, є закономірним, що розміщення капіталу має відбуватися на основі економічного капіталу як це було показано в розділі 4.3.

У процесі планування розподілу капіталу на наступний період варто, на нашу думку, використати метод встановлення лімітів, сутність якого полягає в тому, щоб визначитися з реальними обсягами використання економічного капіталу за напрямками інвестиційної діяльності або центрами отримання прибутку і очікуваннями керівництва стосовно майбутньої діяльності в рамках горизонту планування. Знову ж таки - проявляється загальний «апетит» банку до ризику і встановлюється загальна сума економічного капіталу, яку керівництво має намір використати для інвестиційної діяльності. Одним з прийомів управління схильністю банку до ризику є встановлення лімітів ризику за напрямками інвестування. Різниця між наявним капіталом і капіталом який керівництво має намір використати для інвестування може бути зарезервована для стратегічних інвестицій, як наприклад, придбання інших компаній.

Повна схема пропонованих управлінських коефіцієнтів для розрахунку показників оцінки якості управління з урахуванням ризику, що включає і ліміти ризиків наведена нами на рис 4.12. Ця процедура може бути використана у процесі планування або з метою оцінки ефективності інвестиційної діяльності банків.





**Рис.4.12. Схема управлінських коефіцієнтів з урахуванням ризик-лімітів**

Джерело: розроблено автором

Фактично, вона показує процес оцінки ефективності, оскільки цифри показують фактичні (уже отримані) дані. У процесі планування можна використати величини очікуваних значень замість фактичних і, відповідно, отримати величини цільових значень замість фактичних.

Проте, розміщення капіталу за своєю природою є інкрементальним (змінюваним поетапно) процесом – капітал інвестований на попередньому етапі не може бути миттєво вилучений. Це є наслідком того, що вже існуючі угоди з клієнтами будуть зв'язувати інвестований капітал до тих пір поки не закінчиться строк цих угод. Таким чином, процес розміщення капіталу складається з серії «тонких налаштувань» у часі: напрямкам діяльності в які вже інвестовано забагато капіталу буде надаватися трохи менше капіталу, що змусить менеджерів зменшити кількість нових угод, що укладаються, на додаток до існуючих, а за напрямками діяльності які мають розвиватися – обсяг інвестицій збільшиться.

*(4) Визначення дохідності капіталу та оцінка отриманих результатів.*

Останнім кроком циклу є визначення результатів отриманих у процесі використання капіталу. Це можна зробити за показниками RAROC або EVA. Отриманий нами результат, у свою чергу, виступає у якості основи для прийняття рішень стосовно наступного інвестиційного циклу - коли менеджмент уточнює свої очікування і, відповідно, суми капіталу, що будуть інвестовані у певні напрямки. Зазвичай процес розподілу інвестиційних ресурсів (капіталу) здійснюється щорічно - як складова циклічного процесу планування і бюджетування у банку.

Оцінка результатів діяльності як така, звісно, повинна здійснюватися значно частіше ніж процес розміщення капіталу. В ній, на нашу думку, варто радше використовувати отримані фактичні значення доходів, витрат і втрат ніж планові або оціночні величини. На нашу думку, оцінку результатів діяльності варто здійснювати на кварталній або місячній основі (крім, звісно, ринкового ризику, що потребує щоденної оцінки) включивши її як складову до системи зовнішньої і внутрішньої управлінської звітності. Періодична оцінка результатів діяльності є

одним з найважливіших інструментів, що дає змогу мати впевненість стосовно того, що банк постійно працює в напрямку досягнення поставлених цілей. У найгіршому ж випадку, у керівництва може виникнути потреба у зміні структури розподілу капіталу між напрямками інвестування упродовж року, особливо у випадках коли фактичні результати діяльності значно відрізняються від очікуваних.

Таким чином, незалежно від того якою буде форма періодичної звітності, дані цієї звітності повинні давати відповіді на наступні питання:

- Якою є величина капіталу, що доступна на даний момент?
- Скільки капіталу задіяно на даний момент?
- Яким є прогноз стосовно доступності і використання капіталу у наступному місяці/кварталі?
- Які доходи отримано за розподіленням капіталом?
- Які зміни варто внести в розподіл капіталу (як по обсягам, так і по самій процедурі)?

Нижче нами наводиться емпіричний приклад розподілу економічного капіталу банком ПАТ «Сітібанк» на основі очікуваних даних, що включає і оцінку результатів з урахуванням ризику на основі фактичних даних (табл. 4.8). Банк розподіляє свої ресурси між трьома напрямками діяльності; необхідні початкові дані, що внесені до рядків (1), (2), (4), (6) і (10) вже є відомими.

Очікувані результати представлені у формі процентної маржі відповідно до обсягів інвестицій. Волатильність є агрегованим показником ризику притаманного інвестиційному портфелю банку, що є ключовим компонентом VaR, який, у свою чергу, базується на рівні достовірності у 99,87%, відповідно до якого величина  $z(1-\alpha)$  становить 3.

Розміщення економічного капіталу у нашому випадку відображає досить консервативний погляд стосовно кореляцій між напрямками діяльності і становить 1, що дає змогу розрахувати сумарне значення економічного капіталу банку шляхом простого додавання значень за окремими видами діяльності.

Таблиця 4.8

## Планування і оцінка результатів інвестування з урахуванням ризику

№ рядка	Значення параметру Параметр оцінки	Напрямки інвестицій			Увесь банк	Етап
		"А"	"Б"	"С"		
1	Обсяг інвестицій	400000,00	100000,00	100000,00	600000,00	Процес планування
2	<b>Очікувана</b> нетто прибутковість	1,075%	5,000%	2,500%	1,97%	
3	Очікуваний чистий прибуток = (1)х(2)	4300,00	5000,00	2500,00	11800,00	
4	Волатильність портфеля ( $\sigma$ )	1,22%	6,00%	4,00%	2,48%	
5	Розміщений ЕС=VaR, де $[z(1-\alpha)=3] = (1) \times (4) \times 3$	14640,00	18000,00	12000,00	44640,00	
6	Цільове значення RORAC	14,29%				
7	Витрати на обслуговування капіталу (CoC) = (5)х(6)	2092,06	2572,20	1714,80	6379,06	
8	Очікуваний показник дохідності з урахуванням ризику (RORAC) = (3)/(5)	29,37%	27,78%	20,83%	26,43%	
9	Чи виконується умова нерівності за очікуваними даними? (8) $\geq$ (6)? і, відповідно, (3) $\geq$ (7)?	ТАК	ТАК	ТАК	ТАК	
10	<b>Фактичний</b> чистий прибуток від діяльності	1500,00	4600,00	1100,00	7200,00	Оцінка результатів діяльності
11	Чи фактично покрито витрати на обслуговування капіталу? (10) $\geq$ (7)?	НІ	ТАК	НІ	ТАК	
12	<b>Фактична RORAC</b> = (10)/(5)	10,25%	25,56%	9,17%	16,13%	
13	<b>Фактична RAROC</b> = [(10)-(7)]/(5) і, відповідно, (12)-(6)	<b>-4,04%</b>	<b>11,27%</b>	<b>-5,12%</b>	<b>1,84%</b>	
14	<b>Фактична EVA</b> = (10)-(7)	<b>-592,06</b>	<b>2027,80</b>	<b>-614,80</b>	<b>820,94</b>	

Джерело: розроблено автором

Ми будемо виходити з цілком реалістичного припущення, що капітал банку повністю представлений величиною власного капіталу, яка в точності відповідає ринковій вартості власного капіталу. Крім того передбачається, що банк має саме стільки капіталу, скільки необхідно для розподілу економічного капіталу.

Таке припущення дає змогу зробити висновок, що немає потреби інвестувати нерозміщений капітал у безризикові активи і, відповідно, цільове значення RORAC

буде співпадати з дохідністю на яку очікують інвестори (MVR). Цільове значення RORAC у нашому випадку є наперед заданим і становить 14,29%, але його також можна було б розрахувати за вже наведеною нами методикою. Також можна відзначити, що вища результативність пов'язана з вищою волатильністю. Як розраховано кінцеві результати в рядках (3), (5), (7), (8), (9), (11), (12), (13) і (14) показано у другій колонці таблиці.

Ціллю процесу планування є не тільки розподіл капіталу у процесі інвестування з огляду на пов'язаний з цим ризик, але також можливість здійснювати аудит для того щоб визначитися чи дійсно визначені напрямки інвестування здатні забезпечити очікувану дохідність за очікуваної ціни капіталу. У процесі планування можна визначитися з тим чи є прибутковими види діяльності, а також можуть прийматися рішення на майбутнє, які будуть свідчити стосовно того варто чи не варто інвестувати в окремі напрямки діяльності банку. Дані рядка (9) свідчать, що відповідно до прогнозних даних усі три напрямки діяльності виглядають високоприбутковими і мають, таким чином, бути реалізовані.

У процесі оцінки успішності реалізації банк на періодичній основі має перевіряти як окремі напрямки інвестування (види діяльності) реалізуються відповідно до поставлених цілей і, зрештою, задовольняють очікування акціонерів на рівні банку. Упродовж року отримані результати порівнюються з плановими річними. У кінці року, коли ми отримуємо точні дані, можна здійснити кінцеву оцінку результатів діяльності. У нашому випадку з інформації рядку (7) видно, що за напрямками діяльності «А» і «С» не було досягнуто планових показників стосовно збільшення вартості банку. А ось результати інвестування за напрямком «В» настільки перевищили очікувані, що загалом по банку як RORAC так і EVA мають позитивне значення. Диференціальні фактичні показники діяльності показані в рядках (12), (13), та (14).

У якості висновку варто зазначити, що оскільки розміщення економічного капіталу здійснюється для внутрішніх цілей, зовнішні аналітики зможуть лише

зауважити, чи банк функціонує успішно, проте внутрішні аналітики зможуть ще і побачити звідки саме банк отримує свої прибутки.

#### **4.5. Об'єктивна необхідність і сутність регулювання діяльності інвестиційних банків**

Усі без винятку фінансові інститути, включаючи комерційні банки, страхові компанії, інвестиційні банки, хедж-фонди і пайові інвестиційні фонди, постраждали від світової фінансової кризи. Обсяги економічних втрат, гострота перебігу і масштабність соціальних наслідків міжнародної фінансової кризи, ініціюють потребу у реформуванні існуючих положень з регулювання банківської діяльності загалом і інвестиційних банків зокрема.

Одним з важливих уроків який, на нашу думку, має бути винесений з цієї кризи полягає тому, що недепозитні фінансові інститути (інвестиційні банки і хедж-фонди), які раніше розглядалися як такі, що практично не мають відношення до системного ризику, в дійсності, можуть опинитися у самому епіцентрі глобальної економічної кризи.

Значна увага питанням антикризового регулювання банківської діяльності приділяється у роботах як українських, так і іноземних науковців. Ці дослідження стосуються питань пов'язаних з можливостями адаптації існуючих національних стандартів банківського регулювання до міжнародних регулятивних положень (Грюнінг Х., Вожжов А., Вовчак О., Діамонд Д., Зінченко В., Івасів І., Кіреєв О., Міщенко В., Стельмах В.) і удосконалення існуючих методик регулювання, які, як показала криза, не завжди дають можливість адекватної оцінки банківських ризиків (Лютій І., Маршавіна Л., Пелаез К.М., Поморіна М., Фрексіс К.). Проте, на нашу думку, значно менше уваги приділяється дослідженню особливостей регулювання діяльності інвестиційних банків (в українській практиці - інвестиційних компаній).

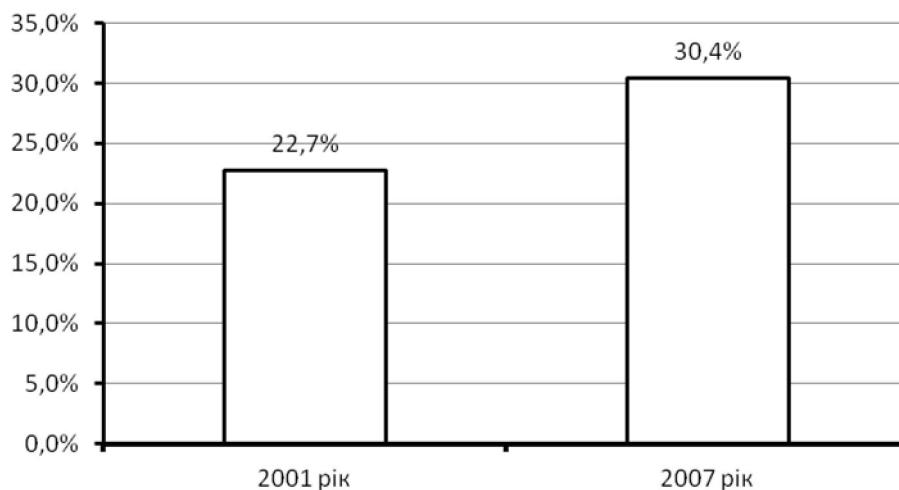
Метою цього підрозділу є аналіз ролі інвестиційних банків (компаній) у виникненні системної кризи і систематизація напрямків реформування регуляторних положень, що стосуються інвестиційної діяльності банків, дослідження впливу левериджу на фінансову стабільність інвестиційних банків і рівень системного ризику та розгляд питання доцільності відділення інвестиційної діяльності банку від діяльності комерційного банку, як депозитарної установи.

*Регулювання левериджу інвестиційних банків.* Інвестиційні банки підштовхнув до кризової точки їх надмірний леверидж. Виявилось, що під час кризи інвестиційні банки з надмірним левериджем не тільки постраждали самі, але, також і справляли негативний вплив на інші фінансові інститути. Таким чином, однією з цілей цього підрозділу є вивчення взаємозв'язків між левериджем інвестиційних банків і системним ризиком та обґрунтування пропозицій стосовно регулювання левериджу фінансових посередників на ринку капіталу.

Інвестиційні банки упродовж довгого часу сприяли руху потоків капіталу пропонуючи консультаційні послуги або здійснюючи брокерській супровід по угодам між компаніями, що емітують цінні папери і інвесторами, що їх купують. Вони діють як агенти, пропонуючи широкий спектр послуг від брокериджу і андеррайтингу акцій або боргових цінних паперів та консультаційних послуг стосовно злиття і поглинання, до корпоративної реструктуризації з метою забезпечення максимізації прибутків як клієнтів, так і інвесторів. До тих пір поки інвестиційні банки обмежуються роллю агентів, малоімовірним є те, що їх леверидж буде високим. За припущення, що головним джерелом надходжень інвестиційних банків є комісійні платежі, які вони отримують в обмін на те, що зводять інвесторів і емітентів, у них не існує потреби в у збільшенні власних активів, що, у свою чергу, знижує їх потребу в запозиченнях.

Проте у 1990-х традиційна роль інвестиційного банку, як агента, почала зазнавати змін. Коли іншим видам підприємницької діяльності, таким як пропріетарна (за власний рахунок) торгівля і інвестування в якості основного учасника (прямі інвестиції) почали приділяти значну увагу, у інвестиційних банків

з'явилася залежність від некомісійних доходів, а якщо більш точно – від доходу з приросту капіталу [365, с. 113-115]. Цей тренд знайшов своє відображення у недавній кризі ліквідності найбільших інвестиційних банків (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns) чий прибуток від торгівлі цінними паперами значно перевищував комісійний прибуток упродовж тривалого проміжку часу [366]. Таке раптове зростання інвестиційного прибутку означає зростання активів для отримання ще більших інвестиційних прибутків і, відповідно, зростання боргів для забезпечення зростання активів.



**Рис. 4.13. Коефіцієнт левіриджу п'яти найбільших інвестиційних банків США**

*Джерело:* Коефіцієнт левіриджу розраховано автором як співвідношення усіх активів і величини акціонерного капіталу за показниками консолідованої фінансової звітності таких банків як Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers і Bear Stearns по формам 10-K, за даними Комісії з цінних паперів США (SEC).

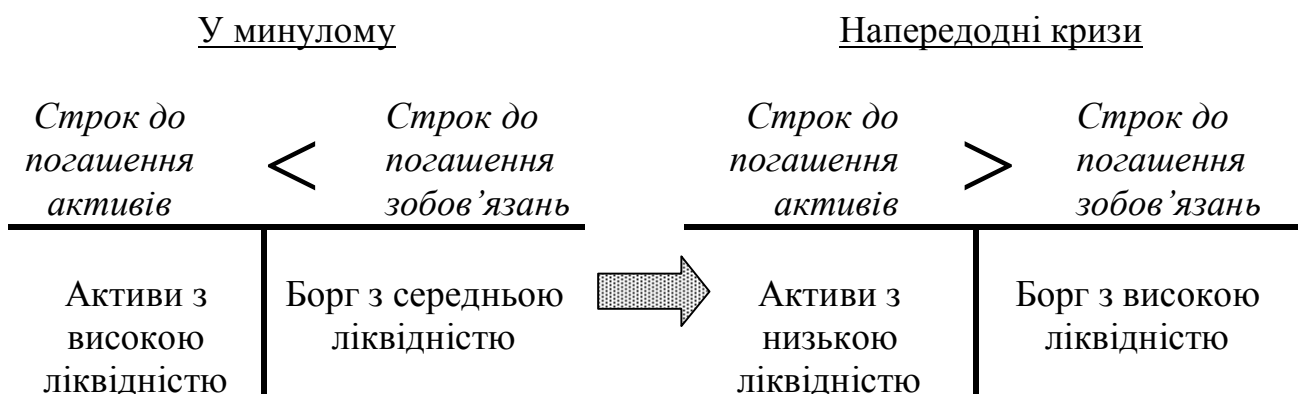
Наднизькі процентні ставки на початку 2000-х стимулювали інвестиційні банки до інвестиційної діяльності за власний рахунок через значні запозичення. Консолідовані фінансові звіти п'яти найбільших банків показують, що співвідношення їх активів і власного капіталу збільшилось з 22,7% у кінці 2001 року до 30,4% на кінець 2007 року [367], завдяки існуючим на той час низьким процентним ставкам (рис.4.13). Коефіцієнт левіриджу близько 30 процентів може означати, що навіть 3% падіння вартості активів може негативно вплинути на



загальну вартість акціонерного капіталу. Як результат, надмірні запозичення для фінансування інвестування за власний рахунок і прямих інвестицій призвели до екстремального зростання рівня фінансового ризику інвестиційних банків. На додаток до високого левериджу свій внесок до процесу розповсюдження кризи внесли і досить драматичні зсуви у структурі активів і пасивів.

У лівій частині рис.4.14 показано типову структуру балансу інвестиційного банку. Як видно з рисунку, у минулому інвестиційні банки мали відносно невеликі суми боргу, а питома вага короткострокових запозичень у загальній сумі боргу була відносно низькою.

Такий стан речей може свідчити про те, що традиційні інвестиційні банки були захищені від неочікуваного відтоку коштів при знятті їх з рахунків власниками рахунків. На відміну від структури боргових зобов'язань, ліквідність їх активів залишалася досить високою.



**Рис. 4.14.** Структурні зміни у балансі інвестиційного банку

*Джерело:* розроблено автором.

У правій частині рис.4.11 показано значні зміни у балансах саме інвестиційних банків. Насамперед, відбулося не тільки швидке зростання боргу як такого, а зростання питомої ваги саме короткострокової заборгованості. З невеликими відмінностями між банками, значення питомої ваги короткострокової заборгованості становило від 70 до 80 процентів для п'яти найбільших інвестиційних банків у США якраз переддень глобальної фінансової кризи[366].

Ці показники засвідчують високий рівень боргової ліквідності цих спеціалізованих фінансових посередників.

У той час як дюрація боргу інвестиційних банків ставала все коротшою і коротшою, вони продовжували формувати свої портфелі активів за рахунок фінансових інструментів з низькою ліквідністю. З початку 2000-х років інвестиційні банки почали нарощувати обсяги структурованих кредитних продуктів на своїх балансах і запроваджувати політику агресивних прямих інвестицій власним коштом. Загалом, у інвестиційних банків відбулася структурна трансформація строків до погашення в обох частинах балансу, що знайшло своє відображення в поєднанні неліквідних активів з коштами отриманими за рахунок високоліквідної короткострокової заборгованості. На практиці мала місце емісія високоліквідних боргових зобов'язань на неліквідні активи. Проте, варто зазначити, що проведення довгострокової політики структурної трансформації зобов'язань є, на нашу думку, можливим лише за наявності певних заходів безпеки, таких, як система страхування депозитів або ж можливість звернутися до центрального банку - як кредитора в останній інстанції. Саме завдяки цим заходам комерційні банки можуть отримати високоліквідні депозити одночасно утримуючи на балансі позики з надзвичайно низькою ліквідністю. На відміну від комерційних банків, для інвестиційних банків не існує можливості вдатися до згаданих засобів безпеки. Саме тому, на нашу думку, було б хибним вважати, що інвестиційні банки можуть постійно надавати ринку масштабну ліквідність.

Проте, не завжди надання ринку ліквідності інвестиційними банками, шляхом структурної трансформації останніми строків до погашення, слід сприймати як виключно негативне явище. Інвестиційні банки упродовж тривалого часу виконуючи роль маркетмейкерів, що мають «оживляти» ринки капіталу, надаючи ринку певний рівень ліквідності. Проблема, на нашу думку, полягає в надлишковій пропозиції ліквідності і покладанні надзвичайних сподівань на ефект левериджу.

Пропозиція ліквідності, що базується на надлишковому левериджі, це та ситуація коли інвестиційний банк накопичує менш ліквідні активи спираючись на значні суми короткотермінових запозичень. У випадку коли в системі виникне шок, інвестори будуть намагатися вилучити свої кошти і інвестиційний банк буде змушений швидко позбавитися від своїх не таких уже і ліквідних активів для того, щоб сплатити власні борги. А це, у свою чергу, неминуче призведе до різкого падіння вартості активів, що може підірвати стійкість інших фінансових інститутів (зокрема депозитарних), які тримають подібні активи. І тут мова іде не про те, що колапс окремого інвестиційного банку справить негативний вплив на діяльність виключно тих інвестиційних банків, що тримають ті самі активи тих самих емітентів, а про те, що під негативний вплив попаде – без розбору - більшість фінансових посередників (як банків, так і не банків) на балансі яких є подібні фінансові інструменти або інші фінансові інструменти, але тих самих емітентів. Іншими словами, криза ліквідності, що розгорілася в окремо взятому банку (як інвестиційному так і не інвестиційному) може перерости у системну.

До початку останньої глобальної кризи вважалося, що класичні інвестиційні банки, які не приймають депозитів - не мають відношення до системного ризику. Проте, фінансова криза наглядно продемонструвала, що недепозитарні інститути також можуть опинитися в епіцентрі системного ризику.

Також варто зауважити, що рівень левериджу банку є визначальним фактором системного ризику [368]. Чим вищий леверидж, тим більше активів банк вимушений продати для подолання кризи ліквідності, що, у свою чергу, призводить до подальшого падіння вартості активів. Як результат, вплив кризи ліквідності окремого інвестиційного банку на стабільність інших фінансових інститутів стає ще більш значним. А отже, з метою ефективного запобігання системному ризику, що може виникнути у результаті діяльності інвестиційних банків, необхідно здійснювати контроль за зростанням активів, яке підтримується за рахунок суттєвого приросту обсягів боргового фінансування, а це неминуче приводить нас до усвідомлення потреби в запровадженні регуляторного підходу при оцінці

левериджу як інвестиційних банків (компаній) так і депозитарних фінансово-кредитних установ.

До тепер у загальній практиці обмеження по левериджу розглядалися як вторинні по відношенню до таких показників як коефіцієнти Банку міжнародних розрахунків (Базель), NCR (Net Capital Ratio), VaR (Value at Risk) або національних стандартів, оскільки регулювання за левериджем не дає змоги врахувати рівень ризику активів і портфельний ефект, який між ними виникає. Проте, аналіз першопричин виникнення останньої світової фінансової кризи дав нам змогу зробити висновок стосовно доцільності інтеграції показника левериджу у систему регулятивних нормативів, що в першу чергу мають використовуватися для регулювання діяльності тих фінансових посередників, які за природою своєї діяльності, широко використовують боргове фінансування.

*Відділення інвестиційної діяльності банків від діяльності комерційних банків.*

З моменту спалаху економічної кризи дискусія стосовно можливості (і доцільності) поєднання інвестиційного напрямку діяльності банків на ринку цінних паперів і фінансових інструментів і класичного комерційного банкінгу привертає все більше уваги; все активніше піднімається питання стосовно відділення інвестиційного бізнесу від загальної практики діяльності комерційного банку [369].

Більшість американських банків займалися операціями з цінними паперами до моменту запровадження закону Гласса-Стіголла у 1933 році. На той момент не існувало регулятивних положень, що стосувалися здійснення операцій з цінними паперами банками, що діють під юрисдикцією штату. Національним банкам не дозволялося діяти у сфері цінних паперів, але за слабкої системи нагляду частина національних банків продовжувала цим займатися. Проте, коли на початку 1930-х під час Великої депресії багато банків збанкрутувало, зростання ризику, що обумовлювалося операціями комерційних банків з цінними паперами, почало розглядатися як одна з основних причин розповсюдження хвилі банкрутств. Крім того, універсальні банки зазнали нищівної критики з огляду на існування конфлікту інтересів у випадку коли банки сприяли емісії корпоративних облігацій для

рефінансування існуючих боргів клієнтськими компаніями, які знаходилися напередодні банкрутства. Цілий ряд подій, поряд з уже згадуваними, призвів до прийняття закону Гласса-Стіголла [370, с.24-26], який категорично забороняв займатись операціями з цінними паперами як самим банкам, так і їх афілійованим компаніям. Розподіл між традиційною банківською справою і підприємницькою діяльністю на ринку цінних паперів існував упродовж довгого проміжку часу до тих пір, поки банки не почали намагатися відновити свою присутність на ринку цінних паперів на піку буму ринку капіталу у 1980-х. Пол Волкер, під час свого перебування на посаді голови Федеральної резервної системи з 1979 по 1987, піддавався нищівній критиці зі сторони банків за неприйняття політики дерегулювання. З приходом Алана Грінспена на цю посаду, офіційна політика зазнала радикальних змін: ФРС дозволила банкам приймати участь в операціях на ринку цінних паперів через афілійовані компанії. І, на кінець, у 1999 році було підписано Закон про фінансову модернізацію (Financial Services Modernization Act) - закон Гремма - Ліча – Блайлі - який, фактично, відмінив ті обмеження за розподілом діяльності між банківським сектором і сектором цінних паперів, які існували у США упродовж 66 років. Проте, замість того щоб дати банкам можливість напряму і від свого імені діяти на ринку цінних паперів, закон дозволив банкам мати дочірні компанії для здійснення операцій з цінними паперами. Також, цей закон дозволяв головам правлінь і членам рад директорів банків займати керівні посади у фірмах, що ведуть операції з цінними паперами. Відповідно, американським інвестиційним банкам заборонялося займатися власне інвестиційною діяльністю на фінансовому ринку за власний рахунок і від свого імені, але дозволялося здійснювати ці операції через афілійовані компанії [371, 372].

На відміну від США багато європейських країн, як наприклад Німеччина або Франція, не мають якихось регуляторних обмежень стосовно операцій комерційних банків з цінними паперами. Як результат, багато європейських банків займаються як кредитною і депозитною діяльністю, так і операціями з цінними паперами (табл.4.9).

У Великобританії, як і в багатьох інших країнах Європи, не існує окремих обмежень на операції банків з цінними паперами. Проте, з огляду на історичну специфічність, кожний фінансовий сектор залишався в межах своєї функціональної спеціалізації: банки Великобританії не перетинали межі домену індустрії цінних паперів і навпаки. Проте така ексклюзивність у розподілі ринку фінансових послуг була знята так званим «Великим вибухом» у жовтні 1986 року, коли банки отримали дозвіл діяти у секторі цінних паперів без будь яких обмежень як через власні офіси, так і через афілійовані фірми. Метою такого дерегулювання, яке було запроваджене урядом М.Тетчер, було підвищення конкурентоспроможності національного фінансового сектору шляхом реалізації доктрини вільного ринку [373].

Таблиця 4.9

**Організаційна структура регулювання при поєднанні діяльності комерційного банку з інвестиційною діяльністю на ринку цінних паперів**

Країна / Регіон	Банк	Афілійована компанія
США	Заборонено	Дозволено
Європа	Дозволено	Дозволено
Великобританія	Дозволено	Дозволено
Японія	Заборонено	Дозволено
Україна	Дозволено	Дозволено

*Джерело:* розроблено автором

Банкам Японії, яка по закінченні Другої світової війни під керівництвом військової адміністрації США запровадила американську модель фінансової системи, було заборонено займатися операціями з цінними паперами. У 1993 році, у рамках політики дерегулювання [374], японським банкам було дозволено займатися операціями з цінними паперами - але виключно через афілійовані компанії; до тепер існує заборона на пряму участь банків у операціях з цінними паперами [375].

Як уже зазначалося, чи будуть розділені і як будуть розділені банківська діяльність і сектор цінних паперів - залежить від історії і традицій кожної окремо взятої країни і, вочевидь, зробити це якимось одним простим і стандартним

способом важко. Але, не дивлячись на ці обставини, на користь відділення операцій з цінними паперами від банківської діяльності, можна навести три очевидні причини: (1) забезпечення стійкості банків, (2) запобігання появі морального ризику, і (3) розвиток фінансової галузі.

Зазвичай, банки залучають кошти через депозити, які є надзвичайно ліквідними і банки зобов'язані захистити суму основного боргу по цим депозитам. Ці дві особливості, у поєднанні з фідучіарною природою банківської діяльності, вимагають від банків надзвичайної ретельності в управлінні активами. Крім того, для банку висока ліквідність банківських депозитів автоматично обумовлює наявність обмежень в управлінні активами банку. Банківські депозити є захищеними від втрати суми основного боргу і можуть бути зняті по принципу «хто перший прийшов - тому першому і повернули». Проте, у випадку коли якість активів банку погіршується, то при поверненні депозитів за згаданим принципом, можуть залишитися особи до яких черга на отримання власних депозитів і не дійде. У випадку коли значна кількість клієнтів банку знімає свої депозити, а величина коштів доступних банку скорочуються до мінімуму, це призводить до масової «втечі з банку» його і клієнтів.

Проте, ще більша проблема полягає в тому, що «втеча» вкладників з одного конкретного банку може призвести до виникнення панічної поведінки або, навіть, колапсу банківської системи в цілому. Переважну більшість банківських активів, як уже зазначалося, становлять кредити, прозорість яких не іде в жодне порівняння з прозорістю цінних паперів, що торгуються на біржі. Крім того, ринкова ліквідність банківських кредитів, як фінансових інструментів є, де-факто, нульовою. Низька прозорість означає, що пересічні вкладники не мають жодного реального уявлення про якість кредитного портфелю банку, і ніхто інший не може надати їм таку інформацію. Саме тому «втеча з банку» може легко розповсюдитися на інші банки.

З цієї причини забезпечення належної якості банківських активів залишається найбільш важливим завданням у процесі протидії системному ризику. Таким чином,

з'являються аргументи на користь відділення високоризикових за своєю природою операцій з цінними паперами від загальної практики діяльності комерційного банку.

На відміну від інших фінансових інститутів, банки завжди користувалися з ексклюзивних вигод, що надають їм система страхування депозитів і доступ до кредитора в останній інстанції в особі центрального банку. Обидва підходи були розроблені саме для запобігання хаотичному розповсюдженню втечі з банків з метою мінімізації суспільних втрат викликаних банкрутствами банків. Крім цього, багато урядів вдалося до запровадження додаткових, разових і виняткових гарантій захисту інтересів вкладників уже під час кризи. Як уже зазначалося, банки, на відміну від будь-якої іншої галузі, захищені великою кількістю прямих і опосередкованих засобів безпеки. Ці заходи безпеки, виражені у формі законодавчої і фінансової підтримки, дають змогу, по-можливості, блокувати розповсюдження хвилі банкрутства банків. Саме тому, у більшості випадків важко сперечатися з думкою, що заходи з убезпечення банків від банкрутства є не стільки бажаними, скільки обов'язковими навіть не зважаючи на їх суперечливість.

Проблема, на нашу думку, полягає в тому, що заходи *ex-post* призначені для мінімізації суспільних втрат від банкрутства банків, можуть *ex-ante* сприяти зростанню ризикового апетиту тих самих банків. Цілком логічним є висновок, що банки можуть вдаватися до операцій з високоризиковими і, відповідно, високодохідними активами, якщо знатимуть, що їм обов'язково буде надана допомога *ex-post* у випадку, коли щось піде не так. Така проблема може стати насправді руйнівною, коли банк займається операціями з високоризиковими цінними паперами. Прикладом такої діяльності може бути спекулятивна торгівля цінними паперами, що знаходяться у торговому портфелі українських банків (таб.4.10).

З огляду на високу волатильність, торгові операції з цінними паперами завжди розглядалися, як основний напрямок діяльності, скоріше, спеціалізованих компаній, які займаються брокериджем, ніж банків. В контексті управління активами банку, в основу якого покладено насамперед забезпечення стабільності,



Таблиця 4.10

**Цінні папери , крім акцій, випущених резидентами, у торговому портфелі банків України\***

Період	Залишки коштів на кінець періоду, млн.грн.	Зміна у річному обчисленні,%
2007	2416	48,8
2008	2667	10,4
2009	1081	-59,5
2010	6129	466,9
2011	9535	55,6
2012	15316	60,6
2013	8695	-43,2
2014**	21990	152,4
2015**	15334	74

*Джерело:* розроблено автором за даними Бюлетенів НБУ (2007-2014р.р.)

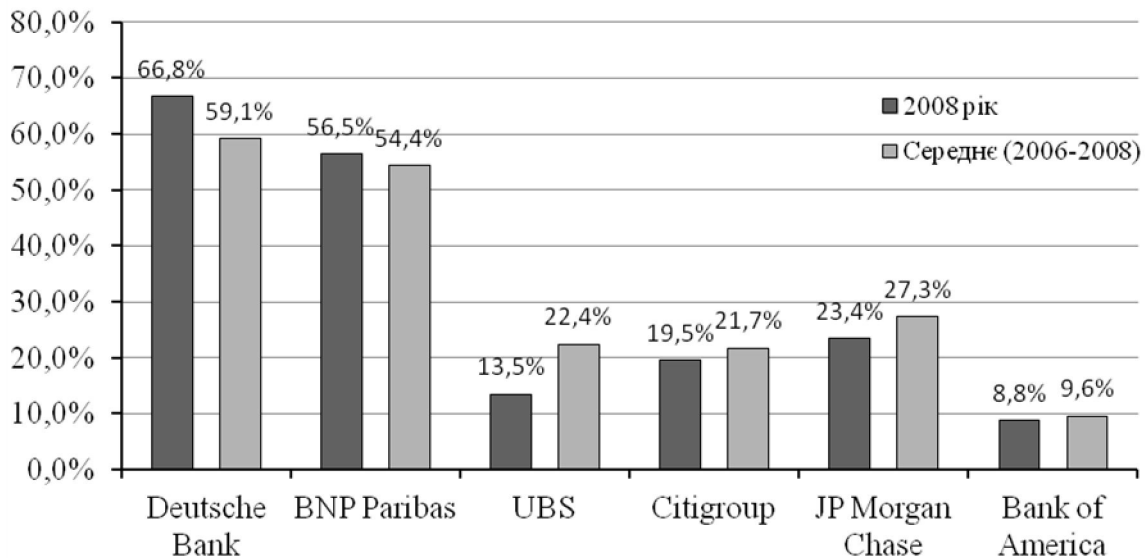
\* крім депозитних корпорацій

\*\* дані за 2014-2015р.р. - прогноз

високий рівень волатильності торгових активів традиційно вважався неприйнятним. Проте європейські банки давно відійшли від цієї традиції.

Консолідовані фінансові звіти показують, що торгові активи Deutsche Bank і BNP Paribas склали 66,8% і 56,5% по відношенню до суми усіх активів на кінець 1998 року (рис.4.15). Це означає, що більше половини усіх активів балансу було розміщено у торгових портфелях з високою волатильністю.

З іншого боку американські Citigroup і JP Morgan Chase утримували відповідно 19,5% і 23,4% усіх активів у своїх торгових портфелях [367]. На відміну від американських інвестиційних банків, які для того щоб здійснювати операції з цінними паперами мають діяти у форматі фінансових холдингів, європейські інвестиційні банки, які напряду займаються операціями з цінними паперами, вочевидь, продемонстрували більш агресивну політику стосовно операцій на ринку цінних паперів. Це свідчить, що пряма участь банків у інвестиційній діяльності може значно поглибити проблему морального ризику, яка може бути виражена гаслом: «Приватизувати прибуток і націоналізувати втрати!»



**Рис. 4.15. Питома вага торгових активів у фінансових конгломератах Європи і США**

*Джерело:* Розроблено автором за даними форми 10-K Комісії по цінним паперам (SEC) США [367]

Інша причина відділення банківської діяльності від операцій на ринку цінних паперів пов'язана з розвитком фінансової галузі. Коли у США було введено в дію закон Гласса-Стіголла критики зауважували, що не було очевидних підстав стверджувати, що саме операції банків з цінними паперами справили негативний ефект на економіку. Проте, зараз існує загальний консенсус стосовно того, що регулятивні заходи спрямовані на відділення інвестиційної діяльності банків від класичної банківської діяльності мають, в кінцевому рахунку, сприяти інноваціям, які - у свою чергу - сприятимуть розвитку фінансової системи.

На нашу думку, відділення банків від операцій з цінними паперами може привнести у фінансову галузь елемент розвитку, оскільки в умовах такого радикального відділення стимули до впровадження інновацій можуть лише посилитися. Окремі автори наполягають на тому, що якщо банкам дозволено займатися цінними паперами, то введення інновацій обмежуючого характеру може зменшити прибутки, які банки отримують від існуючих видів діяльності, і, таким чином, зменшити зацікавленість банків у розвитку конкурентоспроможності у

сегменті цінних паперів [376]. Якщо цей аргумент виявиться правдивим, то сама діяльність банків з цінними паперами може не тільки послабити мотивацію банків до впровадження фінансових інновацій і підтримки конкуренції, а, фактично, перешкоджатиме розвитку фінансової галузі.

В дійсності, конкуренція і фінансові інновації в умовах жорсткої диференціації сфер діяльності комерційних і інвестиційних банків стимулювали появу таких інноваційних продуктів як MMF (фонди грошового ринку, що вкладають кошти в високоліквідні короткострокові цінні папери) і MMDA (депозитні рахунки грошового ринку – ощадні рахунки з можливістю інвестування вільного залишку коштів в інструменти грошового ринку). З іншого боку існує думка, що закон Гласса-Стіголла створив умови для зростання конкуренції і різноманітності у фінансовій галузі [377]. Напруженість, що виникла між банками і фінансовими ринками - сприяла конкуренції, а отримані в результаті цієї конкуренції інновації - сприяли розвитку фінансового ринку.

Крім того, одним з пояснень того, чому саме на інвестиційному напрямку діяльності банків існує пригнічення розвитку фінансових інновацій може бути пруденційне регулювання банківської діяльності. Як зазначалося, у той час, як класичний бізнес на ринку цінних паперів за своєю природою схильний до пошуку і прийняття ризику, для банків, діяльність яких пов'язана з системним ризиком, прийняття на себе надлишкового ризику є небажаним. Саме тому, більш жорсткі - порівняно з іншими фінансовими посередниками - стандарти пруденційного регулювання мають бути встановлені саме для банків. Проте, в умовах жорсткого регулювання у банків не буде змоги приймати на себе специфічні ризики фінансового ринку, що є необхідним стимулом для розвитку фінансових інновацій. Як результат, ймовірність виникнення інновацій у процесі зарегульованої діяльності банків на ринку цінних паперів є, на нашу думку, невисокою.

Наведені нами аргументи на користь відділення операцій з цінними паперами від банківської практики дають змогу сформулювати два варіанти реалізації цієї ідеї: по-перше, це заборона банкам безпосередньо займатися цінними паперами і,

по-друге, заборона займатися цінними паперами як самим банкам та і їх афілійованим компаніям, як це, наприклад, було реалізовано у законі Гласса-Стіголла. Проте, намагання повторного введення закону подібного до закону Гласса-Стіголла, іншими словами - заборони банкам мати афілійовані фірми по торгівлі цінними паперами, є, на нашу, таким, що не відповідає існуючим реаліям.

По-перше, буде дуже важко досягти взаємної згоди між різними країнами. Оскільки безпосередня участь банків в операціях з цінними паперами може створювати як загрозу стабільності банку, так і моральний ризик, саме це має бути центральним аргументом відділення операцій з цінними паперами від банківського бізнесу. Проте більшість країн Європи ( і Україна – не виняток), які вже дозволили банкам безпосередньо працювати з цінними паперами, скоріш за все не погодяться на введення такої заборони, яка, на їх думку, може підірвати конкурентоспроможність національних фінансових інститутів. Але навіть якщо ці країни підуть на поступки і введуть заборону на участь банків у торгівлі цінними паперами, скоріш за все, ціною цієї поступки буде дозвіл займатися цінними паперами афілійованим компаніям банків.

По-друге, результати досліджень показують, що формування зв'язків між банківським бізнесом і операціями на ринку цінних паперів може створити синергію у корпоративному фінансуванні [378, 379, 380]. Заборона на співпрацю банків з афілійованими компаніями може вплинути на ефективність корпоративного фінансуванні і підвищити вартість фінансування для емітентів. А отже, не варто створювати бар'єри між афілійованими компаніями банків і цінними паперами.

Оскільки багато країн і фінансових інститутів займають суттєво відмінні позиції і мають суперечливі інтереси, то можна припустити, що у процесі реалізації такого відділення виникне грандіозна плутанина, а очікуваний результат не буде того вартий. Тут свою роль може відіграти і галузевий фактор. На відміну від минулого, у процесі фінансового розвитку бар'єри між банківською справою і фінансовими ринками стають більш розмитими, майже умовними – дається взнаки

реалізація концепції функціональних фінансів. Навіть якщо припустити, що ідея стосовно відділення прийнята, її впровадження може бути ускладнене неоднозначністю поведінки учасників. Якщо ж фізичне розділення стає неможливим з огляду на існуючу політичну дилему або проблеми з правозастосуванням, завжди існує можливість вдосконалення вже існуючої системи до тих пір, поки ми намагатимемося визначитися з балансом між очікуваними втратами і вигодами від впровадження нової. Прикладом тут може бути посилення регуляторних вимог до капіталу, регулювання левериджу для компаній по торгівлі цінними паперами, хедж-фондів, фондів прямих інвестицій, що управляються депозитарними інститутами, вдосконалення комплексних методик оцінки фінансової стійкості. Подібні заходи можуть, на нашу думку, розглядатися як інструменти опосередкованої демотивації участі банків у ризикових операціях з цінними паперами, що мають певний регулятивний потенціал.

#### **Висновки до розділу 4**

Дослідження економічної природи портфельного регулювання інвестиційної діяльності банку дозволило нам зробити наступні висновки і узагальнення.

4.1. Проведене дослідження ролі ризик-менеджменту у регулюванні інвестиційної діяльності банків, дозволило виділити діалектичну відмінність між управлінням ризиком і управлінням інвестиційним портфелем банку: ризик-менеджмент у банку має визначатися з тим, як буде змінюватися вартість портфелю активів банку в результаті зміни ринкових факторів, у той час як створення інвестиційного портфелю банку вимагає оцінки точності прогнозів менеджера. У межах теорії регулювання існування цієї відмінності обумовлює, на рівні банку, потребу у відокремленні портфельних менеджерів від управління ризиком, оскільки, як показали дослідження, банк - у ролі менеджера з управління активами - несе фідучіарну відповідальність, що суттєво відрізняється від відповідальності, яку бере на себе банк виступаючи від свого імені інвестором на фондовому ринку; для банків

надзвичайно важливою є спроможність визначитися з власними фінансовими ризиками окремо від того, як їх сприймають трейдери, що створюють і приймають на себе ризик з метою отримання неспецифічного прибутку по за базовою інституційною моделлю функціонування банку як фінансового посередника.

4.2. Аналіз двоїстої природи ліквідності дозволив встановити, що з огляду на ліквідність інвестиційний портфель банку має бути структурований таким чином, щоб генерувати позитивний інвестиційний результат (дохідність активів має бути вищою ніж вартість залучення ресурсів і позитивно впливати на чистий прибуток і вартість банку), а цього можна досягти прийняттям на себе (1) неспецифічного кредитного ризику і (2) ризику зміни процентної ставки - банк інвестує в цінні папери, що мають нижчий кредитний рейтинг і, таким чином, вищу дохідність ніж інструменти, що використовуються банком для фінансування.

4.3. Аналіз реалізації механізму взаємодії кредитно-інвестиційного портфеля банку і його зобов'язань в умовах невизначеності засвідчив, що для комерційних банків портфель ліквідності є одним з ключових інструментів управління ліквідністю, який забезпечує резервне джерело коштів у випадку значних неочікуваних виплат. Розвиток глибоких і ліквідних ринків з численними маркет-мейкерами, на яких велика кількість угод по конкретним цінним паперам не впливає на їх ціну, означає, що банки можуть здійснювати запозичення у випадку нестачі фінансування, а повсякденна діяльність з підтримки ліквідності, як показали результати досліджень, перетворюється на ключове завдання банківського менеджменту.

4.4. Проведене дослідження за 2007 – 2013 роки довело, що для комерційних банків в Україні обсяг портфеля ліквідних активів по відношенню до загальної величини активів має тенденцію до зростання в період уповільнення економічного росту, коли потреба в позиках є низькою і кредитоспроможність клієнтів погіршується, а прискорення темпів економічного зростання призводить до зменшення портфеля ліквідності - кошти знову переміщаються в напрямку позик з високими очікуваними доходами.

4.5. Домінування на національному ринку цінних паперів комерційних банків, які перебрали (за фактичної відсутності інших інститутів фінансового посередництва) на себе усі можливі – незаборонені - функції фінансового посередництва, у поєднанні з відсутністю якісно-ліквідних цінних паперів, призвело до того, що банківському сектору немає у кого купити / кому продати ліквідність у режимі вільного ринку і коли єдиним джерелом ліквідності виступає НБУ, дає змогу стверджувати, що ринок ліквідності в Україні звузився, фактично, до банківського сектору, який сам по собі не може забезпечити стратегічно необхідну глибину фінансового ринку.

4.6. Обґрунтування провідної ролі показника достатності капіталу у процесі регулювання інвестиційної діяльності банків, дало змогу констатувати, що для банків економічний капітал, як сума інвестицій акціонерів які або розміщені в ризикову діяльність, або вже були витрачені з метою надбання майбутніх вигод, виступає у ролі буферного резерву, що забезпечує банку захист від різноманітних ризиків притаманних різним за своєю природою видам діяльності банку і має абсорбувати саме неочікувані втрати за визначеного рівня достовірності, на відміну від сформованих банком резервів, призначення яких – компенсувати очікувані втрати за угодою упродовж строку її дії.

4.7. Дослідження особливостей реалізації морального ризику – пост-контрактного опортунізму - у банківській сфері засвідчило, що за відсутності вимог до капіталу, регульованих урядовими агенціями, а значить і до рівнів ризику, які приймають на себе фінансові посередники, - останні будуть намагатися тримати менше капіталу ніж це необхідно з точки зору суспільства, тобто - з точки зору максимізації суспільного блага. Виходячи з цього положення можна стверджувати, що банки мають розглядати резерви капіталу не як обмеження, а як необхідну умову для власного процвітання і стабільності.

4.8. Аналіз результатів виконаних досліджень дозволяє стверджувати, що величина економічного капіталу може бути ефективно використана у якості регулятивного показника як інвестиційної діяльності банку, так і діяльності банку загалом. Крім того, бажаний рівень керованої ризиковості діяльності банку дає

змогу визначитися з оптимальною структурою активів банку - розмістити капітал за активами таким чином, щоб повністю використати регулятивний капітал у якості ризикового (економічного) капіталу. Такий підхід має бути прийнятий за основу при розробці концепції пруденційного регулювання банківської системи.

4.9. Для оптимізації інвестиційної діяльності банків з урахуванням типів і величини ризику, запропоновано використовувати комплексний підхід до регулювання процесу активного розміщення капіталу, сутність якого полягає в тому, щоб визначитися з реальними обсягами використання економічного капіталу за напрямками інвестиційної діяльності (або центрами отримання прибутку) і очікуваннями керівництва стосовно майбутньої діяльності в рамках горизонту планування; така постановка задачі забезпечує можливості для ефективного розподілу фінансових ресурсів між різними видами діяльності з використанням ризик-лімітів і покриває не тільки ринковий, кредитний і операційний ризик але також і інші актуальні ризики.

4.10. Дані аналізу свідчать, що основними причинами виникнення фінансової кризи в середовищі як комерційних так і інвестиційних банків, слід вважати високий леверидж і структурну асиметричність строків до погашення в обох частинах балансу - поєднання неліквідних активів з коштами отриманими за рахунок високоліквідної короткострокової заборгованості. Як результат, реалізація ризику ліквідності, обумовлена низькою якістю активів, змусила в першу чергу інвестиційні банки швидко позбавлятися від своїх активів за викидною ціною, що призвело до різкого падіння їх вартості на ринку і підірвало стійкість – на системному рівні - інших фінансових інститутів, які тримали на балансі подібні фінансові інструменти або інші фінансові інструменти але тих самих емітентів.

4.11. В контексті удосконалення методики регулювання інвестиційної діяльності банків, з метою ефективного запобігання виникненню і реалізації системного ризику, одним з стратегічних напрямків має бути здійснення контролю за зростанням активів, яке, як показали результати дослідження, підтримується за



рахунок суттєвого приросту обсягів саме боргового фінансування, а це неминуче приводить нас до усвідомлення потреби в запровадженні регуляторного підходу при оцінці левериджу інвестиційних і комерційних банків.

4.12. Дослідження проблематики реалізації інституціональних засад інвестиційної діяльності банків на ринку цінних паперів і похідних фінансових інструментів дало змогу зробити висновок, що така діяльність має тлумачитися, скоріше, як вимушена ніж бажана і суперечить безумовній фідучіарній природі зобов'язань емітованих банками за депозитними угодами. Цей висновок – на рівні теоретичного узагальнення - є значущим і свідчить про необхідність якщо не усунення, то хоча б максимального обмеження активності банків на ринку цінних паперів. Оскільки з об'єктивних причин розділення банківського бізнесу і операцій з цінними паперами є неможливим на поточну етапі розвитку, вдосконалення існуючої регуляторної системи пропонується здійснювати шляхом опосередкованої демотивації участі банків у ризикових операціях з цінними паперами через такі заходи як (1) вдосконалення комплексних методик оцінки фінансової стійкості і (2) для компаній, що управляються депозитарними інститутами - посилення регуляторних вимог до капіталу, регулювання левериджу для компаній по торгівлі цінними паперами, хедж-фондів і фондів прямих інвестицій.

Основні положення, що містить цей розділ дисертації, відображено у публікаціях [381, 382, 383, 384, 385, 386, 387, 388, 389, 390].

## РОЗДІЛ 5

### РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ БАНКІВ НА МІЖНАРОДНОМУ РІВНІ

#### **5.1. Еволюція міжнародної системи фінансово-банківського регулювання як відповідь на виклики глобалізації**

Настання світової фінансово-економічної кризи засвідчило той факт, що існуючі підходи до регулювання в економіці не виправдали сподівань, які на них поклалися як національними регуляторами, так і суспільством. Фінансовий ринок і банківська система виявилися не готовими до сприйняття реалій функціонування в умовах невизначеності тривалої системної кризи, а загальноприйнятій концепції регулювання і нагляду сформульовані в Базельських угодах було цілком логічно поставлено під сумнів. На нашу думку, вирішення існуючих проблем регулювання варто починати не з технічного аналізу і доопрацювання існуючих нормативних положень, а з пошуку і дослідження внутрішніх суперечностей, які обмежують ефективність функціонування системи банківського регулювання.

Аналіз наукових джерел і публікацій показує, що дослідженню проблеми взаємодії національного і міжнародного регулювання діяльності банків приділяється значна увага як українських так і іноземних науковців і практиків. Так, питання пов'язані з інтерпретацією існуючих міжнародних положень з регулювання банківської діяльності висвітлюються у працях Братанович С., Грюнінга Х., Вовчак О., Волошина І., Діамонда Д., Зінченка. В., Кірєєва О., Ковальова О., Корнєєва В., Лаврушина О., Любуня О., Лютого І., Міщенко В. З іншого боку Кемпбелл Т., Корларі Дж., Левайн Р., Маршавина Л., Пелаез К.М., Поморіна М., Сантомеро А., Тіроль Є., Фама. Е. роблять акцент на можливостях розробки міжнародних положень з регулювання банківської діяльності у відповідності до існуючих

національних регулятивних стандартів з урахуванням рівня розвитку локальних фінансових ринків. Однак, у більшості досліджень рекомендації Базельського комітету сприймаються як даність.

Проте, на нашу думку, дослідження, насамперед, потребують причини і мотиви, що спонукали до укладання Базельської угоди та визначення природи суперечностей, які завадили ефективній реалізації її положень.

Як уже зазначалося, Базельський комітет з банківського нагляду був створений у 1974 році при Банку міжнародних розрахунків по ініціативі центральних банків та органів нагляду держав Групи десяти (G 10) одразу після банкрутства німецького банку Bankhaus Herstatt [391]. Його метою стали розробка і впровадження рекомендацій стосовно організації пруденційного регулювання для усіх банків, що мають значне міжнародне представництво. Упродовж 1980-х років окремі члени комітету (зокрема, представники США і Великобританії) виявляли особливу стурбованість стосовно активних темпів приросту сукупних активів японських банків на той час відомих своєю недокапіталізацією і гарантіями від уряду Японії, що могли бути використані у випадку потреби (таб.5.1).

У 1988 році Комітет сформулював набір пруденційних правил метою яких було підтримання стабільності міжнародної банківської системи та згладжування неузгоджень, що виникали між країнами у процесі конкуренції. Вони відомі як Базельські угоди, або ж коротше – Базель I. Перші базельські угоди були об'єктом для широкого поля дискусій як зі сторони банкірів, так і економістів і, як наслідок, перманентно піддавалися реформуванню особливо у період на початку 1990-х років. На той час головою Комітету був Макдоноу У., президент Федерального резервного банку Нью-Йорку, член Федерального комітету по операціям на відкритому ринку ФРС США, керівник Комітету по нагляду за аудитом публічних компаній при комісії по цінним паперам і біржам США.

Саме в цей період Комітет почав зазнавати значного тиску зі сторони банкірів, зокрема, через Робочу групу з достатності капіталу Інституту міжнародних фінансів, яка представляла собою асоціацію сформовану з представників найбільших міжнародних банків. Основним наслідком такого лобювання було сприйняття і

прийняття і легітимація Комітетом внутрішніх моделей, що використовувалися цими великими банками.

Таблиця 5.1

**Розподіл активів найбільших банків у 1974, 1988 і 2014р.р. за країнами  
(млрд.долл.США)**

Рік	1974				1988				2014			
Ранг	Країна	Активи	Банки	%	Країна	Активи	Банки	%	Країна	Активи	Банки	%
1	США	153,3	3	41	Японія	2553,3	9	92	Китай	10358,5	4	45
2	Франція	95,2	3	25	Франція	214,4	1	8	Франція	4583,3	2	20
3	Велико-британія	65,2	2	17	Велико-британія	--	--	--	Німеччина	2214,7	1	10
4	Німеччина	32,4	1	9	Німеччина	--	--	--	Велико-британія	2173,9	1	9
5	Японія	28,9	1	8	Японія	--	--	--	Японія	1961,7	1	8
6	Китай	--	--	--	Китай	--	--	--	США	1945,5	1	8
	УСЬОГО	375	10	100	Х	2767,7	10	100	Х	23237,6	10	100

*Джерело:* розроблено автором за даними періодичних видань та інформаційно-аналітичного сайту Bankrate. – [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://www.bankrate.com/finance/banking/largest-banks-in-the-world-1.aspx>

\*за вибіркою з 10 найбільших банків

Перша угода – Базель I – офіційно мала на меті досягнення двох цілей: (1) забезпечити стабільність («безпека і надійність») міжнародної банківської системи і (2) прибрати конкурентні неузгодженості, які виникають з факту, що окремі країни (а Японія була найбільш очевидним прикладом) надавали приховані гарантії необмеженої підтримки своїм банкам у випадку загрози банкрутства. Це дозволяло банкам збільшувати суми загальної заборгованості, пропонуючи нижчі процентні ставки, які не співвідносилися з тими, яких, зазвичай, вимагає ринок. Таким чином, відбувалося захоплення значної долі на кредитних ринках(таб.Е.1).

Принцип Базелю I є надзвичайно простим: від кожного банку вимагається утримувати мінімум загального капіталу еквівалентний 8 процентам від загальної величини активів, які пізніше були зважені ще і на величину коефіцієнтів, що мають відображати кредитний ризик цих активів. Припускалося, що зважені суми банківських активів - активи зважені з урахуванням ризику - виступатимуть у ролі

показника загального кредитного ризику, який взяв на себе банк. Вагові коефіцієнти самі по собі були надзвичайно простими: 0 процентів, 25 процентів, 50 процентів або 100 процентів - в залежності від характеру позичальника або емітента цінних паперів (уряди країн, члени або не члени Організації економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР), комерційні банки, небанківські компанії, іпотечні кредити і так далі). Поте варто зауважити, що згідно первинного задуму Комітету, ці рекомендації мали статус виключно рекомендацій, що мали використовуватися тільки по відношенню до банків зі значним рівнем міжнародної активності. Власне, з того часу влада окремих країн поширила ці правила на всі без винятку банки, що підпадали під її регулювання.

Як показали результати дослідження, негайним результатом Базелю I було вражаюче зростання капіталізації у міжнародному банківському секторі і згладжування конкурентної неузгодженості між країнами у галузі регулювання фінансово-інвестиційної діяльності. Проте, так само швидко почали з'являтися і критичні зауваження стосовно майже всіх положень Угоди. Зокрема, Базель I було звинувачено у спонуканні/ заохоченні до «стискання» кредитування фізичних осіб і підприємств – ситуації при якій банки віддають перевагу купівлі довгострокових державних цінних паперів замість того, щоб кредитувати домогосподарства і підприємства, де ваговий коефіцієнт ризику становить 100 процентів і , відповідно, вимоги до капіталу становлять повні 8 процентів.

Проблема, на нашу думку, полягала втому, що запропоновані Базелем I вагові коефіцієнти не кореспондувалися з показниками ризику, що використовувалися самими інвесторами і які не знаходили свого відображення у ризиковій маржі (або процентних спредах), що спостерігалася на ринках. Повертаючись до нашого прикладу можна зазначити, що інколи виплати по довгостроковим державним облігаціям були вищими ніж по короткостроковим кредитам фірм з хорошим рейтингом. Така ситуація складається з огляду на те, що ризик дефолту підприємства з хорошим рейтингом на короткому проміжку часу є дуже малим, у той час як ризик процентної ставки пов'язаний з довгостроковими державними облігаціями, є відносно вищим навіть якщо ризик дефолту є фактично нульовим.

Заміняючи у своєму інвестиційному портфелі короткострокові корпоративні кредити на довгострокові державні облігації, банки, відповідно до положень Базель I, могли зменшити вимоги за нормативами по капіталу, одночасно збільшуючи дохідність своїх активів. Це тільки проста ілюстрація багатьох з тих можливостей регуляторного арбітражу, які відкрилися перед банками з впровадженням Базель I, і які витікають з факту, що величини вагових коефіцієнтів обрані Комітетом відображали тільки частину ризиків, що мають відношення до активів банку (кредитний ризик, ринковий ризик і ризик процентної ставки ігнорувалися) у той час як коефіцієнти, як такі, виглядали досить неідеально. Вони розраховувалися, як уже зазначалося, тільки з огляду на інституціональну природу позичальника або емітента кредиту і не відображали правдиво а ні ризик дефолту цих інститутів, а ні суттєві характеристики боргу.

Зіткнувшись з такою критикою, Комітет негайно приступив до внесення поправок до Базель I (особливо зауважуючи на ринковий ризик і ризик процентної ставки), а потім прийшов до висновку стосовно потреби його радикального перегляду - процесу, кульмінацією якого стала друга Базельська угода або, як її ще називають Базель II.

Якщо безпосередню мотивацію Базель I визначити досить просто: дати можливість американським і англійським банкам конкурувати на рівних з японськими банками, а у більш загальному випадку - запобігти непрямому субсидуванню урядом своїх банків шляхом надання неявних гарантій у випадку дефолту, - то у випадку з Базель II зробити це значно складніше. Для зовнішнього спостерігача послідовність реформ запроваджених Базелем II порівняно з Базелем I виглядає, скоріше, як серія прагматичних поправок «за обставинами» і «на вимогу», за допомогою яких Комітет намагався, по можливості, захистити себе від критики зі сторони банківської спільноти, яка, на кінець, скінчилася тим, що провідні міжнародні банки отримали дозвіл самим визначатися, яким чином за ними мають наглядати - об'єкт нагляду став сам собі і суб'єктом нагляду. Таким чином, у регуляторній політиці взяла гору приватна теорія регулювання.

Точкою відліку у цьому процесі був перший консультативний документ (Consultation paper 1), що був випущений у вересні 1998 року, у якому Комітет описував яким чином у майбутньому Базелі II він має намір визначати величину кредитного ризику [392, с.17-22]. І знову так сталося, що пропозиції Базельського Комітету попали під хвилю критики (в основному зі сторони Робочої групи з достатності капіталу Інституту міжнародних фінансів), яка, загалом, більшою частиною повторювала більш ранні критичні заяви, що ставили під сумнів компетентність Базельського комітету. Наприклад, поправка стосовно врахування ринкового ризику викликала критичні зауваження в основному через те, яким чином пропонувалося використовувати VaR у якості критерію оцінки ризику. Зокрема, зазначалося, що такий спосіб його використання, як це не парадоксально, призводить до прийняття банком на себе ще більших ризиків [393]. Втомившись відбиватися від потоку звинувачень Комітет, фактично, капітулював, прийнявши концепцію безумовної прямої легітимації використання внутрішніх моделей кредитного ризику, що використовувалися провідними банками у їх діяльності.

Аналіз тенденцій розвитку регуляторної політики показав, що регулятори завжди стоять перед фундаментальною дилемою. З одного боку - якщо вони відмовляються бути суб'єктом (підпадати під вплив) існуючої практики, що превалує у сфері діяльності яку вони регулюють - вони наражаються на ризик не отримати достатній рівень доступу до відповідної інформації або навіть бути звинуваченими у некомпетентності. З іншого боку, якщо вони надзвичайно зближаються з існуючою практикою, то виникає ризик бути поглинутим галуззю, яку вони мали регулювати. Питання підлеглості регулятора (підпорядкованості інтересам об'єкту регулювання) досліджувалися економістами Чикагської школи і, зокрема, Стіглером Д. Захоплення регулятора розглядається ними як використання підприємцями регулювання для створення картелів і захисту себе від конкуренції зі сторони нових потенційних учасників [71]. У випадку з Базелем II, немає жодного сумніву що у січні 2001 року (коли було випущено другий консультативний документ) шальки ваг рішуче схилилися на користь регуляторного захоплення – регулятор став підлеглим, а регулювання приватним.

Точка зору банків, виражена більш або менш відкрито, полягає, на нашу думку, в тому, що Базельському комітету не вистачало у минулому і не вистачає зараз компетентності детально розробити систему пруденційного регулювання для кредитного ризику і, таким чином, він був змушений погодитися на використання внутрішніх моделей розроблених головними міжнародними банками.

Порівняльний аналіз базових підходів до регулювання показав, що Базель II був значно більш складним ніж Базель I, особливо з огляду на запровадження «трьох опор». Мінімальна достатність капіталу (перша опора) доповнена міркуванням стосовно все більш зростаючої ролі наглядових органів (друга опора) і ще більш суворі вимоги до прозорості (третья опора), сприяють підвищенню рівня ринкової дисципліни на додачу до регуляторної. Проте, саме перша опора втілює у собі сутність змін запропонованих Базелем II. Розрахунок потреби у капіталі з тих пір здійснювався на основі трьох показників, що мають відношення до кредитного, ринкового і операційного ризиків. В основі цієї методології лежить показник вартості під ризиком (VaR), який прийнято оцінювати на основі фактичних даних за минулі періоди. Іншими словами, регулятор намагається оцінити для кожного ризику таку величину капіталу, яка дасть банку можливість покрити усі його втрати упродовж наперед визначеного проміжку часу (для кредитного ризику – один рік), з наперед визначеною ймовірністю (99,9 процентів для кредитного ризику) за припущення, що умови функціонування у майбутньому будуть подібними до умов у яких банк діяв у минулому (припущення стосовно статичності економічного середовища). Це, на нашу думку, дуже схоже на статичний «інженерний» підхід до ризику дефолту банку, аналогічний до того, як інженери-будівельники розраховують скільки бетону має бути використано для будівництва мосту для того, щоб ймовірність його руйнування стала майже нульовою. Такий підхід, очевидно, не в змозі врахувати динаміку змін у функціонуванні банківських інститутів, які постійно знаходяться у процесі пошуку нових інвестиційних можливостей та планів рефінансування. До того ж, він не здатний врахувати той факт, що фінансові ризики є не екзогенними за своєю природою, а навпаки - похідними від поведінки економічних агентів. А отже, статистичний розподіл надходжень від банківської і



фінансової діяльності не є стаціонарним, а знаходиться у критичній залежності як від економічного і регуляторного середовищ, так і від особистих мотивів та стимулів, що зіштовхують різних економічних агентів на ринку з надання послуг з фінансового посередництва [394].

Можна сказати, що основною принциповою інновацією Базелю II було санкціонування використання для оцінки кредитного ризику підходу, що базується на внутрішній рейтинговій оцінці (IRB), в основі якої лежить теоретична модель асимптотичного єдиного фактору ризику (ASRF). У якості альтернативи стандартному підходу, при якому регулятор директивно встановлює вагові коефіцієнти для оцінки кредитного ризику за різними групами активів банку, Базельський комітет (у якості альтернативи коефіцієнтам запропонованим у Базель I) запропонував усім зацікавленим банкам перспективу використання їх власних внутрішніх моделей, звісно, за умови якщо банки отримали підтвердження на їх використання зі сторони регулятора. Регулятор розраховує вагові коефіцієнти на основі надзвичайно складної математичної формули (5.1):

$$K = LGD \times N \left[ \frac{G(PD)}{\sqrt{1-R}} + \sqrt{\frac{R}{1-R}} \times G(0,999) \right] - PD \times LGD . \quad (5.1)$$

У цій формулі  $K$  представляє собою ваговий коефіцієнт який дає змогу розрахувати величину вимог до капіталу (5.2), а

$$N(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} \int_{-\infty}^x \exp - \frac{t^2}{2} dt \quad (5.2)$$

є кумулятивною функцією стандартного нормального розподілу,  $LGD$  – величина втрат у випадку дефолту,  $G(u) = N^{-1}(u)$  – функція квантилей нормального розподілу,  $R$ - коефіцієнт кореляції між портфелем позик і макроекономічними фактором ризику, а  $PD$  – ймовірність дефолту.

Ця формула була взята з однієї дуже математично витонченої моделі розробленої М. Горді [395]. Модель дозволяє оцінити VaR для диверсифікованого кредитного портфеля, що корелюється з єдиним макроекономічним фактором. Аналіз базових положень цієї моделі показав, що ціною, яка була сплачена за

елегантність формули, є ряд абсолютно нереалістичних, на нашу думку, припущень таких як те, що нормальний розподіл є надзвичайно недоречним по відношенню до ризику дефолту і, звісно ж, існування єдиного унікального фактору для макроекономічного ризику. На нашу думку, багатофакторна модель розподілу з товстими «хвостами» була б незрівнянно більш конструктивною, але вона вимагає такого надзвичайно складного статистичного «обходження», яке просто не можливо затвердити на регулятивному рівні. Таким чином, використовувані банками внутрішні моделі були доопрацьовані шляхом включення в них цієї регуляторної формули для оцінки ймовірності дефолту у випадку використання підходу «IRB-базовий» (де регулятор оцінює інші параметри), або ж усього набору параметрів PD, LGD і R у випадку з підходом «IRB-удосконалений».

Усестороння переробка і уточнення цієї формули у процесі адаптації до різних категорій позичальників (національні уряди, банки, підприємства) і адаптивне коригування інших факторів (ефективний строк погашення, підприємства малого і середнього бізнесу) [360] свідчать на користь нашого критичного відношення. Наведена нами регуляторна формула є настільки складною, що це не дає змоги нікому з тих, хто знаходиться поза безпосередніми відносинами між банком і регуляторним інститутом, зробити власну оцінку стосовно правильності дій самого регулятора. Це, фактично, комплексна функція з багатьма параметрами, оцінити які незалежно - практично неможливо. А це, у свою чергу, дає регулятору значний діапазон («люфт») у свободі вибору більшого або меншого рівня жорсткості використання пруденційних критеріїв. Отже, одна з основних цілей базельського процесу - зняття конкурентних розбіжностей між банками у різних країнах шляхом обмеження свободи дій національних регуляторів через введення уніфікованого підходу - стала, таким чином, фактично нездійсненою.

У той самий час, будучи, як завжди надзвичайно ускладненим, регуляторний режим, пропонований Базельським комітетом, є надзвичайно недопрацьованим для того щоб забезпечити точну і достовірну оцінку ризику дефолту для кожного окремо взятого банку, що створює проблему ефективності вмотивованого судження [396, с. 128-129]. Управління ризиками в таких великих фінансових інститутах як

банки, в дійсності, включає в себе надзвичайно складний комплекс методів, які є більшою або меншою мірою формалізованими (стрес-тестування, аналіз сценаріїв, складання карти ризиків) і це дає змогу радам директорів цих інститутів використовувати розрахункові дані по ризикам в інтересах єдиної зацікавленої групи - їх акціонерів-власників (а не вкладників або в цілому суспільства!).

Варто зауважити, що сучасний ризик-менеджмент це, на нашу думку, більшою мірою мистецтво ніж наука: надзвичайно складні і витончені математичні моделі, які мають стосунок тільки до окремих ризиків, завжди будуть менш корисними ніж набір прагматичних методів, що дають змогу врахувати загальну схильність банківського інституту до сприйняття ризику. У випадку оцінки ризику банкрутства банку, очевидно, варто концентрувати увагу на ризику платоспроможності або ліквідності, ніж заглиблюватися у надточну оцінку кредитного ризику, змодельовану на основі моделі асимптотичного єдиного фактору ризику. Отже, можна зробити висновок, що фундаментальна помилка, допущена Базельським комітетом, є похідною від двох глибоко вкорінених невідповідностей в запропонованій ним концепції регулювання і нагляду за банками.

По-перше, існує невідповідність між цілями пруденційного регулювання і банківського нагляду. Головним обов'язком керівництва банків як, власне, і керівництва інших компаній, є використання розрахункових значень ризиків з метою максимізації багатства своїх акціонерів (приватне регулювання). Обов'язки органів банківського регулювання тут суттєво відрізняються. Їх основним завданням є визначення (наскільки це можливо) «девіантних» банківських інститутів, які піддають небезпеці благополуччя своїх вкладників або стабільність фінансової системи і здійснення стосовно них відповідних заходів з корегування (суспільне регулювання). Таким чином, немає причин для втручання регулятора у процес щоденного управління фінансово стійких і платоспроможних банківських інститутів. З іншого боку - імперативом є і те, що ті самі банківські регулятори здійснюють примусові заходи як тільки побачать сумнівну поведінку банку, що має економічні труднощі. Роль пруденційних коефіцієнтів має, таким чином, бути суттєво переглянута: питання полягає не в розробці і впровадженні якихось окремих

підходів до управління банківськими ризиками - це те, що регулятор зробити не здатен. Замість цього, на нашу думку, задача регулятора полягає в забезпеченні простих показників (по суті - системи раннього попередження), що обумовлюватимуть обставини за яких регулятор буде мати право на втручання в управління економічним інститутом, який має проблеми.

Друга невідповідність у роботі Базельського комітету пов'язана з статусом математичних моделей в фінансах і економіці. На відміну від тих моделей, що використовуються у фізичних науках, моделі використовувані у фінансово-інвестиційні діяльності, мають низькі прогностні можливості і ті - тільки на короткому проміжку часу. Вони, власне, лише дають змогу визначитися з нашим якісним розумінням надзвичайно складного феномену, що виникає під час припливу і відпливу на ринках. Зокрема, результати практичного використання цих моделей однозначно свідчать не на користь їх життєздатності у довгостроковій перспективі [397]. Ці моделі стають суб'єктами впливу частих «змін режиму» кожного разу, коли надходять повідомлення стосовно економічних або регуляторних змін, що відбулися на ринку, або ж коли очікування або поведінка економічних агентів змінюються інколи таким чином, що їх надзвичайно складно пояснити.

## **5.2. Системна криза базельської концепції пруденційного регулювання в умовах обмеженої дієвості кептивної моделі регуляторної політики**

З моменту створення Базельського комітету з банківського нагляду у 1974 році стабільність міжнародної банківської системи була і залишається його основною метою. Більше того, в кінцевому рахунку фахівці Комітету витратили більше ніж п'ятнадцять років в намаганнях покращити систему пруденційного регулювання, яку ним же було започатковано у 1988 році, коли було сформульовано і оприлюднено Базельські угоди, що отримали назву Базель I. Кульмінацією цих безперервних зусиль стала ратифікація більшістю країн угоди Базель II, що була запропонована фінансово-банківській спільноті у 2004 році, основною метою якою передбачалося гарантування фінансової і банківської стабільності.

Однак економічні реалії ставлять як перед науковцями, так і перед практиками одне просте питання: так чому ж настала криза? На нашу думку, варто одразу відкинути поверхневі зауваження стосовно того, що джерелом виникнення проблеми були інститути, які не були суб'єктами Базелю II. Навіть якщо відповідає дійсності те, що деякі країни (а серед них і такий фінансовий гігант як США) не запровадили Базель II до моменту початку кризи і те, що американські інвестиційні банки так або інакше були поза базельською системою (оскільки вони не фінансували свою діяльність за рахунок залучення депозитів від населення), неможливо заперечувати, що криза негативно вплинула на усі без винятку головні міжнародні банки і те, що ці банки за власною ініціативою запроваджували положення Базель II. Крім того, варто мати на увазі що, по-перше, ці провідні міжнародні банки фактично отримали від Комітету (вже кептивного) гарантії стосовно того, що запровадження Базелю II не призведе до збільшення вимог стосовно капіталу для усіх банків, і, по-друге, ті ж самі банки в окремих випадках отримали вигоди від зниження цих вимог за умови впровадження методу внутрішніх рейтингів (IRB-метод). Дослідження засвідчили, що станом на кінець 2007 року за рахунок впровадження удосконаленого IRB методу комерційним банкам США вдалося зменшити сукупну величину регулятивного капіталу на 220 млрд. дол. США[337, с.77].

Тоді, за логікою дослідження, цілком доречним буде постановка питання, чому було необхідно займатися рекапіталізацією міжнародної банківської системи якщо - згідно з базельськими принципами пруденційного регулювання - більшість провідних банків мали рівні акціонерного капіталу, що вважалися на момент кризи адекватними? Це, власне, і є наступним кроком нашого дослідження. Взавши у якості прикладу надзвичайно добре задокументовану історію однієї з «перших ластівок» світової кризи – банк Northern Rock, ми маємо змогу проаналізувати усі можливі пояснення невдач пруденційного регулювання, що пропонується Базелем:

- (1) нездатність оцінки індивідуального ризику банкрутства банку,
- (2) нездатність передбачення системного ризику і, з рештою,
- (3) нездатність до управління фінансовими інноваціями.

Для кожного з цих напрямків нами діагностовано характерні невідповідності у Базелі:

- помилки при оцінці ризику ліквідності;
- помилки в оцінці ризику моделі;
- невдалий вибір регуляторних критеріїв;
- помилки пов'язані з врахуванням непрозорості окремих фінансових інструментів.

По тому, ми розглянемо інші важливі зауваження стосовно базельської концепції регулювання: її проциклічність і незбалансованість між її складовими елементами (загальновідомими «трьома опорами»).

Отже, розглянемо вже майже хрестоматійний випадок з банком Northern Rock. У виконавчого директора банку Northern Rock під час бесіди з представниками казначейства по справі визначення причин першого в історії Банку Великобританії (починаючи з 1872 року) факту «втечі вкладників», запитали яким чином могло статися так, що акціонерам банку були сплачені значні дивіденди перед тим як сталися події, що змусили владу Великобританії вдатися до дій по спасінню банку. Як виявилось, рівень власного капіталу банку був більш ніж достатнім відповідно до стандартів Базель II. Саме з цієї причини керівництвом банку було прийнято рішення, що акціонери мають право отримати свою долю вигоди від такого «умілого» управління банком [337, с. 79-80]. Звісно, у ретроспективі бізнес-модель банку Northern Rock, яка передбачала фінансування інвестицій у непрозорі і неліквідні структуровані продукти за рахунок незастрахованих дуже короткострокових депозитів, не могла бути ще більш ризиковою (див. рис.4.14). У липні 2007 британський регулятор - Управління з фінансового регулювання і нагляду (FSA) - підтвердило можливість використання удосконаленого методу внутрішніх рейтингів (IRB) розробленого самим банком Northern Rock. Але леверидж банку був феноменальним: 2,2 мільярди фунтів власного капіталу проти валюти балансу в 113,4 мільярди фунтів стерлінгів. Леверидж такого масштабу був можливим з огляду на надзвичайно вдале зважування за ризиковими коефіцієнтами: трохи менше ніж на 19 млрд. фунтів стерлінгів активів зважених за ризиком (у

порівнянні з 34 мільярдами за вимогами Базель I) дали розмір регулятивного капіталу тільки  $19 \times 8\% = 1,52$  млрд. фунтів стерлінгів. Для порівняння, коли вкладники Northern Rock запанікували, уряд Великобританії був змушений «влити» у нього 23 млрд. фунтів стерлінгів.

Навіть якщо б сума власного капіталу була більшою, екстремальна ситуація, у якій опинився банк, все рівно була б досить хиткою. Органам банківського регулювання не знайшлося слів для коментарів. Базель II, як показала практика, був не в змозі проконтролювати ризик банкрутства банку.

*Неспроможність контролю ризику банкрутства окремо взятого банку.* Мотивація пруденційного регулювання банків може бути здійснена за двома напрямками у такій послідовності: захист малих вкладників від ризиків банкрутства їх банку (це прийнято називати мікропруденційним регулюванням) [398, с.3-5] і захист банківської системи в цілому від ризику загальної кризи (макропруденційне регулювання). Це свідчить, що не дивлячись на всезростаюче розуміння загроз від системного ризику, система пруденційного регулювання за Базелем все ще залишалася значною мірою орієнтованою на мікропруденційні складові: яким чином можна обмежити ймовірність колапсу окремого банку до рівня, який слід вважати прийнятним? Згодом ми розглянемо загрози такого обмеження при такому індивідуалізованому підході. На нашу думку, базельська пруденційна система, у більшості випадків, погано пасує для виконання завдань по контролю за ризиком індивідуального банкрутства банку.

Така ситуація є, на нашу думку, наслідком невідповідностей між намірами Базельського комітету і практичними результатами його діяльності. Будучи підданим жорсткій критиці, стосовно того яким чином пропонувалося враховувати кредитний ризик у Базель I (зокрема, за допущення регуляторного арбітражу, коли банкам було дозволено скористатися різницею в показниках оцінки ризиків, що використовувалися регуляторами і показниках які використовують ринки), Базельський комітет мав сподівання у Базель II для вимірювання кредитного ризику адаптувати методи, які використовувалися самими банками. Метод внутрішніх рейтингів (IRB-метод) дає змогу розрахувати вимоги до капіталу (за показником

кредитного ризику) шляхом використання надзвичайно складної формули (5.1) з залученням великої кількості параметрів, які надзвичайно важко (а зовнішнім спостерігачам – неможливо) визначити. Регулятор використовує цю формулу для розрахунку величини вимог до капіталу на основі параметрів, що частково (при використанні базового IRB методу) або повністю (при використанні вдосконаленого IRB методу) беруться з внутрішніх моделей банків [213, с.388-389]. Як ми вже зазначали, немає значення якою складною може бути ця формула, проте вона надзвичайно недосконало враховує кредитний ризик і абсолютно ігнорує ризик ліквідності який, власне, і є критичним при оцінці банку. Крім того, система пруденційного регулювання враховує те, яким чином відбувається моделювання ризику тільки через опору 2 (втручання наглядового органу на власний розсуд), даючи органу нагляду значну свободу вибору у більш або менш серйозному коригуванні невідповідностей до вимог опори 1 (коефіцієнт мінімального капіталу).

Замість того, щоб модифікувати регуляторний коефіцієнт простим і зрозумілим чином, ця задача делегується конкретному супервізору, який має встановити потрібний рівень вимог на свій власний розсуд. Але це, до певної міри, іде в розріз з тим, що дійсно має бути зроблено, а саме – запровадити простий коефіцієнт достатності капіталу, що базується на показниках, які легко визначити або оцінити [227] і повністю відмовитись від суб'єктивізму у прийнятті рішень наглядовими органами. Це, звісно, не значить, що апріорі існують підозри стосовно нечесності або некомпетентності органу нагляду. Навпаки, думки можуть розійтися не стосовно того, що це забезпечить захист органів банківського нагляду від політичного тиску, а стосовно ризику того, що вкладники/ акціонери банків, які мають фінансові труднощі, будуть позиватися до суду, спонукаючи органи банківського нагляду періодично здійснювати примусові заходи, які будуть обмежувати ризик банкрутства банку.

Іншою помилкою якої, на нашу думку, припустився Комітет, є його неспроможність усвідомити ендогенність банківських і фінансових ризиків. Ці ризики не є апріорі даними: вони викають як наслідок рішень значної кількості економічних агентів, що функціонують у банківській і фінансовій системах [399,



с.398]. Базовий принцип економічного аналізу (одна з форм якого сформульована, як «критика Лукаса») зауважує на потребі враховувати зміни у поведінці агентів, у випадку зміни їх економічного або регуляторного середовища [400]. З високою долею ймовірності можна припустити, що поява більшої частини фінансових інновацій може бути пояснена саме бажанням фінансових інститутів обійти регуляторні обмеження, по відношенню до яких вони субординовані (це ще називають регуляторним арбітражем)[401].

У якості прикладу розглянемо ті наслідки сек'юритизації, які не передбачалися регулятором. Спонукаючи банки до сек'юритизації з метою позбавитися від боргів, банківський регулятор намагається зменшити ризик банкрутства банку, що є цілком логічним. Але, діючи таким чином, він, фактично, зменшує мотивацію банку до ретельної перевірки якості цих боргів, і, цілком можливо, помітно підвищує ризик дефолту по цінним паперам випущеним у якості аналогу цього боргу. Проте регулятори здебільшого застосовують санкції до покупців цих цінних паперів. Звісно, якщо регулятор дотримується строго мікропруденційного підходу і приймає до уваги окремо ймовірність банкрутства кожного окремо взятого банку, проблема мотивації може виникнути лише в двох випадках:

(1) якщо ці цінні папери були придбані іншим банком, або

(2) якщо банк-емітент погодився (поза рамками існуючих договірних зобов'язань і з єдиною метою – зберегти репутацію) у випадку виникнення проблем надати покупцям компенсацію, наприклад, шляхом зворотного викупу цінних паперів за ціною, що вища за їх ринкову вартість.

Отже, якщо банк-емітент безповоротно сек'юритизує усі свої кредити, центральний банк, який дотримується у своїй діяльності концепції мікропруденційного регулювання, у цьому випадку взагалі не перейматиметься з того факту, що банк-емітент не прикладає значних зусиль щоб запобігти дефолту позичальника [402], і, таким чином, засоби його впливу спрямовуються на покупця сек'юритизованого кредиту. Однак, як показав аналіз, така манера поведінки справляє значний негативний вплив на фінансову систему в цілому і призводить, як

ми вже зазначали, до повного функціонального руйнування інших пов'язаних ринків. І, саме тому, існує потреба в тому, щоб банківський регулятор займав більш помірковану позицію з цих питань, не просто обмежуючи себе завданням оцінки ймовірності дефолту кожного окремо взятого банку, а приділяв увагу стабільності фінансової системи в цілому. У цьому випадку регулятор, на нашу думку, повинен, на противагу тому, що він фактично робить, посприяти тому, щоб банк-емітент залишив у себе певну частку сек'юритизованого портфеля (наприклад, один з найбільш ранніх траншів), що, у свою чергу, стимулюватиме банк приділяти необхідну увагу питанням оцінки якості його позичальників. Таким чином, точне визначення мети, яку ставить перед собою регулятор, є без сумніву, вирішальним фактором, і ця мета не має бути зведена просто до оцінки показника максимальної ймовірності дефолту для окремо взятого банку.

Іншою ілюстрацією проблеми пов'язаної з визначенням цілі банківських регуляторів може бути, як уже зазначалося, запровадження у практику оцінки показника VaR (вартість під ризиком), що має відношення виключно до ймовірності дефолту (приватне регулювання) і жодним чином не зауважує на втрати, які можуть мати місце після моменту настання дефолту на рівні системи (суспільне регулювання – негативні екстерналії). Наполегливо запроваджуючи цей критерій, регулятори посприяли тому, що банки почали фокусувати свою увагу на структурно складних фінансових інструментах (наприклад, облігаціях забезпечених борговими зобов'язаннями), що змістило ризик у «хвіст» графіку розподілу втрат. Не дивлячись на те, що критерій VaR підходить для акціонерів комерційного банку, які захищені обмеженими зобов'язаннями, він абсолютно не підходить для органів державної влади, що мають компенсувати втрати згідно взятих на себе зобов'язань.

І, на кінець, іншими помилками яких припустився Комітет і які набули широкого відображення в фаховій літературі, є недооцінка комплексної складності структурованих фінансових продуктів і пов'язане з цим мовчазне делегування функцій оцінки і нагляду за цими новими фінансовими інструментами рейтинговим агентствам[403]. Трохи пізніше ми розглянемо переваги концепції ринкової дисципліни, сутність якої полягає у використанні органами банківського нагляду

показників оцінки ризику, які надаються самими ринками напряму (як у випадку з рейтингами) або ж опосередковано (через спреди дефолту або маржі між ринковими процентними ставками по позикам окремого банку і ставками доходності по державним облігаціям з такими самими строками погашення). Нажаль, не завжди можна покладатися на ринок, оскільки, апріорі, він є недосконалим. Інколи сигнали, що подаються ринком, можуть ввести в оману: у випадку коли є конфлікти інтересів між тими хто подає сигнали (рейтингові агентства) і тими хто їх використовує (інвестори) [404], або ж у випадку системної кризи, коли ринкові ціни вже більше не відображають дійсну вартість цінних паперів, а повністю пов'язані з доступною на рику ліквідністю на той самий момент коли ці цінні папери купуються.

*Неспроможність передбачити системну кризу.* Визначення системного ризику варіюється від автора до автора. Ми схильні до використання настільки широкого його визначення, наскільки це можливо: системний ризик включає в себе ймовірність настання усіх подій, які здатні створити загрозу стабільному функціонуванню фінансово-банківської системи. До таких подій можна віднести макроекономічні шоки, які можуть вплинути на усі інститути одночасно, або ж ситуації «інфікування», коли дефолт одного банку (або інвестиційної компанії) може розповсюдитися на значну кількість інших банків (ефект доміно), або навіть створення загрози елементам фінансово-банківської інфраструктури, які вважаються життєво важливими і які органи державної влади будуть намагатися захистити за будь-яких обставин (наприклад, система розрахунків).

Таким чином, пруденційне регулювання вимагає формування чіткого уявлення стосовно усіх можливих очікуваних наслідків як на системному, так і на макропруденційному рівнях[281]. Воно має розглядатися саме як доповнення до дій держави, маючи на меті обмежити як ймовірність майбутнього державного втручання, так і витрати, що матимуть місце за таких обставин.

Хоча таке розуміння системного ризику було формально визнаним органами банківського нагляду, проте до липня 2007 року цей ризик ніколи не знаходив реалізації, принаймні, на міжнародному рівні. Можна також зауважити, що таке тлумачення інколи використовується владою у якості відмовки для спасіння

фінансових інститутів з метою приховати політичні або якість інші - ще більш сумнівні - міркування.

Навіть приймаючи до уваги той факт, що упродовж останніх тридцяти років двадцятого сторіччя дві третини країн світу мали справу з банківськими кризами (з кінця 70-х років XX століття Капріо Г. і Клінгебел Д. було зареєстровано 118 системних банківських криз у 93 країнах [405], а дослідження Ліндгрена К. свідчать, що 75% країн-учасників МВФ мали значні проблеми в банківському секторі в період між 1980 і 1996 роком [284]), міжнародна фінансово-банківська система ще ніколи не стикалася з таким рівнем і глибиною безладу який був породжений іпотечною кризою.

За таких обставин, на нашу думку, немає нічого дивного в тому, що базельська система пруденційного регулювання виявилася неспроможною запропонувати заходи з запобігання такій системній кризі. Як уже зазначалося, ця система ґрунтується на концепції вартості під ризиком (VaR), згідно з якою рівень капіталу достатній для того щоб обмежити ймовірність дефолту окремого банку до «прийняттого» рівня, завчасно встановлюється регулятором. Наприклад, вимоги до капіталу стосовно кредитного ризику передбачають, що цей ризик буде покритим з ймовірністю 99,9 процентів упродовж одного року, а це, у свою чергу, означає, що частота появи дефолту становить один до тисячі. Надзвичайно велика кількість банків, які зіткнулися зі значними труднощами починаючи з липня 2007 року, переконливо свідчить на користь того, що банківські ризики було значною мірою недооцінено у рамках базельського пруденційного підходу з регулювання. Той факт, що лише незначна кількість банків дійсно збанкрутувала від моменту початку кризи, може лише свідчити на користь очевидного: з іншими цього не сталося лише завдяки безумовній (у більшій або меншій мірі) підтримці своїх урядів.

На нашу думку, існує декілька причин чому базельські регуляторні положення були неспроможні передбачити системний ризик. Як ми вже зазначали, більшість банківських інститутів, які зіткнулися з труднощами, мали достатній показник капіталізації, але мали серйозну загрозу зі сторони ризику ліквідності. За звичайних умов інститути, платоспроможність яких не викликає жодних сумнівів, легко

можуть скористатися з інструментів короткострокового фінансування. Проте, як виявилось, такого не станеться у випадку системної кризи, за якої міжбанківські і грошово-кредитні ринки просто перестають функціонувати.

Системна криза - за самим своїм визначенням - є подією надзвичайно рідкісною, і, відповідно, використання для її передбачення статистичних моделей на основі даних по «нормальним» періодам є недоречним; наприклад, зараз вже відомо, що кореляція між доходностями фінансових активів суттєво зростає у період кризи [406].

Так само, моделі, що використовуються банківськими регуляторами (а серед них і відома асимптотична одноризикова факторна модель ризику – ASRF - для оцінки кредитного ризику), часто базуються на припущеннях, які годяться для нормальних періодів, але є абсолютно неприйнятними для екстремальних ситуацій.

Загалом, немає навіть обґрунтованих даних для того, щоб критично оцінити окремі складові базельської системи. Наприклад, Р. Ребонато висловлює критичні сумніви стосовно використання значення 99,9 процентних квантелів упродовж одного року для операційного ризику [407, с. 182-184]. Навіть у тому випадку, коли вдасться агрегувати усю інформацію, яку можна отримати від банків, неможливо отримати коректну оцінку ймовірності настання події яка, теоретично, може трапитися з кожним конкретним банком раз на тисячу років.

І, на кінець, найбільш серйозним критичним зауваженням стосовно базельського підходу до запобігання і управління ризиком є, на нашу думку, те, що він фокусується на окремих банках і взагалі не переймався (до Базелю III) питаннями стабільності фінансової системи як єдиного цілого [408, с.287]. Як показала криза, не дивлячись на те, що більшість банків, які отримали підтримку від уряду, було націоналізовано – апостеріорі - не з огляду на бажання захистити дрібних вкладників (так, наприклад, у американських інвестиційних банків взагалі і не могло бути таких вкладників, а депозити у комерційних банках були застраховані), а, значною мірою, через намагання забезпечити збереження загальної цілісності фінансової системи – у рамках суспільної теорії регулювання, яка оцінює стабільність банківської системи як суспільне благо.

*Неспроможність впоратися з фінансовими інноваціями.* Намагаючись висловитися просто але метафорично, можна сказати, що недавня фінансова криза може розглядатися як сек'юритизаційний Чорнобиль. Використання відносно нової технології в умовах поганого управління в обох випадках призвело до грандіозної катастрофи. На нашу думку, існує певна подібність між сценаріями цих криз. Так само, як атомні технології зробили можливим виробництво більшої кількості електроенергії за меншого використання палива, ніж це було б потрібно звичайним тепловим електростанціям, сек'юритизація заборгованості банків дозволила їм запропонувати економіці більші обсяги кредитування за значно меншої величини капіталу. У продовження аналогії можна сказати, що «якість» капіталу (палива) необхідна саме для такого банку, має бути надзвичайною, порівняно з капіталом звичайного банку, а акціонери банку, що вдається до сек'юритизації, мають (як відповідальні власники) відноситися до цього зі значно більшою ретельністю і обережністю ніж акціонери звичайного банку.

До певної міри глобальна економічна криза походить з того факту, що величина винагороди за працю фінансовим «інженерам», відповідальним за випуск і розміщення структурованих фінансових продуктів (нестандартних фінансових продуктів розроблених відповідно до потреб і можливостей сторін у кожному конкретному випадку), фактично, прямопропорційно залежала від обсягів виконаної ними роботи, за повного ігнорування ризиків, які вони створювали для фінансової системи - як єдиного цілого. Можна собі уявити, щоб сталося якби керівництво атомної електростанції отримувало платню виключно в залежності від кількості електроенергії, що ним вироблена, не приймаючи до уваги ризику атомної аварії.

Так само як і виробництво електроенергії на атомних електростанціях (але за значно жорсткіших заходів безпеки), сек'юритизація чудово працювала упродовж більш як двадцяти років - аж до іпотечної кризи. Не може бути жодних сумнівів, що це було те лихо, яке мало статися і яке викликане цілісною (у своїй взаємопроникності) природою фінансової системи. Звідси вникає питання стосовно того чи не варто, з огляду на обставини що відкрилися, заборонити сек'юритизацію, подібно до того як вимагають заборони ядерної енергетики. Це, звісно, буде вже

досить екстремальне політичне рішення, але, в будь-якому випадку, існує потреба в санкціонуванні зі сторони регулятора діяльності банків пов'язаної з використанням конкретних методів трансферу ризиків, звісно, якщо він готовий (і згодний) суттєво і постійно зменшувати пропозицію кредиту для економіки.

Однак, на нашу думку, не має значення до якої думки прийдуть органи влади стосовно сек'юритизації: потік фінансових інновацій ніколи не виснажить. Криза наглядно продемонструвала, наскільки неефективним був існуючий механізм соціального і політичного управління фінансовими інноваціями[409]. Дозволивши регульованим фінансовим інститутам проекспериментувати з їх новими технологіями у життєво важливих секторах фінансової системи, регулятори самі зробили систему вразливою до впливу порочного кола «інновація → манія → ейфорія → паніка → зарегульованість».

У рамках критичного аналізу базельської концепції регулювання банківської діяльності, варто звернути увагу ще на два фактори, що, на нашу думку, мають безпосереднє відношення до виникнення кризи: проциклічний характер регулювання і дисбаланс між його першою опорою і двома іншими.

Іпотечна криза є чудовим прикладом проциклічності фінансових систем, або ж, іншими словами, їх схильності до підсилення економічних шоків, що мають місце в економіці[410, с. 95-99]. Відносно помірні шоки на окремих фрагментах кредитного ринку США у липні 2007 року призвели до драматичної і глобальної за своїми масштабами втрати довіри на фінансових і грошових ринках, що, у свою чергу, призвело до зменшення спроможності ринків надавати кредити як підприємствам, так і домогосподарствам[411]. Проте, це явище не слід вважати чимось специфічним, притаманним лише цій кризі. Фінансова історія знає багато подібних прикладів, коли на зміну періоду кредитної експансії, в основі якого лежить невичерпний оптимізм інвесторів, приходить період стискання кредитного ринку, пусковим гачком якого виступають відносно незначні негативні шоки, які призводять до значного скорочення ділової активності [230]. Наглядним прикладом цьому може слугувати розвиток іпотечного кредитування в Україні (рис.5.1).



**Рис. 5.1. Іпотечні кредити у кредитному портфелі українських банків\***

*Джерело:* розраховано автором на основі статистичних даних Бюлетеню НБУ

\*дані на період з 01.12.15 по 01.01.16 – прогноз

Недоліки фінансової системи (недосконалі ринки, транзакційні витрати, податки), загалом, утримують економічних агентів від повного комплексного забезпечення себе від можливих потрясінь. Більше того, ці потрясіння провокують проблеми у функціонуванні фінансових посередників (банків і страхових компаній), які, у свою чергу, посилюють початкові шоки. Саме тому банки намагаються максимально кредитувати у періоди зростання і обмежують свою діяльність у рецесивних періодах.

Органи влади мають певний простір для маневру у намаганні обмежити амплітуду цих коливань. Уряд може сприяти стабілізації економічної діяльності шляхом впровадження контрциклічної фіскальної (податково-бюджетної) політики [412]. У цьому випадку, також, може бути в нагоді і монетарна політика: центральні банки мають повноваження, крім вже традиційної підтримки цінової стабільності, займатися забезпеченням стабільного рівня зайнятості і ділової активності. Крім того, органи влади мають наглядати за стабільністю фінансової системи - це одна з функцій центрального банку: збереження фінансової стабільності є одним з основних мотивів запровадження пруденційного регулювання, наприклад, при встановленні коефіцієнту платоспроможності для банків. Але подібний коефіцієнт, якщо він має обмежувальну природу, неминуче породжує проциклічні ефекти: у низькій точці економічного циклу банки несуть втрати з боку кредиту, що



призводить до зменшення їх акціонерного капіталу (чисельник у коефіцієнті платоспроможності). Якщо величина їх власного капіталу менша ніж регуляторний мінімум, тоді вони зобов'язані зменшити обсяги кредитування. Таким чином, вже Базель I був проциклічним і отримав звинувачення у заохоченні до обмеження кредитування - з того самого моменту коли був запроваджений у 1988 році.

Як показали Тейлор А. і Гудхарт Ч., Базель II зазнав ще більшого ризику проциклічності, оскільки вагові коефіцієнти, що використовуються для розрахунку зваженої величини активів (активи зважені з урахуванням ризику – знаменник у коефіцієнті платоспроможності), зростають на дні циклу [413].

Як видно з формули (5.1), вагові коефіцієнти залежать від таких показників як ймовірність дефолту (PD) і величина втрат у випадку дефолту (LGD), які зростають у період рецесії. Це твердження було підтверджене декількома емпіричними дослідженнями. Так, Кашуап А. і Стейн Д. здійснили порівняння трьох рекомендованих Базельським комітетом методів для розрахунку вагових коефіцієнтів, що використовуються для оцінки кредитного ризику банківського портфеля ( 1) рейтинги Standard & Poor, 2) модель кредитного ризику KMV від Moody і 3) IRB- модель, що використовується більшістю банків) і прийшли до висновку, що усі три методи сприяють проциклічності [414]. Однак, за таких умов, горизонт часу вибраний для оцінки ймовірності дефолту, також грає велику роль. Сауріна Є. і Тручарте К. у своєму дослідженні показали, що при заміні широко вживаного значення PD на середнє його значення за весь період, проциклічний ефект значно зменшується [415]. Легко побачити як переваги, так і недоліки такого методу – з одного боку, при розрахунку забезпечення під ризик дефолту, динамічний метод зменшує проциклічні наслідки, а з іншого – це зменшує кількість інформації використовуваних індикаторів.

У період стабільного функціонування більшість банків мають більше капіталу ніж вимагає регуляторний мінімум. Ця різниця між економічним і регуляторним капіталом є наслідком того, що банки є також і суб'єктами ринкової дисципліни: фінансові аналітики і рейтингові агенції вимагають від них величини капіталу, що перевищує регуляторний мінімум особливо у випадку, коли банки намагаються

відповідати вимогам ринків, сподіваючись отримати хороші умови рефінансування (див. таб. Д.3). Крім того, не є рідкістю коли банки, що управляються таким чином, запроваджують пруденційні підходи з власної ініціативи - для підтримки бажаного рівня капіталу - у якості запобіжного заходу на додаток до регуляторного мінімуму для того, щоб бути здатними покрити будь-які втрати спричинені непередбачуваними порушеннями економічної рівноваги. В дійсності, найкращі інвестиційні можливості інколи виникають саме під час криз або рецесій і лише ті банки, які є достатньо розважливими в управлінні своїм капіталом, здатні скористатися з цих можливостей. Таку думку висловив Д. Каруана - головний управляючий Банку міжнародних розрахунків: «Коли банківська система є достатньою мірою капіталізованою ... і ризики правильно оцінені для відповідного часового горизонту, фінансова система стає більш стабільною, менш проциклічною, здатною краще забезпечувати стійке зростання і, головне, більш гнучкою у періоди напруженості» [416].

А отже, якщо вимоги до капіталу за Базелем є, як показали результати досліджень, неспростовно проциклічними, то це ще не значить, що вони обов'язково будуть суттєво збільшувати флуктуації обсягу кредитної пропозиції банків [417] - оскільки самі банки зацікавлені у формуванні такої величини їх економічного капіталу, якої буде достатньо для згладжування виникаючих відхилень.

Проте, на нашу думку, будь-які намагання розробити вимоги до капіталу, які були б контрциклічними (наприклад, 6 процентів у період спаду і 10 процентів у фазі росту) містять у собі значну загрозу, оскільки банківський і макроекономічний цикли не завжди знаходяться в одній і тій самій фазі і, крім того, можуть суттєво відрізнитися від однієї країни до іншої. Також, варто зауважити, що основною ціллю базельського процесу від самого початку було, насамперед, запобігання появі конкурентних перекручень у формі надання окремим банкам вибіркової підтримки від власних держав. А отже, надання можливості банківським регуляторам окремих країн зменшувати вимоги до капіталу на власний розсуд, могло б призвести до втрати результатів усіх тих зусиль, що були витрачені для узгодження пруденційних стандартів розроблених Базельським комітетом упродовж останніх двадцяти років.

Іншою вадою базельської концепції регулювання є, на нашу думку, розбалансованість першої опори по відношенню двох інших опор. Існує вражаючий контраст між надскладними і надточними підходами в опорі 1 стосовно розрахунку коефіцієнтів достатності капіталу і майже художньою претензійністю, з якою Базельський комітет репрезентує опору 2 («Перевірка наглядовими органами») та опору 3 («Ринкова дисципліна»). Так, у Базель II [418] з 226 сторінок оригінального тексту документу 132 сторінки присвячено деталізації розрахунку коефіцієнту достатності капіталу, у той час як тільки 16 сторінок опорі 2 і 15 сторінок опорі 3. Очевидно, що за наявності таких диспропорцій в глибині опрацювання методологічних підходів, встановлення на їх основі збалансованого пруденційного режиму є питанням більш ніж просто дискусійним. На практиці ж, конкретні запобіжні заходи, затверджені Базельським комітетом у сфері регулювання і ринкової дисципліни, виявилися просто згубними за своїми наслідками.

На нашу думку, першою помилкою Комітету було залишити за національними органами нагляду певну свободу дій («люфт») у інтерпретації вимог до капіталу в опорі 1. Ймовірно, таким чином намагалися опосередковано забезпечити самостійність національних регуляторів у процесі згладжування існуючих фактичних відмінностей між банками у значеннях коефіцієнту достатності капіталу. Проте, якщо йшлося саме про це, виникає питання стосовно того, навіщо ж тоді було витратити так багато часу на такий гіпердеталізований опис розрахунку цього показника. І, крім того, чи завжди, з огляду на початкову мету базельського процесу - прибрати конкурентні неузгодженості і створити однорідне конкурентне середовище – варто виходити з припущення, що національні банківські регулятори будуть здатні опиратися політичному тиску і діяти швидко і рішуче як тільки один з банків, якими вони опікуються, потрапить у скрутну ситуацію.

Аналогічно, використання ринкової дисципліни (опора 3) є апріорі хорошою ідеєю, але, звісно, не у якості заміни або альтернативи регуляторній дисципліні. На нашу думку, надавши приватним рейтинговим агентствам квазірегуляторні права, Базельський комітет незрівнянно збільшив владу цих агенцій і, тим самим, загострив конфлікт інтересів, що впливає з факту, що ці агенції отримують плату

від емітентів структурованих (похідних) цінних паперів, які, власне, і стали уособленням кризи. В дійсності, ринкова дисципліна має функціонувати у якості доповнення до регуляторної дисципліни, надаючи чіткі і зрозумілі сигнали з якими важко здійснювати маніпуляції, даючи змогу органу банківського регулювання втручатися в діяльність установ коли останні потребують захисту від політичного тиску і судових позовів акціонерів. Так, коли, наприклад, за умов пруденційного регулювання, необхідно прийняти рішення стосовно закриття банку, якщо його капітал становить менше двох процентів від його зважених активів (розраховується за простою формулою, а результат розрахунку легко перевірити усім зацікавленим особам), тоді органи нагляду зобов'язані це зробити. У цьому випадку вони повністю захищені від політичного тиску і загроз судових позовів акціонерів (інституціональний підхід). А з іншого боку, якщо існує така значна міра невизначеності у прийнятті рішень, а регуляторні формули є настільки складними, що роблять можливим маніпулювання як зі сторони банку, так і зі сторони регулятора, тоді можна робити припущення стосовно будь-яких проявів опортуністської поведінки зі сторони усіх без винятку учасників регуляторного процесу.

Варто зазначити, що у більшій або меншій мірі - за визначенням - під час фінансової кризи ринкова дисципліна не працює або ж працює не так, як би цього хотілося. У випадку з банком Northern Rock, обрана менеджментом банку бізнес-модель призводить до реалізації екстремального сценарію реалізації принципів ринкової дисципліни: за найменших підозр стосовно якості його активів, операції Northern Rock з рефінансування - оскільки майже всі вони були на короткотермінових ринках - призвели б до рішення про закриття банку, якщо б органи влади не вважали за необхідне втрутитися в ситуацію. Це свідчить про те, що принципи ринкової дисципліни можуть ефективно функціонувати лише якщо виконуються дві вимоги:

- (1) уряд знайшов можливість прийняти на себе зобов'язання з невтручання;
- (2) ринки функціонують належним чином, що виключає настання кризових періодів.

Таким чином, надзвичайно важливо у процесі регулювання банківської діяльності передбачити два окремі режими: з одного боку, механізм, що унеможлиблює надання державою коштів банківській системі упродовж «нормальних» періодів коли ринкова дисципліна працює; а, з іншого - режим спеціально розроблений для періоду системної кризи, коли органи регулювання не в змозі покладатися на ринкові індикатори і коли надання державою коштів є обов'язковим в окремих випадках.

### **5.3. Напрями реформування базельської концепції регулювання**

Дослідження причин виникнення системної кризи дає нам змогу визначитися з основними напрямками реформування регулювання банківської діяльності, серед яких можна виділити такі три основні:

(1) підвищення впливовості і незалежності органів регулювання і нагляду (регуляторних агенцій);

(2) реформування пруденційного регулювання як в сторону спрощення його методології, так і простоти практичного використання;

(3) запровадження надійного механізму банківського менеджменту у період кризи, включаючи особливий режим для системно важливих фінансових інститутів.

*Потужний і незалежний банківський нагляд.* На нашу думку, для того щоб зрозуміти банківську кризу достатньо звернутися до засад політичної економії. Криза субстандартних позик не була просто випадковою подією. Більшість її складових елементів, зокрема: ліберальна монетарна політика, гарантування іпотечних позик позичальників, які вже були визнані неплатоспроможними, розміщення на ринку значної кількості цінних паперів з присудженим рейтингом AAA і з дуже хорошою дохідністю - все це відповідало потребам впливових кіл, які намагалися досягти максимального рівня конкурентоспроможності національних фінансових секторів, залишаючи поза увагою питання стабільності [419, с.41-42].

У США ці обставини створили таке середовище, в якому підприємницький сектор сконцентрував у собі значні кошти, а політики отримали підтримку більшості електорату. Так саме і решта лідерів фінансового світу: фондові менеджери в очах своїх клієнтів видавалися такими талановитими, здатними запропонувати абсолютно безризикові варіанти інвестування, що забезпечать ще і високу дохідність. В такому контексті, коли тісно переплелось так багато спільних інтересів, а домінуючою стала доктрина сталого економічного зростання, окремі поодинокі зауваження, а пізніше - намагання бити на сполох, не були почутими: у суспільстві склався позитивний регуляторний консенсус.

В дійсності, причиною кризи, на наше глибоке переконання, стала нездатність урядів відверто і в максимально доступній формі заявити стосовно своїх принципових намірів не брати на себе зобов'язання по порятунку проблемних банків. Якби ж було саме так, тоді це спонукало б банки до зменшення власних ризиків ще за «хороших» часів[420].

Банки загалом, або, у всякому разі, деякі з них, є важливими «гвинтиками» економічної машини і завжди краще підтримувати їх у робочому стані, ніж замінити новоствореними або взагалі - ліквідувати. Проте, як уже зазначалося, навіть у некорумпованих демократичних країнах, завжди - у тій або іншій формі - з'являється вектор політичного тиску, який підштовхує уряд до рекапіталізації банків, якщо останні стикаються з труднощами [421]. Але таке рішення, що видається вірним у той момент коли воно приймається стосовно одного окремо взятого банку, має руйнівні наслідки у довгостроковій перспективі, оскільки воно потурає банкам у їх намірах приймати надлишкові ризики при роботі з коштами клієнтів (моральний ризик). Проблема, на нашу думку, виникає саме через те, що уряд нездатен відверто і жорстко заявити про свої наміри стосовно дій на майбутнє, і, звісно, про наміри своїх наступників.

Така слабкість сучасної держави (неспроможність брати на себе довгострокові зобов'язання), яку ще інколи називають проблемою наступності влади, пояснює чому в багатьох країнах центральним банкам надано операційну незалежність, що дає їм змогу здійснювати монетарну політику без остраху попасти під політичний

тиск. А отже, на нашу думку, було б логічно надати такий самий статус незалежності органам (підрозділам), що відповідають за банківське регулювання і нагляд.

Єдиним шляхом розірвати це порочне коло повторюваних банківських криз, що підживлюються фазами спекулятивної манії, є надання органам, які відповідають за банківський нагляд, повноважень відповідального управління банками, що зазнали труднощів, ще до того моменту коли вони дійсно поставлять під загрозу кошти дрібних вкладників і/або стабільність усієї фінансової системи (у відповідності до положень суспільного регулювання). Необхідно визначитися з тими законодавчими положеннями, що призводять до помилкових рішень по відношенню до банків; акціонери банків, як відповідальні власники, повинні бути готовими до обмеження своїх прав власників, а менеджери мають бути звільнені ще до того, як банк технічно досягне стану дефолту. Одночасно, органи регулювання і нагляду повинні бути повністю незалежними від органів державної влади і впливу економічних груп інтересів. Такий підхід також має бути доповненим строгою звітністю і апостеріорною відповідальністю регуляторів перед законодавчою гілкою влади.

На нашу думку, у такої радикальної реформи мало шансів бути прийнятою під час «спокійного» періоду, коли, вочевидь, підприємницькі кола будуть проти цього. У всякому випадку, дискусія є за своєю природою дуже технічною щоб зацікавити суспільство і політичний світ. А з іншого боку - підчас кризи суспільство починає краще розуміти суть проблеми, а законодавча влада отримує, можливо, ту єдину сприятливу можливість, яка обов'язково має бути використана. Поточна криза, таким чином, давала (нажаль, «вікно можливостей» вже майже зачинилося) державі виключну можливість реорганізувати систему банківського регулювання і нагляду з метою її покращення.

Власне, саме так сталося у Бразилії, коли громадська думка зрештою втратила терпіння внаслідок череди банківських і фінансових скандалів, що обійшлися платникам податків дорогою ціною [422]. З 1998 року Конституція Бразилії забороняла використання державних коштів для спасіння банків так само, як і

кредитування Центральним банком Бразилії казначейства і нефінансових інститутів. У 2000 році ці положення стали складовими «Закону про фіскальну відповідальність» [423].

З огляду на досвід Бразилії, на нашу думку, можна сформулювати три фундаментальні принципи для оновлення концепції банківського регулювання і нагляду:

1. Абсолютна (і безумовна - без виключень) заборона вливання державних коштів у банківський сектор упродовж «нормальних» періодів;
2. Зобов'язати органи банківського регулювання і нагляду здійснювати примусове втручання в управління проблемними банками в диференційований спосіб відповідно до рівня труднощів з якими стикається банк. Граничною санкцією у найбільш екстремальних випадках має бути обмеження права власності акціонерів і розпуск як ради директорів /правління, так і менеджменту банку;
3. Регулятор має сформулювати прості і зрозумілі критерії, які можуть бути оцінені шляхом спостереження, що будуть визначати умови за яких регулятор отримає право на втручання. Ці критерії мають бути достатньо простими для того, щоб їх можна було оцінити зовні і, звісно, затверджені відповідною контрольною комісією парламенту (наприклад, при Комітеті з питань фінансів, банківської діяльності, податкової та митної політики Верховної Ради України).

*Реформа пруденційного регулювання.* Та роль, яка зараз відводиться політиці пруденційного регулювання, має бути інтерпретована по новому: відтепер це має бути не пояснення для банків яким чином вони мають управляти власними ризиками, а, натомість, встановлення системи простих і таких, що піддаються зовнішній перевірці критеріїв, які визначають межу за якою починається втручання регулятора.

Першим наслідком такого переформулювання мікропруденційних цілей регулювання має бути спрощення методик і процедур оцінки коефіцієнтів платоспроможності та інших більш загальних регуляторних індикаторів. Одна або навіть декілька математичних формул ніколи не зможуть повністю охопити усі особливості і складності управління банківськими ризиками; існує потреба в



укладанні переліку простих і легко контрольованих показників, які дадуть змогу визначитися з тими інститутами, які можуть становити проблему.

На нашу думку, основна причина невдач базельської концепції регулювання банківської діяльності полягає в сподіванні, що обмеження ризику банкрутства окремого взятого банку може гарантувати стабільність в цілому як банківської, так і фінансової систем. Регуляторна концепція, розроблена на основі цього положення, на практиці спонукала банки до стадної поведінки – приймаючи одні й ті самі стратегії з такими самими однаковими катастрофічними наслідками. Ситуація у якій 1 процент банків банкрутує щороку, можливо, і є керованою, але ж не ситуація в якій існує 1 процент ймовірності, що усі банки можуть збанкрутувати одночасно.

Для того щоб бути певним в тому, що ці обставини не повторяться, регулювання має перестати створювати стимули для сприйняття банками принципів стадної поведінки[424]; регулятори мають запроваджувати форми звітності і інструменти, які дають змогу оцінити індивідуальну сприйнятливність банків до макроекономічного ризику.

Крім того, існує потреба в оцінці ризиків, які самі банки вважають суттєвими ризиками складових елементів фінансової інфраструктури (платіжні системи, клірингові будинки для деривативів, окремі фінансові ринки). На даний момент ці важливі складові елементи фінансової інфраструктури часто в змозі покрити ризик дефолту окремого інституту. Проте, зазвичай, не існує ні покриття на випадок множинного одночасного банкрутства, ні засобів запобігання поширенню дефолту від одного компоненту фінансової інфраструктури до іншого.

Загалом, нам потрібно думати про інструменти для запобігання системному ризику, як про засоби убезпечення мережі при взаємодії між фінансовими інститутами, що, в свою чергу, піднімає ключове питання: «Які границі цієї мережі?» Чи мають, наприклад, інвестиційні фонди, пенсійні фонди або страхові компанії бути об'єктами регулювання і нагляду? Звісно, абсолютно нереально запобігти підписанню окремим економічним агентом з офшорного Кіпру або Науру якогось сумнівного контракту з трансферу ризику, але необхідно докладати максимум зусиль для захисту від негативних наслідків діяльності економічних

агентів тих складових елементів фінансової інфраструктури, які є для неї життєво важливими.

І все це повертає нас до фундаментального парадоксу банківської діяльності: банки є приватними інститутами, які колективно управляють основним суспільним благом, а фінансова інфраструктура відіграє у цьому процесі життєво важливу роль. А отже, варто пам'ятати про те, що видача банківської ліцензії органом банківського нагляду є привілеєм, який має супроводжуватися прийняттям на себе чітко визначених зобов'язань (як, наприклад, заборона фінансових експериментів, що можуть становити загрозу для інфраструктури), так і про те, що за необхідності ця ліцензія може бути відізнана.

*Запровадження надійного механізму кризового менеджменту.* Для ефективного функціонування системи упродовж періодів «спокою» є критично важливими дві обставини:

- неможливість для уряду вливати державні кошти в банківську систему (дати можливість працювати ринковій дисципліні);
- використання регуляторами сигналів ринку, які є за своєю природою простими і об'єктивними (щось на кшталт зобов'язання наглядових органів почати діяти як тільки банк зіткнеться з труднощами і захисту банків як від політичного тиску, так і від судових позовів зі сторони акціонерів).

Як ми зазначали, дотримання таких умов є неможливим у період кризи. Інколи під час кризи неможливо обійтися без вливання державних коштів і, очевидно, що за таких обставин не варто говорити про ефективність функціонування фінансових ринків у таких періодах. А отже, існує потреба визначитися з специфічним порядком регулювання і нагляду за діяльністю банків у період кризи (по аналогії з програмою екстраординарних заходів, що реалізуються, наприклад, у випадку природних або техногенних катастроф), при якому правила втручання регуляторних органів і органів державної влади мають суттєво відрізнятися від тих, що застосовуються у «нормальних» періодах.

Звісно, такий підхід до проблеми є досить загальним і він не підходить для безпосередньої деталізації переліку заходів, що мають бути здійснені у період

кризи; проте, надані рекомендації можуть бути використані у подальших дискусіях. Ми вже звертали увагу на міжнародні політико-економічні аспекти управління банківською системою у період кризи, які за рівнем своєї значимості безумовно заслуговують окремого розгляду з точки зору глобальної гармонізації банківського регулювання.

Якщо б вдалося уникнути ризику опортуністичних зловживань, рішення про оголошення «банківської кризи» мало б прийматися за одноголосної згоди трьохстороннього комітету, що мав би складатися з представників (1) центрального банку (як керівної грошово-кредитної установи), (2) органу нагляду (який може бути або не бути складовим підрозділом центрального банку) і (3) казначейства (звісно, якщо це повнофункціональне казначейство у класичному його розумінні). Трьохсторонній комітет також має взяти на себе всю повноту відповідальності за використання ним інструментів антикризового управління:

- надання - у виключних випадках - кредитних ресурсів (кратко- та середньострокових) у розпорядження центрального банку і комерційних банків, використання державних коштів для часткової або повної рекапіталізації банківського сектору і,
- якщо потрібно - створення ліквідаційних структур по роботі з так званими «токсичними активами».

Також, на нашу думку, критичним є формулювання правила щодо пропорційності участі у витратах з фінансового втручання між центральним банком, фондом страхування депозитів (якщо він виступає як автономний учасник - що надзвичайно важливо) і казначейством (з класичними функціями).

Для запобігання появі конкурентних перекручень між банками, участь у фонді страхування депозитів повинна фінансуватися апріорно через сплачувані фінансовими інститутами страхові премії, величина яких має визначатися відповідно до системного ризику. Так само і при кредитуванні проблемних інститутів центральним банком: позики які ним видаються мають бути пріоритетними за порядком погашення, і, звісно, забезпеченими.

А отже, за умов банківської кризи, як і будь якої іншої кризи, завжди краще мати наперед розроблений перелік заходів, що мають бути реалізовані і перелік осіб відповідальних за реалізацію цих засобів, ніж вирішувати ці питання в останній момент під тиском обставин.

#### **5.4. Міжнародна гармонізація регулювання банківського сектору і фінансових ринків**

Термін «гармонізація», який передбачає несуперечливе і взаємовигідне співробітництво усіх учасників, відзначається надзвичайною мінливістю стосовного змісту і форми, які в нього вкладають суб'єкти і об'єкти процесу у дискусіях стосовно міжнародного фінансового регулювання в умовах глобалізації ринку капіталу. Для зовнішніх спостерігачів уся ця діяльність може виглядати як ряд начебто абсолютно аполітичних зустрічей представників фінансових регуляторів, результатом яких досить часто стає проголошення «керівних принципів» - і, час від часу, фінансових стандартів – для світової економіки.

Міжнародні регуляторні угоди - з їх специфічною мовою, термінологією і неявними або прихованими концепціями, що не сприймаються більшістю сторонніх спостерігачів - звісно, виглядають і презентуються суспільству як результат діяльності експертів, що працюють узгоджено і у відповідності до нагальних потреб глобальних фінансів. Але у своїх підтекстах термін «гармонізація» робить, на нашу думку, ведмежу послугу політиці міжнародного фінансового регулювання. Випадки, коли регулятори зустрічаються для перерозподілу своїх повноважень (як на національному, так і на міжнародному рівнях) характеризуються жорсткими сутичками і протиріччями, які, по тому, часто маскуються невинними або заспокійливими формулюваннями у фінансових медіа і відсутністю суспільної прозорості у діяльності регулятора.

Історична ретроспектива свідчить, що сама пособі міжнародна фінансова нестабільність не може слугувати обґрунтуванням для запровадження міжнародного фінансового регулювання. Аргументи функціоналістів стосовно міжнародних інститутів є, таким чином, малокорисними для пояснення виникнення глобальних стандартів. У цьому розділі ми вже згадували про події, що мали стосунок до банкрутства Херстатт Банку (Herstatt Bank) у Німеччині у 1974 році, які призвели до початку нової ери у міжнародних взаємовідносинах національних банківських регуляторів. Колапс Херстатт Банку спричинив хаос на міжнародному валютному ринку, чітко визначивши ризики і вразливості глобальних ринків капіталу у еру після Бреттон Вуду. Банківські регулятори оперативно зібралися на нараду у Базелі, яка характеризувалася безпрецедентним рівнем національного і міжнародного представництва, проте негайний результат їх дискусій - Конкордат 1975 року – виявився, за своєю природою, більшою мірою «джентльменською угодою» ніж прагматичним регуляторним стандартом[425].

У сучасній історії ринки цінних паперів також отримали подібний за масштабами неприємний досвід втрати стабільності – сумно відомий біржовий крах 1978 року - Чорний понеділок. Компанії по всьому світу побачили стрімке вертикальне падіння своєї ринкової капіталізації, а компанії, що здійснювали операції з цінними паперами, докладали зусиль для виконання укладених торгових угод і займалися спасінням власного капіталу. Регулятори ринків цінних паперів миттєво вдалися до дії в намаганні «викувати» регуляторну угоду з такою самою заповзятливістю як їх колеги банкіри. Однак, їх зусилля зазнали краху у 1992 році під тиском несумісності суперечливих прагнень учасників і можливої складності процедур запровадження і реалізації такого регулювання.

Проте, виникає питання стосовно того, чому одні регулятори виступають за впровадження регуляторних стандартів, а інші - ні. Якщо міжнародні системні збої не дають змоги пояснити постійно змінювані вимоги до регуляторних вимог, що висувуються регуляторами, що ж тоді зможе це зробити?

Регулятори завжди знаходяться на термінаторі - тонкій межевій лінії між підтримкою впевненості суспільства у фінансових інститутах, яка забезпечується за

рахунок жорсткості регулювання і підтримкою міжнародної конкурентоспроможності через регуляторну гнучкість.

Виборні лідери – законодавча влада - переймаються як з приводу стабільності, так і з приводу конкурентоспроможності, і втручатимуться в регуляторну політику лише у випадку значного погіршення цих показників. Сама процедура втручання дорогого коштує як політикам, так і регуляторам. Для політиків втручання вимагає часу (для проведення слухань, оприлюднення і тому подібне), ресурсів (розробка проектів нормативних актів, якщо потрібно) і, крім того, наражає на ризик понести відповідальність за те, що законодавче втручання, можливо, призведе лише до ускладнення проблем, що розглядаються.

З іншого боку, законодавче втручання може створювати загрози політиці автономності прийняття рішень регуляторними органами, негативно вплинути на сприйняття суспільством діяльності регулятора і подальше кар'єрне зростання менеджменту регуляторних агенцій. Без сумніву, регуляторне втручання є домкловим мечем для існування регулятора. Модель зв'язку «принципал-агент» між обраним керівництвом і регуляторами, у поєднанні з постійною боротьбою регуляторів за захист власних (як інституціональних так і особистих (керівництва)) інтересів, створює ефективну множину регуляторної політики – обмежений перелік можливих варіантів реалізації регуляторної політики, що запобігають регуляторним втручанням. Саме такі аналітичні засади дають нам можливість зробити висновок стосовно потреби самих національних регуляторів у міжнародних регуляторних стандартах.

Можна очікувати, що регулятори будуть мати потребу в міжнародних регуляторних стандартах коли їх регулятивна спроможність вичерпується. Коли внутрішній фінансовий сектор втрачає міжнародну конкурентоспроможність під натиском зовнішніх конкурентів, і коли суспільна впевненість у стабільності фінансової системи зменшується, з огляду на банкрутство фінансових інститутів і надзвичайну волатильність активів, здатність регуляторів задовольняти вимоги стосовно стабільності і конкурентоспроможності, які висуваються до нього принципалом, зменшується.

Оскільки перелік можливих варіантів реалізації регуляторної політики зменшується, ймовірність законодавчого втручання зростає, а регулятори все більше будуть звертати увагу на міжнародну арену, як можливе місце вирішення проблеми. Міжнародна регуляторна гармонізація, може, таким чином, розглядатися національними регуляторами у якості стратегії розширення множини регуляторних рішень і підтримки їх власної автономії. А отже, гармонізація послаблює конкурентні обмеження для регуляторів. Коли іноземні регулятори вдаються до заходів, які сприяють запровадженню більш жорсткої регуляторної політики у власній країні, національний регулятор може задовольнити вимоги законодавчої влади стосовно стабільності не піддаючи загрозі міжнародну конкурентоспроможність фінансової системи.

Для того щоб зрозуміти зв'язок між звуженням переліку можливих варіантів реалізації регуляторної політики і потребою в міжнародній регуляторній гармонізації, варто звернутися до конкретних випадків запровадження регулювання на міжнародному рівні. Кожний з запропонованих до розгляду учасників регуляторного процесу є, на нашу думку, типовим представником регуляторного регіонального центру впливу. Два перші приклади, що розглянуті нами, мають стосунок до реалізації регуляторної політики у США, Великобританії і Японії за двома переговорними напрямками.

У першому випадку мова іде про гармонізацію вимог стосовно достатності капіталу банків, що призвела до запровадження Базельського акорду (Базель I) у 1988 році. Звісно, існує значний масив наукової літератури стосовно Базелю, але більшість аналітичних досліджень розглядають цю угоду ізольовано. А отже, ми вважаємо, що існує необхідність додати і другий приклад: переговори між регуляторами ринку цінних паперів, знову ж таки, стосовно достатності капіталу, для компаній, що здійснюють операції з цінними паперами. Такі переговори активно велися між 1988 і 1992 роками за сприяння Міжнародної організації комісій з цінних паперів - МОКЦП (IOSCO). Перемовини під егідою МОКЦП – завершення яких не увінчалось укладенням жодних домовленостей - виступають у ролі «негативного» прикладу, що, власне, і пояснює, чому вони були обійдені увагою в академічних

колах, не дивлячись на їх очевидний паралелелізм до базельських переговорів. Порівняльний підхід при аналізі цих двох прикладів дає змогу показати усю варіативну складність тих вимог, які висувають регулятори до міжнародних стандартів.

Як уже зазначалося, саме ФРС США і Банк Англії були основними ініціаторами і адвокатами концепції запровадження регуляторних вимог стосовно нормативів капіталу для банків, у той час як японські регулятори, які представляли сім з десяти найбільших - на той час - банків світу, стояли в непохитній опозиції. А ось у випадку з переговорами стосовно нормативів капіталу для компаній, що займаються цінними паперами, головним ініціатором гармонізації регуляторних вимог виступило Управління по цінним паперам і інвестиціям Великобританії (SIB) (з 1997 року – Управління по фінансовому регулюванню і нагляду (FSA)), а основним опонентом Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC) і, до певної міри, міністерство фінансів Японії.

До переговорів, які привели до підписання Базельського Акорду, Банк Англії і ФРС США зіткнулися з шоками стабільності від гучних банкрутств банківських установ у поєднанні з шоком втрати власної міжнародної конкурентоспроможності в умовах безпрецедентного зростання банківського сектору Японії (табл. 5.2).

Оскільки внутрішній політичний тиск на цих регуляторів почав зростати, вони почали розглядати міжнародну гармонізацію у якості вирішення проблеми, для початку - через укладання двосторонньої угоди, а, по тому – багатосторонньої домовленості за сприяння Базельського комітету. Японські регулятори, які не вбачали і не передбачали подібних загроз стабільності і конкурентоспроможності, були категорично проти міжнародної регуляторної угоди і виступили у якості головних антагоністів гармонізації.

У випадку переговорів стосовно достатності капіталу для компаній, що займаються операціями з цінними паперами, по різні сторони барикад виявилися американські і англійські регулятори. У Великобританії Управління по цінним паперам і інвестиціям (SIB) боролось за виживання після лібералізації 1986 року (так званий Big Bang) будучи змушеним прийняти на себе відповідальність за



затяжне зменшення долі національних компаній на міжнародному ринку деривативів, зростання волатильності ціни активів разом з крахом фондового ринку у 1987 році.

Таблиця 5.2

**Розміщення активів японських банків у 1981-1988 рр.(млрд. долл.США)**

Рік (грудень)	Активи в Японії	Активи закордонних філій		
		Загалом	Великобританія	США
1981	791	233	134	74
1982	811	310	161	97
1983	908	350	178	108
1984	926	421	194	131
1985	1339	600	257	151
1986	1927	837	359	208
1987	2858	1090	426	252
1988	3044	1120	445	307
Приріст (%)				
1981-1988	285	381	232	315
1984-1988	229	166	129	134

Джерело: розроблено автором за [426]

У світлі того, як Управління по цінним паперам і інвестиціям (SIB) переймалося через фінансову стабільність, воно не мало змоги прийняти до розгляду якісь більш м'які регуляторні положення для національних компаній, що займалися цінними паперами. Але воно, також, і не могло пасивно спостерігати за тим, як американські провайдери деривативів все більше і більше поглинають світовий ринок деривативів. Найкращою стратегією для Управління по цінним паперам і інвестиціям (SIB) у даному випадку було домогтися укладання міжнародної регуляторної угоди, яка б запровадила більш жорсткі нормативні обмеження на діяльність американських дилерів деривативів.

Комісія з цінних паперів і бірж США, намагаючись запобігти можливим регуляторним утискам стосовно своїх провайдерів деривативів, виступила непохитним опонентом процесу гармонізації і різко припинила участь у

переговорному процесі ще на початковій стадії. Міністерство фінансів Японії, на той час поглинуте власними проблемами пов'язаними з стисканням ринків активів і послабленням компаній, було не в змозі висловити свою думку стосовно якоїсь певної стратегії реалізації регуляторної політики – міжнародної або якоїсь іншої - це могло б обмежити його гнучкість у підтримці власного фінансового сектору. Тому Міністерство фінансів Японії обрало роль другорядного гравця у перемовинах і уповноважило Комісію з цінних паперів і бірж США завадити регуляторній угоді з мінімальними ускладненнями для себе.

У сфері страхування регуляторні органи тільки недавно з'явилися на міжнародній сцені, а отже, результати їх зусиль по створенню міжнародних правил є досить скромними - Міжнародна асоціація страхових наглядів (IAIS), створена у 1994 році. Ключова проблема, у випадку з страхуванням, полягає в тому, що регулятори більшості ринків просто не переймалися питаннями інтернаціоналізації галузі і можливістю системних шоків. Проте, більш прискіпливий розгляд національних регуляторних середовищ, свідчить, що регулятори, загалом, були здатні впоратися з шоками стабільності за рахунок запровадження односторонніх змін у регулюванні [427, с. 96-99].

Ключовим моментом у кожному з розглянутих випадків є саме виживання регулятора перед лицем глобалізації. В умовах закритої економіки виконання повноважень з підтримки фінансових інститутів у стабільному і конкурентоспроможному стані є відносно простим завданням. Регулятори просто віднаходять той рівень регуляторної жорсткості, який забезпечує баланс між прибутковістю фінансового сектору і стабільністю, а потім переробляють необхідні регуляторні положення таким чином, щоб компенсувати збитки викликані змінами ризик-профілів фінансових інститутів.

У відкритій економіці, однак, ці коригування завжди обтяжуються ускладненнями, коли міждержавні розбіжності у регуляторних підходах призводять до важливих конкурентних наслідків. Регулятори не можуть просто так взяти і зробити регулювання більш жорстким заради внутрішньої фінансової стабільності, якщо такі зміни негативно вплинуть на міжнародну конкурентоспроможність

національного фінансового сектору. Проте виборне керівництво (парламент) не схильне занадто перейматися проблемами регуляторів. Вони будуть критикувати діяльність своїх регуляторних агентів за чергові напади фінансової нестабільності через невірний вибір регуляторної стратегії, або за зменшення долі національних компаній на внутрішньому ринку за рахунок зростання питомої ваги іноземних компаній [428], домашні регулятори яких є більш поблажливими. Загроза політичного втручання у регуляторну діяльність, таким чином, зростає і регулятори змушені докладати значних зусиль у боротьбі за збереження своєї автономії і, в окремих випадках – за виживання.

Управління по цінним паперам і інвестиціям (SIB) Великобританії може виступати у якості класичного прикладу: після свого несвоєчасного виникнення у 1986 році, якраз у середині широкомасштабної хвилі лібералізації і фінансової нестабільності, воно, в кінцевому рахунку, виявилось неспроможним віднайти той баланс між стабільністю і конкурентоспроможністю, який би стимулював розвиток національної економіки. Регулятор займав очікувальну позицію упродовж декади, відчуючи безперервний тиск зі сторони законодавців, галузі і фінансових медіа, але кінець-кінцем, був ліквідований у 1997 зі створенням Управління по фінансовому регулюванню і нагляду (FSA).

Політичні позиції регуляторів у розглянутих прикладах, звісно, не можна розглядати як представницьку вибірку, достатню для усестороннього тестування гіпотези «звуження множини можливих варіантів реалізації регуляторної політики». Але розглянуті приклади доводять існування взаємозв'язку між внутрішніми умовами, що змінюються, і міжнародними зусиллями регуляторів щодо створення регуляторних стандартів.

Літератури стосовно переговорів з достатності капіталу фірм, що займаються цінними паперами – ситуація, що заслуговує такого самого рівня академічної уваги як і Базельський акорд – її майже не існує. А страхування, як галузь, взагалі залишається поза полем зору в економіці, що глобалізується безперервно. Ми розглянули ці три важливі приклади послідовно для того, щоб дослідити

узагальнюючі аналітичні засади процесу гармонізації і надати історичну хронологію для майбутніх досліджень фінансового регулювання.

*Роль регуляторів у процесі гармонізації.* Існує багато шляхів якими регуляторні норми можуть досягати конвергенції у глобальній економіці. Одним з найбільш очевидних методів є реалізація регулювання через міжнародні угоди, такі як Генеральна угода з тарифів і торгівлі (ГАТТ) 1947 року і Хартія МВФ 1945 року. За договірних відносин, голови урядів і їх представники виступають у ролі головних учасників, а укладені угоди повинні бути ратифіковані вищими національними органами законодавчої влади. В результаті, ми маємо гру на двох рівнях, в якій зовнішньополітичні зобов'язання виконавчої влади обмежені їх ратифікацією зі сторони законодавчої влади. Проте, коли регуляторна конвергенція відбувається поза рамками міжнародного юридичного процесу і за відсутності ратифікації зі сторони законодавчої влади, сама гра стає зовсім іншою. Як ми вже зазначали, законодавці, з їх дуалістичною вимогою як стосовно стабільності національного фінансового сектору, так і стосовно міжнародної конкурентоспроможності, створюють обмеження для регуляторів, які і спонукають останніх до міжнародної регуляторної гармонізації. На відміну від типового дворівневого сценарію гри, регулятори виступають у ролі суб'єктів міжнародної діяльності більшою мірою через існуючі внутрішні обмеження, ніж через внутрішньополітичні обмеження, що накладаються на них.

У дослідженнях, що мають стосунок до міжнародної гармонізації регулювання, часто ігнорується той факт, що регулятори - агенти жержав з певним рівнем автономії – часто виступають у ролі головних суб'єктів міжнародних переговорів по стандартам фінансового регулювання (але не завжди – як це було у випадку з міжнародними стандартами обліку і звітності).

Для голів урядів безпосередня участь у дискусіях стосовно внутрішнього фінансового регулювання є, скоріше, винятком ніж правилом. Натомість, міжнародні комітети і комісії за участі національних регуляторів, формувалися упродовж останніх трьох десятиліть саме з метою сприяння міжнародній гармонізації. На нашу думку, сама структура і порядок функціонування комітетів не

є такими вже особливо суттєвими. Дійсно, Базельський комітет не має формального статуту, регламенту або правил з прийняття рішень, а Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) - усього лише форум для регуляторів, спільнота для дискусій, що представляють найпотужніші фінансові ринки, на якому вони намагаються координувати свою діяльність так, як вважають за потрібне. Однак, критичним в даному випадку є той факт, що регулятори виступають у якості довірених осіб, які несуть відповідальність за зміни національного регуляторного середовища.

Коли уряди держав долучаються до міжнародних переговорів з політичних міркувань, вимоги законодавчої ратифікації обов'язково передбачають, що переговорний процес буде відносно прозорим і політизованим. Законодавці будуть вимагати інформації стосовно стратегії ведення переговорів від президента або прем'єр-міністра у процесі перемовин і безперервно озвучувати свої вподобання. А коли домовленостей буде досягнуто і вони будуть ратифіковані законодавцями, внутрішнє законодавство кожної з країн-учасників буде примусово приведено у відповідність до вимог зафіксованих в міжнародних домовленостях. А ось коли у ролі ініціаторів переговорів по гармонізації фінансового регулювання виступають регулятори, тоді відпадає потреба у процедурі ратифікації, що, у свою чергу, дає змогу регуляторам провадити свою діяльність у відносно непрозорому і, вочевидь, аполітичному середовищі. А коли угоди досягнуто, вже децентралізовані ринкові сили – інколи у поєднанні з примусовим впливом зі сторони міжнародних організацій і економічно потужних держав - тією чи іншою мірою заохочують відповідність і поступливість до прийнятих вимог.

Відмінності стосовно регуляторного середовища для урядів і регуляторів мають, на нашу думку, важливі наслідки для вивчення міжнародної регуляторної гармонізації. Аналітичні засади для пояснення урядової поведінки мають вмістити і поєднати в собі усе різноманіття національних інтересів, інтересів внутрішніх і міжнародних інститутів, які формують стратегії переговорних сторін, так само як і інституціональні особливості органів законодавчої влади які, в кінцевому рахунку, є відповідальними за ратифікацію угоди[429; 430, с. 164-189]. У випадку коли

міжнародні переговори ведуться між регуляторами - на зміну проблемі законодавчої ратифікації приходить проблема розробки форм і методів впливу на міжнародний ринок для приведення його у відповідність до досягнутих домовленостей (у рамках інституціональної теорії регулювання).

Кількість і масштаби регуляторних юрисдикцій і незалежних регуляторів зростають по всьому світу, і не тільки у сфері фінансів. У першій половині ХХ століття уряди створили органи регулювання і нагляду за діяльністю банків і компаній, що працюють з цінними паперами, по тому – з'явилися регулятори для страхових компаній, кредитних спілок, пенсійних фондів, органи контролю за операціями з похідними паперами та інші. Поточна структура організації глобального регулювання з зазначенням його головних учасників і зон відповідальності наведена на рис. Е.1. Поза фінансами, уряди делегували регуляторну відповідальність за широким спектром напрямків, включаючи телекомунікації, охорону зовнішнього середовища, охорону здоров'я, національну безпеку і оборону.

Будь-яке регуляторне агентство, не дивлячись на покладені на нього зобов'язання і надані повноваження, має внутрішню схильність до самозбереження і захисту власної свободи дій при прийнятті рішень. І більшість регуляторних агенцій стикаються з дилемами схожими на ті, що розглянуті нами у роботі. Регулятори відповідальні за охорону навколишнього середовища, наприклад, стикаються з взаємовиключними вимогами збереження природних ресурсів і стимулювання конкурентоспроможності національних галузей промисловості. Як наслідок, такі моделі міжнародного регуляторного співробітництва стосовно широкого спектру питань, все більше будуть залежати від контексту в якому функціонують національні регуляторні агентства. Регулятори, які стикаються з труднощами при балансуванні конфліктних взаємовиключних вимог щодо результатів політичної діяльності - як, наприклад, галузева конкурентоспроможність проти збереження внутрішніх суспільних благ – скоріш за все і вдаються до міжнародних перемовин зі своїми іноземними колегами.

У той час, як держави все більше і більше вдаються до делегування регуляторної відповідальності органам підзвітним виконавчій владі, вони також займаються і реструктуризацією існуючих агенцій з урахуванням нових ринкових умов і тенденцій в економіці. У 1997 році уряд Великобританії звільнив Банк Англії від обов'язків регулятора і створив нову регуляторну агенцію - Управління по фінансовому регулюванню і нагляду (FSA), яка об'єднала під своїм дахом регулювання і нагляд діяльності банків, компаній на фондовому ринку і страхових компаній. Останнім часом подібні агенції створено у Японії, Австралії, Ірландії, і, крім того, тривають дискусії в інших країнах[431, 432]. Оцінка наслідків впливу створення такого нового суперрегулятора на процес міжнародної гармонізації є, на нашу думку, неоднозначною. З одного боку, регулятори з обмеженими повноваженнями (наприклад, лише банківська діяльність) можуть бути більш вразливими до політичних втручань ніж мегарегулятори. Приймаючи до уваги, що Управління по фінансовому регулюванню і нагляду (Великобританія) поєднує у собі повноваження з регулювання широкого спектру фінансових послуг, законодавці відчуватимуть труднощі намагаючись втрутитись в діяльність окремого фінансового сегменту і не завдати непоправних втрат усій фінансовій системі через втручання у регуляторне середовище. Відмінності у політичних втратах від законодавчих інтервенцій означають, що обмежені, галузево-орієнтовані регулятори, будуть стикатися з більшим рівнем загроз для своєї автономії і виживання ніж універсальні регулятори і, таким чином, є більш схильними до участі в міжнародних регуляторних угодах для утримання своєї законодавчої влади від радикальних втручань.

З іншого боку, виникнення тенденції до створення універсального регулятора співпадає у часі з початком ери фінансових конгломератів, які поєднують у собі банківську діяльність, операції з цінними паперами і страхування - у рамках однієї фірми [288]. Як засвідчила міжнародна практика, все важче і важче стає встановлювати регуляторні вимоги до одного функціонального сектору не зачепивши діяльність інших секторів. Наприклад, встановлення банківських вимог достатності капіталу до фінансових конгломератів вплине не тільки на діяльність у

сфері кредитного посередництва, але також і на андерайтингові операції з цінними паперами і на страхову діяльність. За умови, що законодавча влада розглядає конгломерати як цільні економічні суб'єкти[433], що керуються узгодженим набором регуляторних положень і правил, політичні втручання в діяльність мегарегулятора, можуть ґрунтуватися на тій самій логіці - і призводити до таких самих втрат - як і у випадку з спеціалізованими регуляторами. А отже, можна зробити висновок, що мегарегулятори будуть так само прагнути запровадження міжнародних стандартів, як і їх вузькоспеціалізовані попередники, однак змістовна сутність цих стандартів буде включати більше функціональних напрямків. Це знайде своє відображення у переході до положень функціональних фінансів і у запровадженні положень інституціональної теорії регулювання.

*Автономія регулятора і реакція законодавців.* У запропонованій нами концепції, поведінка регулятора змінюється у відповідь на можливо передбачувані або напевне очікувані загрози зі сторони законодавчої влади. Політики, загалом, є статичними у своїх міркуваннях: висловлювані ними вимоги стосовно потреби у підтримці стабільності і конкурентоспроможності є сталими і незмінними і вони дають регуляторам дозвіл виходити на міжнародний рівень без жодного спротиву зі свого боку.

В дійсності, ситуація є більш складною. Постійне зростання значимості міжнародних комітетів, що діють за участі національних регуляторів, особливо Базельського Комітету з питань банківського нагляду (BCBS), підштовхнуло окремих виборних політиків до ідеї недопущення появи загроз вже зі сторони міжнародного регулювання поза традиційним процесом законодавчої ратифікації. Розглянемо, у якості класичного прикладу, намагання Базельського комітету переглянути існуючі положення з метою врахувати новітні тенденції на ринку банківських продуктів і послуг та технік ризик-менеджменту, про які вже згадувалося у цьому розділі. Так, наприклад, члени конгресу США висловили свою опозицію стосовно того рівня автономії який демонструє ФРС і її зарубіжні контрагенти упродовж багаторічного переговорного періоду. Комітет Палати представників з фінансових послуг, очолюваний М. Окслі, звернувся до Ради



керуючих ФРС і застеріг федеральний регулятор проти прийняття важливих рішень у сфері державної політики поза рамками політичного процесу. Цього звернення виявилось достатньо для того, щоб викликати значну стурбованість серед європейських регуляторів і посяти сумніви стосовно життєздатності базельських угод [434].

Такі зауваження Конгресу США стосовно діяльності Базельського комітету, на нашу думку, можуть бути розцінені як частина великого потоку зауважень стосовно «дефіциту демократії», які мають стосунок до міжнародної політики, загалом, і міжнародної регуляторної політики – зокрема[435]. Хоча аналіз ґрунтовності цих аргументів знаходиться поза рамками нашого дослідження, проте ймовірність зворотної реакції у відповідь на міжнародну регуляторну гармонізацію, зі сторони незалежних регуляторів, безумовно, заслуговує на подальше дослідження. В умовах існування загрози власній автономії, регулятори перетворюються на дієвих суб'єктів міжнародних відносин. Проте, обране керівництво (законодавча влада) може у відповідь «натягнути віжки», особливо у випадку, коли у міжнародних перемовинах регулятори не в змозі втримати баланс між стабільністю і конкурентоспроможністю.

*Види гармонізації.* Аналітичні положення наведені у нашому дослідженні, з їх акцентами на галузевому устрої економіки, дають змогу визначитися з існуючим переліком відмінностей, на які варто зауважувати при дослідженні регуляторної гармонізації як явища. Можна стверджувати, що існує три основних типи міжнародної регуляторної гармонізації крім, власне, гармонізації шляхом укладання міжнародних угод. По-перше, це регуляторна конвергенція, яка представляє собою органічний процес, за якого країни вдаються до модифікації своїх регуляторних норм і положень беручи за основу моделі регуляторної політики інших країн, особливо країн або економічних об'єднань, що є галузевими лідерами, як, наприклад, ЄС або США, або ж просто приходять до згоди стосовно беззастережного використання узгодженого набору правил і норм. Очевидним прикладом регуляторної конвергенції можна вважати страхування депозитів, що на теперішній час є звичайним для більшості національних банківських систем, але

вперше було запроваджено у США з прийняттям у 1933 році Акту Гласса — Стіголла і створенням Федеральної корпорації страхування депозитів.

Другий тип гармонізації, який ще можна назвати стрижньовою гармонізацією, є, власне тим процесом, який ми розглядаємо: коли невелика група найбільш потужних - з економічної точки зору – індустріальних країн, погоджується на гармонізацію своїх регуляторних норм і стандартів шляхом ведення відкритих переговорів. Результатом успішної стрижньової гармонізації є розробка і запровадження міжнародних стандартів, які часто мають офіційну назву (наприклад, Базельська угода - Basel Accords).

Створення міжнародних стандартів дало поштовх до появи третього типу гармонізації - периферійної гармонізації, коли країни, що не входять до переліку провідних індустріальних країн, обирають між приєднанням до запропонованих стандартів або ж діють на власний розсуд. Такі країни, наприклад, часто позиціонують себе як «Базель - сприйнятливі» з метою підвищення впевненості інвесторів у своїх банківських системах. Інші країни умисно ухиляються від запровадження міжнародних стандартів регулювання і нагляду за банківською діяльністю з метою залучення капіталу від осіб, що ухиляються від сплати податків, або винних у скоєнні злочинів.

У своїх дослідженнях фахівці повинні чітко розуміти з яким саме типом гармонізації вони мають справу, оскільки кожний з них вимагає окремого аналітичного підходу. Аналіз регуляторної конвергенції має бути спрямований на дослідження епістемології спільнот, глобальних економічних і геополітичних умов та інших факторів, які обумовлюють прийняття регуляторами та відповідальними політичними особами в різних країнах схожих регуляторних підходів. Крім того, значну роль в конкурентній боротьбі за статус домінантної економіки відіграють економічні стимули, особливо для країн з відкритими ринками.

Стрижньова гармонізація потребує застосування аналітичних засад, взятих з внутрішньополітичної сфери - про що вже йшлося у роботі - оскільки варіативність регуляторних вподобань невеликої кількості ключових країн є, в даному випадку, вирішальним фактором. І, на кінець, периферійна гармонізація фокусує нашу увагу

як на примусовій складовій впливу провідних країн, що реалізується через міжнародні інституції і економічні санкції, так і на економічному заохоченні самих периферійних країн до запровадження міжнародних стандартів [436].

Базельські домовленості можуть, на нашу думку, послугувати чудовим полігоном для дослідження кожного з розглянутих типів міжнародної регуляторної гармонізації. У середині 1980-х, ще до того як з'явилися міжнародні стандарти, ключові гравці фінансового ринку вже жорстко артикулювали один одному вимоги стосовно встановлення обмежень на лібералізацію нормативів достатності капіталу, оскільки це надавало окремим учасникам конкурентні переваги. Однак, після того як країни Групи десяти (G-10) дійшли до згоди і підписали у 1988 році Базельську угоду (Базель I), такі вимоги було, загалом, знято, а відповідність базельським вимогам стала для інвесторів важливим сигналом на користь стабільності банківської системи.

Для стрижнєвої гармонізації нормативів достатності капіталу, багатосторонній конкурентний тиск був завадою; але після того, як було досягнуто гармонізації на рівні Групи десяти (G-10), конкурентний тиск, фактично, забезпечив периферійну гармонізацію[437].

У світлі глобального впровадження Базельських вимог до достатності капіталу дуже легко залишити поза увагою той факт, що це не гарантує загальну поступливість учасників регуляторного процесу по відношенню до міжнародних регуляторних стандартів. Регуляторна поблажливість все ще може виступати у ролі конкурентної переваги у різних сферах фінансової діяльності, в залежності від рівня залучення країн до світової економіки. Як приклад, можна розглянути проблему відмивання грошей, коли учасники ринку намагаються приховати походження нелегально набутого капіталу.

Регуляторні положення, що розроблялися для запобігання відмиванню грошей, такі як звітність про рух коштів, збільшення інформаційної бази по клієнтам і відміна анонімних рахунків, є витратними і, зазвичай, вимагають використання додаткових людських ресурсів і інформаційних технологій. Крім того, вони справляють негативний вплив на рух капіталу як законослухняних учасників

ринку, так і правопорушників, оскільки і ті і інші знаходяться у пошуку фінансової вигоди і конфіденційності.

Коли мова іде про відмивання грошей через інвестиційну діяльність банків, регуляторна поблажливість може дати змогу країні, яка має потребу в капіталі, залучити кошти у свій банківський сектор. Країни «Великої сімки» (G-7) у своєму намаганні зупинити відмивання грошей і запобігти протиправній діяльності, яка до цього призводить, вдаються до того, що ставлять під сумнів ринкові засади функціонування економік у тих країнах, де регулювання є поблажливим. Група розробки фінансових заходів по боротьбі з відмиванням грошей (FATF) «Великої сімки» періодично здійснює моніторингові дослідження по всьому світу і публікує у своїх звітах перелік країн, які не виконують так звані «40 рекомендацій» по боротьбі з відмиванням грошей. У відповідності з Резолюцією РБ ООН № 1617 (2005), 40 Рекомендацій ФАТФ є обов'язковими міжнародними стандартами для виконання країнами - членами ООН [438].

Звертаючи увагу на ті країни, що не дотримуються зазначених рекомендацій, ФАТФ сподівається відрадити інвесторів від діяльності на цих ринках і, таким чином, посприяти розповсюдженню регулятивних положень спрямованих на боротьбу з відмиванням грошей. Хоча політика ФАТФ - «назвати і осоромити», яка спирається на практику публікації так званих «чорних списків» і довела свою успішність в багатьох країнах (і в Україні)[439], але декілька країн залишаються непохитними у своїй опозиційності до регуляторного посилення. Такі країни - як ізольовані острівні держави Вануату і Науру, і значно більші держави, як Єгипет і Індонезія - створюють значну загрозу глобальній боротьбі проти нелегальних фінансів[440].

Варіативність прихильності до міжнародних регуляторних вимог сама по собі є надзвичайно цікавим об'єктом дослідження. Як Єгипет, так і Індонезія декларують свою прихильність до базельських вимог стосовно достатності капіталу. Але упродовж усього часу, що минув з моменту їх внесення у «чорний список», вони продовжують ухилятися від виконання вимог ФАТФ. Очевидно, що у цих випадках діють дві різні ринкові сили - невідповідність вимогам Базелю може, очевидно,

привести до більш серйозної кризи довіри серед інвесторів ніж невідповідність вимогам ФАТФ.

Коли ж саме інші, крім банків, інвестори - особливо такі впливові учасники ринку як пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди - почнуть у своїй діяльності користуватися міжнародними регуляторними стандартами у якості детермінант при прийнятті інвестиційних рішень? Це питання все ще залишається об'єктом майбутніх досліджень, але вже тепер можна розглядати декілька потенційних напрямків, серед яких варто відзначити: (1) вплив міжнародних фінансових інститутів і (2) існування прямого тиску зі сторони урядів країн найбільш потужних економік світу з метою нав'язати політичні рішення.

*Роль міжнародних фінансових інститутів.* Правила глобального фінансового регулювання значно більшою мірою сприяють створенню міжнародних регуляторних комітетів і саморегульованих організацій, ніж ж та сама спільна діяльність за участі голів урядів [441]. Як результат, міжнародні регуляторні стандарти часто не тільки не мають сили закону, але і не містять у своїй основі ні механізмів вирішення спірних питань, ні механізмів примусового виконання.

Не дивлячись на те, що основним інструментом за допомогою якого відбувається дифузія регуляторних стандартів у рамках глобальної економіки є тиск зі сторони ринків, міжнародні інститути також починають відігравати все більш значиму роль у процесі глобальної гармонізації регулювання діяльності фінансових посередників. Наприклад, Міжнародний валютний фонд розробляє для країн-членів Доповіді про дотримання стандартів і кодексів (Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs)) у яких аналізуються стан дотримання різноманітних регуляторних стандартів. Доповіді про дотримання стандартів і кодексів формуються за дванадцятьма напрямками (таб. 5.3).

Більшість цих стандартів і кодексів створювалися за участі міжнародних комітетів, які формуються з представників національних регуляторних інституцій (наприклад, Базельський комітет, Міжнародна асоціація страхових наглядачів (IAIS)), або з представників саморегульованих організацій (Комітет з міжнародних стандартів фінансової звітності (IASB)). Доповіді про дотримання стандартів і

кодексів (ROSCs) відіграють особливу роль при вирішенні питань стосовно обсягів фінансування країн-членів МВФ.

Таблиця 5.3

**Стандарти, кодекси і принципи, що використовуються у процесі підготовки Доповіді про дотримання стандартів і кодексів МВФ**

<b>Регуляторна зона</b>	<b>Ініціативна організація</b>	<b>Назва стандарту/кодексу</b>
Інформаційна прозорість	МВФ	Особливий стандарт розповсюдження даних
Фіскальна прозорість	МВФ	Кодекс сумлінної практики з прозорості
Прозорість монетарної і фіскальної політики	МВФ	Кодекс сумлінної практики з прозорості
Банківський нагляд	Базельський Комітет з питань банківського нагляду (BCBS)	Базові принципи ефективного банківського нагляду
Цінні папери	Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO)	Цілі і принципи нагляду у сфері цінних паперів
Страховання	Міжнародна асоціація страхових наглядачів (IAIS)	Принципи страхового нагляду
Платіжні системи	Комітет з питань платіжних і розрахункових систем (CPSS) Банку міжнародних розрахунків	Базові принципи нагляду за системно важливими платіжними системами
Запобігання відмиванню грошей і тероризму	Група розробки фінансових заходів по боротьбі з відмиванням грошей (FATF)	40 + 9 рекомендацій
Корпоративне управління	Організація з економічного співробітництва і розвитку (OECD)	Принципи корпоративного управління
Облік	Рада по міжнародним стандартам бухгалтерського обліку (IASB)	Міжнародні облікові стандарти
Аудит	Міжнародна федерація бухгалтерів (IFAC)	Міжнародні стандарти аудиту
Неплатоспроможність і права кредитора	Комісія Світового банку і ООН з міжнародного торгового законодавства	У процесі розробки

*Джерело:* розроблено автором за [442]

Якщо ці доповіді свідчать про те, що країною докладається недостатньо зусиль для підвищення рівня відповідності регуляторного середовища країни до

загальновизнаних стандартів, МВФ може вимагати покращень у сфері регулювання - у якості необхідної умови для подальшої його участі у фінансуванні структурних перетворень. Саме з цієї причини МВФ інколи «показує зуби» особливо стосовно країн, що знаходяться на стадії формування ринкової економіки. В дійсності, замість того щоб розробити і запроваджувати серед країн-членів власну стратегію стосовно міжнародних регулятивних стандартів, МВФ все більше і більше перебирає на себе роль промоутера регуляторних стандартів розроблених деінде.

Стратегія використання умов кредитування у якості інструменту покращення регуляторних стандартів, також використовується іншими фінансовими інститутами, особливо тими, що афілійовані до Групи Світового банку.

Як Міжнародний банк реконструкції і розвитку (IBRD), так і Міжнародна асоціація розвитку (IDA), які надають низьковідсоткові або безкоштовні позики країнам що розвиваються для сприяння стабільного розвитку, включають стандарти подібні до ROSCs до переліку умов щодо отримання позик.

Власне, для країн які не мають доступу на міжнародні фінансові ринки, кредитування від МВФ є, без сумніву, критично важливим (таб.5.4). Саме через те, що регуляторні норми і стандарти стали невід'ємною частиною програм кредитування від МВФ і Світового банку, вони справляють значний вплив на національні регуляторні середовища.

На нашу думку, саме елемент примусу у діяльності міжнародних фінансових інститутів забезпечує ефект зворотного зв'язку з опором ринку щодо виконання вимог міжнародних регуляторних стандартів. Іноземні інвестори повинні самі визначитися стосовно того, які саме фактори є важливими у процесі формування інвестиційного портфеля[443]. Коли регуляторні стандарти, розроблені, скажімо, Базельським комітетом, включаються міжнародними фінансовими інститутами до умов кредитування, інвестори мають більше стимулів для вивчення відповідності національних стандартів міжнародним, розглядаючи рівень цієї відповідності як детермінанту інвестиційних рішень. Прийняття МВФ і Світовим банком регуляторних стандартів може розглядатися учасниками ринку як чіткий сигнал

стосовно того, що відповідність конкретним стандартам є критично важливою з точки зору поступальності розвитку і фінансової стабільності.

Таблиця 5.4

**Обсяги підтримки МВФ окремих країн Європи у формі кредитних ліній та угод stand-by ( млн., СПЗ (SDR))**

Країна	Тип кредиту	Дата укладання угоди	Дата завершення угоди	Сума коштів надана, млн. SDR	Сума коштів використана, млн. SDR
Сербія	Stand-By	29.09.2011	28.03.2013	935,40	0,00
	Stand-By	16.01.2009	15.04.2011	2619,12	1367,74
	EFF*	14.05.2002	28.02.2006	650,00	650,00
Кіпр	EFF	15.05.2013	14.05.2016	891,00	371,25
	Stand-By	16.07.1980	15.07.1981	8,50	8,50
Греція	EFF	15.03.2012	14.03.2016	23785,30	10224,50
	Stand-By	09.05.2010	14.03.2012	26432,90	17541,80
Молдова	EFF	29.01.2010	30.04.2013	184,80	149,12
	ECF**	29.01.2010	30.04.2013	184,80	170,88
	ECF	05.05.2006	04.05.2009	110,88	88,00
Румунія	Stand-By	27.09.2013	26.09.2015	1751,34	0,00
	Stand-By	31.03.2011	30.06.2013	3090,60	0,00
	Stand-By	04.05.2009	30.03.2011	11443	10569,00
Україна	Stand-By	30.04.2014	29.04.2016	10976,00	2972,67
	Stand-By	28.07.2010	27.12.2012	10000,00	2250,00
	Stand-By	05.11.2008	28.07.2010	11000,00	4000,00
<b>Графік погашення</b>					
<b>Рік</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Основний борг	968,75		628,83	1486,34	857,50
Платежі / проценти	38,37	32,08	31,20	19,89	4,97
<b>РАЗОМ</b>	<b>1007,12</b>	<b>32,08</b>	<b>660,03</b>	<b>1506,23</b>	<b>862,47</b>

Джерело: розроблено автором за даними МВФ та [444,445]

\*- Extended Fund Facility - домовленість про розширене кредитування

\*\* - Extended Credit Facility - програма розширеного кредитного фонду

Таким чином, вплив міжнародних фінансових інститутів може здійснюватися двома способами: напряду - через запровадження умов кредитування країн, що розвиваються; і опосередковано через подачу учасникам ринку сигналів стосовно значимості регуляторних стандартів.



*Узгодження стрижньових і периферійних регуляторних стандартів.*

Поєднання тиску зі сторони ринку і тиску зі сторони інституціональних учасників на виконання вимог регламентуючих органів, ускладнює переговорний процес між найбільш впливовими країнами-учасниками процесу глобального фінансового регулювання. Існування чітко вираженого тиску, що має на меті досягнення загальної гармонізації, має, на нашу думку, два важливих наслідки.

По-перше, стадія первинного узгодження - на якій міжнародні стандарти створюються - буде жорсткою, тривалою і дискусійною. Фієрон Д. надзвичайно влучно зауважує, що держави мають схильність до ескалації переговорного процесу з метою захисту своїх стратегічних цілей саме тоді, коли вже на практиці починають відчувати наслідки реалізації досягнутих домовленостей[446]. У той час, коли міжнародні фінансові інститути вже готові включити нові стандарти у процедуру прийняття рішень з видачі позик, а провідні фінансові учасники ринку - враховувати їх у процесі прийняття інвестиційних рішень, учасники переговорного процесу починають розуміти, що попередньо прийняті рішення є безповоротними.

Другим наслідком намагання запровадити глобальне регулювання є те, що стандарти розроблені найбільш впливовими країнами для використання ними ж, майже завжди стають обов'язковими для використання країнами, що розвиваються. Принципи Базельської угоди, у створенні якої приймали участь регулятори країн Групи десяти (G-10) - маючи на меті стандартизацію вимог з достатності капіталу тільки для промислово-розвинених країн - досить швидко було перейнято країнами, що розвиваються, а запропоновані стандарти стали, фактично, міжнародними. Ініціатори-учасники Базельської угоди були здивовані глобальним характером її запровадження; насправді, вони і на думці не мали створювати загальнозживаний світовий стандарт [447]. Саме глобальність процесу запровадження принципів Базельської угоди 1988 року призвела бо того, що все частіше і частіше її учасники почали висловлювати бажання переглянути угоду з метою врахувати як нові уявлення стосовно принципів фінансової стабільності, так і нові тенденції розвитку фінансових ринків.

У той час як переговори, які велися у 1980-х, мали форму відносно закритих дискусій в обмеженому колі учасників, до складу якого входили представники регуляторів найбільших банківських ринків, переговори по Базель II, а, по тому - і

Базель III, вже відбувалися за постійної активної участі країн, що розвиваються, з намаганням одночасно скоординувати регуляторні зусилля як за стрижньовою, так і за периферійною моделями гармонізації.

Власне, еволюція Базельської угоди може, на нашу думку, розглядатися як підтвердження важливої тенденції: від початку стандарти створюються провідними країнами-учасниками фінансового ринку, а їх подальша модифікація є результатом впливу значно більшої групи учасників, що складається як з розвинених країн, так і з країн, що розвиваються.

Такий хід подій також може справляти вплив на структуру членства в міжнародних фінансових інститутах, через які відбуваються узгодження міжнародних стандартів. Міжнародні комітети по розробці правил, такі як Базельський комітет з банківського нагляду (BCBS) і Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) починали свою роботу за участі лише декількох учасників, а вже потім – поволі - залучали до своєї діяльності інші країни, даючи їм змогу приймати участь у розробці і прийнятті рішень. Така модель діяльності, на нашу думку, може функціонувати у тому випадку, коли ринкові впливи дадуть змогу прискорити широкомасштабне запровадження регуляторних стандартів, що створюються невеликою групою країн-лідерів. Якщо ж країни, які не входять до кола обраних, об'єднуються у протистоянні новим регуляторним стандартам, то світ, що розвивається, може отримати достатньо впливу для того, щоб зайняти своє місце за столом переговорів і мати офіційне представництво в міжнародних нормотворчих органах.

Регуляторна гармонізація у різних своїх формах, все ще залишається предметом для дискусій як для високопоставлених політиків, так і для вчених-дослідників[448]. Загальносвітовою тенденцією є створення все більшої і більшої кількості регуляторних агентств при урядах, з власними бюджетами, командами фахівців, з різними рівнями автономії при розробці політичних рішень. Оскільки ці агенти – або, якщо більш точно, бюрократи, не дивлячись на негативний підтекст цього слова – набувають все більшої і більшої автономності на своїх ділянках відповідальності, в умовах глобалізації ринку капіталу вони будуть все більше і більше віднаходити себе і сутність своєї діяльності в міжнародній переговорній діяльності.

### **5.5. Модернізація концепції дослідження регулювання інвестиційної діяльності банків в контексті євроінтеграції і глобалізації**

У період економічного підйому - з середини 90-х років ХХ століття - що передував економічній кризі, такі інститути Європейського союзу як Європейська комісія, стали ключовими гравцями у сфері фінансового регулювання, як між країнами-членами Союзу, так і на глобальному рівні. І, відповідно, фінансове регулювання трансформувалося в окремий напрямок досліджень присвячений аналізу регуляторних і інституційних реформ і причин їх виникнення. Починаючи з 2007 року, фінансова криза запустила хвилю реформ на національних і міжнародному рівнях, включаючи, також, і тимчасові короткострокові заходи. Уповодж декількох останніх років дослідження з фінансового регулювання здійснювалися в намаганнях встигнути за стрімким розвитком подій [449]. З огляду на рівень відповідальності покладений на наднаціональні органи фінансового регулювання, на нашу думку, варто оцінити яким чином процес формування фінансового регулювання, як напрямку економічних досліджень, з одного боку і фінансова криза – з іншого, стимулювали постановку нових питань і, таким чином, змінили перелік завдань і їх пріоритетність у порядку денному наукових досліджень.

Фінансова криза стимулювала розвиток суспільних наук загалом, про що свідчить поява великої кількості наукових робіт у фахових виданнях за згадуваною тематикою. З метою звузити поле дослідження, стосовно плідності і перспективності розвитку напрямків досліджень, що в подальшому будуть нами розглядатися, ми визначимося за трьома обмежуючими положеннями: 1) вони мають концентруватися більшою мірою на ролі саме наднаціональних регуляторних органів у регулюванні інвестиційної діяльності банків, а не ролі окремо взятої країни-члена (можливо, лідера) економічного об'єднання; 2) ігнорують «фінансове пожежогасіння» під час кризи, при якому використовуються критично важливі, але тактично короткотермінові підходи; 3) вибір фокусних точок є неминуче

суб'єктивним, хоча це жодним чином не означає, що ми відкидаємо ті аспекти, які ми не розглядаємо.

Маючи на меті структурувати дискусію, ми розглядаємо чотири аспекти:

(1) Передкризова еволюція фінансового регулювання інвестиційної діяльності банків була обумовлена ліберальним консенсусом стосовно вигод фінансової інтеграції ЄС. Руйнування цього консенсусу призвело до постановки нових питань, як стосовно наукових положень якими користувалися у минулому, так і стосовно майбутнього розвитку політики і інститутів.

(2) Зокрема, роль фінансового регулювання в політичній економії інтеграції ЄС в цілому, залишається, на нашу думку, недостатньо зрозумілою. Насамперед, це стосується місця фінансових ринків і банків в таких економічних проектах, як створення єдиного європейського ринку або Лісабонських угод. Але фінансове регулювання також взаємодіє з іншими політичними сферами, хоча і менш очевидно і менш очікуваним чином. Одним з прикладів є фіскальна політика: політика дешевих іпотечних кредитів, яка реалізовувалася через регульовані фінансові ринки, послабила фіскальний тиск [450]; запобігання наслідкам фінансової кризи призвело до обтяження державних бюджетів. Такі зв'язки дуже багато значать при аналізі регуляторної політики, але до цього часу, у процесі дослідження фінансового регулювання, їм не приділялося достатньо уваги.

(3) Перед кризою політичні преференції, як для публічної так і для приватної сторін - учасниць процесу регулювання, виглядали відносно стабільними, а отже - такими, що не потребували доказів для дослідників. Особи, що визначають політику, виступали у ролі поборників дешевих кредитів, а конкурентоспроможні фірми вітали зняття обмежень на доступ до іноземних ринків. Оскільки, усі зацікавлені сторони були змушені переоцінити ці та інші політичні позиції, формування їх вподобань потребує значно більшої уваги у площині теоретичних досліджень. А отже, постає питання, яким чином публічні і приватні учасники процесу сприйматимуть регуляторний вибір з яким вони стикаються (яке, в свою чергу, зводиться до того, яким чином інституціональне регулювання може сприяти узгодженню очікувань прибічників суспільної і приватної теорій регулювання).

(4) І, на кінець, у своїх намаганнях по новому регулювати фінансові ринки, ЄС, як міжнародний регулятор, стикається з обмеженнями у вигляді глобально мобільного капіталу і фінансових послуг, і глобальних можливостей в умовах безпрецедентного рівня регуляторної кооперації. Найвищі посадові особи і керівні органи наднаціональних регуляторів ЄС є інтегрованими в транснаціональні політичні системи, які дають їм змогу отримувати нові регуляторні ідеї як ззовні до ЄС так і навпаки. Зібрані разом, ці фактори створюють глобальний контекст, який дає ключ до розуміння політики Європейського союзу і її дієвості.

*ЄС як ключовий учасник фінансового регулювання.* З кінця 1990-х дослідження фахівців Євросоюзу дали змогу визначитися з основними аспектами стратегії фінансового регулювання ЄС. Не викликає жодного сумніву те, що наднаціональні органи зараз відіграють вирішальну роль у фінансовому регулюванні ЄС, оскільки їх діяльність і вплив не зводяться лише до ведення перемовин між країнами учасницями. Насамперед, це, звісно, Європейська комісія. Але органи фінансової влади, які виникли в 2011 році на основі комітетів Ламфалуссі, також відіграють значну роль як в формуванні, так і у впровадженні фінансової політики [451]. Проте, варто зазначити, що до тих пір поки фінансове регулювання не є виключною компетенцією ЄС, окремі його аспекти все ще залишаються недоторканими для регулювання за загальноєвропейськими правилами[323].

Як тільки дослідники відмовились від застарілої дихотомії між наднаціоналізмом і наддержавністю, вони відразу виявили надзвичайну практичну складність визначення напрямку діяльності і, відповідно, прийняття політичних рішень у цьому напрямку[452]. З початку 2000-х років Європарламент, Рада Європи і Європейська комісія доповнювалися як новими профільними комітетами, регуляторними структурами (комітети Ламфалуссі), регуляторними комітетами з обліку і аудиту, так і численними профільними радами і консультативними комітетами (рис Е.2) [453]. Дослідження першої хвилі інтеграції у сфері фінансового регулювання ЄС були жорстко прив'язані до політико-економічного аналізу [454]: парламенти країн-учасниць боролися один з одним за доступ своїх фірм на зарубіжні ринки. Але після того, як політичні повноваження було передано

наднаціональним органам, а інституційна мережа почала швидко зростати, наголос перемістився на інші концептуальні напрямки регуляторних компетенцій ЄС, такі як авіаперевезення, телекомунікації, навколишнє середовище, охорона здоров'я і стандарти безпеки [455].

Ці інституціональні дослідження дають нам змогу визначитися з новими діючими чинниками і можливими перешкодами для майбутнього розвитку регуляторної інтеграції:

(1) поміркований інституціоналізм, який дав змогу визначитися з «вето»-гравцями [456] і

(2) історичні інституціоналісти, які зауважують на залежності і послідовності планування[457].

Складність фінансового регулювання призвела до появи експертних комітетів у яких переговорний процес був частково витіснений, фактично, дискусіями стосовно пошуку прийнятних відповідей на регуляторні виклики[458]. Так, з огляду на те, що багато інституціональних регуляторних інновацій були категоризовані через комітети ЄС або ж міжурядові органи, їх вивчення, як системи надурядових регуляторних заходів, отримало подальшу підтримку[459].

*Перегляд передкризового консенсусу.* Передкризова зміна акценту від міжурядових перемовин до управління під керівництвом комітетів і від посилення боротьби за доступ на ринки до роздумів стосовно найкращих методів організації діяльності, відображають, на нашу думку, реальну еволюцію розробки політики у сфері фінансового регулювання як на рівні ЄС, так і на глобальному рівні. Проте, якщо вдатися до ретроспективного аналізу, стає зрозумілим, що ця зміна акцентів була тимчасовою і, на відміну від припущень, що домінували у дослідженнях передкризового періоду, не може розглядатися як стала тенденція.

Дослідники у сфері інвестиційної діяльності банків зазвичай припускали, що ринкова інтеграція і інституціональна еволюція, яка її підтримує і супроводжує, будуть тривати у доступному для огляду майбутньому. Реформи Ламфалуссі дали змогу зрозуміти, що інституційні інновації не потребують впровадження єдиних наднаціональних компетенцій і, що глобалізовані форми регулювання - з розподілом

компетенції між національними і наднаціональними органами - можуть відповідним чином сприяти ринковій інтеграції. І, не дивлячись на існуючі між ними розбіжності, європейські політичні еліти дійшли згоди стосовно вигод панєвропейської фінансової інтеграції і потреби в законодавчій діяльності з її забезпечення[460].

Саме з цього консенсусу, на нашу думку, витікають ключові ознаки регулювання інвестиційної діяльності банків у передкризовий період: по-перше, угода стосовно бажаності і загального напрямку регулювання дала змогу здійснити суттєве делегування прав з прийняття рішень немажоритарним органам, які мають можливість ухилитися від контролю зі сторони сторін угоди. По-друге, банківське регулювання було надзвичайно політизоване серед громадян Євросоюзу. Бюрократи і експерти мали можливість працювати за умов мінімального зовнішнього нагляду і контролю. Регуляторні системи, як окремі напрямки політики, набули, буквально, розквіту у такому середовищі. По-третє, в умовах домінування фінансової галузі, ця деполітизація призвела до виникнення тісного взаємозв'язку між особами, що визначають політику і фінансовою галуззю. І, на кінець, домінуючий консенсус посприяв не тільки фінансовій інтеграції на теренах ЄС, а і подальшому розвитку фінансових інновацій і сек'юритизації у банківській сфері. Переваги, які надала ця угода, дозволили регуляторам координувати діяльність у деталях, ухиляючись від принципової дискусії стосовно місця і ролі інвестиційної діяльності банків у сучасному суспільстві.

Фінансово-банківська криза значним чином похитнула і послабила такий проінтеграційний консенсус. Величина втрат науковообґрунтованого доробку, що може бути використаний у процесі формування і сприйняття ідей, є все ще не визначеною, і це, без сумніву, справляє вплив на формування програми досліджень у сфері регулювання інвестиційної діяльності банків. Щонайменш, посткризове регулювання має концентруватися на множині чинників, склад якої суттєво відрізняється від того, що мав місце до кризи. До дискусії стосовно фінансового регулювання також залучилися інші зацікавлені сторони такі як, профспілки або лобістські об'єднання, на зразок брюссельського FinanceWatch [461]. За такого

напрямку розвитку, на нашу думку, не існує потреби у визнанні недійсними тих сутнісних концепцій, на основі яких здійснювалося регулювання у передкризовий період. Але зміни, що відбуваються в економіці, підкреслюють обумовленість (а значить і обмеженість) цих концепцій сприятливими ринковими умовами і дозвільним соціальним консенсусом, що, знову ж таки, сприяє регуляторному лібералізму[462, с.153-158]. Вони також спонукають дослідників до розробки концептуальних інструментів, які мають стосунок до ключових аспектів посткризового управління, що розглядаються нижче.

Насправді, саме криза змусила прискіпливо аналізувати дозвільний консенсус як такий. Дієвість і ефективність регулювання у передкризовий період залежала від відтворення, як суб'єктами так і об'єктами регуляторного процесу, сподівань стосовно внутрішньої спроможності фінансових ринків, яка впливає з очевидної бажаності транскордонної ринкової інтеграції і регуляторного лібералізму. На той час ця ідея здавалася цілком природною не тільки для політиків, але і для вчених, що займалися цими питаннями. Тепер ми можемо ставити питання стосовно того, до якої міри ця система сподівань була підтримувана ідеологічною або інституціональною інерцією, або ж специфічною матеріальною зацікавленістю. Насправді, завдання полягає не в тому, щоб показати домінування окремо взятих ідей або інтересів [463], а в тому, щоб зрозуміти структуру побудови взаємозв'язків між ними - одвічне суспільно-наукове питання – шляхом вивчення регулювання інвестиційної діяльності банків у передкризовий період.

Якщо рухатися далі, то, на нашу думку, варто визначитися з тим, чи має консенсус, в основі якого лежить регуляторний лібералізм і наднаціональна інтеграція, відношення до кризи як такий? Зокрема, до якої міри передкризовий розвиток фінансових ринків і управління ними посприяли накопиченню фінансової уразливості, яка зробила процес некерованим і обов'язково мала призвести до їх колапсу? Звісно, наднаціональне фінансове регулювання тісно пов'язане з регуляторним лібералізмом, який є наріжним каменем усієї програми впроваджуваних реформ [453, С. 18-22]. Але, якщо розвиток фінансового управління у передкризовий період був невід'ємною частиною того, що окремі



дослідники називали фінансіалізацією [464], то, можливо, зміни у політичній динаміці, що пов'язуються з кризою, були викликані не екзогенними (позасистемними), а внутрішніми потрясіннями? Чи дійсно передкризовий стиль регулювання обов'язково був хибним тому, що він систематично генерував надзвичайно ліберальну і, таким чином, нежиттєздатну стратегію? Запропонований ланцюжок міркувань може бути досить довгим, а це означає, що потрібно проводити ретельні емпіричні дослідження для того, щоб встановити їх обґрунтованість. На нашу думку, значимість як практичних, так і теоретичних наслідків таких досліджень унеможливорює як відмову від їх проведення, так і прийняття їх результатів без усесторонньої ґрунтовної оцінки.

*Політико-економічні засади регулювання інвестиційної діяльності банків.*

Питання стосовно ролі регулювання інвестиційної діяльності банків в акумулюванні економічної уразливості Європи, може служити прикладом більш глобальної постановки задачі дослідження: місце фінансового регулювання у політичній економії інтеграції в цілому. Зокрема, перед нами постає три групи питань. По-перше, хто став переможцем, а хто зазнав втрат від регуляторної реформи? Цьому питанню приділявся мінімум уваги коли, в загальному і в цілому, здавалося, що виграли всі без винятку, і коли розбіжності у поглядах політиків на можливі негативні наслідки фінансового регулювання були мінімальними. Хоча різноманітні питання стосовно фінансового регулювання дискутуються по всьому світу, проте, саме у Європі цей напрямок економічної думки набув конкретної локалізації і інституціоналізації: за останню декаду в ЄС були запроваджені співставні правила і положення, які впливають, наприклад, на доступність кредиту для домогосподарств і малого бізнесу, формування і управління портфелем цінних паперів, моделі державних запозичень і реструктуризацію фінансового сектору. З огляду на різноманітність існуючих політико-економічних концепцій, що існують під одним регуляторним дахом, ЄС є, на нашу думку, чудовим полігоном для порівняльного вивчення впливу регуляторних реформ і факторів, що їх обумовлюють. Саме ідентифікація абсолютних переможців і тих, що програли має, на нашу думку, бути важливою частиною програми наукових досліджень.

Аналіз таких дискусійних положень має привести дослідників до іншого «осяяння» яке дала нам криза: фінанси і банки дуже особливі. Оскільки упродовж останнього десятиріччя велися дискусії стосовно фінансового регулювання в ЄС, фахівці з європейської економіки часто порівнювали процес фінансового регулювання з розвитком регулювання в інших галузях, таких як, наприклад, телекомунікації, природні монополії або авіаперевезення. Фінансове регулювання розглядалося, на нашу думку, не як інструмент для формування потоків доходів і витрат, а як інструмент керування фінансовими послугами - послугами, які фундаментально не відрізняються від, скажімо, транспортних послуг. Фактично, у системі фінансового регулювання форма реалізації почала домінувати над змістом, що, в свою чергу, варто розглядати як ваду інституціонального регулювання.

Криза нагадала нам, що до тих пір поки існує паралелелізм різних регуляторних полів, фінанси і банки не можуть розглядатися просто як ще один - поміж інших - бізнес-сектор. Фінансові ринки пронизують економічну тканину як розвинених індустріальних суспільств, так і країн, що розвиваються. Це призводить до виникнення взаємозв'язків між фінансово-бюджетною (фіскальною) і монетарною політикою. Розвиток інших галузей економіки (наприклад, нерухомість або енергетичні ринки) справляє значний вплив на функціонування фінансового ринку. В цьому відношенні фінансово-банківська система є більш складною ніж, наприклад, такий сектор як телекомунікації. І перелік зацікавлених у її регулюванні учасників є значно ширшим – як ті хто під нього підпадають, так і ті хто нав'язує його з метою отримання вигод.

Як результат, європейські дослідження з фінансового регулювання знаходяться у більш вигірній позиції з огляду на їх більш тісний взаємозв'язок з фінансовою економікою (область прикладної економіки, у якій на основі принципів економічної теорії вивчається функціонування фінансових ринків) і соціологією в їх різних формах. Польові дослідження діючих фінансових ринків є обов'язковою справою у випадку коли існує потреба в оцінці значимості регулювання. Дослідники, зазвичай, використовують розмиті формулювання (і, фактично, відмовляються від точних визначень) стосовно того, що ж робить регулювання,

наприклад, «нав'язаним», «успішним», «ліберальним», «доброзичливим до ринку» або «ефективним». Жодна з цих якостей вже не є самоочевидною, а фахівцям з фінансового регулювання ще буде потрібно - у результаті дебатів по суті - визначитися з тим, що вони мають на увазі коли використовують такі ярлики.

Крім того, самі регулятори перебувають у стані значної невизначеності стосовно природи «істоти, яку вони намагаються приручити»[465]. Їх регуляторні задачі, в залежності від очікуваних результатів, можуть бути настільки важко здійсненними, що це може стати перешкодою в реалізації реформ. Але для того, щоб оцінити чи є реформи всеосяжними, або ж є лише мінімально необхідним набором заходів, що мають на меті нашвидкуруч підремонтувати існуючу систему, існує потреба чітко визначитися з основним критерієм: що має попасти в область можливих реформ і які її можливі межі? Приймаючи до уваги посткризові розбіжності з цього приводу, фахівці з регулювання самі мають визначитися з регуляторним контентом. На нашу думку, імперативом тут більшою мірою має виступати сутність регулювання інвестиційної діяльності банків, а не сам процес його творення.

Фахівці з міжнародної і порівняльної політекономії упродовж тривалого часу вели дискусії стосовно того, чи дійсно у промислово розвинених країнах має місце конвергенція в основі якої лежать ліберальні політико-економічні засади. Комісія ЄС регулярно посилалася на США і їх фінансові ринки у якості прикладів, що варті наслідування і використала законодавчі важелі для сприяння транскордонній фінансовій інтеграції і фінансовій дисінтермедіації. У ЄС еволюція базових положень існуючої концепції фінансового регулювання загалом, і регулювання інвестиційної діяльності зокрема, відбувалася згідно з положенням стосовно домінування неоліберального тренду в європейській економіці, в цілому. Але ці зв'язки не стали об'єктом детальних досліджень.

Аргументи на користь конвергенції часто ґрунтувалися на таких структурних чинниках як мобільність капіталу [466, С.77-79], розповсюдження технологій або ж домінування інтересів окремих груп зацікавлених осіб [467]. У європейському напрямку дослідження фінансового регулювання, навпаки, крупним планом

досліджувалися виявлені інституціональна комплексність і контекстно-специфічні поєднання інтересів груп учасників з визначеної множини зацікавлених сторін.

То ж до якої міри регулювання фінансової і інвестиційної діяльності банків у рамках ЄС відповідає масштабу трансформацій економік Європи упродовж останньої декади? Чи було воно саме тим механізмом, що запустив процес фінансіалізації [464] і, чи не стало воно наслідком (і ахіллесовою п'ятою) загального неоліберального тренду у європейській економіці? І, якщо інтелектуальний клімат у Європі повертає спиною до неолібералізму, як такого, що не виправдав очікувань, то який це справлятиме вплив на розвиток регуляторної політики у європейських фінансах у майбутньому?

*Формування преференцій у регулюванні інвестиційної діяльності банків.* Одним з найбільш корисних підходів до вирішення цього питання, на нашу думку, полягає у тому, щоб розглянути яким чином відбувається формування уподобань ключових учасників процесу регулювання. Більшість досліджень передкризового періоду за своїм змістом припускали, на перший погляд, очевидні переваги: за інших рівних умов, політики сприяли транскордонній фінансовій інтеграції з огляду на вигоди які вона пропонувала. Бюрократи з Комісії схвально вітали наднаціональні інтеграційні процеси тому, що це давало їм в руки політичні компетенції і тому, що вони мали якнайкращі сподівання стосовно переваг європейської інтеграції [468, с. 20-21]. І, загалом, впливові регуляторні сили широко просунули власні правила, сподіваючись зібрати врожай вигод від транскордонної інтеграції (приватне регулювання) не передбачаючи (а скоріше, не усвідомлюючи з огляду на тотальну ейфорію) потреби визначитися з величиною супутніх втрат (суспільне регулювання) для фінансових гравців упродовж адаптаційного періоду [436, 469, С.125-126].

Уподобання приватного сектору також розглядалися як безпроблемні. Фінансові інститути достатньо великого розміру або ж ті, що на вістрі конкурентної боротьби - стали провідниками транскордонної інтеграції з комерційних причин відповідно до існуючих припущень [470]. Менші фірми намагалися чинити супротив інтеграції виходячи з тих самих міркувань. Крім того, до вже існуючих

можуть бути додані інші осі конфліктів комерційних інтересів: уряд Великобританії завзято захищав вищість лондонського Сіті на фінансових ринках ЄС перед Франкфуртом і Парижем [471, С 101-123]. Хоча все ще залишається відкритим питання чи дійсно континентальні члени ЄС проявили схильність до більш жорсткого регулювання з якихось ідеалізованих міркувань, або ж з метою обмежити вплив Сіті для просування своїх власних фінансових центрів і фірм. А фірми з конкуруючими бізнес-моделями (наприклад, фондові біржі і інвестиційні банки) зіштовхнулися у процесі регулювання з приводу отримання привілеїв одних перед іншими [472, с.235-270].

У посткризовий період роль фінансових фірм у прийнятті і реалізації політичних рішень з точки зору науковців все ще залишається значимою [473]. Але, не дивлячись на те, що уподобання основних учасників процесу упродовж довгого часу описувалися як очевидні і такі, що не потребують детальної теоретизації, криза показала слабкість системи припущень на яких вони ґрунтуються. Так, наприклад, Баклі Д. і Хорварс Д. аналізуючи регулювання хедж-фондів в ЄС, описують його як битву фінансової галузі проти нав'язаного регулювання [474], а Квагліа Л. також зауважує, що ключову роль у ній відіграють різні підходи до питання стосовно доцільності втручання [475].

Хоча і очевидно, що як і в інших сферах міжнародної політекономії, існуючі концепції і інтереси зацікавлених сторін залучені у боротьбу за фінансове регулювання [476, С. 20-34; 477], залишається не до кінця зрозумілим - яким саме чином. З огляду на видимі з першого погляду недоліки регуляторного лібералізму і високу волатильність фінансових ринків, виникає питання: яким чином фінансові фірми коригують свої регуляторні вподобання [478]? Якою є глибина потрясіння передкризових уявлень регуляторів і які нові ідеї прийшли на їх місце? Чи дійсно ми бачимо зростаючу конвергенцію ідей у вигляді калейдоскопу різноманітних регуляторних напрямків, що є колективною панєвропейською ініціативою зі сторони наднаціональних організацій? А, можливо, єдиний вектор регулювання (стрижньова інтеграція) розпадається на багато різноспрямованих - в залежності від того, до яких висновків доходять зацікавлені сторони (периферійна інтеграція)?

Яким чином змінюються політичні вподобання учасників цього процесу у світлі когнітивної невизначеності і політизації (тимчасової) регулювання? І як громадяни, які до цього ніколи не розглядалися як сила, що може впливати на управління фінансами, формують уявлення про бажані напрямки змін і можуть змусити інших вислухати свою думку вже у рамках теорії суспільного регулювання?

*Глобальний контекст.* Без сумніву, так само як громадяни можуть використати право голосу стосовно регулювання інвестиційної діяльності банків, особи, що приймають рішення на найвищих рівнях, можуть зіткнутися з ще більш жорсткими глобальними обмеженнями. По трьом десятиліттям лібералізації, як фінансові ринки, так і управління ними, є настільки глобалізованими, що вже не можуть собі дозволити ігнорувати те, що відбувається деінде у світі. Таким чином, здатність європейського регіону формувати власне фінансове майбутнє залежить як від (1) його спроможності функціонувати автономно (від зовнішніх обмежень), так і від (2) його здатності впливати на глобальне фінансове середовище (пов'язувати глобальні регуляторні угоди з власним баченням проблеми).

Тут, на нашу думку, можуть виникнути проблеми двох типів. Транскордонна мобільність фінансових послуг і капіталу справляє значний вплив на вибір вищих посадових осіб у будь-якому випадку, навіть тоді, коли ця мобільність є сама по собі артефактом дозвільного регулювання і, таким чином, предметом політичних маніпуляцій. Знову піднімається дискусія стосовно впливу глобалізації на національну політику [288]. Але цього разу, на відміну від попередніх перемовин, не стосовно держави «загального добробуту» або оподаткування, а стосовно регулювання банківського сектору і фінансових ринків. Конкуренція за капітал і надходження від надання фінансових послуг, з її схильністю породжувати надзвичайно варіативні норми і стандарти[479], врівноважується загрозою фінансової нестабільності і здатністю останньої до миттєвого враження всієї фінансової системи, що, на нашу думку, власне, і представляє другий тип проблеми. Негативні екстерналії фінансової кризи виступають у якості стимулів у випадку глобального співробітництва. Саме баланс між конкурентними і кооперативними

імперативами може, на нашу думку, розглядатися у якості ключового фактора формування майбутньої регуляторної реформи.

На перший погляд, стимули для співпраці зростають упродовж останніх років: спроможність ЄС впливати на глобальне фінансове середовище парафоровано в угодах. І, що важливо, принципи регулювання, які раніше використовувалися для узгодження одностороннього трансатлантичного трафіку, проторували шлях до регулювання руху в обох напрямках – з США до Європи і навпаки [480]. У дослідженнях стосовно цього факту за вихідну точку приймався обсяг ринку [469, с. 136-138]: контроль держав за доступом на національний ринок є їх «козирем» в координації міжнародного регулювання інвестиційної діяльності банків. Концентрація регуляторних компетенцій ЄС в руках наднаціональних органів виступає у якості інструменту, який дає змогу представити більш як два десятки національних фінансових ринків як один гігантський ринок. Як результат, ринкова міць ЄС зростає, навіть якщо цей взаємозв'язок і не є лінійним [468, с.112-114].

На нашу думку, важливо щоб у своїх намаганнях стати лідером процесу глобальної координації, учасники змогли переконливо продемонструвати свою здатність справляти на нього регулятивний вплив: вплив ЄС зростав коли у нього була можливість продемонструвати свою компетентність, досвід і здатність до впровадження такої політики на власних теренах. Взяті разом розмір ринку, рівень регуляторної централізації і регуляторна компетентність, мають враховуватися при оцінці ролі економіко-політичних об'єднань у глобальному фінансовому врядуванні.

Крім того, слід враховувати вплив кризи на глобальне фінансове регулювання. В основі передкризової концепції досліджень лежало припущення, що глобальне фінансове регулювання має значний потенціал розвитку у передбачуваному майбутньому; ключовим питанням було те, які саме правила будуть у ньому домінувати. Як і очікувалося, економічні незгоди у Європі і США, послабили як реалізацію інтелектуальних зусиль за згаданим напрямком, так і підтримку регуляторної гармонізації на рівні національних економічних шкіл [464]. Важливим. На нашу думку є питання яким чином криза змінила глобальний контекст фінансового регулювання Євросоюзу.

Включення до Великої 20 (G-20), Комітету з фінансової стабільності (Financial Stability Board (FSB)) і Базельського комітету з банківського нагляду (The Basle Committee on Banking supervision) країн, що не є членами ОЕСР покінчило з євро-американською гегемонією у глобальному фінансовому регулюванні. Але, як тільки нові країни-учасники зайняли свої місця на форумах присвячених регулюванню фінансової діяльності, виявилось, що «апетит» до глобальної гармонізації якимось послабшав, а в оновлених можливостях впливу на світові фінанси почали проглядатися ознаки руйнівного потенціалу периферійної гармонізації.

У докризовий період, поза рамками глобального регулювання, ЄС і США мали змогу, за рахунок компромісних домовленостей, досягти взаємної двосторонньої узгодженості у питаннях регуляторних норм і правил (наприклад стосовно регулювання деривативів і рейтингових агентств) і, таким чином, зменшити регуляторний вплив таких органів, як Комітет з фінансової стабільності (FSB) і G-20 порівняно з очікуваннями, що покладалися на ці органи на момент їх створення.

Цей сценарій, знову ж таки, підкреслює важливість двох раніше згадуваних чинників: формування регуляторних вподобань учасників і економічна «вбудованість» фінансового регулювання. Постановка питання стосовно формування вподобань учасників є безпосередньою і прямолінійною: що мотивує регуляторні органи прагнути до міжнародної гармонізації або адаптації? У цьому дослідженні нами запропоновано у якості мотиву до міжнародної гармонізації розглядати досягнення компромісу між фінансовою стабільністю і конкурентоспроможністю підприємств окремо взятих країн. Такий підхід є раціональним з суто економічної точки зору. Проте, при більш ретельному розгляді, намагання Європейського співтовариства (саме співтовариства, а не унітарної держави) справляти міжнародний регулятивний вплив не видається таким вже і очевидним [481]. Чи дійсно вони (ЄС) просувають європейський варіант загальних правил на підтримку фінансової стабільності, в основі якого лежить більш жорстко координована превалююча континентальна модель? Можливо, саме інтереси фінансового сектору, в кінцевому рахунку, домінують - змушуючи концентруватися на трансатлантичному напрямку? А може, ЄС намагається отримати владні



повноваження заради самого себе? Розгляд цих претензійних положень вимагає значно більш докладних емпіричних досліджень ніж ті, що провадилися до цього часу.

Вплив ЄС не обмежується лише його зусиллями у міжнародних перемовинах. Фінансове управління і регулювання впроваджуються через організації, які здатні протистояти жорсткій категоризації як зі сторони окремих приватних організацій, так і урядів[482]. Як приклад, можна навести Раду по Міжнародним стандартам фінансової звітності (IASB), Міжнародну організацію комісій по цінним паперам (IOSCO) і Міжнародну асоціацію свопів і деривативів (ISDA). На відміну від методів ведення політики, що практикуються великими державами, вплив ЄС у цих органах більшою мірою реалізується на рівні аналізу «принципал-агент» [483]. Комплексні моделі делегування – від країн учасниць до регуляторів і органів влади ЄС і від них до змішаних органів, що встановлюють стандарти – все ще потребують подальшого аналізу і тестування.

І, на кінець, ЄС може досягти глобального рівня регулятивного впливу, наприклад, у випадку свого лідерства. На теперішній час глобальне фінансове врядування розвивається не в напрямку повноцінної гармонізації правил, а в напрямку розвитку більш складних моделей політичної координації. Якщо децентралізована координація виявиться ключовим напрямком стратегічного розвитку, ЄС зможе запровадити величезний набір програм, що сприятимуть кооперації без поспрання національного суверенітету [484]. Як приклад, можна згадати про інституціоналізоване забезпечення практичної можливості спільних досліджень, експертну оцінку результатів діяльності і орієнтацію - більшою мірою - на досягнення генеральних цілей ніж на суворе дотримання деталізованих приписів [485, с.43-60]. Такі моделі розвитку економічної політики можуть «прижитися» лише будучи тісно пов'язаними з тим, до якої міри різномірні інтереси зацікавлених сторін і макроекономічні події зможуть сприяти ребалансуванню глобальної економічної мапи.

Як тільки уряди усвідомлять наскільки глобальним може бути вплив регулювання банків і фінансових ринків на економічну політику, їх «апетити» до

узгодженої взаємодії можуть піти на спад. Коли вляжеться пил піднятий суверенними борговими кризами і реальні процентні ставки повернуться до нормальних рівнів, прийде ex-post усвідомлення величини втрат, яких зазнав європейський фінансовий сектор і тоді, можливо, домінуючою стратегією може стати зовсім не глобальна гармонізація, а регуляторний протекціонізм.

Отже, значимість результатів досліджень в області регулювання інвестиційної діяльності банків має визначатися не з огляду на їх теоретичну витонченість і складність, а з урахуванням їх відповідності реальним умовам функціонування економіки. Порядок денний цих досліджень має формуватися у рамках пошуку відповідей на прості питання: які саме фактори впливають на те, яким чином здійснюється регулювання інвестиційної діяльності банків і яким чином можна оцінити результати реалізації такої регуляторної політики?

У цьому розділі ми зробили наголос на чотирьох напрямках досліджень в сфері регулювання інвестиційної діяльності банку, що заслуговують, на нашу думку, першочергової уваги: передкризовий консенсус стосовно фінансової інтеграції і лібералізації, взаємодія регулювання з іншими напрямками економічної політики, формування вподобань учасників регуляторного процесу і глобальний регуляторний контекст. На нашу думку, їх подальше вивчення дасть змогу відповісти на питання яким переймаються сьогодні як пересічні громадяни так і органи управління, стосовно того, чи зможе світ впоратися з кризою.

## **Висновки до розділу 5**

Дослідження міжнародного регулювання фінансово-інвестиційної діяльності банків дозволило нам зробити наступні висновки і узагальнення.

5.1. Визначено, що глобалізація ринку капіталу створює ряд регуляторних проблем у сфері фінансового посередництва: (1) з огляду на взаємозалежність фінансових ринків, труднощі, які мають місце в одній країні, можуть перекинутися на інші країни - системна криза в одній країні і невдачі влади в її подоланні можуть призвести до глобальної банківської кризи; (2) регулювання може розглядатися як

певна форма оподаткування і, таким чином, може вплинути на міжнародну конкурентоспроможність фінансових інститутів - відмінності в режимах регулювання створюють бар'єри в транскордонній торгівлі фінансовими послугами; (3) фінансові інститути намагаються уникнути більш жорсткого домашнього регулювання і переносять свою діяльність закордон - регуляторний арбітраж призводить до зниження ефективності регулювання і здатності країн підтримувати свої власні регуляторні системи.

5.2. Дослідження мотиваційної складової у процесі формування глобальної системи банківського регулювання дозволило встановити, що створення Базельського комітету з питань банківського нагляду з подальшим запровадженням його рекомендацій мало на меті - офіційно - забезпечити стабільність міжнародної банківської системи, а фактично - прибрати конкурентні неузгодженості, які виникають з факту, що окремі країни можуть надавати приховані гарантії необмеженої підтримки своїм банкам у випадку загрози банкрутства - запобігти непрямому субсидуванню урядом своїх банків шляхом надання неявних гарантій у випадку дефолту.

5.3. Інституціональний аналіз змісту засадничих регуляторних вимог, що містяться у рекомендаціях Базельського комітету, дає змогу стверджувати, що саме подолання конкурентної неузгодженості слід розглядати як основний корисливий мотив, який спонукає банки до узгоджених дій у координації національних регуляторних доктрин; фактично, провідні міжнародні банки отримали від Базельського комітету гарантії стосовно того, що запровадження його вимог не призведе до збільшення вимог стосовно капіталу для усіх банків, і, по-друге, ті ж самі банки в окремих випадках отримали вигоди від зниження цих вимог за умови впровадження методу внутрішніх рейтингів.

5.4. Результати фактологічного аналізу успішності практичної реалізації рекомендацій Базельського комітету дають нам змогу стверджувати, що Комітету не вистачало у минулому і не вистачає зараз компетентності детально розробити систему пруденційного регулювання ризиків – одного разу прийнявши концепцію безумовної прямої легітимації використання внутрішніх моделей кредитного

ризик, що використовуються провідними банками у їх діяльності, Базельський комітет став, фактично, кептивним.

5.5. Виявлено, що запропонована Базелем економіко-математична модель обґрунтування достатності капіталу банку є настільки складною, що це не дає змоги нікому з тих, хто знаходиться поза безпосередніми відносинами між банком і наглядовим органом, зробити власну оцінку стосовно правильності дій самого регулятора, що дає останньому значний діапазон – «регуляторний люфт» - у свободі вибору більшого або меншого рівня жорсткості використання пруденційних критеріїв. Цей висновок є значущим і дозволяє стверджувати, що одна з основних цілей базельського процесу - зняття конкурентних розбіжностей між банками у різних країнах шляхом обмеження свободи дій національних органів нагляду через введення уніфікованого підходу - стала, таким чином, фактично нездійсненою.

5.6. Аналіз валідності теоретико-методологічних засад обґрунтування існуючої регуляторної моделі дав змогу виявити дві глибоко вкорінені невідповідності в запропонованій Базельським комітетом концепції регулювання і нагляду: (1) існує невідповідність між цілями пруденційного регулювання і банківського нагляду - головним обов'язком керівництва банків є використання розрахункових значень ризиків з метою максимізації багатства своїх акціонерів, а основним завданням органів банківського нагляду є визначення «девіантних» банківських інститутів, які піддають небезпеці благополуччя своїх вкладників або стабільність фінансової системи і здійснення стосовно них відповідних заходів з корегування; (2) статус математичних моделей в регулюванні, які, на відміну від моделей використовуваних у природничих науках, мають низькі прогностичні можливості і ті - тільки на короткому проміжку часу. Ці моделі, власне, лише дають змогу визначитися з якісним розумінням надзвичайно складного феномену ринкової волатильності, а результати практичного використання цих моделей однозначно свідчать не на користь їх життєздатності у довгостроковій перспективі.

5.7. В процесі аналізу результатів реалізації концепції пруденційного регулювання, що пропонується Базелем, було виявлено чотири основних причини невдач: (1) нездатність оцінки індивідуального ризику банкрутства банку, (2)

нездатність передбачення системного ризику, (3) нездатність до управління фінансовими інноваціями, (4) її проциклічність і (5) незбалансованість між її складовими елементами («триєма опорами»). Для кожного з цих напрямків виявлено характерні невідповідності у Базелі: помилки при оцінці ризику ліквідності, помилки в оцінці ризику моделі, невдалий вибір регуляторних критеріїв; помилки пов'язані з врахуванням непрозорості окремих фінансових інструментів.

5.8. Дослідження можливостей реформування системи регулювання банківської діяльності в умовах кризи дозволило нам виділити такі ключові напрямки, як (1) підвищення впливовості і незалежності органів банківського регулювання і нагляду, (2) реформування пруденційного регулювання як в сторону спрощення його методології, так і простоти практичного використання, (3) запровадження надійного механізму банківського менеджменту у період кризи, включаючи особливий режим для системно важливих інститутів.

5.9. Проведений аналіз дієвості існуючих національної і міжнародної практик банківського нагляду показав що, оновлення концепції банківського нагляду в Україні повинно спиратися на три фундаментальні принципи: (1) абсолютна заборона вливання державних коштів у банківський сектор упродовж «нормальних» періодів; (2) зобов'язати органи банківського нагляду здійснювати примусове втручання в управління проблемними банками в диференційований спосіб - відповідно до рівня труднощів з якими стикається банк, де граничною санкцією, у найбільш екстремальних випадках, має бути експропріація акціонерів і розпуск як ради директорів /правління, так і менеджменту банку, (3) регулятор має сформулювати прості і зрозумілі критерії, що можуть бути оцінені шляхом спостереження, які і будуть визначати умови за яких наглядовий орган отримує право на втручання. Ці критерії мають бути достатньо простими для того, щоб їх можна було оцінити зовні і, звісно, затверджені відповідною контрольною комісією парламенту при Комітеті з питань фінансів, банківської діяльності, податкової та митної політики Верховної Ради України.

5.10. Використання інституціональних підходів, для пояснення механізму взаємодії гілок влади при регулюванні діяльності банків, дало змогу сформулювати

концепцію щодо необхідності запровадження наднаціональних стандартів регулювання, згідно з якою модель поведінки національного регулятора формується як відповідь на тиск зі сторони законодавчої влади. Законодавці, з їх дуалістичною вимогою як стосовно стабільності фінансового сектору, так і стосовно його міжнародної конкурентоспроможності, створюють внутрішні обмеження для регуляторів, які і спонукають останніх до міжнародної регуляторної гармонізації, що дає змогу зняти існуюче регуляторне протиріччя як на рівні національної економіки, так і на глобальному рівні – через гармонізацію міжнародних регуляторних норм і правил.

5.11. Дослідження еволюції організації міжнародного і, по тому, наднаціонального регулювання на ринку капіталу у ХІХ – ХХІ ст. дало змогу виділити чотири основних типи міжнародної регуляторної гармонізації у сфері фінансово-інвестиційної діяльності банків: (1) шляхом укладання міжнародних угод; (2) регуляторна конвергенція – через модифікацію національних регуляторних положень на основі моделі регуляторної політики країн-лідерів або ж згоди стосовно беззастережного використання узгодженого набору правил і норм; (3) стрижньова - процес, коли невелика група найбільш потужних з економічної точки зору країн, погоджується на гармонізацію своїх регуляторних стандартів шляхом ведення відкритих переговорів; (4) периферійна - коли країни, що не входять до переліку лідерів, обирають між приєднанням до запропонованих стандартів або ж діють на власний розсуд.

5.12. Дослідження природи міжнародної гармонізації регулювання дало змогу зробити висновок, що, не дивлячись на те, що основним інструментом за допомогою якого відбувається дифузія регуляторних стандартів в умовах глобалізації є тиск зі сторони ринків, міжнародні фінансово-кредитні інститути також відіграють значиму роль у процесі глобальної гармонізації регулювання фінансово-інвестиційної діяльності банків. Результати досліджень дають змогу зробити висновок, що існуючий елемент примусу у діяльності міжнародних фінансових інститутів забезпечує ефект зворотного зв'язку з опором ринку щодо виконання вимог міжнародних регуляторних стандартів або (1) напряму - через запровадження умов

кредитування країн, що розвиваються, або (2) опосередковано - через подачу учасникам ринку сигналів стосовно значимості регуляторних стандартів.

5.13. Аналіз основних напрямків модернізації концепції дослідження інвестиційної діяльності банків в умовах євроінтеграції і глобалізації дозволив зробити висновок, що регулювання інвестиційної діяльності банків трансформувалося в окремий напрямок досліджень присвячений аналізу регуляторних і інституційних реформ і причин їх виникнення. Процес формування нової парадигми гармонізації регулювання інвестиційної діяльності банків на національному і наднаціональному рівнях, як напрямку економічних досліджень, з одного боку і фінансова криза – з іншого, стимулювали постановку нових питань і, таким чином, обумовлюють зміну переліку завдань і їх пріоритетність у порядку денному наукових досліджень за такими напрямками як: (1) ключові учасники регулювання та формування їх преференцій у регулюванні, (2) перегляд передкризового регуляторного консенсусу, (3) політико економічні засади регулювання, (4) регулювання інвестиційної діяльності банків у глобальному контексті.

5.14. В контексті підвищення ефективності регуляторної політики значимість результатів досліджень в області регулювання інвестиційної діяльності банків має визначатися не з огляду на їх теоретичну витонченість і складність, а з урахуванням їх відповідності реальним умовам функціонування економіки. Порядок денний цих досліджень має формуватися у рамках пошуку відповідей на два прості питання: (1) які саме фактори впливають на те, яким чином здійснюється регулювання інвестиційної діяльності банків на фінансових ринках і (2) яким чином можна оцінити результати реалізації такої регуляторної політики.

Основні положення, що містить цей розділ дисертації, відображено у публікаціях [486, 487, 488, 489, 490, 491].

## ВИСНОВКИ

У дисертації подано теоретичне узагальнення та обґрунтовано нове розв'язання важливої наукової проблеми, пов'язаної з розробленням і обґрунтуванням нових теоретико-методологічних засад здійснення регулювання інвестиційної діяльності банків (РІДБ) в умовах суперечливого функціонування фінансово-банківської системи України, спрямованих на забезпечення успішної інтеграції вітчизняної банківської системи до глобальних фінансових ринків, посилення суспільного спрямування регулювання інвестиційної діяльності банків в умовах кризи. За результатами дослідження сформульовано наступні висновки теоретичного та науково-практичного спрямування, які забезпечують вирішення поставлених завдань відповідно до мети роботи:

1. На основі порівняльного аналізу існуючих в економіці регуляторних підходів встановлено, що теорія регулювання за приватними інтересами частково накладається на теорію суспільного регулювання – адже, саме суспільний інтерес виступає у якості пускового фактору запровадження регулювання - і, таким чином, фактично, перетворюється на теорію політичної діяльності. Визначено, що теорія інституціонального регулювання є результатом конвергентної еволюції суспільної і приватної теорій регулювання, в основі якої лежить задача пошуку балансу між незалежністю і підпорядкованістю регулювання з метою створення такої моделі інституту регулювання, яка визначається інституціональним середовищем у якому діє регулятор, а основною її метою є недопущення залежності регулятора. Обґрунтовано, що основним завданням при розробці нормативно-правових актів у сфері економічного регулювання має бути обмеження впливу зацікавлених груп, самі акти повинні виступати як інструменти обмеження марнотратності суспільних витрат, а рівень суспільного добробуту залежить від ефективності політичного процесу.

2. Дослідження ролі фінансових ринків і банків як фінансових посередників в постачанні інформації засвідчило, що потреба у державному втручанні має, більшою мірою, компліментарну природу: потреба в РІДБ виникає коли банки і



фінансові ринки не в змозі знайти вирішення проблеми існуючих інформаційних диспропорцій в перерозподілі ризику і ліквідності – це і є зона відповідальності регулювання фінансового ринку; банки сприяють вирішенню проблеми інформаційних асиметрії в економіці, але їх діяльність, в свою чергу, створює подібні ж інформаційні і моніторингові проблеми. Саме за цими напрямками і має формуватися множина завдань органів державної влади з РІДБ. Таким чином, при розробці регуляторних засад фінансової політики і банківської діяльності державне втручання у формі регуляторних впливів слід розглядати уже не як макроекономічне завдання з захисту окремих вкладників, а як макроекономічний підхід.

3. Існуючі нормативно-правові положення щодо РІДБ сформувалися в умовах економічного зростання і мають обмежену дієвість в умовах кризи, що обумовлює потребу в випереджаючому внесенні коректив в регуляторну політику. У дисертації доведена необхідність врахування виявленого ефекту циклічності зміни пріоритетів у державній регуляторній політиці відповідно до рівня невизначеності в економіці - від суспільного (макропруденційного) до приватного (мікропруденційного) і навпаки - у процесі модернізації концепції обов'язків органів банківського регулювання та їх інструментів на перспективу. Таке прогнозування дасть змогу згладити перехід від одного типу регулювання інвестиційної діяльності банків до іншого і забезпечить мінімізацію суспільних витрат.

4. Дослідження економічної природи банківських інвестицій дало змогу зробити висновок, що інвестиційна діяльність банку є самостійним відокремленим сегментом інвестиційної діяльності, що має наступні атрибути: ціль – максимізація багатства власників банку; засоби – активи банку; результат – максимізація можливостей споживання власників і кредиторів банку; процес – послідовність дій менеджменту банку по управлінню банком і відповідних змін стану банку, що забезпечують максимізацію вартості активів банку, а специфічною інституціональною функцією інвестиційної діяльності банку є створення ліквідності.

5. На основі існуючих підходів до дослідження економічних і суспільних аспектів РІДБ встановлено, що як інструмент реалізації державної регуляторної політики, воно необхідне для забезпечення необхідних обсягів інвестицій у захист репутації національного ринку банківських послуг, яка виступає суспільним благом, а вимоги до достатності капіталу, встановлені регулятором, слід розглядати як такі, що мають на меті забезпечити гарантії того, що усі банки в Україні мають достатні рівні капіталу для підтримки репутації фінансового ринку в цілому. Тому виконання зазначеної умови залишається досить складним завданням, невирішеність якого приводить до того, що банки, як інститути фінансового посередництва, будуть брати на себе надлишковий ризик або ж в зростанні їх монопольного впливу, негативно впливаючи на стабільність і ефективність фінансово-банківської системи України.

6. Визначено, що обмежена ефективність використання українськими банками портфелю цінних паперів як інструменту управління ліквідністю банку у період кризи зумовлена тим, що саме банки виявилися основними утримувачами цінних паперів на фінансовому ринку. За умов низького рівня розвитку фінансового ринку і домінування на ньому банків, банківська система не змогла компенсувати втрату ліквідності шляхом продажу ліквідних цінних паперів іншим інституціональним учасникам ринку. Загроза настання локальних банківських криз залишиться актуальною за умови збереження жорсткого банкоцентричного статусу національної фінансової системи. Ця проблема може бути вирішена шляхом активного розвитку національного фінансового ринку за активного залучення до участі в ньому небанківських фінансових посередників, підвищення ринкової якості фінансових інструментів, насамперед, державних і корпоративних цінних паперів. Запровадження цих заходів забезпечить банкам можливість здійснювати запозичення у випадку нестачі фінансування, а повсякденна діяльність з підтримки ліквідності, як показали результати досліджень, є ключовим завданням банківського менеджменту у сфері РІДБ.

7. Сформована в Україні система РІДБ не відповідає вимогам забезпечення стабільності фінансово-банківської системи в умовах кризи, що вимагає її

стратегічного реформування. Вирішення цієї задачі потребує від НБУ при розробці основних напрямів регуляторної політики потребує запровадження нової регуляторної парадигми, де дієвою альтернативою ускладненню існуючих регуляторних заходів приватно орієнтованого мікропруденційного регулювання, метою якого є мінімізація ймовірності банкрутства банку, має бути акцентування на розробці макропруденційних складових національної регуляторної системи, які забезпечать мінімізацію суспільних втрат при банкрутстві банків.

8. Системний підхід у дослідженні взаємозв'язку між ризиком і невизначеністю в інвестиційній діяльності банків показав, що показник платоспроможності пов'язаний з невизначеністю у діяльності банку, а показники ліквідності мають відношення до актуальних ризиків - як суб'єктивної ймовірності, виокремленої з невизначеності. Це дало змогу визначити два рівні взаємодії між активами і зобов'язаннями банку: зовнішній і внутрішній. На внутрішньому рівні взаємодія відбувається всередині балансу, що дозволило трактувати ліквідність банку як показник його опірності (як складної умовно закритої і саморегульованої системи) до негативного впливу, більшою мірою, ендогенних факторів – ризиків діяльності самого банку; на зовнішньому рівні взаємодія відбувається через фінансовий ринок, де показник платоспроможності виступає мірою опірності банку (уже як складової частини складної відкритої системи) до усіх ризик-факторів комплексної взаємодії банку з ринковим середовищем. Відмінності у реалізації ризиків цих взаємодій мають бути враховані при оцінці впливу системного ризику на діяльність банку.

9. Дослідження функціоналу існуючих в Україні і закордоном інструментів регулювання інвестиційної діяльності банків показало, що головним інструментом прямого пруденційного контролю мають бути нормативи достатності власного капіталу, що виступає в ролі захисного буфера від можливих втрат. Встановлення слушних стандартів достатності капіталу дасть змогу на макрорівні компенсувати моральну загрозу, яку створює державна система гарантій для вкладників та інших кредиторів банку, а контроль ризику має залишатися, в першу чергу, завданням

окремих інститутів або їх саморегульованих організацій - що, власне, і має лежати в основі пруденційного підходу. Таким чином, роль держави у концепції реалізації моделі пруденційного регулювання банківської діяльності в Україні має обмежуватися наглядом за цією приватно регульованою системою.

10. Дослідження проблематики реалізації інституціональних засад до регуляторного підходу в інвестиційній діяльності банків на ринку цінних паперів довело, що така діяльність є, скоріше, вимушеною ніж бажаною і виконує роль регуляторного компенсатора ліквідності у механізмі взаємодії між коштами банку, кредитним портфелем і депозитами. Це дозволило розглядати існування глибоких і ліквідних ринків як необхідну умову для здійснення банками інвестиційної діяльності. Цей висновок засвідчив, що в умовах дисфункції або звуження фінансових ринків у період кризи існує необхідність подальшого вдосконалення законодавчих норм щодо обмеження інвестиційної активності банків на ринку цінних паперів. У роботі визначено, що на поточному етапі розвитку розділення банківського бізнесу і операцій з цінними паперами з об'єктивних причин є неможливим, а вдосконалення існуючої регуляторної системи пропонується здійснювати шляхом опосередкованої демотивації участі банків у ризикових операціях з цінними паперами через такі заходи як: вдосконалення комплексних методик оцінки фінансової стійкості; посилення регуляторних вимог до капіталу для компаній, що управляються депозитарними інститутами; регулювання левериджу для інвестиційних компаній, фондів прямих інвестицій і компаній по торгівлі цінними паперами.

11. На основі аналізу особливостей взаємодії комерційних банків з основними учасниками фінансового ринку у період кризи доведено, що серед небанківських фінансово-кредитних установ інвестиційні банки, як провідні маркет-мейкери на глобальному ринку капіталу, стали каталізаторами загострення фінансової кризи і каналізували ризики у банківську систему. Визначено, що від початку кризи саме реалізація ризику ліквідності, обумовлена низькою якістю активів, змусила в першу чергу інвестиційні банки (компанії) швидко позбавлятися від своїх активів за

викидною ціною, що призвело до різкого падіння вартості цих активів на ринку і підірвало - на системному рівні - стійкість комерційних банків і інших фінансових інститутів, які тримали на балансі подібні фінансові інструменти або інші фінансові інструменти, але тих самих емітентів. В процесі дослідження можливостей удосконалення регулювання інвестиційної діяльності банків з метою ефективного запобігання виникненню і реалізації системного ризику в банківській системі України, знайшла своє підтвердження дієвість тези щодо запровадження на інституціональному рівні регуляторного обмеження левериджу як комерційних банків, так і інвестиційних компаній.

12. Проведене дослідження ролі ризик-менеджменту у системі РІДБ дозволило виділити ключову відмінність між управлінням ризиком і управлінням інвестиційним портфелем банку: ризик-менеджмент у банку має визначатися з тим, як буде змінюватися вартість портфелю активів банку в результаті зміни ринкових факторів, у той час як створення банком портфелю цінних паперів вимагає оцінки точності прогнозів менеджера. У контексті практичної реалізації РІДБ в Україні існування цієї відмінності обумовлює потребу у розділенні на методичному і інституціональному рівні діяльності з управління ризиками і діяльності з управління інвестиційним портфелем банку у відповідних функціональних системах банку.

13. Дослідження еволюції від міжнародного до наднаціонального регулювання дало змогу виділити чотири основних напрямки міжнародної регуляторної гармонізації у сфері фінансово-банківської діяльності: укладання міжнародних угод; регуляторна конвергенція – через модифікацію національних регуляторних положень на основі моделі регуляторної політики країн-лідерів або ж згоди стосовно беззастережного використання узгодженого набору правил і норм; стрижньова - коли невелика група найбільш потужних з економічної точки зору країн, погоджується на гармонізацію своїх регуляторних стандартів шляхом ведення відкритих переговорів; периферійна - де країни, що не входять до переліку лідерів, обирають між приєднанням до запропонованих стандартів або ж діють на власний розсуд. Визначено, що приєднання країн до процесу регуляторної гармонізації має

на меті вирішення проблем, з якими зіткнувся банківський сектор у процесі глобалізації, а саме: системна криза в одній країні і невдачі влади в її подоланні можуть призвести до глобальної банківської кризи; відмінності в режимах регулювання створюють бар'єри в транскордонній торгівлі фінансовими послугами; регуляторний арбітраж призводить до зниження ефективності регулювання і здатності країн підтримувати свої власні регуляторні системи.

14 . Аналіз валідності теоретико-методологічних засад обґрунтування рекомендованої Базельським комітетом регуляторної моделі дав змогу виявити дві критичні невідповідності, що ставлять під сумнів саму концепцію. По-перше, це невідповідність між цілями пруденційного регулювання і банківського нагляду: головним обов'язком менеджменту банків є використання розрахункових значень ризиків з метою максимізації багатства акціонерів (приватне регулювання), а основним завданням органів банківського нагляду є визначення «девіантних» банківських інститутів, які піддають небезпеці стабільність фінансової системи або добробут своїх вкладників і здійснення стосовно них відповідних заходів з корегування (суспільне регулювання). По-друге запропонована Базелем економіко-математична модель обґрунтування достатності капіталу банку є настільки складною, що не дає змоги нікому з тих хто знаходиться поза безпосередніми відносинами між банком і регулятором, зробити власну оцінку стосовно правильності дій самого регулятора, що дає останньому значний діапазон у свободі вибору рівня жорсткості використання пруденційних критеріїв. Цей висновок дозволяє стверджувати, що одна з основних цілей базельського процесу - зняття конкурентних розбіжностей між банками різних країн на глобальному ринку шляхом обмеження свободи дій національних органів регулювання через введення уніфікованого підходу є нездійсненною.

15. Використання інституціонального підходу при дослідженні взаємодії регулятора і органів законодавчої влади у вирішенні проблеми регулювання інвестиційної діяльності банків, довело необхідність і неминучість запровадження Україною наднаціональних стандартів банківського регулювання. Згідно з

запропонованою автором концепцією, модель поведінки НБУ об'єктивно формується як відповідь на тиск зі сторони законодавчої влади: законодавці, з їх дуалістичною вимогою стосовно внутрішньої стабільності банківського сектору і його міжнародної конкурентоспроможності, створюють для регулятора внутрішні обмеження, що змушує НБУ до міжнародної регуляторної гармонізації, яка дасть змогу зняти існуюче регуляторне протиріччя і уникнути кептивності.

16. Дослідження національного і зарубіжного досвіду використання рекомендацій Базельського комітету на предмет їх подальшого впровадження в Україні дало можливість визначити ряд застережень. Зокрема, аналіз результатів реалізації запропонованої концепції пруденційного регулювання у період кризи виявив такі недоліки: нездатність оцінки індивідуального ризику банкрутства банку; нездатність передбачення системного ризику; неспроможність до управління фінансовими інноваціями; проциклічність; незбалансованість між її складовими елементами («опорами»). Для усунення цих недоліків необхідно: удосконалити методика оцінки ризику ліквідності, визначитися з ризиками моделі регулювання, переглянути актуальність існуючих критеріїв оцінки, врахувати непрозорість окремих фінансових інструментів.

17. Аналіз можливостей реформування національної системи РІДБ в умовах кризи дозволив виділити такі головні напрямки: підвищення впливовості і незалежності органів банківського регулювання; реформування пруденційного регулювання в сторону спрощення методології і практичного використання; запровадження надійного механізму банківського менеджменту у період кризи, включаючи особливий режим для системно важливих інститутів. У дослідженні сформульовано фундаментальні принципи, дотримання яких є необхідною умовою для реалізації цих напрямків: заборона державної фінансової підтримки банків у періодах економічної стабільності; зобов'язати НБУ здійснювати примусове втручання в управління проблемними банками в диференційований спосіб, де граничною санкцією має бути обмеження у реалізації права власності для акціонерів і розпуск як правління, так і менеджменту банку; регулятор має сформувати прості і

зрозумілі критерії, що можуть бути оцінені шляхом спостереження, які і мають визначати умови за яких орган регулювання отримає право на втручання.

18. Аналіз основних напрямків модернізації концепції дослідження регулювання інвестиційної діяльності банків в умовах євроінтеграції і глобалізації дозволив зробити висновок, що воно трансформувалося в окремих напрямках фінансових досліджень присвячений аналізу регуляторних і інституційних реформ у фінансово-банківській сфері і причин їх виникнення. Дослідження можливостей формування нової парадигми гармонізації регулювання інвестиційної діяльності банків на національному і наднаціональному рівнях виявило такі ключові напрямки досліджень: передкризовий консенсус стосовно фінансової інтеграції і лібералізації; взаємодія фінансового регулювання з іншими напрямками економічної політики; формування вподобань учасників регуляторного процесу; глобальний регуляторний контекст. Результати цих досліджень дадуть змогу подолати регуляторну кризу, якщо буде дано відповідь на два питання: які фактори впливають на те, як здійснюється регулювання інвестиційної діяльності банків на фінансових ринках і як можна оцінити результати реалізації такої регуляторної політики.



## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Baldwin R. Understanding Regulation. Theory, Strategy, and Practice / Baldwin R., Cave M., Lodge M. - New York: Oxford University Press Inc., 2012. - 548 p. ISBN 978-0-19-957609-8
2. Ogus A. Regulation: Legal Form and Economic Theory / Antony I. Ogus. - Oxford: Hart Publishing, 2004. - 355 p. ISBN 184113-530-5
3. Лопатнишков Л.И. Экономико-математический словарь: словарь современной экономической науки. - 5-е изд., перераб. и доп. - М.: Дело, 2003. - 520 с., С 305-306. ISBN 5-7749-0275-7.
4. Экономико-математический энциклопедический словарь / Гл. ред. В.И. Данилов-Данильян. - М.: Большая российская энциклопедия : Издательский дом "ИНФРА-М", 2003. - 688 с. - С.452-453. ISBN 5-85270-217-X
5. Spulber D. F., Regulation and Markets / Daniel F. Spulber - Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1989 - 712p. ISBN 0-262-19275-6
6. Train K. E., Optimal Regulation: the economic theory of natural monopoly / Kenneth E. Train - Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1997 - 338p. ISBN 0-262-20084-8
7. Фінансовий словник / А.Г. Загородній, Г.Л. Вознюк, Т.С. Смовженко. - 4-те вид., випр. і доп. – К.: Т-во «Знання», КОО; Вид-во Львів.банк.ін-ту НБУ, 2002 – 566с. ISBN 966-620-103-8
8. Панасюк Б.Я. Прогнозування та регулювання розвитку економіки / Панасюк Б.Я. – К.: Поліграфкнига, 1998. – 304с. – Бібліогр.: с.301, ISBN 966-530-050-4, С.74-76.
9. Arrow K. J. The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market Versus Nonmarket Allocation/ [Haveman R. H., Margolis J (eds.)]//Public Expenditure and Policy Analysis – Chicago: Rand MacNally College Publishing Company, 1977. - 591 p., p 68-71. ISBN: 978-0528670039
10. Малий І. Й. Держава і ринок: філософія взаємодії: Монографія / Малий І. Й., Дибя М. І., Галабурда М. К.[За заг. та наук. ред. д-ра екон. наук, проф. І. Й. Малого]. — К.: КНЕУ, 2005. — 358 с. ISBN 966-574-754-1
11. Лагутін В.Д. Економічна політика держави: сутність, етапи, механізми / В.Д. Лагутін// Економічна теорія. – 2006. - № 4. – С. 16-26

12. Baumol W.J. Welfare Economics and the Theory of the State / Baumol W.J. – Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press, 1952. – 176p.
13. Demsetz H. Information and Efficiency: Another Viewpoint [Електронний ресурс]/ Harold Demsetz//Journal of Law and Economics. – 1969. – Vol. 12., №1 – p. 1-22. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/724977>
14. Ogus A. I. Whither the economic theory of regulation? What economic theory of regulation./ [Jordana J., Levi-Faur D.(eds.)//The Politics of Regulation: Institutions And Regulatory Reforms for the Age of Governance – Chetlenharm, UK: Edvard Elgar Pub., 2005. – 352 p. ISBN-13: 978-1845422172
15. Rose-Ackerman S. Progressive Law and Economics - and the New Administrative law [Електронний ресурс]/ Rose-Ackerman Susan// Yale Law journal. –1988. - Vol 98, №2. – p. 341-368. - Режим доступу до журн.: [http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1598&context=fss\\_papers](http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1598&context=fss_papers)
16. Noll R.G. Economic Perspectives on the Politics of Regulation [Електронний ресурс]/[ Schalensee R., Willing R.D. eds.]// Handbook of Industrial Organization – Amsterdam: Elsevier Science B.V. - 1989. – Vol.2. – 632 p., p 1253-1287. ISBN 0-444 70435-3 - Режим доступу: [http://gspace.nida.ac.th/pdf/Dr\\_Nutta/PA.640nattha\\_MPA\\_3-49/5.%20Generic%20policies%20Correcting%20market%20and%20government%20failuees/5.3%20Economic%20Perspectives%20on%20the%20Politics%20of%20Regulation.pdf](http://gspace.nida.ac.th/pdf/Dr_Nutta/PA.640nattha_MPA_3-49/5.%20Generic%20policies%20Correcting%20market%20and%20government%20failuees/5.3%20Economic%20Perspectives%20on%20the%20Politics%20of%20Regulation.pdf)
17. Asch P. Consumer Safety Regulation. Putting a Price on Life and Limb / Peter Asch. – New York ,USA: Oxford University Press Inc. 1988. – 190 p. ISBN 0-19-504972-1
18. Гальчинський А. С. Економічна методологія. Логіка оновлення: Курс лекцій / Гальчинський А. С. - К.: Адеф-Україна, 2010. - -572 с. ISBN 978-966-187-034-4
19. Kahn A.E. The Economics of Regulation/ Kahn Alfred Edward. – Cambridge, MA: MIT Press, 1988. – 616p. – p.172-178. ISBN 0-262-11129-2
20. Єгоричева С.Б. Інституційні фактори впливу на інноваційну діяльність банків [Текст] / С. Б. Єгоричева // Вісник Української академії банківської справи. — 2009. — № 1(26). — С. 41-46.

21. Breyer S. G. Regulation and its Reform / Breyer Stephen G.- Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press – 1982- 486 p.- p. 29-32. ISBN 0-674-75375-5
22. Telser L. G. Competition and the Core [Электронный ресурс]/ Tesler Lester G. // Journal of Political Economy – 1996. - Vol. 104, No. 1.- p. 85-107. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i337479>
23. Button K. Network Industries, Economic Stability and spatial Integration/ K. Button, P.Nijkamp //Tinbergen Institute Discussion Paper - 97047 - 1997 . - Режим доступа: <http://papers.tinbergen.nl/97047.pdf>
24. Мельниченко О.А. Особливості реалізації державної політики щодо підвищення рівня та якості життя населення України в умовах глобальної фінансової кризи [Електронний ресурс]/ О.А. Мельниченко// Державне будівництво – 2008. - №2. - Режим доступа до журн.: <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/db/2008-2/doc/1/03.pdf>
25. Armstrong M. Interactions between competition and consumer policy [Электронный ресурс]/ Mark Armstrong // Competition Policy International – 2008. - Vol.4, No. 1. - Режим доступа до журн.: <http://else.econ.ucl.ac.uk/papers/uploaded/295.pdf>
26. Стиглер Дж. Экономическая теория информации // Теория фирмы / Под ред. В.М. Гальперина. СПб.: Экономическая школа, 1995. 534 с.ISBN 5-900428-18-4
27. Hirshleifer J. The Analysis of Uncertainty and Information- An Expository Survey [Электронный ресурс]/ Hirshleifer J., Riley J.G.// Journal of Economic Literature. – 1979. – Vol. 17, Issue 4. – p. 1375-1421. Режим доступа: [http://www2.uah.es/econ/MicroDoct/Hirs\\_Raley.pdf](http://www2.uah.es/econ/MicroDoct/Hirs_Raley.pdf)
28. Акерлоф Д. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм; (George A. Akerlof. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism // [The Quarterly Journal of Economics, V.84, August 1970, p. 488—500. Перевод Е. И. Николаенко): [Электронный ресурс]/ Д. А. Акерлоф //Thesis. – 1994. - Вып.5. – С.91-104. – Режим доступа до журн.: [http://igiti.hse.ru/data/413/313/1234/5\\_1\\_4Akerl.pdf](http://igiti.hse.ru/data/413/313/1234/5_1_4Akerl.pdf)
29. Саймон Г. Рациональность как процесс и продукт мышления : [Электронный ресурс]/Г.А. Саймон // THESIS - 1993. - Вып.3. – С.16-38 . - Режим доступа до журн.: [http://ecsocman.hse.ru/data/629/779/1217/3\\_1\\_2simon.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/629/779/1217/3_1_2simon.pdf)

30. Poiesz Th. B. C. The Free Market Illusion Psychological Limitations of Consumer Choice [Электронный ресурс]/ Th. B. C.Poiesz// Tijdschrift voor Economie en Management. -2004. - Vol. XLIX, №2. –p.309-338. – Режим доступа до журн.: [http://www.econ.kuleuven.be/rebel//jaargangen/2001-2010/2004/TEM2004-2/TEM%2004\\_2\\_5\\_POIESZ.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/rebel//jaargangen/2001-2010/2004/TEM2004-2/TEM%2004_2_5_POIESZ.pdf)
31. DellaVigna S. Psychology and Economics: Evidence from the Field [Электронный ресурс]/ Stefano DellaVigna // Journal of Economic Literature. - 2009. – Vol.47, №:2. – p. 315-372. - Режим доступа до журн.: <http://elsa.berkeley.edu/~sdellavi/wp/01-DellaVigna-4721.pdf>
32. Leland H. E. Quacks, Lemons, and Licensing: A Theory of Minimum Quality Standards [Электронный ресурс]/ Leland Hayne E.// The Journal of Political Economy. 1979.- Vol. 87, №. 6. - pp. 1328-1346. - Режим доступа: <http://classwebs.spea.indiana.edu/kenricha/Oxford/Archives/Oxford%202006/Courses/Governance/Articles/Leland%20-%20Quacks.pdf>
33. Adler M.D. Implementing Cost-Benefit Analysis when Preferences are Distorted [Электронный ресурс]/ Matthew D.Adler, Eric A. Posner // University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper. -1999. - №. 88. Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=194571>
34. Sunstein C.R. Risk and Reason: Safety, Law, and the Environment/ Cass R. Sunstein. – Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2004. – 360p. ISBN 0-521-01625-8
35. Коуз Рональд. Фирма, рынок и право (The Firm, the Market and the Law) / Ростислав Капелюшников. — Москва: Новое издательство, 2007. — 224 с. — (Библиотека Фонда «Либеральная миссия»). — ISBN 978-5-98379-087-2
36. Veljanovski C. G. The Coase Theorems and the Economic Theory of Markets and Law/ Cento G. Veljanovski // Kyklos. – 1982. -Vol. 35, Issue 1, p. 53–74
37. Samuelson P., The Pure Theory of Public Expenditure [Электронный ресурс]/ Samuelson, Paul A. //Review of Economics and Statistics. - 1954. – Vol.36, №4.- p. 387–389. Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i333127>
38. Олсон М. Логика коллективных действий. Общественные блага и теория групп. Пер. с англ. / Олсон Мансур. - М.: ФЭИ, 1995. - 174 с. - С. 7-14. ISBN 5-201-03380-6

39. Stiglitz J. Whither Socialism? / Josef E. Stiglitz - Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1994. - 352p. – p.47-52. - (Wicksell Lectures). ISBN 0-262-69182-5
40. Robbins L. An Essay on the Nature and Significance of Economic Science (2d ed., revised and extended [Электронный ресурс]/ Robbins Lionel – London: Macmillan and Co., limited, 1945. – 160p. Режим доступа: <http://mises.org/books/robbinsessay2.pdf>
41. Sunstein C.R. Free Markets and Social Justice / Sunstein Cass.R. – New York: Oxford University Press. Inc., 1997 - 416 p. ISBN 19-510273-8
42. Joskow P.L. Regulation in Theory and Practice: An Overview [Электронный ресурс]/ Joskow P.L., Noll R.C.[ed. Fromm G.]// Studies in Public Regulation – Cambridge, MA : The MIT Press, 1981. - 393 p. ISBN 0-262-06074-4 – Режим доступа: <http://www.nber.org/chapters/c11429.pdf>
43. Toumanoff P. J. A Positive Analysis of the Theory of Market failure [Электронный ресурс]/ Toumanoff Peter. J. // Kyklos. – 1984. – Vol. 37, Issue 4.- p. 529–541.- Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/kykl.1984.37.issue-4/issuetoc>
44. Dahlman C.J. The Problem of Externality [Электронный ресурс]/ Dahlman Carl J.// Journal of Law and Economics. -1979. - Vol. 22, №. 1. - p. 141-162. - Режим доступа: <http://cafehayek.com/wp-content/uploads/2011/11/Carl-Dahlman.pdf>
45. Кузьмин Е.А. Трансакционные издержки в структуре непроизводительных затрат экономических агентов: детерминированность от неопределенности и риска [Электронный ресурс]/ Кузьмин Е.А., Гусев А.В. // Научные ведомости Белгородского государственного университета. - 2013.- № 1 (144). Вып. 25/1. — С. 66-77. – (Серия: История. Политология. Экономика. Информатика.) - Режим доступа до журн.: [http://magru.net/pubs/4502/Kuzmin\\_EA\\_Gusev\\_AV\\_Transaktsionnye\\_izderzhki\\_v\\_strukture\\_neproizvoditelnyh\\_zatrat\\_ekonomicheskikh#5](http://magru.net/pubs/4502/Kuzmin_EA_Gusev_AV_Transaktsionnye_izderzhki_v_strukture_neproizvoditelnyh_zatrat_ekonomicheskikh#5)
46. Cheung S. The Myth of Social Costs: A Critique of Welfare Economics and Public Policy [Электронный ресурс]/ Cheung Steven N.S. – London: Goron Pro-Print Co. Ltd, 1978. – 93p. – (Hobart Paper 82/ The Institute of Economic Affairs). - ISBN 0-255-36112-2. - Режим доступа: <http://www.iea.org.uk/sites/default/files/publications/files/THE%20MYTH%20OF%20SOCIAL%20COST.pdf>

47. Demsetz H. Economics as a Guide to Antitrust Regulation [Электронный ресурс]/ Demsetz Harold// Journal of Law and Economics. -1976. - Vol. 19, №. 2. – p. 371-384. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229073>
48. Baumol W. J. Contestable Markets and the Theory of Industrial Structure // Baumol W. J., Panzar J.C., Willing R. D. – San Diego: Harcourt College Pub., 1982. – 510 p.. – ISBN 0-155-13910-X
49. Peltzman S. The Economic Theory of Regulation After a Decade of Deregulation [Электронный ресурс]/ Sam Peltzman//Brookings Papers: Microeconomics. – 1989. – p. 1-41.- Режим доступа: [http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1989%20micro/1989\\_bpeamicro\\_peltzman.pdf](http://www.brookings.edu/~media/projects/bpea/1989%20micro/1989_bpeamicro_peltzman.pdf)
50. Ng Y.-K. Welfare Economics: Towards a More Complete Analysis/ Yew-Kwang Ng . –New York. N.Y.: Palgrave Macmillan, 1990. - 416 p. ISBN 0-333-97121-3
51. Kydland F.E. Rules Rather than Discretion: The Inconsistence of Optimal Plans [Электронный ресурс]/ Kydland Finn .E., Prescottt Edvard C.// The Journal of Political Economy. – 1977. – Vol. 85, Issue 3. – p. 473-492. – Режим доступа: [http://www.sfu.ca/~kkasa/prescott\\_77.pdf](http://www.sfu.ca/~kkasa/prescott_77.pdf)
52. Kaplow L. A Model of Optimal Complexity of Legal Rules [Электронный ресурс] / Louis Kaplow // Journal of Law, Economics and Organization. – 1995. - Vol. 11, №. 1. - p. 150-163.- Режим доступа: [http://www.er.uqam.ca/nobel/r20310/eco8510/Kaplow\\_JLEO1995.pdf](http://www.er.uqam.ca/nobel/r20310/eco8510/Kaplow_JLEO1995.pdf)
53. Sappington D. Information and Regulation/ Sappington David E.M., Stiglitz, Joseph E.// Public Regulation: New Perspectives on Institutions and Policies (Regulation of Economic Activity) [ed. Bailey Elizabeth E.] - Cambridge MA: MIT Press, 1987. – Vol.1. - 418 p. -p.3-43.- ISBN: 0-262-02258-3
54. Viscusi W. Market Incentives for Safety [Электронный ресурс] / W. Кip Viscusi //Harvard Business Review. – 1985. -Vol.63, №4 - p. 133-138.- Режим доступа до журн.: [http://law.vanderbilt.edu/files/archive/042\\_Market\\_Incentives\\_for\\_Safety.pdf](http://law.vanderbilt.edu/files/archive/042_Market_Incentives_for_Safety.pdf)
55. Laffont J. A Theory of Incentives in Procurement and Regulation /Laffont Jean-Jacques, Tirole Jean . – Cambridge, Massachusatts, 1993. -731p. ISBN 0-262-12174-3

56. Wolf C. A Theory of Nonmarket Failure: Framework for Implementation Analysis [Электронный ресурс]/ Wolf Charles Jr.// . Journal of Law and Economics.- 1979.- Vol. 22, №. 1. – p. 107-139. - Режим доступа до журн.: <http://ppmqual2011.wikispaces.com/file/view/Wolf,+1979.pdf>
57. Tullock G. Government Failure: A Primer in Public Choice [Электронный ресурс] / Gordon Tullock, Arthur Seldon, Cordon L. Brady. -Washington, D.C.: Cato Institute, 2002 – 2008p. ISBN 1-930865-20-1 - Режим доступа: <http://bookre.org/reader?file=1499971&pg=1>
58. Stigler G. What Can Regulators Regulate? The Case of Electricity [Электронный ресурс] / Stigler George J., Friedland Claire//Journal of Law and Economics.- 1962. - Vol. 5. - p. 1-16. - Режим доступа: [http://epi.univ-paris1.fr/servlet/com.univ.collaboratif.utils.LectureFichiergw?CODE\\_FICHER=1316447384654&ID\\_FICHE=30406](http://epi.univ-paris1.fr/servlet/com.univ.collaboratif.utils.LectureFichiergw?CODE_FICHER=1316447384654&ID_FICHE=30406)
59. Jordan W. Producer Protection, Prior Market Structure and the Effects of Government Regulation [Электронный ресурс] / William A Jordan// Journal of Law and Economics. – 1972. - Vol. 15, issue 1. - p. 151-176. - Режим доступа до журн.: <http://econpapers.repec.org/article/ucpjlawec/default18.htm#y1972v15i1>
60. Posner R. Taxation by Regulation [Электронный ресурс] /Richard A. Posner// The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1971. - Vol. 2, №. 1, p. 22-50. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i350515>
61. Winston C. US Industry Adjustment to Economic deregulation [Электронный ресурс] /Clifford Winston //Journal of Economic Perspectives. – Vol. 12, № 3. - 1998 .- p.89-110. - Режим доступа: <http://www.usaee.org/chapters/documents/deregulation.pdf>
62. Hahn R.W. The Costs and Benefits of Regulation: Review and Synthesis / Hahn Robert William, Hird John A.// The Yale Journal on Regulation.- 1991.- – Vol.8, №1 – p.233-278.
63. Sunstein C. After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State/ Sunstein Cass R.- Cambridge, MA: Harvard University Press,1993. - 296 p. ISBN: 0-674-00909-6
64. Wilson G. Social regulation and Explanation of Regulatory Failure [Электронный ресурс]/ Wilson Graham K.// Political. Studies. – 1984. -Vol. 32, Issue 2,- p.203-225. -

Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/post.1984.32.issue-2/issuetoc>

65. Baldwin R. Why Rules Don't Work [Электронный ресурс] / Robert Baldwin// The Modern Law Review. -1990. – Vol. 53, Issue 3. - p.321–337 - Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-2230.1990.tb01815.x/pdf>

66. Gray W. The Cost of Regulation: OSHA, EPA and the Productivity Slowdown [Электронный ресурс] / Wayne B. Gray// The American Economic Review – 1987. - Vol. 77, №. 5. - p. 998-1006. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i331406>

67. Sen A. Personal Utilities and Public Judgments: or What's Wrong with Welfare Economics [Электронный ресурс]/Amartya Sen// The Economic Journal. – 1979.- Vol. 89, №. 355. -p. 537-558. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i339044>

68. Cooter R. Prices and Sanctions [Электронный ресурс]/ Robert Cooter // Columbia Law Review. - 1984. - Vol. 84, №. 6 - p. 1523-1560. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i246867>

69. Stewart R. Regulation, Innovation and Administrative Law: A Conceptual Framework [Электронный ресурс]/ Richard B. Stewart//California Law Review. - 1981. - Vol. 69, Issue 5. – p. 1256-1377. - Режим доступа: <http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2217&context=californialawreview>

70. Martimort D. The Life Cycle of Regulatory Agencies: Dynamic Capture and Transaction Costs[Электронный ресурс] / Martimort David// Review of Economic Studies.- 1999. – Vol.66, Issue 4. - p. 929-947. - Режим доступа до журн.: <http://restud.oxfordjournals.org/content/66/4.toc>

71. Stigler G. The Theory of Economic Regulation [Электронный ресурс] / George J. Stigler// The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1971. - Vol. 2, №. 1 - p. 3-21. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i350515>

72. Downs A. An Economic Theory of Democracy/ Anthony Downs.- [1st edition]– New York: Harper and Row– 1957.- 310 p. ISBN 0-060-41750-1

73. Olson M. The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups [Электронный ресурс]/ Mancur Olson. - Cambridge. Massachusetts: Harvard University



Press, 2002. - 186p. - ISBN 0-674-53751-3. - Режим доступа:  
<http://outsidethetext.com/archive/Olson.pdf>

74. Stigler G. Free Riders and Collective Action: an Appendix to Theories of Economic Regulation [Электронный ресурс] /George J. Stigler//The Bell Journal of Economics and Management Science. – 1974. - Vol. 5, №. 2. - p. 359-365. - Режим доступа до журн.:  
<http://www.jstor.org/stable/i350522>

75. Peltzman S. Towards a More General Theory of Regulation [Электронный ресурс]/ Sam Peltzman //Journal of Law and Economics. – 1976. - Vol. 19, №. 2. - p. 211-240. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229073>

76. Migué J.-L. Controls versus Subsidies in the Economic Theory of Regulation [Электронный ресурс]/ Jean-Luc Migué. – Journal of Law and Economics . -1977. - Vol. 20, №. 2. - p. 213-221. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229075>

77. McChesney F. Money for Nothing: Politicians, Rent Extraction, and Political Extortion/ Fred S. McChesney. - Cambridge, Massachusetts:Harvard University Press, 1997 . - 240 p. ISBN 0-674-58330-2

78. Keeler T. Theories of Regulation and the Deregulation Movement [Электронный ресурс]/ Theodore E. Keeler// Public Choice. – 1984. - Vol. 44, №. 1. - p. 103-145. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i30023931>

79. Becker G. A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence [Электронный ресурс]/ Gary S. Becker// The Quarterly Journal of Economics. – 1983. - Vol. 98, № 3. - p. 371-400. - Режим доступа: <http://www2.bren.ucsb.edu/~glibecap/BeckerQJE1983.pdf>

80. Becker G. Public Policies, Pressure Groups, and Dead Weight Cost [Электронный ресурс]/Gary S. Becker// Center for the Study of the Economy and the State Working Paper Series. - 1984. - Working Paper №. 035. - Режим доступа: <http://research.chicagobooth.edu/economy/research/articles/35.pdf>

81. Bartel A. Predation through Regulation: The Wage and Profit Effects of the Occupational Safety and Health Administration and the Environmental Protection Agency [Электронный ресурс]/ Ann P. Bartel, Lacy Glenn Thomas//Journal of Law and

- Economics. – 1987. - Vol. 30, №. 2. - p. 239-264. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229099>
82. Tanguay G. Environmental Policy, Public Interest and Political Market / Georges A. Tanguay, Paul Lanoie, Jérôme Moreau// Public Choice. – 2004.- Vol. 120, №. 1/2. -, p. 1-27. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i30025825>
83. Холод Н. М. Розподіл доходів та бідність у перехідних економіках: монографія / Назар Холод. - Львів: Видавничий центр ЛНУ ім. Івана Франка, 2009. - 442 с. ISBN 978-966-613-674-2.
84. Bailey E. Deregulation: Causes and Consequences [Електронний ресурс]/ Elizabeth E. Bailey //Science. – 1986.- Vol. 234, № 4781. - p. 1211-1216 - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i298835>
85. Winston C. Economic Deregulation: Days of Reckoning for Microeconomists [Електронний ресурс]/ Clifford Winston// Journal of Economic Literature. – 1993. - Vol. 31, № 3. - p. 1263-1289. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i347623>
86. Binder J. Measuring the Effects of Regulation with Stock Price Data [Електронний ресурс]/ John J. Binder// The RAND Journal of Economics. – 1985. - Vol. 16, №. 2.- p. 167-183. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i343860>
87. Romer T. Modern Political Economy and the Study of Regulation/ Romer Thomas, Rosenthal Howard // Public Regulation: New Perspectives on Institutions and Policies; Bailey, Elizabeth E. (ed.). - Cambridge, MA: MIT Press, 1987.- p.73-116. ISBN: 0-262-02258-3
88. Levine M. Regulatory Capture, Public Interest, and the Public Agenda: Toward a Synthesis [Електронний ресурс]/ Michael E. Levine, Jennifer L. Forrence // Journal of Law, Economics, and Organization. – 1990.- Vol. 6, Special Issue . – p.167-198. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i231100>
89. Dunleavy P. Democracy, Bureaucracy, and Public Choice: Economic Explanations in Political Science / Dunleavy Patrick S.- Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall College Div., 1991. - 286 p. ISBN: 0-132-01146-8
90. Wilson J. Bureaucracy: What Government Agencies do and Why They Do It / James Wilson. - New York, New York: Basic Books, 1991. - 464 p. ISBN: 0-465-00785-6

91. Wilson J. The Politics of Regulation/ Wilson James // Social Responsibility and the Business Predicament ; [James W. McKie (ed.)]. – Washington: The Brookings Institution, 1974. – 361 p. – P. 135-168. - (Studies in the regulation of economic activity). – ISBN 0-815-75607-0
92. Wilson J. The Politics of Regulation/ Wilson James Q. // The Politics of Regulation; [Wilson James Q. (ed.)]. - New York, New York: Basic Books, 1982. – 468p. – P.357-394. - ISBN: 0-465-05968-6
93. Derthick M. Why the Regulators Chose to Regulate / Derthick Martha , Quirk Paul J. // Regulatory Policy and the Social Sciences; [Roger G. Noll (ed.)]. - Berkeley, California: University of California Press, 1985. – 411p. – P. 200-231. – (California Series on Social Choice and Political Economy) ISBN: 0-520-05187-4
94. Kalt J. The Apparent Ideological Behavior of Legislators: Testing for Principal-Agent Slack in Political Institutions[Электронный ресурс]/ Joseph P. Kalt, Mark A. Zupan// Journal of Law and Economics – 1990. - Vol. 33, №. 1. - p. 103-131. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229105>
95. Ойкен В. Основные принципы экономической политики/ Ойкен Вальтер; Пер. с нем./Общ. ред. Л.И. Цедилина и К. Херрманн-Пиллата, вступ. сл.О.Р. Лациса. – М.: «Прогресс», 1995. – 496 с. ISBN 5-01-004045-X
96. Рих А. Хозяйственная этика/ Артур Рих; [пер. с нем. Е. М. Довгань] – М: Российский филиал изд.-ва «Посев» (Possev-Verlaf K.G. Frankfurt/Main), 1996. – 810с. ISBN 5-85824-013-5
97. Morgan B. An Introduction to Law and Regulation / Bronwen Morgan, Karen Yeung - Cambridge: Cambridge University Press , 2007.- 372p. ISBN 0-521-68565-6
98. Williamson O. The Economic Institutions of Capitalism/ Oliver E. Williamson . - New York: Free Press, 1985. - 468 p. ISBN 0-684-86374-X
99. Horn M. The Political Economy of Public Administration: Institutional Choice in the Public Sector/ Murray J. Horn. Cambridge: Cambridge University Press, 1995.- 276 p. ISBN 0-521-48436-7
100. Колодий С. Ю. Институциональное регулирование формирования и использования финансовых ресурсов государства в посттрансформационной

экономике [Текст] : [монография] / С. Ю. Колодий ; Тавр. нац. ун-т им. В. И. Вернадского. - Симферополь : ДИАЙПИ, 2011. - 327 с. : рис., табл. - Библиогр.: с. 293-327. ISBN 978-966-491-182-2

101. Capitalism, Culture and Economic Regulation / [ Leigh Hancher, Michael Moran (eds)]. – Oxford: Oxford University Press, 1989. - 328 p. ISBN 0-198-27550-1

102. The New Institutionalism in Organizational Analysis/[Walter W. Powell, Paul J. DiMaggio (Eds.)] - Chicago: University Of Chicago Press, 1991. - 486 p. ISBN 0-226-67709-5

103. Black J. An Economic Analysis of Regulation: One View of the Cathedral/ Julia M. Black [Электронный ресурс]/ Oxford Journal of Legal Studies. – 1996. - Vol. 16, №. 4. - p. 699-711. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i231079>

104. McCubbins M. Administrative Procedures as Instruments of Political Control [Электронный ресурс]/ Mathew D. McCubbins, Roger G. Noll, Barry R. Weingast//Journal of Law, Economics and Organization – 1987. - Vol. 3, №. 2. - p. 243-277. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i231093>

105. Дегтярев А. А. Принятие политических решений: Учебное пособие. — М.: КДУ, 2004. — 416 с. ISBN 5-98227-006-7

106. Fiorina M. Legislator Uncertainty, Legislative Control, and the delegation of Legislative Power [Электронный ресурс]/ Morris P. Fiorina// Journal of Law, Economics and Organization. – 1986. - Vol. 2, № 1 - p. 33-51. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i231090>

107. Boas T. Conceptualizing Continuity and Change the Composite-Standard Model of Path Dependence [Электронный ресурс]/ Taylor C. Boas// Journal of Theoretical Politics. – 2007 – Vol.19, Issue1. – pp. 33–54. - Режим доступа до журн.: <http://people.bu.edu/tboas/pathdependence.pdf>

108. Laughlin R. Environmental Disturbance and Organizational Transitions and Transformations: Some Alternative Models [Электронный ресурс]/ Richard C. Laughlin// Organizational Studies. – 1991. – Vol.12, Issue 2. - p. 209-232 . - Режим доступа до журн.: <http://oss.sagepub.com/content/12/2.toc>

109. Merton R. The Unanticipated Consequences of Purposive Social Action [Электронный ресурс] / Robert K. Merton // American Sociological Review – 1936. - Vol. 1, Issue 6. – pp. 894-904. – Режим доступа: <http://www.d.umn.edu/cla/faculty/jhamlin/4111/Readings/MertonSocialAction.pdf>
110. Sieber S. Fatal Remedies: The Ironies of Social Intervention (International Cryogenics Monograph Series) / Sam Sieber. - New York City: Springer, 1981. - 234 p. ISBN: 0-306-40717-5
111. Dilemmas of Law in the Welfare State / [Gunther Teubner (ed.)]. - Berlin: Walter de Gruyter GmbH., 2011. – 341p. ISBN: 978-3-11-092152-6
112. Teubner G. The Autonomy of Law: An Introduction to Legal Autopoiesis in Jurisprudence [Электронный ресурс] / (Gunther Teubner, Richard Nobles, David Schiff [David Schiff and Richard Nobles (eds.)]) // Jurisprudence. – Ch.19. - London: Butterworth, 2003. – Режим доступа: [http://www.jura.uni-frankfurt.de/42852943/autonomy\\_of\\_law.pdf](http://www.jura.uni-frankfurt.de/42852943/autonomy_of_law.pdf)
113. Gunningham N. Smart Regulation: Designing Environmental Policy / Neil Gunningham, Peter Grabosky, Darren Sinclair. - New York, NY: Oxford University Press Inc., USA, 1999. – 520 p. – (Series: Oxford Socio-Legal Studies), ISBN 0-198-26857-2
114. Peters B.G. Managing Horizontal Government: The Politics of Co-ordination [Электронный ресурс] / B. Guy Peters. // Research paper №. 21. - Ottawa, Canada: Canadian Centre for Management Development, January 1998. – Режим доступа: <http://publications.gc.ca/collections/Collection/SC94-61-21-1998E.pdf>
115. Hill C. Is Hierarchical Governance in Decline? Evidence from Empirical Research. [Электронный ресурс] / Carolyn J. Hill, Laurence E. Lynn, Jr. // Journal of Public Administration Research and Theory. – 2004. - Vol. 15, № 2. - p. 173-195. - Режим доступа: <http://www9.georgetown.edu/faculty/cjh34/hillynnjpart.pdf>
116. Esmack A. The Functional Differentiation of Governance [Электронный ресурс] / Anders Esmack // Public Administration. - 2009. - Vol. 87, Issue 2. – p.351-370. - Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/padm.2009.87.issue-2/issuetoc>

117. Heinrich C. A State of Agents? Sharpening the Debate and Evidence over the Extent and Impact of the Transformation of Governance [Электронный ресурс]/ Carolyn J. Heinrich, Laurence E. Lynn Jr., H. Brinton Milward//Journal of Public Administration Research and Theory. – 2010. – Vol. 20, Issue suppl. 1. – p. 3-19. - Режим доступа до журн.: [http://jpart.oxfordjournals.org/content/20/suppl\\_1.toc](http://jpart.oxfordjournals.org/content/20/suppl_1.toc)
118. Kooiman J. Meta-Governance: Values, Norms And Principles, and the Making of Hard Choices [Электронный ресурс]/ Jan Kooiman, Svein Jentoft//Public Administration. – 2009. – Vol. 87, Issue 4. - p. 818–836. - Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/padm.2009.87.issue-4/issuetoc>
119. Bardach E. Getting Agencies to Work Together: The Practice and Theory of Managerial Craftsmanship/ Bardach Eugene. - Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 1998. – 348 p. ISBN 0-815-70797-5
120. Goldsmith S. Governing by Network: The New Shape of the Public Sector / Stephen Goldsmith, William D. Eggers. -Washington, DC: Brookings Institution Press and the Innovations in American Government Program at the John F. Kennedy School of Government at Harvard University, 2004. – 224 p. ISBN 0-815-73129-9
121. Machado N. Complex Social Organization: Multiple Organizing Modes, Structural Incongruence and Mechanisms of Integration [Электронный ресурс]/ Nora Machado, Tom R. Burns// Public Administration . – 1998.- Vol. 76, Issue 2. – p. 355–386. - Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/padm.1998.76.issue-2/issuetoc>
122. Hancher L. Organizing Regulatory Space/ Leigh Hancher, Michael Moran// Capitalism, Culture, and Economic Regulation (Government-Industry Relations) : [Leigh Hancher, Michael Moran (eds)] – New York: Oxford University Press, 1989. - 328 p. – (Series: Government-Industry Relations (Book 3)). ISBN 0-198-27550-1
123. Lehbruch G. Liberal Corporatism and Party Government [Электронный ресурс]/ Gerhard Lehbruch// Comparative political Studies. – 1977. – Vol.10, Issue 1. – p. 91-126. - Режим доступа до журн.: <http://cps.sagepub.com/content/10/1.toc>
124. Hantke-Domas M. The Public Interest Theory of Regulation: Non-Existence or Misinterpretation? [Электронный ресурс]/ Michael Hantke-Domas// European Journal of

- Law and Economics. - 2003.-Vol.15, Issue 2. - p.195-194. - Режим доступа до журн.: <http://link.springer.com/article/10.1023/A%3A1021814416688#page-1>
125. Hägg P. G. Theories on the Economics of Regulation: A Survey of the Literature from a European Perspective [Электронный ресурс]/ P. Göran Hägg// European Journal of Law and Economics. - 1997.- Vol.4, Issue 4. - p.337-370. -Режим доступа до журн.: <http://link.springer.com/article/10.1023/A%3A1008632529703#page-1>
126. Backhouse R.E. The Rise of Free Market Economics: Economists and the Role of the State since 1970. [Электронный ресурс] /Roger E. Backhouse //History of Political Economy. - 2005.- Vol.37, Issue 5.- p.355-392. - Режим доступа до журн.: [http://hope.dukejournals.org/content/37/Suppl\\_1/355.full.pdf](http://hope.dukejournals.org/content/37/Suppl_1/355.full.pdf)
127. Coase R.H. The Problem of Social Cost. [Электронный ресурс]/ Ronald Harry Coase // Journal of Law and Economics. - 1960. - Vol.3. - p.1-44. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229047>
128. Demsetz H. Why Regulate Utilities? [Электронный ресурс]/ Harold Demsetz// Journal of Law and Economics. - 1968.- Vol. 11.- p. 55-65. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229055>
129. Joskow P.L., Rose N.L. The effects of economic regulation // Handbook of Industrial Organization [R. Schmalensee, R. Willig (ed.)]. - Amsterdam, North Holland: Elsevier Science B.V., 1989. -Vol.2, Ch. 25. - p. 1449-1506. ISBN: 978-0-444-70435-1
130. Noll R.G. Regulation After Reagan [Электронный ресурс]/ Roger G. Noll // Regulation. -1988- № 12(3). - p. 13-20. - Режим доступа до журн.: <http://www.unz.org/Pub/Regulation-1988q3-00013>
131. Averch H. Behavior of the Firm Under Regulatory Constraint [Электронный ресурс] / Averch Harvey, Johnson Leland L.// American Economic Review. – 1962.- Vol. 52, №. 5.- pp. 1052–1069. - Режим доступа: [http://pascal.iseg.utl.pt/~carlosfr/ses/averch\\_johnson.pdf](http://pascal.iseg.utl.pt/~carlosfr/ses/averch_johnson.pdf)
132. Caves R.E. Air Transport and Its Regulators; an Industry Study/ Richard E. Caves - Cambridge Mass.: Harvard Univ. Press, 1962. - 491 p.- (Harvard Univ. Dept. of Economics. Studies, v. 120). ISBN: 0-674-01301-8

133. The Economics of Competition in the Transportation Industries / [Meyer John R., Peck, Merton J., Stenason John, Zwick Charles] - Cambridge Mass.: Harvard Univ. Press, 1959. - 377p. - (Harvard Economic Studies). ISBN: 0-674-23251-8
134. Priest G.L. The Origins of Utility Regulation and the "Theories of Regulation" Debate:(John M. Olin Centennial Conference in Law and Economics at the University of Chicago (Apr., 1993)) [Электронный ресурс] /Priest George L. // Journal of Law and Economics. - 1993. -Vol. 36, No. 1, Part 2. - p.289-323. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i229113>
135. Fama E.F. Random walks in stock market prices [Электронный ресурс]/ Fama Eugene F.// Financial Analysts Journal. - September/October 1965. - Режим доступа до журн.: [http://web.williams.edu/Mathematics/sjmiller/public\\_html/341/handouts/Fama\\_RandomWalksStockPrices.pdf](http://web.williams.edu/Mathematics/sjmiller/public_html/341/handouts/Fama_RandomWalksStockPrices.pdf)
136. Benston G. J. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered / George J. Benston. - Oxford: Oxford University Press, 1990. - 276p. ISBN: 0195208307
137. Kroszner R. S. Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933 [Электронный ресурс]/Kroszner R. S., Rajan R. G.//The American Economic Review. -1994. - Vol. 84, No. 4.- p. 810-832.- Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i337079>
138. Calomiris C.W. U.S. Bank Deregulation in Historical Perspective/ Charles W. Calomiris. - New York: Cambridge University Press, 2000.- 359 p. ISBN: 0-521-58362-4
139. Calomiris C.W. Banking Approaches the Modern Era [Электронный ресурс]/ Charles W. Calomiris// Regulation/ - 2002. - Vol. 25, No. 2.- p. 14-20. - Режим доступа до журн.: <http://object.cato.org/sites/cato.org/files/serials/files/regulation/2005/7/v25n2-4.pdf>
140. Kroszner R.S. Obstacles to Optimal Policy: The Interplay of Politics and Economics in Shaping Bank Supervision and Regulation Reforms [Электронный ресурс]/ Randall S. Kroszner, Philip E. Strahan //Prudential Supervision: What Works and What Doesn't [Frederic S. Mishkin, editor]. - Chicago: University of Chicago Press, 2002. -295 p.



- ISBN: 0-226-53188-0. - <http://www.nber.org/chapters/c10762.pdf> - Режим доступа: <http://www.nber.org/chapters/c10762.pdf>
141. Leland H.E. Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation [Электронный ресурс]/ Hayne E. Leland, David H. Pyle// *The Journal of Finance*. - 1977. Vol. 32, No.2. - p. 371-387. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i340083>
142. Diamond D.W. Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity [Электронный ресурс]/ D.W. Diamond, P.H. Dybvig // *Journal of Political Economy*. - 1983. - Vol.91, №3.- p. 401-419 - Режим доступа до журн.: [http://www.macro-economics.tu-berlin.de/fileadmin/fg124/financial\\_crises/literature/Diamon\\_Dybvig\\_Bank\\_Runs\\_\\_Deposit\\_Insurance\\_\\_and\\_Liquidity.pdf](http://www.macro-economics.tu-berlin.de/fileadmin/fg124/financial_crises/literature/Diamon_Dybvig_Bank_Runs__Deposit_Insurance__and_Liquidity.pdf)
143. Stiglitz J.E. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [Электронный ресурс]/ Joseph E. Stiglitz, Andrew Weiss// *The American Economic Review*. - 1981. - Vol. 71, Issue 3. - p. 393-410. - Режим доступа до журн.: <http://pascal.iseg.utl.pt/~aafonso/eif/pdf/crrinf81.pdf>
144. Dewatripont M. *The Prudential Regulation of Banks* / Mathias Dewatripont, Tirole Jean - Cambridge, MA, London: MIT Press, 1994. - 272 p. ISBN 0-262-04146-4
145. Baron D.P. Regulating a Monopolist with Unknown Costs [Электронный ресурс]/ David P. Baron, Roger B. Myerson// *Econometrica*. - 1982. - Vol. 50, No. 4. - p. 911-930. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/i332731>
146. Laffont J.-J. *The Politics of Government Decision Making: Regulatory Institutions* [Электронный ресурс]/ Jean-Jacques Laffont, Jean Tirole // *Journal of Law, Economics and Organization*. - 1990. - Vol.6, Issue 1.- p. 1-31. - Режим доступа до журн.: <http://jleo.oxfordjournals.org/content/6/1/1.full.pdf+html>
147. Ogus A. Rethinking Self-Regulation [Электронный ресурс]/ Anthony Ogus // *Oxford Journal of Legal Studies*. - 1995. - Vol. 15, Issue 1. - p. 97-108. Режим доступа до журн.: <http://ojls.oxfordjournals.org/content/15/1/97.full.pdf+html>
148. Gordy M. Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease Without Killing the Patient? [Электронный ресурс]/ Michael B. Gordy, Bradley Howells// *Journal of*

Financial Intermediation. - 2006. - Vol.15, Issue 3. - p. 359-417. - Режим доступа до журн.: <http://www.sciencedirect.com/science/journal/10429573/15/3>

149. Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive [Электронный ресурс]/ Anat R. Admati, Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig [et al.]//Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods. - 2010. - №42. - Режим доступа: [https://www.coll.mpg.de/pdf\\_dat/2010\\_42online.pdf](https://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2010_42online.pdf)

150. An Academic Response to Basel II [Электронный ресурс]/ Jón Danielsson, Paul Embrechts, Charles Goodhart [et al.]//LSE Financial Markets Group an ESRC Research Centre Special Paper Series.- 2001. -№ 130. - Режим доступа: <ftp://ftp.math.ethz.ch/users/embrecht/Basel2.pdf>

151. Hellwig M. Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis [Электронный ресурс]/ Martin Hellwig //Preprints of theMax Planck Institute for Research on Collective Goods. - 2008. - №43. - Режим доступа: [http://www.coll.mpg.de/pdf\\_dat/2008\\_43online.pdf](http://www.coll.mpg.de/pdf_dat/2008_43online.pdf)

152. Danielsson J. The myth of the riskometer [Электронный ресурс]/ Jón Danielsson// Vox. - 5 January, 2009. - Режим доступа: <http://www.voxeu.org/article/financial-regulation-built-sand-myth-riskometer>

153. Aglietta M. A Systemic Approach to Financial Regulation: a European Perspective [Электронный ресурс]/ Michel Aglietta, Laurence Scialom// International Economics. - 2010. - Vol. 123, Issue 3. - p.31-65. - Режим доступа до журн.: <http://www.sciencedirect.com/science/journal/21107017/123>

154. Vickers J. Some Economics of Banking Reform [Электронный ресурс]/ John Vickers// University of Oxford Department of Economics discussion paper series. - 2012. - № 632. - p.1-22. - Режим доступа: <http://www.economics.ox.ac.uk/materials/papers/12467/paper632.pdf>

155. Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds, January 18, 2011 [Электронный ресурс]// Financial Stability Oversight Council. - Режим доступа:

<http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/Volcker%20sec%20%20619%20study%20final%201%2018%2011%20rg.pdf>

156. Final Report Recommendations [Електронний ресурс]/ Independent Commission on Banking. – London: Domarn Group, September 2011. – 363p. ISBN 978-1-845-32-829-0 - Режим доступу: <http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20131003105424/https://hmt-sanctions.s3.amazonaws.com/ICB%20final%20report/ICB%2520Final%2520Report%5B1%5D.pdf>

157. High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector [Електронний ресурс]/ [chaired/ ed. Erkki Liikanen]. - Brussels, 2 October 2012. - Режим доступу: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf)

158. Онікієнко С.В. Використання системного підходу в аналізі організації управління в економіці [Електронний ресурс]/ С.В. Онікієнко // Вісник кредитно-економічного факультету Київського національного економічного університету імені Вадима Гетьмана: Зб. наук. праць. [Відп. ред. М.І. Діба]. - 2011. - Вип.1 - С.142-157. – Режим доступу до журн.: [http://kef.kneu.edu.ua/ua/publik\\_kef/](http://kef.kneu.edu.ua/ua/publik_kef/)

159. Оникиенко С.В. Реализация институционального регулирования на уровне экономической системы/ С.В. Оникиенко // Актуальные вопросы современной науки: сборник научных трудов. Выпуск 31 / Под общ. ред. С.С. Чернова. – Новосибирск: Издательство ЦРНС, 2014. – 298с. С. 257-266.

160. Onikiienko S.V. The Role of Intra-Institutional Forces in the Concept of Institutional Regulation / Sergii Onikiienko // *Středoevropský věstník pro vědu a výzkum* (Central European Journal for Science and Research) – 2014. - № 2(4) – С.21-25.

161. Большой экономический словарь/[ Под.ред. А.Н. Азрилияна] – 7-е изд., доп. – М.: Институт мировой экономики, 2010. - 1472 с. ISBN : 5-89378-012-4

162. Большая энциклопедия [Текст]: в 62 томах.– М.:ТЕРРА, 2006. - Т.15. - 593 с. ISBN 5-273-00432-2

163. Большой экономический словарь/ [под ред. А. Б. Борисова]. - 3-е издание, переработанное и дополненное. – М. Книжный мир, 2010. – 860с. ISBN 978-5-8041-0426-0

164. Большая экономическая энциклопедия / [Варламова Т. П., Васильева Н. А., Неганов Л. М. и др.]. – М: Эксмо, 2008. – 816 с. ISBN: 978-5-699-14788-5
165. Большой экономический словарь/ Под.ред. А.Н. Азрилияна. – 7-е изд., доп. – М.: Институт мировой экономики, 2010. 1472 с. ISBN : 5-89378-012-4
166. Грідасов В.М. Інвестування [Текст]: навчальний посібник/ Грідасов В.М., Кравченко С.В., Ісаєва О.Є. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 164 с. ISBN 966-8568-58-3
167. Основи інвестиційно-інноваційної діяльності [Текст] : Навчальний посібник для студ. вищих навч. закладів / Д. В. Степанов, М. П. Денисенко; ред. В. Г. Федоренко. - К. : Алерта, 2004. - 431 с. - ISBN 966-8533-07-0.
168. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 1 / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. — К.: Видавничий центр «Академія», 2000. — 864 с. ISBN 966-580-077
169. Румянцева Е.Е. Новая экономическая энциклопедия/ Е.Е. Румянцева: 4-е изд. – М.: ИНФРА-М, 2011. - 882 с. ISBN 978-5-16-004189-6
170. Татаренко Н.О. Теорії інвестицій [Текст] : навч. посібник / Н. О. Татаренко, А. М. Поручник. - К. : КНЕУ, 2000. - 160 с. - ISBN 966-574-73-3.
171. Пересада А. А. Управління інвестиційним процесом [Текст] : монографія / А. А. Пересада. - К. : Лібра, 2002. - 472 с. - ISBN 966-7035-48-4.
172. Данілов О.Д. Інвестування [Текст] : навч. посібник / О. Д. Данілов, Г. М. Івашина, О. Г. Чумаченко. - К. : Комп'ютерпрес, 2001. - 364 с. - ISBN 966-7257-34-7.
173. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність [Текст] : підручник / Т. В. Майорова ; М-во освіти і науки України, Київський нац. екон. ун-т імені Вадима Гетьмана. - К. : Центр учбової літератури, 2009. - 472 с. - ISBN 978-966-364-883-5
174. Вовчак О. Д. Інвестування [Текст] : навч. посібник / О. Д. Вовчак. – Львів : Новий світ-2000, 2008. – 544 с. – ISBN 966-418-017-3
175. Сергієнко В. В. Інвестиційне право [Текст]: конспект лекцій / В. В. Сергієнко, М. В. Грузд ; М-во освіти і науки України, Харківський нац. екон. ун-т. - Харків : Вид-во ХНЕУ, 2008. - 276 с.
176. Крехівський О. В. Інвестиції: умови і вимоги [Текст] / О. В. Крехівський, В. Г. Чирков; М-во пром. політики України, Держ. ін-т комплексних техн.-екон. дослідж.,

- Центр дослідж. наук.-техн. потенціалу та історії науки ім. Г. М. Доброва НАНУ. - К. : Фенікс, 2006. - 165 с. - Бібліогр.: с. 164-165. - ISBN 966-651-285-8.
177. Інвестування [Текст] : підручник / [Гриньова В. М. Коюда В.О., Лепейко Т.І., Коюда О.П]. - К. : Знання, 2008. - 452 с. - ISBN 978-966-346-366-7
178. Pike R. Investment Decisions and Financial Strategy/ Richard Pike, Richard Dobbins - Oxford: Philip Allan Publishers Limited, 1988. – 411 p. – ISBN 0-86003-537-9
179. Закон України «Про інвестиційну діяльність» [Електронний ресурс] : станом на 06 грудня 2012 р., N 1561-XII //Законодавство України: Верховна Рада України. - Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1560-12>
180. Грюнинг Х. Ван. Международные стандарты финансовой отчетности. Практическое руководство. 3-е изд., обновл. и переработ / Х. Ван Грюнинг.- Всемирный банк. М.: Издательство «Весь Мир», 2006. -344с.- С.5 ISBN 5-7777-0347-X
181. Базилевич В. Д., Гражевська Н. І., Гайдай Т. В. та ін. Австрійська школа граничної корисності // Історія економічних учень: Підручник: У 2 ч. / [В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, Т. В. Гайдай та ін.]/[Під редакцією В. Д. Базилевича]. — К.: Знання, 2006. - Т. 1.- 582 с. - С. 447-470. ISBN 966-346-149-7
182. Загородній, А. Г. Фінансово-економічний словник [Текст] : [близько 8000 понять і термінів] / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк. - К. : Знання, 2007. - 1072 с. - ISBN 978-966-346-393-3 156.
183. Пересада А. А. Інвестиційний процес в Україні [Текст]: монографія / А. А. Пересада. - К. : Лібра, 1998. - 340 с. ISBN 966-7035-04-2
184. Економічна енциклопедія : У трьох томах. Т.3 / С.В.Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2002 – 952с.
185. Jensen Michael C. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure [Електронний ресурс] / Michael C. Jensen, William H. Meckling // Journal of Financial Economics - October, 1976. - Vol. 3. - № 4. - pp. 305-360. - Режим доступу: <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>
186. Chaman Findlay III M. Beyond shareholder wealth maximization [Електронний ресурс]/ Findlay M. Chaman III, G. A. Whitmore// Financial Management -1974. - Vol.

3.- № 4.- р.25-35. - Режим доступу: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/3664927?uid=3739232&uid=2129&uid=2134&uid=4577104827&uid=2&uid=70&uid=3&uid=4577104817&uid=60&sid=21101651212327>

187. Теорія фінансів [Текст] : підручник / С. В. Бойко, Л. П. Гацька, В. В. Гошовська [та ін.] ; під заг. ред. В. М. Федосова, С. І. Юрія. - К. : Центр учбової літератури, 2010. - 574 с. - ISBN 978-966-364-997-9.

188. Финансово-кредитный словарь [Текст] : в 3 т. / гл. ред. В. Ф. Гарбузов ; члены гл. ред.: В. С. Алхимов, В. В. Деменцев, Н. Г. Сычев [и др.]. - 2-е изд., стереотип. - М. : Финансы и статистика. Т.1 : А-Й. - 1994. - 512 с. - ISBN 5-279-01160-6

189. Банковская система России. Настольная книга банкира. В.3-х томах. – М: ТОО Инжиниринго-консалтинговая компания "ДеКа", 1995. – Т.1.- 688 с. ISBN 5-86006-034-3

190. Коротков П.А. Инвестиционный процесс и коммерческие банки / П.А. Коротков, С.М. Борисов //Деньги и кредит – 2001. - № 5.

191. Луців Б. Інвестиційний банківський портфель [Текст] : монографія / Б. Луців. - К. : Лібра, 2002. - 192 с. - С. 10. ISBN 966-7035-50-6

192. Інституційна інвестологія [Текст] : навч. посібник / [за заг. ред. С. К. Реверчука]. - К. : Атіка, 2004. - 206 с. - ISBN 966-326-022-X

193. Воробйова О.І. Кредитно-інвестиційна діяльність банків України [Текст]: монографія/ О. І. Воробйова. - Київ ; Сімферополь: Аріал, 2010. - 396 с.: табл. - Бібліогр.: с. 379-395. - С.208. ISBN 978-966-2372-52-6.

194. Банковское дело: справочное пособие [ под ред. Ю.А. Бабичевой].- М.: «Экономика», 1994.- 397 с. ISBN 5-282-01330-4

195. Мишкин С.Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков /Фредерик С. Мишкин; [пер. с англ. О. Островская, А. Рыбьянец]. – М.: Вильямс, 2006. - 880 с. ISBN: 5-8459-0918-X

196. Большой экономический словарь [Текст] / сост. А. Б. Борисов. - М. : Книжный мир, 1999. - 894 с. ISBN 5-8041-0049-1

197. Синки Д. Управление финансами в коммерческих банках [Текст] : пер. с англ. / Дж. Ф. Синки. - М. : Catallaxy, 1994. - 937 с. - С.3. ISBN 5-86366-045-7

198. Долан Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика/ Дж. Долан, К.Д. Кемпбелл, Р.Дж. Кемпбелл; [пер. с англ]. - М.: "Profiko",1993. ISBN 5-280-02436-8.
199. Rose Peter S. Commercial Bank Management/ Peter S Rose – 5-th ed. New York, NY: McGraw-Hill/Irvin, 2002.- 803с. ISBN 0-07-112122-6
200. Gup B. E. Commercial Banking. The Management of Risk/ Benson E.Gup, James W.Kolari – 3-d ed. Hoboken NJ: John Wiley & Sons, Inc, 2005. – 548с. ISBN 0-471-46949-1
201. Наказ Міністерства фінансів України від 30.11.2001 р. № 559 «Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку» («Фінансові інструменти») (Стандарт № 13)/ Міністерство фінансів України [електронний ресурс]: [http://search.ligazakon.ua/l\\_doc2.nsf/link1/an/14/REG6241.html#14](http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/an/14/REG6241.html#14).
202. Пересада А.А. Інвестиційне кредитування / А.А.Пересада, Т.В.Майорова: [навч. посібник]. – К. : КНЕУ. – 2002. – 271 с. ISBN 966-574-329-5
203. Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р., № 2121-III [Електронний ресурс]: станом на 01.01.2013р. //Законодавство України: Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>
204. Постанова Правління Національного банку України «Про затвердження Інструкції про порядок регулювання діяльності банків в Україні» від 28 серпня 2001 року N 368// Офіційний вісник України, 2001, N 40 (19.10.2001), ст. 1813.
205. Стельмах В.С. Ліквідність банку: окремі аспекти управління та світовий досвід регулювання і нагляду/ [В.С. Стельмах, В.І. Міщенко, В.В. Крилова та ін.]. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень. 2008. – 286 с. - (Науково-аналітичні матеріали. Вип.11)
206. Brendel M. Europe's Central Bad Bank: Junk Bonds Weigh Heavy on ECB/ Matthias Brendel, Christoph Pauly [Електронний ресурс]// Spiegel Online International: станом на 06 червня, 2011. – Режим доступу: <http://www.spiegel.de/international/europe/europe-s-central-bad-bank-junk-bonds-weigh-heavy-on-ecb-a-766856.html>
207. Юданов А.С. Секреты финансовой устойчивости международных монополий/ А.С. Юданов. – М: Финансы и статистика, 1991. – 191с. ISBN 5-279-00486-3

208. Регулятивний капітал // Глосарій банківської термінології / Національний банк України [ Електронний ресурс]: станом на 4 липня 2012 р.// Глосарій банківської термінології - режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art\\_id=123591&cat\\_id=123320](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123591&cat_id=123320) – Назва з екрана.
209. Ліквідність банківської системи України/ [В.І. Міщенко, А.В. Сомик, С.О. Шультга, А.П. Кулінець]. – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 180с. – (Науково-аналітичні матеріали. Вип. 12).
210. Мертенс А.В. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории/ А.В. Мертенс. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 1997, XVI, 416 с.: ил. ISBN 966-95111-0-0.
211. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов/ А. Дамодаран; [пер.с англ.] - 3-е изд. - М.: Альпина Бизнес Букс , 2006 - 1341 с. - С. 90, 984 ISBN 5-9614-0374-2
212. Банки и финансовые институты/Группа Cbonds. Информационный портал о личных инвестициях и финансах [Електронний ресурс]// Котировки акций – Режим доступу: <http://investfunds.ua/markets/stocks/>
213. Белоглазова Г.Н. Банковское дело. Организация деятельности коммерческого банка: учебник/ Г.Н. Белоглазова, Л.П. Кроливецкая. - М.: Издательство Юрайт; ИД Юрайт, 2011. - 422с. - Серия : Основы наук. ISBN 978-5-9692-1088-2
214. Фабоцци Ф. Управление инвестициями/ Ф. Фабоцци ; [пер. с англ. ]. - М.: ИНФРА-М, 2000. - XXXVIII, 932с. - (Серия "Университетский учебник"). ISBN 5-86225-864-7
215. A Dictionary of Finance and Banking/ [Edited by Brian Butler, David Butler, Alan Isaacs]. - Glasgow: Caledonian International Book Manufacturing, Ltd; Oxford, NY: Oxford University Press, 1997 - 378p. ISBN 0-19-280067-1
216. Dictionary of Finance and Investment Terms / [ Edited by John Downes, Jordan Elliot Goodman]/- 8th. ed. - Hauppauge, NY: Barron's Educational Series, Inc. - 2010. - 865p. ISBN 0-7641-4304-2



217. Пайк Р. Корпоративные финансы и инвестирование/ Р.Пайк, Б.Нил – 4-е изд. /Пер. с англ. - СПб.: Питер, 2006 - 784с.: ил. - (Серия "Академия финансов"). ISBN 5-94723-181-6
218. Bierman H. The capital budgeting decision/ H.Bierman, S. Smidt – 6th ed. - New York, NY: Macmillan publishing company, 1984 - 548p. ISBN 0-02-309940-2
219. Глущенко В.В. Организация деятельности коммерческого банка / В.В. Глущенко; [Учеб.пособие] - г. Железнодорожный, Моск.обл.: ООО НПЦ "Крылья", 2007. - 208с. - С.162
220. Онікієнко С.В. Оптимізація структури капіталу: визначення співвідношення між боргом і акціонерним капіталом/ С. В. Онікієнко // Економіка: проблеми теорії і практики; Збірник наукових праць. - Випуск 259:В 7 т. – Т.У. Дніпропетровськ: ДНУ, 2010. - С. 1181-1186
221. Онікієнко С.В. Інвестиційна діяльність: від емпіричного сприйняття до категоріального відображення/ С. В. Онікієнко // Ринок цінних паперів України, - 2011.-№3-4. – С. 61-66.
222. Онікієнко С.В. Проблеми і перспективи регулювання інвестиційної діяльності банків/ С. В. Онікієнко // Інвестиції: практика та досвід. – 2012.- № 15. С. 10-15.
223. Онікієнко С.В. Проциклічний характер регулювання і незбалансованість опор базельської концепції регулювання / С.В. Онікієнко //Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць. – 2012. - № 9 (136) Наук. ред. І.Г. Манцуров.- К., 2012 – 198 с. – С.27-30
224. Mathiesen H. Exhibition: The perfect market economy [Електронний ресурс]/ Н. Mathiesen // ENCYCOGOV Encyclopedia of Corporate Governance - Режим доступу: [http://e.viaminvest.com/B10CompetitionInProductMarkets/App10PerfectMarketModel/Exhi\\_Perf\\_market\\_econ.asp](http://e.viaminvest.com/B10CompetitionInProductMarkets/App10PerfectMarketModel/Exhi_Perf_market_econ.asp). - Назва з екрана.
225. Швець Н. Сучасні завдання банківського нагляду/Н. Швець// Вісник НБУ . – 2010. - №9. – С.34-39
226. Диба М. Інформаційні ризики в банківській діяльності / М.Диба, М. Зубок , С.Яременко // Вісник НБУ. – 2007. - №9. – С. 28-35

227. Трохименко Т. Інформаційне навантаження фінансової звітності комерційних банків/ Т. Трохименко // Вісник НБУ . – 2010. - №10. – С. 56-58
228. Волосович С. Особливості і тенденції розвитку національної системи страхування банківських вкладів в умовах євроінтеграції/ С. Волосович, Тринчук В.// Вісник НБУ . – 2007. - № 8. – С. 28-34
229. Stiglitz J. E. Information and the Change in the Paradigm in Economics [Електронний ресурс] /Joseph E. Stiglitz// American Economic Review - 2002. - № 92(3). - p.460-501. - Режим доступу до журн.: [https://www.webdepot.umontreal.ca/Usagers/ozguro/MonDepotPublic/Macro/Stiglitz\\_Nobel.pdf](https://www.webdepot.umontreal.ca/Usagers/ozguro/MonDepotPublic/Macro/Stiglitz_Nobel.pdf)
230. Kindleberger C.P. Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises/ Charles P. Kindleberger, Robert Aliber - Hoboken, New Jersey:John Wiley & Sons, 2005 -355 p. ISBN 0-471-46714-6
231. Minsky H. Stabilizing an Unstable Economy/ Hyman P. Minsky - New Haven, Connecticut: Yale University press, 2008 - 350 p. ISBN: 978-0-07-159299-4
232. Keynes J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money /John Maynard Keynes. - New York, New York: Classic House Books, 2008 - 240p. ISBN 978-0-9799052-54
233. Конопатська Л. Деякі питання регулювання банківської діяльності в період світової економічної кризи/ Л. Конопатська, Раєвський К. // Вісник НБУ. – 2010. - № 2 . – С . 22-27.
234. Becker G. Competition and Democracy [Електронний ресурс]/ Gary S. Becker// Journal of Law and Economics - 1958. – Vol.1. -р. 105-109 - Режим доступу до журн.: <http://econfaculty.gmu.edu/wew/syllabi/Econ811JournalArticles/BeckerJLE.pdf>
235. Регулювання банківської діяльності в Україні та Росії в умовах глобалізації: монографія / [М.І. Диба, О.А. Звонова, Л.О. Примостка та ін.]; за наук. ред.. проф. М.І. Диби, О.А. Звонової. – К.: КНЕУ, 2013. – 380 [4] с. – (Рос.мовою). ISBN 978-966-483-760-3
236. Міщенко М. Особливості визначення та управління регулятивним капіталом// М. Міщенко, С. Подік // Вісник НБУ . – 2008.- № 3 – С . 2-7

237. Хорунжий Г. Соціально-психологічні аспекти фінансової кризи/ Г. Хорунжий// Вісник НБУ . – 2009. - № 7. – С. 14-16.
238. Міщенко В. Підвищення ефективності регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні/ В. Міщенко//Вісник НБУ . – 2010. - № 8 . – С. 4-9.
239. Заруба Ю. Особливості інформаційної взаємодії центрального банку з цільовими аудиторіями у кризових ситуаціях/ Ю. Заруба// Вісник НБУ. - 2010. - №10. – С.38-39.
240. Стефанишина А. Характеристика та аналіз методик оцінювання фінансової стійкості банків України та зарубіжжя / А.Стефанишина // Вісник НБУ. – 2010. - №11. – С. 62-66.
241. Wallis J. The Concept of Systematic Corruption in American History [Електронний ресурс]/John Joseph Wallis// University of Maryland & National Bureau of Economic Research - 2005. - Режим доступу: <http://www.bsos.umd.edu/gvpt/apworkshop/wallis05.pdf> - Назва з екрана.
242. Fama E. Banking in the Theory of Finance [Електронний ресурс]/ Eugene F. Fama// Journal of Monetary Economics - 1980. - №6 - С.39-57. Режим доступу: <http://www.bu.edu/econ/files/2012/01/Fama1-Banking-in-the-theory-of-finance1.pdf>. - Назва з екрана
243. Santomero A. Modeling the Banking Firm [Електронний ресурс]/ Anthony M. Santomero// Journal of Money, Credit, and Banking -1984. – V.16.- №4. - Part 2: Bank Market Studies. - pp. 576-602 - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1992092?uid=3739232&uid=2134&uid=2&uid=70&uid=4&sid=21101580843157> – Назва з екрана.
244. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. ИНВЕСТИЦИИ/ У.Шарп, Г. Александер, Дж. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 1999.- XII, 1028с. ISBN 5-86225-455-2 (русск).
245. Боди З. Финансы/ З. Боди, Р. Мертон; пер с англ. – М. Изд. дом «Вильямс», Проспект, 2000.- 592с. ISBN 5-8459-0099-9
246. Фишер С. Экономика / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи [ред. Г. Г. Сапов]; пер с англ. со 2-го изд. – М.: «Дело ЛТД», 1993. – 753 с.

247. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами [Текст]: пер. с англ./ Ван Хорн Дж. К.; ред. Я. В. Соколов. - М. : Финансы и статистика, 1996. - 799 с. - (Серия по бухгалтерскому учету и аудиту UNCTC). - ISBN 5-279-01220-3
248. Вовчак О. Фінансове посередництво: економічна сутність і класифікація/ Вовчак О., Крентовська Л.// Вісник НБУ . - 2012. - № 8. – С.4-9.
249. Grossman S. J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets[Електронний ресурс]/ Sanford J. Grossman, Joseph E. Stiglitz // American Economic Review - 1980.- Vol.70. - №3 - pp.393-408. - Режим доступу до журн.: <http://www.aeaweb.org/aer/top20/70.3.393-408.pdf>. - Назва з екрана.
250. Campbell T. Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation[Електронний ресурс]/ Tim S. Campbell, William A. Kracaw// Journal of Finance - 1980.- Vol.35. - №4.- p.863-882. - Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/2327206?uid=3739232&uid=2134&uid=376510121&uid=2&uid=70&uid=3&uid=376510111&uid=60&sid=21103179417601>- Назва з екрана.
251. Корнеєв В.В. Фінансові посередники як інститути розвитку/ В.В. Корнеєв:Монографія . – К.: Основа, 2007. -192 с. ISBN 966-699-187-х.
252. Ramakrishnan, R.T.S. Information reliability and a theory of financial intermediation [Електронний ресурс]/ Ram T. S. Ramakrishnan, Anjan V. Thakor// Review of Economic Studies - 1984. -Vol. 51. - №3. -С. 415-32. - - Режим доступу до журн.: <http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2006-06-058.pdf>. - Назва з екрана.
253. Boot A. W. Security Design [Електронний ресурс]/ Arnoud W. A. Boot, Anjan V. Thakor// Journal of Finance -1993. Vol.48. - № 4. - p.1349-1378. - Режим доступу до журн.: <http://apps.olin.wustl.edu/workingpapers/pdf/2006-01-005.pdf>. - - Назва з екрана.
254. Allen F. Optimal Security Design [Електронний ресурс]/ Franklin Allen, Douglas Gale //The Review of Financial Studies - 1988. -V1.- №3. - pp.229-263 - Режим доступу до журн.: <http://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/opsec.pdf>.
255. Diamond D. W. Financial Intermediation and Delegated Monitoring [Електронний ресурс]/ Douglas W. Diamond // Review of Economic Studies - 1984. - № 51. - pp. 393-

414. - Режим доступу до журн.: <http://faculty.chicagobooth.edu/douglas.diamond/research/fidm%20small.pdf>. - Назва з екрана.
256. Gale D. Incentive-compatible Debt Contracts: The One-Period Problem [Електронний ресурс]/ Douglas Gale, Martin Hellwig// Review of Economic Studies - 1985. - № 52. - pp. 647-663. - Режим доступу до журн.: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Gale%20and%20Hellwig%201985.pdf>. - Назва з екрана.
257. Gorton G. Financial Intermediaries and Liquidity Creation [Електронний ресурс]/ G.Gorton, G. Pennacchi // Journal of Finance -1990. V. 45. -№1. - pp. 49-71. - Режим доступу до журн.: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.175.9230&rep=rep1&type=pdf>
258. Gorton G. Security Baskets and Index-Linked Securities [Електронний ресурс]/ G.Gorton, G. Pennacchi // Journal of Business - January 1993. - Vol. 66 (1).- p. 1-27. - Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w3711.pdf>
259. Фіскально-бюджетна та грошово-кредитна політика в Україні: проблеми та шляхи посилення взаємозв'язку: монографія/ [Даниленко А.І., Гриценко А.А., Зимовець В.В. та ін.]; за ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка; НАН України; Ін-т екон. та прогнозів. – К., 2010. - 456с. : табл., рис. ISBN 978-966-02-5569-2
260. Debreu G. Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium / Gerard Debreu - New Haven and London: Yale University Press, 1972. - 128 p. ISBN 0-300-01559-3
261. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment [Електронний ресурс]/ Franco Modigliani, Merton H. Miller// The American Economic Review - 1958. - Vol. 48.- № 3. - p. 261-297 - Режим доступу: <https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958.pdf>
262. Ковалев В.В. Основы теории финансового менеджмента/ В.В. Ковалев. – М.: ТК Велби, изд-во Проспект, 2009. – 533с. ISBN 5-392-00369-9
263. Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ/ Ф. Модильяни, М. Миллер; пер. с англ. - М.: Дело, 2001.- 272 с. ISBN: 5-7749-0152-1

264. Регулювання діяльності банків в умовах глобальних викликів: монографія/ [Л.О. Примостка, М.І. Диба, О.О. Чуб та ін.]; за ред. д-ра екон. наук, проф. Л.О. Примостки. – К.: КНЕУ, 2012. – 459, [5] с. ISBN 978-966-483-690-3
265. Grochulski B. Limits to Redistribution and Intertemporal Wedges: Implications of Pareto Optimality with Private Information [Електронний ресурс]/ Borys Grochulski// Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly - Spring 2008., Vol. 94. - № 2. - pp. 173-196 - Режим доступу до журн.: [http://www.richmondfed.org/publications/research/economic\\_quarterly/2008/spring/pdf/grochulski.pdf](http://www.richmondfed.org/publications/research/economic_quarterly/2008/spring/pdf/grochulski.pdf)
266. Фінансове посередництво: проблеми і перспективи розвитку: колективна монографія: [за заг.ред. професора В.К. Васенка] – Черкаси: Вид-во ПП Чабаненко Ю.А. - Черкаси, 2009.- 450 с . ISBN 978-966-493-261-2.
267. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т.3 / Редкол.: С.В. Мочерний (відп.ред.) та ін. – К.:Видавничий центр «Академія», 2002.- 952 с. ISBN 966-580-145-7
268. Зимовець В.В. Фінансове посередництво: навч.посіб./ В.В. Зимовець, С.П. Зубик – К.: КНЕУ, 2005 – 288с. ISBN 966-574-620-0.
269. Hubbard R. Glenn. Money in the Financial System and the Economy/ Hubbard, R. Glenn - Boston: Pearson Addison-Wesley[6 edition], 2007. - 768 p. ISBN 0-321-42670-3.
270. Чернавский Д. С. Синергетика и информация (динамическая теория информации) / Д. С. Чернавский. — М.: Едиториал УРСС, 2004. — 288 с. ISBN 5-354-00241-9
271. Постанова правління Національного банку України «Про затвердження Правил надання банками України інформації споживачу про умови кредитування та сукупну вартість кредиту» від 10.05.2007 №168 [Електронний ресурс] //Національний банк України. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0541-07>. - Назва з екрана.
272. Набок Р. Обґрунтування підходів до функціонування системи страхування депозитів та її вплив на банківський сектор України/ Р. Набок, Черкашина К.//Вісник НБУ. – 2010. - №7. – С. 36-39

273. Про затвердження «Положення про критерії та фінансові нормативи діяльності кредитних установ». Розпорядження Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України від 28 вересня 2006 року N 6261// Офіційний вісник України, 2006, N 47 (04.12.2006), ст. 3156
274. Барановський О. Проблемні банки: виявлення й лікування / О. Барановський // Вісник НБУ. - 2009. - №11. – С. 18-31
275. Вовчак О. Фінансові інструменти управління кризовим банківництвом в Україні/ О. Вовчак, О. Галушак //Вісник НБУ. – 2010. - №3. – С. 16-20.
276. Пластун О. Ринкова волатильність як один з індикаторів виникнення кризи/О. Пластун// Вісник НБУ. – 2011. - № 9. – С.16-20.
277. Paroush J. The Domino Effect and the Supervision of the Banking Systems [Електронний ресурс]/ Jacob Paroush// Journal of Finance – 1988. - №43.- pp. 1207-1218. - Режим доступу до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1988.tb03965.x/references> - Назва з екрана
278. Івасів І.Б. Макроекономічне стрес-тестування банків: сутність, підходи та основні етапи/ І.Б Івасів, А.В. Максимова // Фінанси, облік і аудит: Зб. Наук.пр. /Відп.ред. А.М. Мороз. 2011. Вип. 18.- С.78
279. Financial Markers and Financial Crises / [ Editor Hubbard R. Glenn ]. - London: University of Chicago Press, Ltd., 1991. - 404p . (National Bureau of Economic Research Project Report) ISBN: 9-780-22635-5-887
280. Fisher I. The Debt-Deflation Theory of Great Depression [Електронний ресурс]/ Irving Fisher // Econometrica -№ 1. - Oct 1933. – p. 337-357. - Режим доступу до журн.: <http://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/fisdeb33.pdf>
281. Міщенко С. Критерії та показники оцінки стабільності функціонування фінансового сектору/ С. Міщенко//Вісник НБУ. – 2008. - №9. С. 36-45.
282. Полозенко Д. Про основні чинники подолання фінансово-кредитної кризи в Україні/ Д. Полозенко // Вісник НБУ. – 2009. - №4 – С. 28-31
283. Довгань Ж. Фінансова стійкість банківських установ у період економічної кризи / Ж. Довгань// Вісник НБУ. – 2009. - №4. - С. 20-26

284. Lindgren C.-J. Bank Soundness and Macroeconomic Policy [Text] / C.-J. Lindgren, G. Garcia, M. I. Saal. - Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1996. - XV, 215 p.: graph., maps. - Bibliography : p. 205 - 215. - ISBN 1-55775-599-X
285. Черемис В. Системний ризик у діяльності фінансового сектору: передумови, джерела/ В. Черемис, Ю.Заруба // Вісник НБУ. – 2012. - №9. – С. 42-45
286. Міщенко В. Інституційні засади державної підтримки банківського сектору в період кризи/ В. Міщенко, Шульга С.// Вісник НБУ. – 2009. - №8. – С. 12-21
287. Корнеєв В. Конкурентоспроможність банків України в умовах лібералізації ринків фінансових послуг/ В. Корнеєв// Вісник НБУ. – 2007. - №11. – С. 14-17.
288. Барановський О. На шляху до нової фінансової архітектури/ О. Барановський // Вісник НБУ. – 2010. - №11. – С. 8-15.
289. Закон України "Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб" від 20.09.2001р. № 2740-III (зі змінами та доповненнями) // Відомості Верховної Ради. – 2002. – № 5.
290. Тигіпко С. Система гарантування вкладів в Україні: сучасний стан і перспективні напрями розвитку/ С.Тигіпко // Вісник НБУ. – 2004. - № 8. - С. 4-5.
291. Огієнко В.І. Страхування депозитів: Навч. посібник/ В.І. Огієнко, Н.О. Кожель – Львів: ЛБІ НБУ, 2004. – 207 с. ISBN 966-7330-91-5.
292. Herring R. Financial Regulation in the Global Economy/ Richard J. Herring, Robert E. Litan. - Washington: Brookings Institution, 1995. - 160 p. ISBN 0-815-75283-0
293. Macey J. Was Bear Stearns Too Big to Fail? Antitrust Laws Required Intervention Long Before the Fed Bailout [Електронний ресурс]/ Jonathan Macey // The Washington Independent - 2008.- May, 21 - Режим доступу : <http://www.law.yale.edu/news/7000.htm>  
- Назва з екрана.
294. Carlos M. Peláez. Regulation of Banks and Finance: Theory and Policy after the Credit Crisis / Carlos M. Peláez, Carlos A. Peláez - Palgrave Macmillan, 2009. - 272 p. - ISBN 978-0-230-23903-6.
295. Постанова Кабінету міністрів України і Національного банку України «Про порядок рефінансування банків у період фінансово-економічної кризи» від 29 січня 2009 р. N 44 // Урядовий кур'єр № 18 від 03.02.2009.



296. Барановський О. Антикризові заходи урядів і центральних банків зарубіжних країн/ О. Барановський// Вісник НБУ. – 2009. - №4. – с.8-19.
297. Лист Національного банку України "Про необхідність підтримки ліквідності ВАТ КБ "Надра" N 22-304/94-1041, 24.01.2009 [Електронний ресурс] / Національний банк України - Режим доступу : <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1045.9665.0> - Назва з екрана.
298. Карчева Г. Особливості функціонування банківської системи України в умовах фінансово-економічної кризи/ Г.Карчева // Вісник НБУ -2009. -№11.- С. 10-16.
299. Лилик О. Bankassurance та перспективи його розвитку в Україні / О. Лилик // Вісник НБУ. - 2007. - №2. – С 32-37.
300. DIRECTIVE 2002/87/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate... [Електронний ресурс]// Official Journal of the European Union - 2003 р. - L35/1-27. – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:035:0001:0027:EN:PDF>.
301. DIRECTIVE 2008/25/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 11 March 2008 amending Directive 2002/87/EC on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate, as regards the implementing powers conferred on the Commission...[Електронний ресурс] // Official Journal of the European Union - 2008. - L81/40-41 – Режим доступу: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2008:081:0040:0041:EN:PDF>
302. Міщенко В. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду/ Міщенко В., Крилова А. //Вісник НБУ – 2011. - № 3. – С. 12-15.
303. Аржевітін С. Чому і як слід реформувати систему гарантування вкладів/ С. Аржевітін// Вісник НБУ . – 2010. - № 11. - С. 3-7
304. Mitchell W.C. Economic Models of Interest Groups: An Introductory Survey [Електронний ресурс]/ William C. Mitchell, Michael C. Munger// American Journal of

Political Science - May, 1991. - Vol. 35, №. 2 - p. 512-546 – Режим доступу до журн.: <http://www.jstor.org/stable/2111373>

305. Нуреев Р. М. Курс микроэкономики: Учебник для вузов. - 2-е изд., изм. - М.: Издательство НОРМА, 2002. — 572 с. - ISBN 5-89123-470-X (НОРМА) - С. 9-15.

306. Скиннер К. Будущее банкинга: мировые тенденции и новые технологии в отрасли / Крис Скиннер; [пер. с англ. Е.И. Недбальская; науч. ред. Н.А. Головки]. – Минск: Гревцов Паблицер, 2009. – 400с. ISBN 978-985-6569-37-4 - С.79-83

307. Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития / Б. Б. Рубцов, Фин. акад. при Правительстве РФ. – М. : Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – 312с. - С.39, 45-47.

308. Примостка Л. О. Аналіз банківської діяльності: сучасні концепції, методи та моделі [Текст] : Монографія / Л. О. Примостка. - К. : КНЕУ, 2002. - 316с. ISBN 966-574-344-9.

309. Hayek F. A.. Denationalisation of Money: The Argument Refined [Электронный ресурс]/ Friedrich A. Hayek. - London: The Institute of Economic Affairs, 1990. - 144 p. - pp.108-111 - ISBN 978-1-61016-141-1 – Режим доступу: <http://mises.org/books/denationalisation.pdf>

310. Гриньків Д. НБУ б'є рекорди в рефінансуванні банків [Електронний ресурс]: станом на 22.11.2013р. / Дмитро Гриньків// Інформаційний портал Finance.UA – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2012/08/16/285786>

311. Андрианов В.Д. Эволюция основных концепций регулирования экономики от теории меркантилизма до теории саморегуляции. — Москва: ЗАО "Издательство "Экономика", 2008. - 326 с. ISBN 978-5-282-02840-9

312. Остром Е. Керування спільним. Еволюція інституцій колективної дії [Текст] / Еліно́р Остро́м; [пер. з англ. Тетяни Монтян]. - К. : Наш час, 2012. - 399 с. ISBN 978-966-1530-95-8.

313. Herring R. What is Optimal Financial Regulation?/ Richard J. Herring, Anthony M. Santomero// The New Financial Architecture, Banking Regulation in the 21<sup>st</sup> Century [edited by Benton E. Gup]. - Westport, Connecticut: Quorum Books, 2000. – 280p. ISBN 1-567-20341-8

314. Міщенко В. Еволюція банківського нагляду: європейський досвід/ В. Міщенко, В.Крилова, Є. Швець.// Вісник НБУ. – 2007. - №7. – С.5-11
315. Закон України від 19.05.2011 № 3394-VI «Про внесення змін до деяких законів України щодо нагляду на консолідованій основі»:за станом 7 липня 2012р./ Верховна Рада України. - Голос України. – Офіц. вид. - від 18.06.2011. - № 110
316. Фуруботн Э. Г. Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории/ Э. Г. Фуруботн, Р. Рихтер ; [ пер. с англ., под ред. В. С. Катькало, Н. П. Дроздовой]. — СПб.: Издат. дом Санкт-Петерб. гос. ун-та, 2005. — 702 с. — ISBN 5-288-03496-6.
317. Шаститко А. Е. Новая институциональная экономическая теория/ А. Е.Шаститко / 4-е перераб. и доп. изд. — М.: ТЕИС, 2010. — 828 с. ISBN 978-5-7218-1110-4.
318. Fischer B. The pricing of options and corporate liabilities / Black Fischer, Scholes Myron [Електронний ресурс]/ Journal of Political Economy - 1973 - Vol.81.-№3. - p. 637-654.- Режим доступу до журн.: [http://www.cs.princeton.edu/courses/archive/fall09/cos323/papers/black\\_scholes73.pdf](http://www.cs.princeton.edu/courses/archive/fall09/cos323/papers/black_scholes73.pdf)
319. Miller Merton H. The Modigliani-Miller propositions after thirty years [Електронний ресурс]/ Merton H. Miller - Journal of Economic Perspectives. -1988.- Vol. 2 (4) - p. 99-120.- Режим доступу: <http://www-personal.umich.edu/~kathrynd/JEP.Modigliani-Miller.pdf>
320. Merton R. C. Paul Samuelson and financial economics [Електронний ресурс]/ Robert C. Merton// American Economist - 2006. - №50 (2). - p. 9-31. - Режим доступу: <http://www.people.hbs.edu/rmerton/P%20Samuelson%20and%20Financial%20Economics.pdf>
- 321 Richter R. Banking Regulations as Seen by the New Institutional Economics / Rudolf Richter //The Economics and Law of Banking Regulation/ [Occasional Papers, vol.2]/ Germany, Saarbrucken: University of Saarlandes, Center for the Study of the New Institutional Economics, 1990 - p. 135-160.
322. Hart O. Firms, Contracts and Financial Structure/Oliver Hart. - Oxford: Oxford Clarendon Press, 1995. - 240 p. ISBN 0-198-28881-6

323. Науменкова С. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору/ С. Науменкова// Вісник НБУ. – 2011. -№12. – С. 4-11.
324. Van Cayseele P. Legal Principles of Financial Market Integration in: An Economic Analysis / Patrick Van Cayseele, Dirk Heremans// International Review of Law and Economics.- 1992.- Vol. 11.- № 1.- p.83-99.
325. Heremans D. The Future of Law and Finance after the Financial Crisis: New Perspectives on Regulation and Corporate Governance for Banks [Електронний ресурс]/ Dirk Heremans, Katrien Bosquet // University of Illinois Law Review - 2011. - № 5. - Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=1946174>
326. Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards. Press release [Електронний ресурс]// Basel committee on banking supervision. Bank for international settlements - 12, September 2010 - Ref. № 35/2010. - Режим доступу: <http://www.bis.org/press/p100912.pdf>
327. Pennacchi G. Narrow Banking [Электронный ресурс]/ George Pennacchi// ARFE:Annual Review of Financial Economics - 2012 - № 4. - p. 141-159. - Режим доступу: <http://business.illinois.edu/gpennacc/GPNarrowBankARFE.pdf>. - Назва з екрана.
328. Дзюблюк О. В. Фінансова стійкість банків як основа ефективного функціонування кредитної системи: монографія / О. В. Дзюблюк, Р. В. Михайлюк. – Тернопіль: ТОВ «Терно – граф», 2009. – 316 с.
329. Глобальные финансовые реформы. Обзор центра макроэкономических исследований Сбербанка России [Електронний ресурс]/ Акционерный коммерческий сберегательный банк российской федерации. - Июнь 2010. - Режим доступу: [http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press\\_center/Review\\_june\\_2010\\_Global\\_fin\\_reforms.pdf](http://www.sbrf.ru/common/img/uploaded/files/pdf/press_center/Review_june_2010_Global_fin_reforms.pdf). - Назва з екрана.
330. Brierley.P. The UK Special Resolution Regime for failing banks in an international context [Електронний ресурс] / Peter Brierley //Financial Stability Paper -July 2009.- № 5. - Режим доступу: [http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/fs\\_paper05.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/fsr/fs_paper05.pdf). - Назва з екрана.

331. Медвідь Т. Фінансові інновації банків: зворотний бік медалі/ Тетяна Медвідь//Вісник НБУ. – 2009. - №5. – С. 52-56
332. Лютий І. Фінансово-економічна криза 2008-2010 рр.: деякі чинники та уроки/ І Лютий, О. Юрчук// Вісник НБУ. – 2011. - № 1. – С. 10-16
333. Kane E. Competitive Financial Regulation: An International Perspective/ Edward Kane// Threats to Financial Stability [edited by Portes R., Swoboda A]. - Cambridge: Cambridge University Press, 1987. - 328 p. ISBN 0-521-34556-1
334. Dewatripont M. Balancing the banks: global lessons from the financial crisis/ M. Dewatripont, Rochet, J.-C., J. Tirole; [translated by Keith Tribe] –New Jersey: Princeton University Press, 2010 - 160 с. – С. 94-95. ISBN 0-691-14523-7
335. Kay J. Narrow banking. The Reform of Banking Regulation [Електронний ресурс]/ John Kay// Особистий сайт Джона Кэя - Режим доступу: <http://www.johnkay.com/wp-content/uploads/2009/12/JK-Narrow-Banking.pdf>. - Назва з екрана.
336. Will the Fed Mandate Capital Ratios for Investment Banks? [Електронний ресурс]: станом на 12 липня 2012р./Аналітичний сайт Seeking Alpha - Режим доступу: <http://seekingalpha.com/article/84295-will-the-fed-mandate-capital-ratios-for-investment-banks>. - Назва з екрана.
337. Blundell-Wignal A. The sub-prime crisis: causal distortions and regulatory reform [Електронний ресурс]: станом на 14 липня 2012р./ A. Blundell-Wignal, P. Atkinson// The European Centre for International Political Economy (ECIPE) - 2008 - Режим доступу: [http://www.ecipe.org/media/publication\\_pdfs/Atkinson-Blundell\\_SubprimeCrisis\\_032010.pdf](http://www.ecipe.org/media/publication_pdfs/Atkinson-Blundell_SubprimeCrisis_032010.pdf).
338. Regulation and banking after the crisis :[editors: Frank Browne, David T. Llewellyn, Philip Molyneux] - Vienna: SUERF, 2011 - 148p. ISBN 978-3-902109-57-6.
339. Blundell-Wignall A. The Current Financial Crisis: Causes and Policy Issues [Електронний ресурс]/ A. Blundell-Wignall, P. Atkinson, S.G. Lee // OECD Financial Market Trends - 2008. - Режим доступу: <http://www.oecd.org/finance/financialmarkets/41942872.pdf>.
340. Haldane Andrew G. The \$100 billion Question. Comments given at the Institute of Regulation & Risk, Hong Kong, 30 March 2010 [Електронний ресурс]:станом на 11

лютого 2012/ Andrew G. Haldane // Bank for International Settlements (BIS) - режим доступу: <http://www.bis.org/review/r100406d.pdf?frames=0>.

341. Онікієнко С.В. Суспільне регулювання банківської діяльності./ С.В. Онікієнко // Вісник Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ), - 2010. - №3(9). – С 176-178.

342. Онікієнко С.В. Регулювання фінансового посередництва в контексті функціональних фінансів./ С.В.Онікієнко // Вісник Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ), - 2011. - №3(12). – С. 15-17.

343. Онікієнко С.В. Асиметричність інформації, фінансова стабільність і потреба в регулюванні банківської діяльності /С.В. Онікієнко//Фінанси, облік і аудит: Зб. наук праць / [Відп. ред. А.М. Мороз]. 2012. Вип. 20 – 384 с. – К.: КНЕУ, 2012. С.111-121

344. Онікієнко С.В. Недосконалість ринків і потреба в регулюванні: соціально-економічний аспект / С.В.Онікієнко // Економіка та держава - 2012. - № 8 – С. 11-15.

345. Онікієнко С.В. Регулювання фінансових ринків і функціональні фінанси [Електронний ресурс]/ С.В.Онікієнко//Ефективна економіка – 2013. - №6 –Режим доступу до журн.: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=2108>

346. Оникиенко С.В. Регулирование банковской деятельности: матричный подход / С.В. Оникиенко // Актуальные вопросы современной науки: сборник научных трудов. Выпуск 24 / Под общ. Ред. С.С. Чернова. – Новосибирск: Издательство НГТУ, 2012. – 288 с. – С. 235-245.

347. Markowitz H. M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment/ Harry M Markowitz - London: Chapman & Hall, Limited, 1959 - 344p.

348. Derivatives: Practices and Principles [Електронний ресурс]/ Working Group on Global Derivatives// Special Report - 1993 – Режим доступу: [http://www.group30.org/rpt\\_29.shtml](http://www.group30.org/rpt_29.shtml)

349. Markowitz H. M. Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets/ Harry M. Markowitz, G. Peter Todd, William F. Sharpe. - New Hope, Pennsylvania: Wiley, 2000. - 399p. ISBN 1-883-24975-9

350. Akoundi K. Tail Risk Hedging: A Roadmap for Asset Owners [Електронний ресурс]: станом на 16 червня 2012р/ Ken Akoundi, John Haugh//Deutsche Bank. -

Режим доступу: <http://allaboutalpha.com/blog/wp-content/uploads/2010/05/Tail-Risk-Hedging-May2010.pdf>

351. Герасименко В. Причини виникнення та форми прояву фінансової кризи в банківській системі України /Віра Герасименко, Раїса Герасименко// Вісник НБУ. - 2010 . - №7(173) - С.12-19

352. Міщенко В. Ліквідність банківської системи України: сучасний стан, чинники та напрями підвищення ефективності регулювання// Володимир Міщенко, Анжеліка Сомик //Вісник НБУ. - 2009. - №1(155) - С.34-41.

353. Крилова В. Складові процесу управління ліквідністю банку //Віра Крилова, Руслан Набок //Вісник НБУ. - 2008. - №6(148). - С. 24-29.

354. Уткин О. Б. Применение высоких технологий для анализа эффективности банков / О.Б. Уткин //Деньги и кредит. – 2001. - №8. – С.26-29.

355. Про затвердження Інструкції з бухгалтерського обліку операцій з цінними паперами в банках України ( Із змінами, внесеними згідно з Постановою Національного банку N 457 від 08.10.2010 ). [Електронний ресурс]: станом на 4 липня 2011р. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1092.1293.2&nobreak=1>

356. Про затвердження Положення про порядок формування резерву під операції банків України з цінними паперами (Із змінами, внесеними згідно з Постановами Національного банку N 211 від 23.07.2008 N 114 від 13.04.2011). [Електронний ресурс]: станом на 6 липня 2011р. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?uid=1137.200.3&nobreak=1>

357. Міщенко С. Сутність економічного капіталу та його роль у забезпеченні фінансової стійкості банку/ Світлана Міщенко //Вісник НБУ. - 2008. - №1. - С.58-64

358 Bond credit rating [Електронний ресурс]: станом на 7 липня 2011р. - Режим доступу: [http://en.wikipedia.org/wiki/Bond\\_credit\\_rating#Default\\_Rates](http://en.wikipedia.org/wiki/Bond_credit_rating#Default_Rates)

359. Moody's Rating Symbols & Definitions [Електронний ресурс]: станом на 7 липня 2011р. - Режим доступу: <http://www.moody.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>

360. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework [Електронний ресурс]: станом на 7 липня 2011р. // Bank for International Settlements. - Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>
361. Matten C. Managing Bank Capital: Capital Allocation and Performance Measurement/ Chris Matten. – [2nd edition]. – Padstow, Cornwall: John Wiley & Sons Ltd., 2001. – 354 p. ISBN: 0-471-85196-5.
362. Schierenbeck H.. Ertragsorientiertes Bankmanagement: Band 2:Risiko-Controlling Bilanzstruktur-Management / Henner Schierenbeck, Michael Lister, Stefan Kirmße - Wiesbaden :Gabler Verlag,1999. – 696s. ISBN 3-409-65001-6
363. Герасименко В. Управління власним капіталом банку в Україні в умовах фінансової кризи /Віра Герасименко, Раїса Герасименко// Вісник НБУ. - 2010 . - №10(176) - С.12-17.
- 364 Dowd K. Measuring market risk/ Kevin Dowd – [2-nd ed.] New York: John Wiley & Sons, 2005 - 410p. ISBN 0-471-52174-4
365. Fleuriet M. Investment banking explained: an insider`s guide to the industry/ Michel Fleuriet. – USA:McGraw-Hill, 2008.- 354 p. ISBN 978-0-07-149733-6
366. The SEC is investigating whether some of Wall Street's top investment banks are using inside information [Електронний ресурс]: станом на 10 квітня 2012р./ Shawn Tully. February 19 2007: 7:20 AM EST // business website CNN Money. – Режим доступу: [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2007/03/05/8401273/index.htm?section=money\\_topstories](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2007/03/05/8401273/index.htm?section=money_topstories)
367. Звіти по формі 10-K до Комісії по цінним паперам США(SEC) [Електронний ресурс] // Сайт Державної комісії по цінним паперам США(SEC). – Режим доступу: <http://www.sec.gov/index.htm>
368. Набок Р. Трансформація підходів до банківського нагляду: від складного - до надійного/ Руслан Набок// Вісник НБУ. – 2012. - №5(195) – С. 46-49.
369. Кравченко І. Банківська система та проблеми стратегічного розвитку /Ірина Кравченко, Грант Багратян, Євгенія Мазіна / Вісник НБУ. - 2012. - №1(191) - С.7-10.



370. Burns H. M. The American Banking Community and New Deal Banking Reforms, 1933-1935 / Helen M. Burns. - Westport, CT: Greenwood Press, 1974 - 199 p. ISBN 0-8371-6362-5

371. Закон США “О модернизации финансовых услуг” 1999 года (Financial Services Modernization Act 1999). Реформа законодательства о рынке финансовых услуг США требует от российских регулирующих органов переосмысления подходов к регулированию рынка финансовых услуг [Электронный ресурс]/ Н. Семилютина// Депозитариум - 1999. - № 10 (19). - Режим доступа до журн.: <https://www.nsd.ru/ru/press/pubs/depo/archive/19/article10.htm>

372. Уроки финансового кризиса для банковского надзора [Электронный ресурс] /Бен Ш. Бернанке [Конференция по Банковской Конкуренции в Федеральном Резервном Банке Чикаго (по спутниковой связи) Чикаго, шт. Иллинойс ,7 мая 2009г.]/ Бюллетень "FEDSPEAK" - Режим доступа: <http://www.fedspeak.ru/090507-Bernanke%20-%20Lessons%20for%20supervision.htm>

373. The 'Big Bang' Rocks London: Deregulation of Financial Markets Ends Clubby Era. [Электронный ресурс] : станом на 22 жовтня 2012р./ Tyler Marshall // Сайт газеты Los Angeles Times – October 27, 1986. - Режим доступа: [http://articles.latimes.com/1986-10-27/business/fi-7568\\_1\\_open-markets](http://articles.latimes.com/1986-10-27/business/fi-7568_1_open-markets)

374. Pomper B.A. Japanese Financial Reform of 1993: Will Reform Spark Innovation; / Brian Arthur Pomper // Cornell International Law Journal. – Spring, 1995. - №28. - p.525-568

375. Japan's Big Bang Financial Reforms [Электронный ресурс] : станом на 26 жовтня 2012р./ Ernest T. Patrikis [Breakfast Roundtable Speeches]// Conference 'Japan's Big Bang Financial Reforms' (Federal Reserve Bank of New York) - April 27, 1998. - Режим доступа: <http://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/1998/ep980427.html>

376. Boot A. Banking scope, financial innovation, and the evolution of the financial system [Электронный ресурс]/ Arnoud W. A. Boot, Anjan V. Thakor// Discussion Paper No. 1237; Financial Economics (Centre for Economic Policy Research) - September 1995 - Режим доступа: [http://www.accf.nl/uploads/CEPR-DP1237\[1\].pdf](http://www.accf.nl/uploads/CEPR-DP1237[1].pdf)

377. Rajan R.G. Which capitalism? Lessons from the east Asian crisis [Електронний ресурс]/ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales // Journal of Applied Corporate Finance - 1998. – Vol. 11, issue 3. - pp. 40-48. – Режим доступу до журн.: <http://faculty.chicagobooth.edu/finance/papers/whichcap.pdf>
378. Drucker S. On the benefits of concurrent lending and underwriting [Електронний ресурс]/ Steven Drucker, Manju Puri // Journal of Finance. - 2005. - Vol. 60, №6 (December). - pp. 2763-2799. – Режим доступу до журн.: [https://faculty.fuqua.duke.edu/~mpuri/papers/concurrent\\_lending\\_JF.pdf](https://faculty.fuqua.duke.edu/~mpuri/papers/concurrent_lending_JF.pdf)
379. Kanatas G. Integration of lending and underwriting: implications of scope economies / George Kanatas, Jianping Qi [Електронний ресурс] // Journal of Finance. - 2003. - Vol. 58, Issue 3 (June). - pp. 1167-1191. Режим доступу до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1540-6261.00562/pdf>
- 380 . Puri M. Commercial banks in investment banking: conflict of interest or certification role?/ Manju Puri [Електронний ресурс]//Journal of Financial Economics. - 1996. -Vol. 40 (March). - pp.373-401. - Режим доступу до журн.: [https://faculty.fuqua.duke.edu/~mpuri/papers/CBconflicts\\_JFE96.pdf](https://faculty.fuqua.duke.edu/~mpuri/papers/CBconflicts_JFE96.pdf)
381. Onikiienko Sergii. Risk Alignment and Capital Standards in Bank/ S. Onikiienko // «Оралды гылым жаршысы» («Уральский научный вестник») – 2012. - №11(47). – (Серия: Экономика) – С. 18-23
382. Онікієнко С.В. Платоспроможність, економічний капітал і регулювання банківських інвестицій/ С.В.Онікієнко // Економіка та держава - 2013. - № 1 – С.10-12 .
383. Onikiienko Sergii. Capital Regulation in Financial Intermediation/ S. Onikiienko // Современный научный вестник. – 2012. - №22(134). – (Серия: Экономические науки) – С. 12-17
384. Онікієнко С.В. Регулювання інвестиційної діяльності банку //Активізація інвестиційного процесу в Україні: колективна монографія / [ Т.В. Майорова, М.І. Диба, С.В. Онишко та ін.] ; за наук.ред. М.І. Диби, Т.В. Майорової. – К.: КНЕУ, 2012. – 482, [8] с. – (До 15-річчя заснування кафедри банківських інвестицій). - С. 307-321.

385. Онікієнко С.В. Оцінка ризику підприємницької діяльності комерційного банку [Електронний ресурс]/ С.В.Онікієнко//Ефективна економіка – 2013. - №4 –Режим доступу до журн.: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1931>
386. Онікієнко С.В. Оцінка і розподіл економічного капіталу/С.В Онікієнко // Економіка: проблеми теорії і практики; Збірник наукових праць. - Випуск 262:В 12 т. – Т.Х. Дніпропетровськ: ДНУ, 2010. - С. 2654 – 2658.
387. Онікієнко С.В. Ризик-менеджмент і управління інвестиційним портфелем комерційного банку/С.В. Онікієнко // Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць Вип. 5/1 (132) Наук. ред. І.Г. Манцуров. – К., 2012. – 204с., С.97-100.
388. Онікієнко С.В. Особливості формування інвестиційного портфелю банку у процесі розміщення капіталу/ С.В.Онікієнко //Фінанси, облік і аудит: Зб. наук праць / Відп. ред. А.М. Мороз. 2012. Вип. 19– К.: КНЕУ, 2012. - 390с. - С.120-131
- 389 Онікієнко С.В. Моральний ризик: регулювання діяльності внутрішніх інвесторів банку/ С.В. Онікієнко // Ринок цінних паперів України, -2011.-№9-10. – С. 83-85.
390. Онікієнко С.В. Портфельний ефект в управлінні гетерогенним інвестиційним портфелем банку / С.В. Онікієнко// Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць. – 2012. - № 10 (137) – С.202-205.
391. Рустамов С. Херштаттский риск [Електронний ресурс] /Сергей Рустамов// Валютный спекулянт – 2003.-№ 5. – С. 24-27 –Режим доступу до журн.: <http://www.internettrading.ru/pdf/Articles/2003-5/24-27.pdf>
392. Tarullo D. K. Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation / Daniel K. Tarullo - Washington , DC: Peterson Institute for International Economics, 2008.- 310с. ISBN 978-0-88132-423-5
393. Gordon J. A. Does the Basel Capital Accord reduce bank fragility? An assessment of the value at risk approach [Електронний ресурс] / Alexander J.Gordon , Alexandre M. Baptista //Journal of Monetary Economics - 2006. - №53. - С.1631-1660. – Режим доступу до журн.: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393206000699>

394. Ashcraft A. Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit [Електронний ресурс]/ Adam B. Ashcraft, Til Schuermann // Foundations and Trends in Finance - 2008.- Vol.2- №3.- p.191-309.-Режим доступу до журн.: <http://www.ny.frb.org/research/economists/ashcraft/subprime.pdf>
395. Gordy M. A Risk-Factor Model for Rating-Based Bank Capital Rules [Електронний ресурс]/ Michael B. Gordy // Journal of Financial Intermediation – 2003.- Vol.12 - № 3. - p.199-202.- Режим доступу до журн.: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042957303000408>
396. Лаутс Е.Б. Рынок банковских услуг: правовое обеспечение стабильности/ Е.Б. Лаутс – М.: Волтерс Клувер, 2008. – 280с. ISBN 978-5-466-00338-3
397. Hendry D. Mathematical Models and Economic Forecasting: Some Uses and Mis-Uses of Mathematics in Economics [Електронний ресурс]/ David F. Hendry// University of Oxford Department of economics Discussion paper series – 2011. - №530 – Режим доступу до журн.: <http://www.economics.ox.ac.uk/Research/wp/pdf/paper530.pdf>
398. Rochet J.-C. Why Are There So Many Banking Crises? The Politics and Policy of Bank Regulation. / Jean-Charles Rochet. - Princeton, NJ: Princeton University Press, 2008 - 308 p. ISBN 987-0-691-13146-7
399. Розвиток банківської системи України / За ред.. д-ра екон. наук О.І. Барановського. – К.: Ін-т екон. та прогнозув., 2008. – 584 с. ISBN 978-966-02-4563-7
400. Lucas R. Econometric Policy Evaluation: A Critique [Електронний ресурс]/ Robert Lucas // Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy- 1976. – Vol. 1. – p. 19–46. - Режим доступу до журн.: [http://pareto.uab.es/mcreel/reading\\_course\\_2006\\_2007/lucas1976.pdf](http://pareto.uab.es/mcreel/reading_course_2006_2007/lucas1976.pdf)
401. Боришкевич. О. Інновації на фінансових ринках: великі загрози великих можливостей /Олена Боришкевич //Вісник НБУ. – 2010. - №6(172). – С. 38-41.
402. Дзюблюк О. Розвиток фінансового сектору в умовах деформації світового фінансового простору/ Олександр Дзюблюк// Вісник НБУ. – 2011. - № 10 (188) – С. 76-83.
403. Дзюблюк О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках/ Олександр Дзюблюк// Вісник НБУ. - 2009. - №5(159). - С. 20-30.

404. Mathis J. Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough to Discipline Rating Agencies [Електронний ресурс]/ J. Mathis, J. McAndrews, J.-C. Rochet. //Journal of Monetary Economics – 2009.- №56.- pp. 657-674. - Режим доступу до журн.: [http://www.webmeets.com/files/papers/LACEA-LAMES/2008/1035/rating\\_the\\_raters\\_031108.pdf](http://www.webmeets.com/files/papers/LACEA-LAMES/2008/1035/rating_the_raters_031108.pdf)
405. Caprio G. 1999/2008. Episodes of Systemic and Borderline Financial Crises [Електронний ресурс] – станом на 11 січня 2013р./ Gerard Caprio, Daniela Klingebiel // Policy Research Working Paper, World Bank.- Режим доступу <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20699588~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html> – назва з екрана.
406. Cornford A. The Basel 2 agenda for 2009: progress so far [ Електронний ресурс]/ Andrew Cornford //Reforming the international financial system for development,2009. – New York and Geneva: United Nations [UNCTAD/DITC/TNCD/2009/1] – 30р. – Режим доступу: [http://unctad.org/en/docs/ditctnkd20091\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/ditctnkd20091_en.pdf)
407. Rebonato R. The Plight of the Fortune Tellers: Why We Need to Manage Financial Risk Differently/ Riccardo Rebonato -. Princeton, NJ: Princeton University Press, 2007. – 304р. ISBN 0-691-13361-1
408. Лютий І.О. Банківські інститути в умовах глобалізації ринку фінансових послуг: [монографія]/ І.О. Лютий, О.М. Юрчук. – К.: Знання, 2011. – 357 с. ISBN 978-966-346-920-1
409. Школьник І. Глобальні фінансові активи: структурні зміни/ Інна Школьник// Вісник НБУ. – 2011. - № 7(185) – С. 3-6.
410. Rochet J.-C. Procyclicality of financial systems: is there a need to modify current accounting and regulatory rules? [Електронний ресурс]/ Jean-Charles Rochet // Financial stability Review - Banque de France, 2008(October) -№12 [ Valuation and financial stability]. - Режим доступу до журн.: [http://www.banque-france.fr/fileadmin/user\\_upload/banque\\_de\\_france/publications/Revue\\_de\\_la\\_stabilite\\_financiere/etud10\\_1008.pdf](http://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/etud10_1008.pdf)

411. Brunnermeier M. The Fundamental Principles of Financial Regulation [Електронний ресурс]/ М. Brunnermeier, А. Crockett, С. Goodhart, А. Persaud, Н. Shin.// Geneva Report on the World Economy - London: Centre for Economic Policy Research, 2009. - № 11. - Режим доступу до журн.: <http://www.princeton.edu/~markus/research/papers/Geneva11.pdf>
412. Гальчинський А. Основи кейнсіанської моделі регулювання економічного циклу. Питання теорії / Анатолій Гальчинський // Вісник НБУ. - 2009. - №1 (155). - С.3-8.
413. Taylor A. Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39. (Working paper, Financial Markets Group) [Електронний ресурс] / Ashley Taylor, Charles Goodhart. - London: London School of Economics, 2004.- 24 с. - Режим доступу: [http://ashleytaylor.org/procyvol\\_draft\\_sep2004.pdf](http://ashleytaylor.org/procyvol_draft_sep2004.pdf)
414. Kashyap A.K. Cyclical Implications of the Basel-II Capital Standards [Електронний ресурс]/ Anil K. Kashyap, Jeremy C. Stein // Economic Perspectives - 2004 – 1 Quarter. - p.18-31. - Режим доступу: <http://www.economics.harvard.edu/faculty/stein/files/basel-chicago-fed-04.pdf>
415. Saurina J. An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios [Електронний ресурс] /Jesus Saurina, Carlos Trucharte. // Banco De España, Documentos de Trabajo - № 0712 - 2007. - Режим доступу: <http://www.bde.es/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/07/Fic/dt0712e.pdf>
416. Caruana J. Basel II: A New Approach to Banking Supervision. Remarks at the Fourth International Seminar on Policy Challenges for the Financial Sector, Washington, DC, June 1, 2004 [Електронний ресурс] /Jaime Caruana // Worldbank - Режим доступу: <http://info.worldbank.org/etools/docs/library/153353/finsecissues2004/pdf/caruana2.pdf>
417. Луняков О. Ендогенна природа циклічності кредитного ризику / Олег Луняков// Вісник НБУ. – 2012. - №11(201). – С43-47
418. Basel II: The New Basel Capital Accord - third consultative paper, April 2003 [Електронний ресурс] / Банк міжнародних розрахунків -2003 - Режим доступу: <http://www.bis.org/bcbs/bcbscp3.pdf>

419. Barth J. R. Rethinking bank Regulation: till angel govern/ James R. Barth Gerard Caprio, Jr., Ross Levine. - Cambridge, NY: Cambridge University Press, New York, 2006. - 428 p. ISBN 0-521-85576-4
420. Аржевітін С. Побудова системи нагляду за фінансовою сферою / Станіслав Аржевітін // Вісник НБУ. - 2009. №1 (155). - С 46-49.
421. Квинтин М. Должны ли органы регулирования финансового сектора быть независимыми? [Электронный ресурс]/ Марк Квинтин, Майкл У. Тейлор; пер. з англ. Марина Мартон // Вопросы экономики (МВФ)– 2004. - №32 – 25с. - Режим доступа до журн.: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues32/rus/issue32r.pdf>
422. Averbug A. The Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences [Электронный ресурс] /André Averbug, Fabio Giambiagi// Textos para Discussão. -2000. - № 77. – pp.. 3- 42. - Режим доступа до журн.: [http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_en/Galerias/Download/studies/td77i.pdf](http://www.bndespar.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_en/Galerias/Download/studies/td77i.pdf)
423. The Brazilian Fiscal Responsibility Law, supplementary law 101, of May 4, 2000 [Электронный ресурс]// World Bank – Режим доступа : <http://www1.worldbank.org/publicsector/pe/BudgetLaws/BRLRFEnglish.pdf> - Назва з екрана
424. Бут А. Стадное поведение в банковской сфере вызывает тревогу [Электронный ресурс]: станом на 1 лютого 2013 р./Арнаут Бут/ НИУ Высшая школа экономики – Режим доступа: <http://www.hse.ru/news/recent/38678928.html> - Назва з екрана
425. Kapstein E. B.Resolving the Regulator's dilemma: international coordination of banking regulation [ Электронный ресурс]/ Ethan B. Kapstein //International organization/ - 1989. - № 43(2) - p. 323-347. – Режим доступа до журн.: <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=4309176&fulltextType=RA&fileId=S0020818300032938>
426. Terrel H. S. The U.S. and U.K. activities of japanese banks: 1980-1988 [ Электронный ресурс]/ Henry S. Terrell, Robert S. Dohner , Barbara R. Lowrey // International Finance Discussion Papers - September 1989. - № 361. – pp. 4-5. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1989/361/ifdp361.pdf>. - Назва з екрана.

427. Singer D. A. Regulating capital: setting standards for the international financial system / David Andrew Singer – Ithaca, New York: Cornell University Press, 2007. – 163 с. ISBN 978-0-8014-7681-6
428. Осадчий Є.С. Етапи та форми входження іноземного банківського капіталу в Україну/ Є.С. Осадчий // Фінанси, облік і аудит. Збірник наукових праць. – 2009. - №14. – С. 142-150.
429. Milner H. Interests, institutions, and information/ Helen Milner - Princeton, N.J: Princeton University Press, 1997 – 328p. ISBN 0-691-01176-1
430. Martin L. Democratic commitments: legislatures and international cooperation [Електронний ресурс]/ Lisa Martin - Princeton, N.J: Princeton University Press, 2000. - 225p. - Режим доступу: <http://www.stanford.edu/class/polisci243c/readings/v0002112.pdf>
431. Тарасова О. О предпосылках создания органа интегрированного финансового надзора в Беларуси [Електронний ресурс]/ Ольга Тарасова// Банкаўскі веснік – 2008. - №1 (402). – С.30-38. – Режим доступу до журн.: <http://www.nbrb.by/bv/narch/402/4.pdf>
432. Čihák M. Is One Watchdog Better Than Three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision [Електронний ресурс]/ Martin Čihák, Richard Podplera // IMF Working paper № 57.— 2006. — 32 p. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf>
433. Постанова Правління Національного Банку України "Про затвердження Положення про порядок ідентифікації та визнання банківських груп" від 09.04.2012 № 134// Офіційний вісник України від 21.05.2012. - № 36, С. 219, стаття 1344, код акту 61520/2012
434. Whalen C. Gunfight at the Basel II Coral [Електронний ресурс] /Christopher Whalen// International economy – 2004. – winter – P. 72-79. - Режим доступу до журн.: [http://www.international-economy.com/TIE\\_W04\\_Whalen.pdf](http://www.international-economy.com/TIE_W04_Whalen.pdf)
435. Moravcsik A. Is there a “democratic deficit” in world politics? A framework for analysis [Електронний ресурс]/ Moravcsik Andrew// Government and opposition. –



2004. - №9(2) – pp.336-363. – Режим доступу до журн.: <http://www.princeton.edu/~amoravcs/library/framework.pdf>

436. Simmons A. B. The International Politics of Harmonization: The Case of Capital Market Regulations [Електронний ресурс]/ Beth A. Simmons/ International Organisation.-2001. - №55(3). - pp.589-620. - режим доступу до журн.: [http://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3382976/international\\_politics.pdf?sequence=2](http://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3382976/international_politics.pdf?sequence=2)

437. Ho D. E. Compliance and International Soft Law: Why Do Countries Implement the Basel Accord? [Електронний ресурс]/ Daniel E. Ho//Journal of International Economic Law - 2002. - № 5(3). - pp.647-688. - режим доступу до журн.: <http://jiel.oxfordjournals.org/content/5/3/647.full.pdf>

438. International standards on combating money laundering and the financing of terrorism & proliferation. The FATF recommendations. [Електронний ресурс]/ The Financial Action Task Force (FATF) -2012 - Режим доступу: [http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF\\_Recommendations.pdf](http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/pdfs/FATF_Recommendations.pdf) -

Назва з екрана

439. Украину исключили из списка ФАТФ [Електронний ресурс]: станом на 14 лютого 2013р. / Пресс-служба Госфинмониторинг Украины// Державна служба фінансового моніторингу України – Режим доступу: [http://www.sdfm.gov.ua/news.php?news\\_id=1876&lang=ru&archived=1](http://www.sdfm.gov.ua/news.php?news_id=1876&lang=ru&archived=1). - Назва з екрана.

440. High-risk and non-cooperative jurisdictions [Електронний ресурс]/ The Financial Action Task Force (FATF) -2012 - Режим доступу: <http://www.fatf-gafi.org/topics/high-riskandnon-cooperativejurisdictions/>

441. Kapur D. Reforming the International Financial System: Key Issues/ Devesh Kapur // Global Financial Reform: How? Why? When? - Ottawa: North-South Institute - 2000.- 81 p. ISBN 1-896-77032-0

442. List of Standards, Codes and Principles Useful for Bank and Fund Operational Work and for which Reports on the Observance of Standards and Codes Are Produced [Електронний ресурс] станом на 11 листопада 2012р.// International Monetary Fund – Режим доступу: <https://www.imf.org/external/standards/scnew.htm>. - Назва з екрана.

443. Mosley L. Global Capital and National Governments [Електронний ресурс]/ Launa Mosley. - Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – 390p.ISBN 0-521-52162-9 //The State University of New Jersey Rutgers - Режим доступу: <http://www.rci.rutgers.edu/~triner/UFFseminar/Mosley.pdf>
444. Regional economic outlook: Europe- building confidence[ Електронний ресурс]/ IMF // World Economic and Financial Surveys – Washington, D.C.: IMF. - October, 2010 - Режим доступу до журн.: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2010/eur/eng/ereo1010.pdf>
445. Regional economic outlook: Europe - navigating stormy waters [Електронний ресурс]/ IMF// World Economic and Financial Surveys – Washington, D.C.: IMF. - October, 2011. – Режим доступу до журн.: [http://www.astrid.eu/Dossier--d1/Unione-eur/Fondo-mone/FMI\\_Regional-Ec-Outlook-Europe\\_09\\_2011.pdf](http://www.astrid.eu/Dossier--d1/Unione-eur/Fondo-mone/FMI_Regional-Ec-Outlook-Europe_09_2011.pdf)
446. Fearon J. Bargaining, Enforcement, and International Cooperation [Електронний ресурс]/ James D. Fearon // International Organization. - 1998 - № 52(2) - p. 269-306. – Режим доступу до журн.: [http://www.columbia.edu/itc/sipa/S6800/courseworks/bargaining\\_enforcement.pdf](http://www.columbia.edu/itc/sipa/S6800/courseworks/bargaining_enforcement.pdf)
447. Cornford. A. Revising Basel 2: The Impact of the Financial Crisis and Implications for Developing Countries [Електронний ресурс]/ Andrew Cornford // United Nations G-24 Discussion Paper Series – 2010. - №. 59. - Режим доступу: [http://unctad.org/en/Docs/gdsmdpg2420102\\_en.pdf](http://unctad.org/en/Docs/gdsmdpg2420102_en.pdf)
448. Барановський О. Регулювання і нагляд у банківській сфері: quo vadis?/ Олександр Барановський // Вісник НБУ. – 2010 - №7 (173). – С. 3-10.
449. Quaglia L.The Financial Turmoil and EU Policy Co-operation in 2008 [Електронний ресурс] / Lucia Quaglia, Robert Eastwood, Peter Holmes // Journal of Common Market Studies - 2009. - №47(Annual review).- pp.63-87. – Режим доступу до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5965.2009.02014.x/references>
450. Crouch C. Privatized Keynesianism: An Unacknowledged Policy Regime [Електронний ресурс]/ Colin Crouch // The British Journal of Politics & International Relations - 2009.- № 11(3). - pp.382-399. – Режим доступу до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/bjpi.2009.11.issue-3/issuetoc>

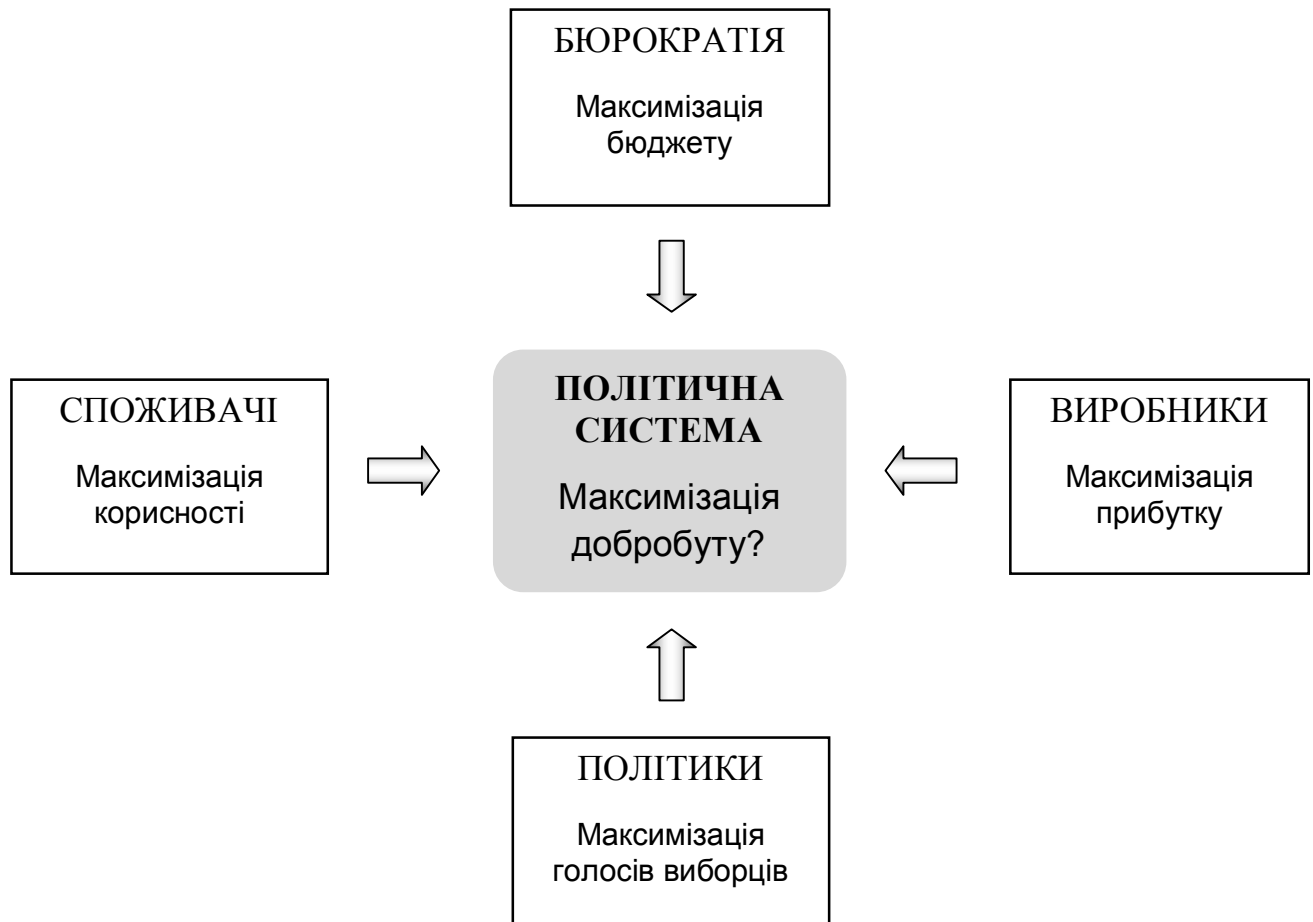
451. Moloney N. The European Securities and Markets Authority and Institutional Design for the EU Financial Market – A Tale of Two Competences: Part (1) Rule-Making [Електронний ресурс]/ Niamh Moloney //European Business Organization Law Review - 2011. - № 12. - pp. 41-86. - Режим доступу до журн.: <http://journals.cambridge.org/action/displayAbstract?fromPage=online&aid=8243685&fulltextType=RA&fileId=S1566752911100026>
452. Quaglia L. The politics of financial services regulation and supervision reform in the European Union [Електронний ресурс]/ Quaglia Lucia // European Journal of Political Research.- 2007.-№46(2). - pp. 269-290 – Режим доступу до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/ejpr.2007.46.issue-2/issuetoc>
453. Mügge D. Widen the Market, Narrow the Competition. The emergence of supranational governance in EU capital markets [Електронний ресурс]/ Daniel Mügge// Цифровий академічний репозитарій Університету Амстердаму – 2008.- 282с. - Режим доступу: <http://dare.uva.nl/document/113019> - Назва з екрана
454. Story J. The Political Economy of Financial Integration in Europe: The Battle of the Systems/ Jonathan Story, Ingo Walter. - Cambridge, MA: MIT Press,1997 - 351 p. ISBN 0262692031
455. Francesco F. Committee governance and socialization in the European Union [Електронний ресурс]/ Fabrizio De Francesco, Lucia Quaglia, Claudio M. Raedelli// Journal of European Public Policy – 2008. - №15(1) - pp.155-166. - Режим доступу до журн.: <https://eric.exeter.ac.uk/repository/bitstream/handle/10036/24312/Committee%20governance%20and%20socialization%2008July%202007final.pdf?sequence=1>
456. Thatcher M. Reshaping European Regulatory Space: An evolutionary analysis [Електронний ресурс]/ Mark Thatcher, David Coen //West European Politics. – 2008 - №31(4)- pp. 806-836. - Режим доступу: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/01402380801906114>
457. Bach D. Transgovernmental Networks and Domestic Policy Convergence: Evidence from Insider Trading Regulation [Електронний ресурс]/ David Bach, Abraham L.

- Newman // International Organization. - 2010, - №64(03).- pp.505-528. - Режим доступу: <http://www18.georgetown.edu/data/people/aln24/publication-43486.pdf>
458. Quaglia L. Financial Sector Committee Governance in the European Union [Електронний ресурс]/ Lucia Quaglia //Journal of European Integration – 2008. - № 30(4).- pp.563-578./ Режим доступу до журн.: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/07036330802294946>
459. Grahl J. Problems of financial integration in the EU [Електронний ресурс]/ John Grahl, Paul Teague // Journal of European Public Policy.- 2005.- № 12 (6).- С. 1005-1021. - Режим доступу до журн.: <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13501760500270679>
460. Donnelly S. The Regimes of European Integration. Constructing Governance of the Single Market - Oxford: Oxford University Press, 2010 – 288 p. - ISBN: 0-199-57940-7
461. Lindo D. The importance of being separated. Making the public interest sovereign over banks [Електронний ресурс]: станом на 21 травня 2013р./ Duncan Lindo// A Finance Watch Policy Note - 2013. - Spring. - Режим доступу: <http://www.finance-watch.org/press/press-releases/581> - Назва з екрана
462. Gamble A. The Spectre at the Feast. Capitalist Crisis and the Politics of Recession / Andrew Gamble - Houdmills: Palgrave MacMillian, 2009 – 208 p. ISBN 0-230-23075-X
463. Sil R. Beyond Paradigms. Analytic Eclecticism in the Study of World Politics/ Rudra Sil, Peter Joachim Katzenstein. - London: Palgrave MacMillan, 2010 – 240 p. - ISBN: 0-230-20796-0
464. Stockhammer E. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime [Електронний ресурс]/ Engelbert Stockhammer // PERI Working Paper Series (University of Massachusetts Amherst) - 2007. - № 142, – pp. 1-26. - Режим доступу до журн.: [http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1114&context=peri\\_workingpapers](http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1114&context=peri_workingpapers)
465. The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis [Електронний ресурс]/ Financial Services Authority //Сайт Управління з фінансового регулювання і нагляду Великобританії (FSA) - 2009. - Режим доступу: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)

466. Glyn A. *Capitalism Unleashed. Finance, Globalization and Welfare*/ Glyn Andrew - Oxford: Oxford University Press, 2007 – 256 p. - ISBN: 0-199-22679-2
467. Bieling H. EMU, financial integration and global economic governance [Электронный ресурс]/ Hans-Jürgen Bieling// *Review of International Political Economy*. -2006. -№ 31(3).- pp. 420-448. - Режим доступа до журн.: <http://www.jstor.org/stable/25124081>
468. Posner E. *The Origins of Europe's New Stock Markets*// Elliot Posner. - Cambridge MA: Harvard University Press, 2009 – 264 p. ISBN: 0-674-03171-7
469. Drezner, D. *All Politics is Global: Explaining international regulatory regimes* /Daniel W. Drezner. - Princeton: Princeton University Press, 2007 – 264 p. ISBN 0-691-09642-2.
470. Mügge D. The European presence in global financial governance: a principal-agent perspective [Электронный ресурс]/ Daniel Mügge// *Journal of European Public Policy*.- 2011.- №18(3). – pp. 383-402. [Электронный ресурс]// Режим доступа до журн.: <http://www.tandfonline.com/toc/rjpp20/18/3>
471. *The New World Order in International Finance*/ [Geoffrey R.D. Underhill, Joseph McCahery, Virginia Haufler and others]; edited by Geoffrey R. D. Underhill. - Basingstoke: Palgrave MacMillian,1997. - 344 p. ISBN 0-312-16335-5
472. Ferrarini G. A. *The MiFID and Internalisation*/ Ferrarini Guido A., Recine Fabio. // *Investor protection in Europe: Corporate law making, the MiFID and beyond*; G. Ferrarini, E. Wymeersch, eds. - Oxford: Oxford University Press, 2006. ISBN 0-199-20291-5
473. Mosley L. *The Global Financial Crisis: Lessons and Opportunities for International Political Economy* [Электронный ресурс]/ Layna Mosley, David Andrew Singer // *International Interactions*.- 2009.-№ 35(4). - pp. 420-429. - Режим доступа: [http://web.mit.edu/dasinger/www/Publications%20Website/Publication%20PDFs/singer\\_global\\_financial\\_crisis\\_lessons\\_opportunities\\_intl\\_polt\\_econ.pdf](http://web.mit.edu/dasinger/www/Publications%20Website/Publication%20PDFs/singer_global_financial_crisis_lessons_opportunities_intl_polt_econ.pdf)
474. Buckley J. *Internal Market: Regulating the So-Called "Vultures of Capitalism"*[Электронный ресурс]/ Buckley James, Howarth David// *Journal of Common Market Studies*. – 2011.-№ 49(s11) - pp. 123-143. – Режим доступа до журн.: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5965.2011.02187.x/full>

475. Quaglia L. The 'Old' and 'New' Political Economy of Hedge Fund Regulation in the European Union [Електронний ресурс]/ Lucia Quaglia // West European Politics - 2011. - №34(4). - pp. 665-682. - Режим доступу: [http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Quaglia\\_2010\\_OSEResearchPaper2\\_0410.pdf](http://www.ose.be/files/publication/OSEPaperSeries/Quaglia_2010_OSEResearchPaper2_0410.pdf)
476. Woll C. Firm Interests: How Governments Shape Business Lobbying on Global Trade/Cornelia Woll - Ithaca, NY: Cornell University Press, 2008 – 208 p. - ISBN 978-0-8014-4609-2
477. Constructing the International Economy/ [R. Abdelal, M. Blyth, C. Parsons (eds)]. - Ithaca: Cornell University Press, 2010 – 280 p.
478. Leblond P. The Fog of Integration: Reassessing the Role of Economic Interests in European Integration [Електронний ресурс]/Patrick Leblond// British Journal of Politics and International Relations. – 2008. -№ 10(1).- pp. 9-29. - Режим доступу: <http://aei.pitt.edu/7947/1/leblond-p-09d.pdf>
479. Беленький П. Розвиток системи фінансових посередників України в умовах посилення глобалізаційних процесів / Петро Беленький, Олексій Другов// Вісник НБУ. - 2007. - № 12 (142). - С. 30-33.
480. Eberle D. Private interests and the EU-US dispute on audit regulation: the role of the European accounting profession / [Електронний ресурс]/ Dagmar Eberle, Dorothee Lauter // Review of International Political Economy -2011. - №18(4). - pp. 436-459. - Режим доступу до журн.: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09692290.2010.499798>
481. Véron N. The EU and financial regulation: power without purpose? [Електронний ресурс]/ Nicolas Véron, Elliot Posner // Journal of European Public Policy.- 2010. - №17(3).- pp. 400-415. / Сайт Case Western Reserve University - Режим доступу до журн.: <http://politicalscience.case.edu/JEPP.pdf>
482. Büthe T. The new global rules. The privatization of regulation in the world economy/ Tim Büthe, Walter Mattli - Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2011. - 320p. ISBN 978-0-691-14479-5
483. Leblond P. EU, US and international accounting standards: A delicate balancing act in governing global finance [Електронний ресурс]/ Patrick Leblond // Journal of

- European Public Policy.- 2011. - № 3. – С. 443-461. - Режим доступу до журн.: <http://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13501763.2011.551083>
484. Sabel C. Experimentalism in Transnational Governance. Emergent Pathways and Diffusion Mechanisms [Електронний ресурс]/ Charles F. Sabel, Jonathan Zeitlin // Regulation & Governance - 2012. - № 6. - pp.410-426. - Режим доступу до журн.: <http://www2.law.columbia.edu/sabel/papers/experimentalism%20in%20the%20EU.pdf>
485. Posner E. The Lamfalussy Process: Poliarchic origins of networked financial rulemaking in the EU [Електронний ресурс]/ [Charles F. Sabel, Jonathan Zeitlin, Abraham Newman, Posner E. and others]; edited by Charles F. Sabel and Jonathan Zeitlin// Experimentalist Governance in the European Union. Towards a New Architecture - Oxford: Oxford University Press, 2010 - 272 p.- ISBN 978-0-19-957249-6 - pp.43-60. - Режим доступу: <http://politicalscience.case.edu/Lamfalussy.pdf>
486. Onikiienko. S. International cooperation in the treatment of troubled banks/ Sergii Onikiienko // Nauka i studia – 2012. - № 18(63) – pp. 55-59
487. Онікієнко С.В. Реформування концепції фінансового регулювання ЄС/ С.В. Онікієнко// Інвестиції: практика та досвід. – 2012.- № 20. - С. 31-35.
488. Онікієнко С.В. Міжнародне регулювання банківської діяльності: політико-економічний аспект / С.В.Онікієнко // Інвестиції: практика та досвід. – 2012.- № 24. - С. 4-11.
489. Онікієнко С.В. Реформування базельської концепції регулювання / С.В. Онікієнко // Інвестиції: практика та досвід. – 2012.- № 11. С. 21-23.
490. Онікієнко С.В. Базельські угоди: протиріччя регулювання/ С.В.Онікієнко // Економіка та держава - - 2013. - № 9 – С.29-31
491. Онікієнко С.В. Криза концепції пруденційного регулювання /С.В. Онікієнко // Формування ринкових відносин в Україні: Збірник наукових праць Вип. 7 (134) Наук. ред. І.Г. Манцуров. – К., 2012. – 158с., С. 23-28

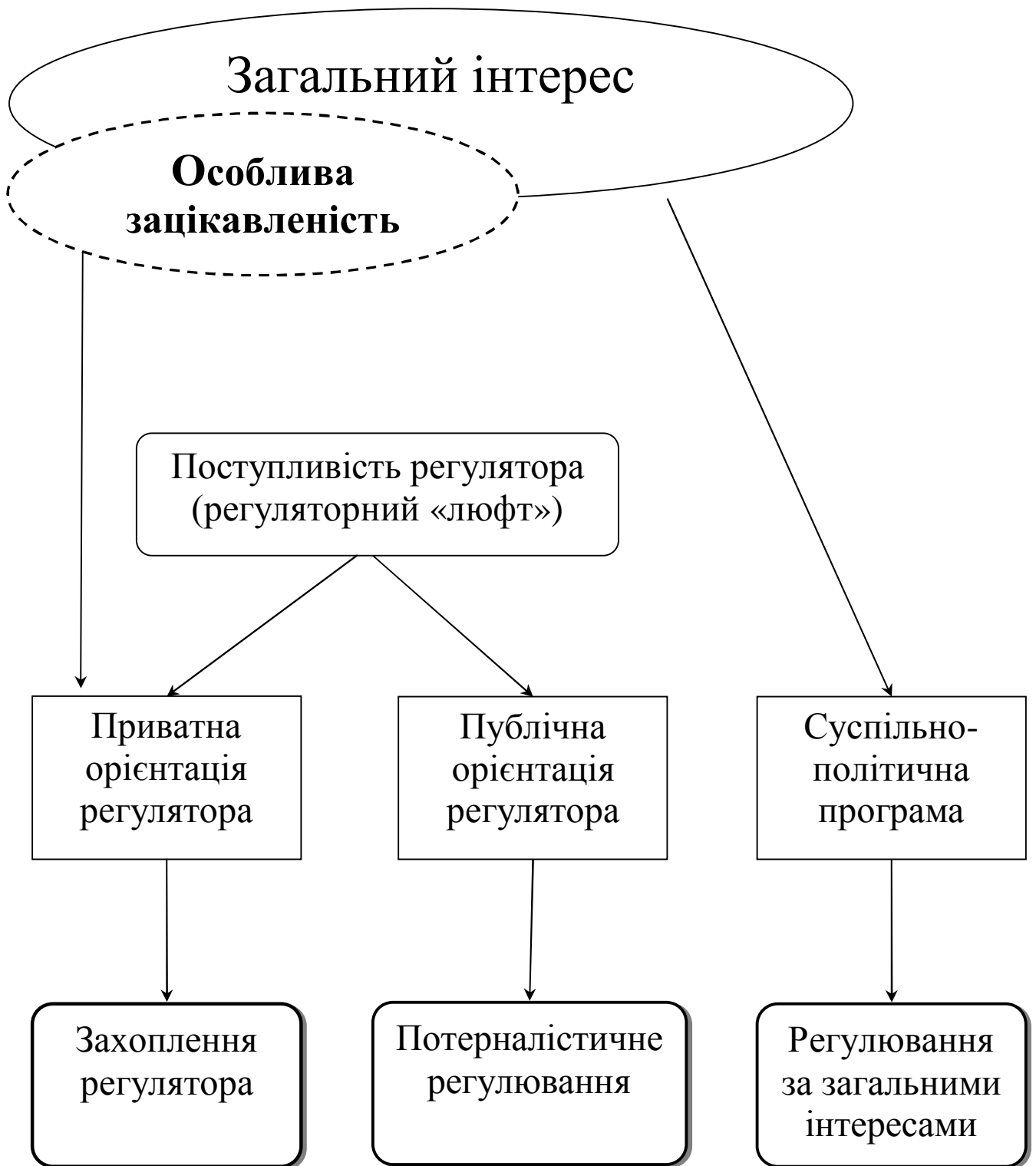
**ДОДАТКИ****Додаток А****Рис. А.1. Взаємодія економічних агентів у політичній системі**

*Джерело:* розроблено автором



		<u>ВИТРАТИ</u>	
		<b>Концентровані</b>	<b>Розподілені</b>
<u>ВИГОДИ</u>	<b>Концентровані</b>	<i>Політика зацікавлених груп</i>	<i>Клієнтська політика</i>
	<b>Розподілені</b>	<i>Підприємницька політика</i>	<i>Мажоритарна політика</i>

**Рис. А.2. Типи урядової політики**  
*Джерело: розроблено автором за [93].*



**Рис. А.3. Політичне домінування: загальні і інтереси і особлива зацікавленість**  
*Джерело: розроблено автором за [89].*

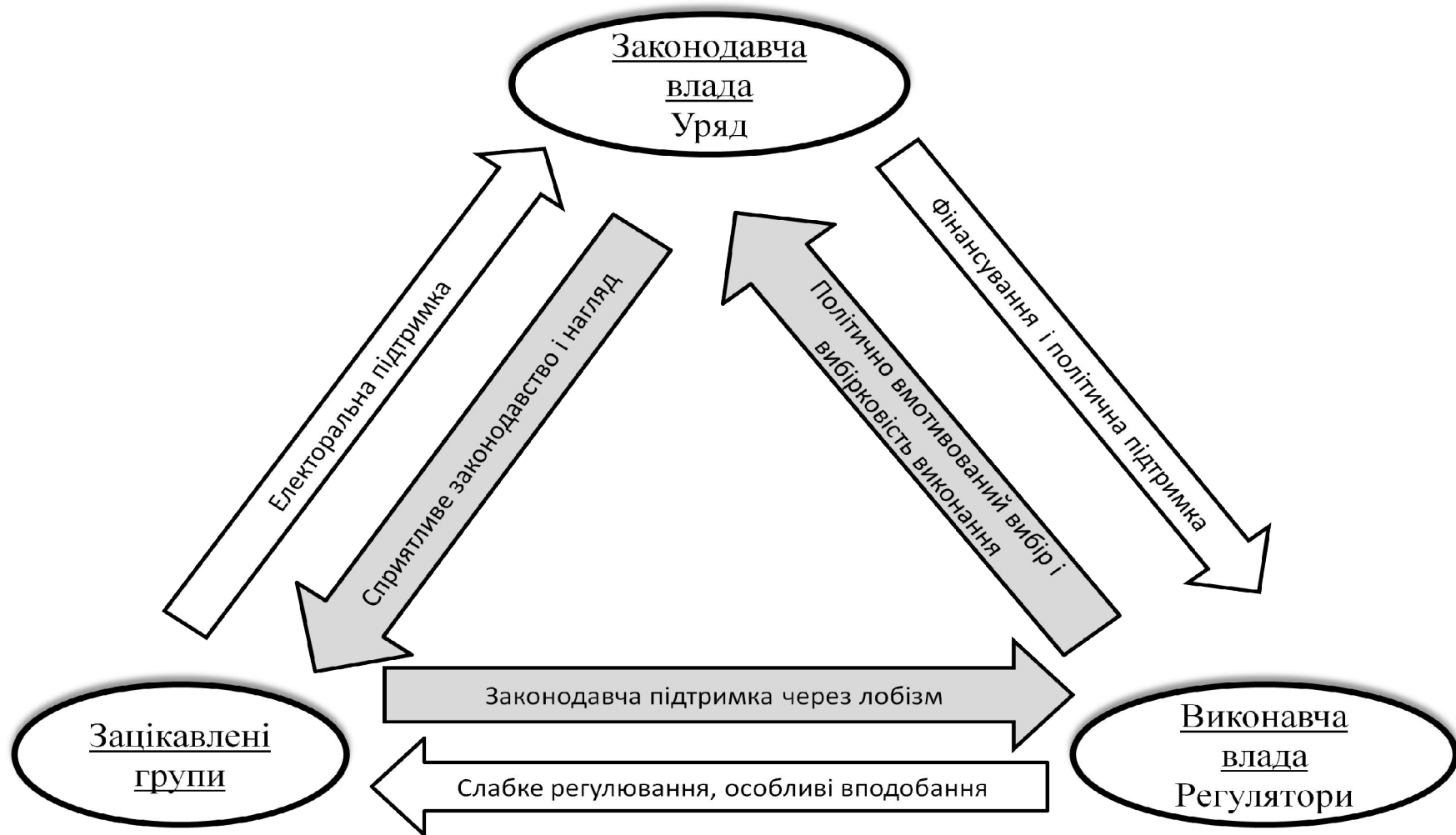


Рис. А. 4. “Залізний трикутник” прийняття політичних рішень з економічного регулювання

Джерело: побудовано автором на основі [105].

## Ключові проблеми існуючих концепцій економічного регулювання

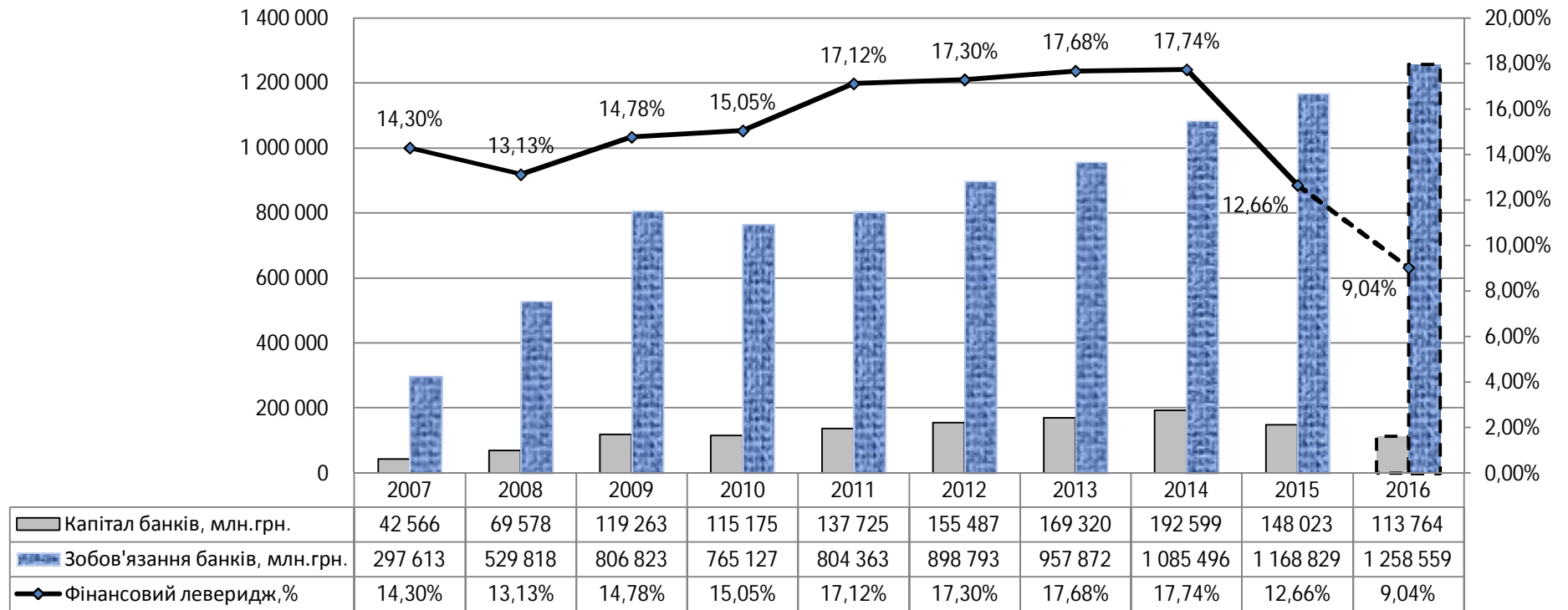
Тип теорії	Концептуальні положення	Ключові проблеми
1	2	3
<b>Суспільне регулювання</b>	Регулятор діє більшою мірою в інтересах суспільства ніж окремих груп.	Важко дійти згоди стосовно самої концепції суспільного інтересу.
	Регулятор діє фахово і неупереджено.	Скептицизм стосовно неупередженості і виключно суспільної відданості регуляторів. Недооцінка впливу економічної влади і ролі кептивності в регулюванні. Острах, що наслідки регулювання часто не забезпечують досягнення бажаного суспільного результату. Недооцінка конкуренції за вплив між групами.
<b>Регулювання за приватними інтересами</b>	Регулювання – як продукт взаємовідносин між групами і державою.	Припущення, що об'єкти регулювання діють раціонально за для максимізації власного добробуту.
	Приватні економічні інтереси як рушійна сила регулювання.	Складнощі з визначенням вподобань сторін-учасників.
	Спонукальні мотиви підприємств до захоплення регулятора з метою убезпечення своїх доходів і регуляторних рент.	Можливість альтруїзму і суспільної відданості. Інформаційні обмеження можуть обмежити самозацікавленість у діях. Роль груп і інститутуцій може бути слабо вираженою.

Таблиця А.1 (продовження)

1	2	3
<b>Інституціональне регулювання</b>	Вплив організаційних правил і соціальних установок на регулювання.	Як узгоджувати інституціональні пояснення з вже існуючими, при врахуванні регуляторних змін.
	Учасники розглядаються не виключно як незалежні в способі дії особи, а як такі, чия діяльність залежить від знання організаційних норм, правил і суспільних умов	
	Взаємовідносини типу «принципал-агент» і демократичний контроль їх реалізації.	Регулюючі органи знаходяться поза відносинами типу «принципал-агент».
	Інституціональна структура регулювання формується у відповідності до політичних установок.	До якої міри запровадження формальних інституційних регуляторних положень має враховувати існуючі неформальні норми і домовленості?
	Інституціональні процеси призводять до саморуйнування	Надмірна зарегульованість критеріїв невдачі.
	Регулюючі органи розповсюджують свій вплив як на взаємовідносини між приватними і державними організаціями так і всередині них.	Визначення меж мережевого впливу і регуляторного простору для регуляторів.

*Джерело:* розроблено автором.

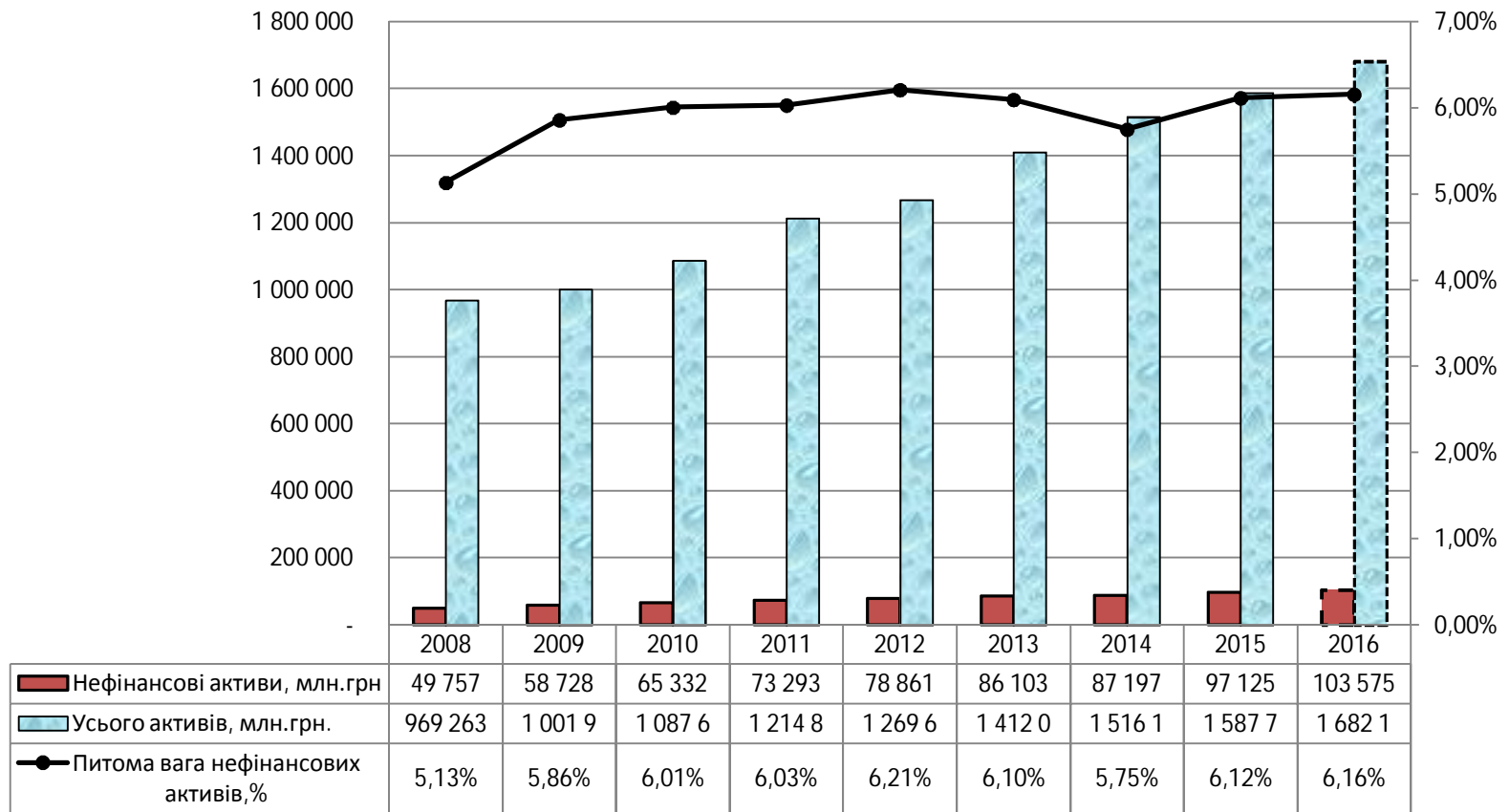
## Додаток Б



**Рис. Б.1. Фінансовий леверидж банків України у 2007 -2016 р.р. (на початок періоду)\***

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2007-2014 рр.)

\* дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз



**Рис. Б.2. Питома вага нефінансових активів в активах банків України у 2007 -2016 р.р. \***

*Джерело:* розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2007-2014 рр.)

\* дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

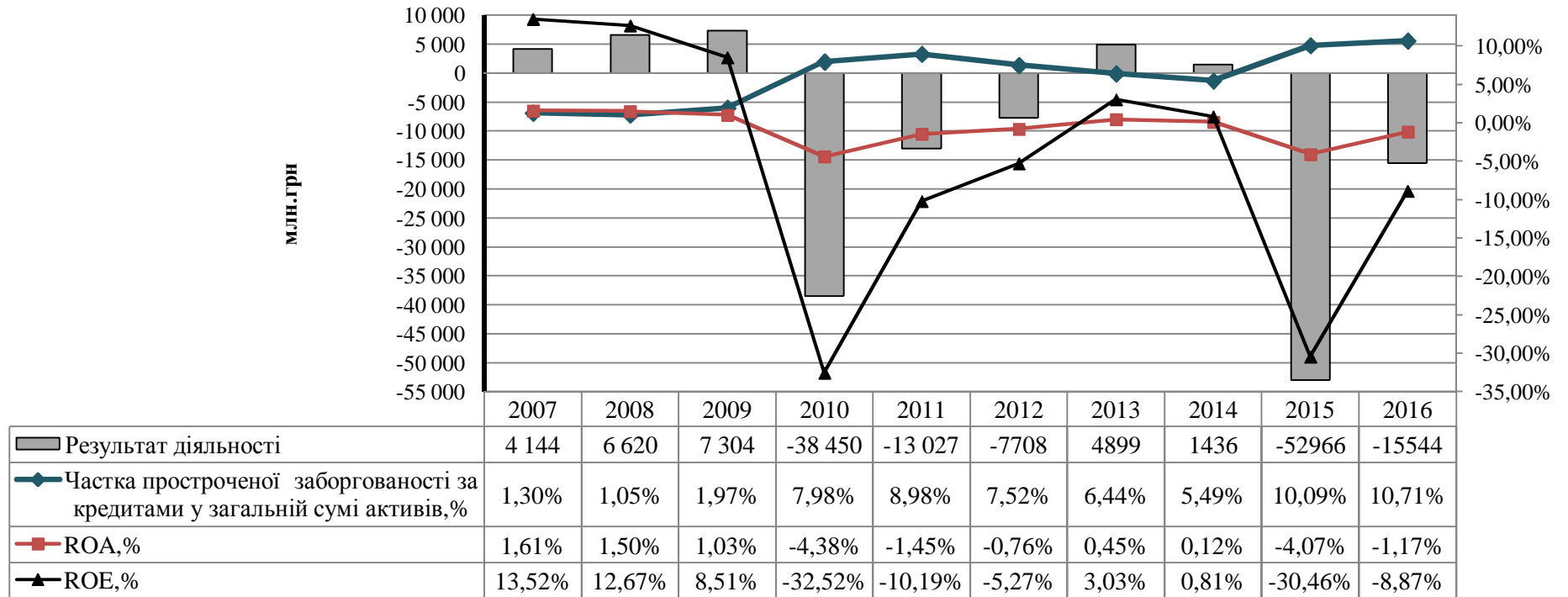
## Структура фінансових активів банків України у 2008-2016 р.р.\* (на кінець періоду)

Рік Активи	2008		2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	млн.грн	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%	млн.грн.	%
Готівкові кошти	20185	<b>2,20</b>	21287	<b>2,26</b>	26191	<b>2,56</b>	26273	<b>2,30</b>	29741	<b>2,50</b>	35847	<b>2,70</b>	27911	<b>1,95</b>	28 322	<b>1,90</b>	36308	<b>2,30</b>
Депозити	75200	<b>8,18</b>	87840	<b>9,31</b>	107027	<b>10,47</b>	126763	<b>11,10</b>	143169	<b>12,02</b>	141142	<b>10,64</b>	130525	<b>9,13</b>	104 048	<b>6,98</b>	145231	<b>9,20</b>
Цінні папери , крім акцій	34309	<b>3,73</b>	35426	<b>3,76</b>	79871	<b>7,81</b>	84021	<b>7,36</b>	91710	<b>7,70</b>	133544	<b>10,07</b>	164179	<b>11,49</b>	191848	<b>12,87</b>	194167	<b>12,30</b>
Кредити	776815	<b>84,48</b>	760845	<b>80,66</b>	774242	<b>75,73</b>	847075	<b>74,21</b>	842838	<b>70,78</b>	931941	<b>70,28</b>	1058190	<b>74,05</b>	1 106 217	<b>74,21</b>	1138 956	<b>72,15</b>
Акції та інші форми участі в капіталі	6575	<b>0,72</b>	4640	<b>0,49</b>	5440	<b>0,53</b>	5984	<b>0,52</b>	6948	<b>0,58</b>	7411	<b>0,56</b>	7240	<b>0,51</b>	7 006	<b>0,47</b>	7893	<b>0,50</b>
Похідні фінансові інструменти	453	<b>0,049</b>	35	<b>0,004</b>	451	<b>0,044</b>	1759	<b>0,154</b>	2122	<b>0,178</b>	2502	<b>0,189</b>	4186	<b>0,293</b>	3 592	<b>0,241</b>	4215	<b>0,267</b>
Інша дебіторська заборгованість	5969	<b>0,65</b>	33121	<b>3,51</b>	29125	<b>2,85</b>	49634	<b>4,35</b>	74274	<b>6,24</b>	73572	<b>5,55</b>	36689	<b>2,57</b>	49639	<b>3,33</b>	51778	<b>3,28</b>
Фінансові активи всього	919506	<b>100</b>	943264	<b>100</b>	1022349	<b>100</b>	1141510	<b>100</b>	1190802	<b>100</b>	1325958	<b>100</b>	1428969	<b>100</b>	1490657	<b>100</b>	1578594	<b>100%</b>

Джерело: розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2007-2014 рр.)

\* дані на період з 01.01.15 по 31.12.16 – прогноз





**Рис. Б.3. Вплив простроченої заборгованості за кредитами на результати діяльності банків України**

Джерело: розроблено автором на основі даних Вісника НБУ (2007-2014 рр.)

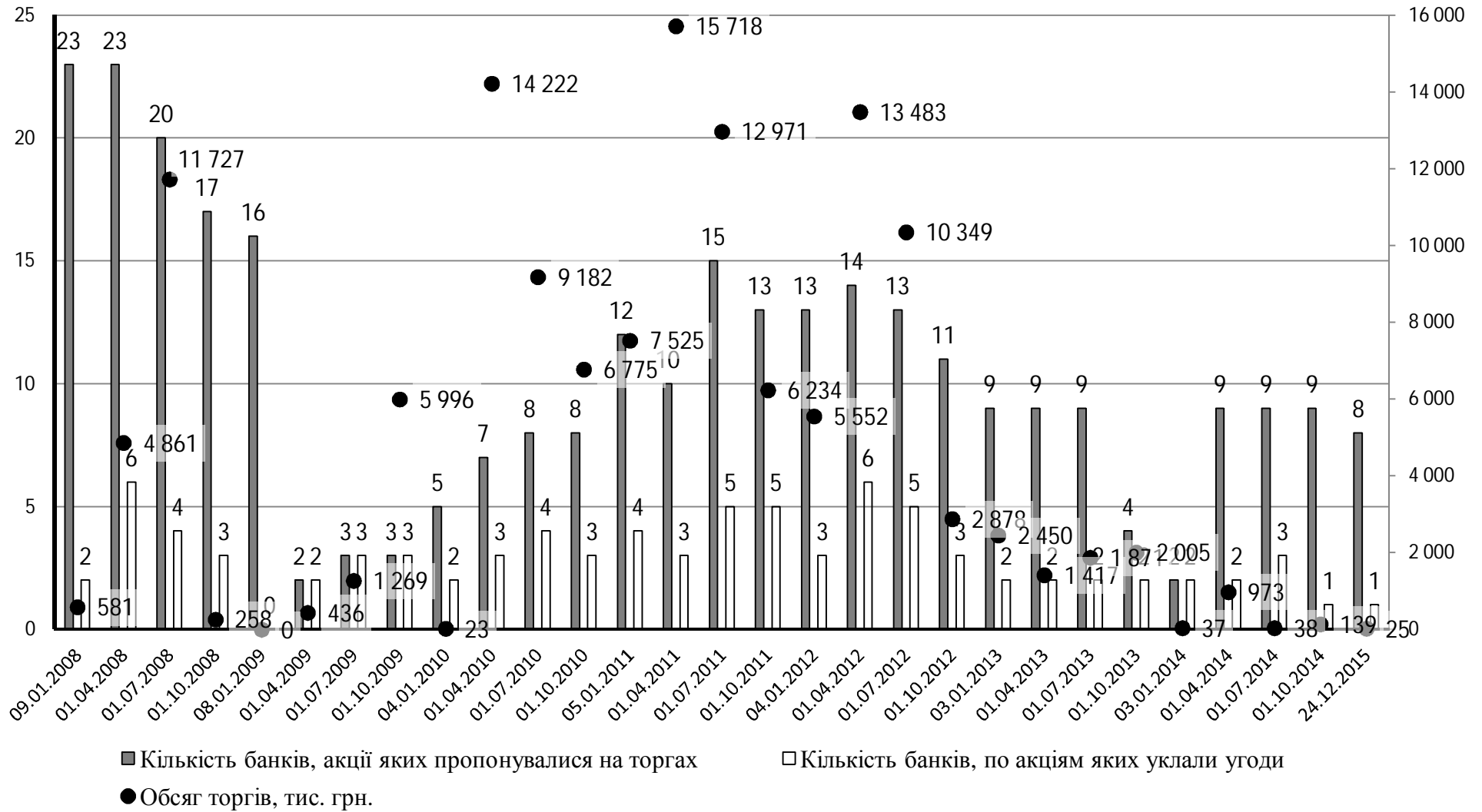
\* дані на період з 01.01.15 по 01.01.16 – прогноз

## Розподіл активів комерційного банку на групи ризику

№	Групи активів	Коеф-т ризику
1	2	3
1 група		
1.1	Банкноти, монети, дорожні чеки та банківські метали	0
1.2	Кошти до запитання в НБУ	0
1.3	Термінові депозити в НБУ	0
1.4	Боргові цінні папери, які рефінансуються в НБУ	0
1.5	Боргові цінні папери центральних органів державного управління	0
2 група		
2.1	Короткострокові кредити, надані центральним органам державного управління	10
2.2	Довгострокові кредити, надані центральним органам державного управління	10
2.3	Прибутки, нараховані за кредитами, наданими центральним органам державного управління	10
2.4	Прострочені нараховані доходи за кредитами, наданими центральним органам державного управління	10
3 група		
3.1	Короткострокові кредити, надані місцевим органам державного управління	20
3.2	Довгострокові кредити, надані місцевим органам державного управління	20
3.3	Нараховані доходи за кредитами, наданими місцевим органам державного управління	20
3.4	Прострочені нараховані доходи за кредитами, наданими місцевим органам державного управління	20
3.5	Боргові цінні папери місцевих органів державного управління	20
4 група		
4.1	Кошти до запитання в інших банках	50
4.2	Термінові депозити, розміщені в інших банках (за винятком простроченої заборгованості)	50
4.3	Нараховані доходи за борговими цінними паперами у портфелі банку для продажу і на інвестиції	50
4.4	Прострочені нараховані доходи за борговими цінними паперами у портфелі банку для продажу і на інвестиції	50
5 група		
5.1	Кредити, надані іншим банкам	100
5.2	Сумнівна заборгованість інших банків	100
5.3	Дебіторська заборгованість за операціями з іншими банками	100
5.4	Кредити, надані суб'єктами господарської діяльності	100
5.5	Сумнівна заборгованість за кредитами, наданими суб'єктами господарської діяльності	100

Таблиця Б.1 (продовження)

1	2	3
5.6	Пролонгована та прострочена заборгованість за кредитами, наданими центральними органами державного управління	100
5.7	Пролонгована та прострочена заборгованість за кредитами, наданими місцевими органами державного управління	100
5.8	Сумнівна заборгованість за кредитами, наданими органам вищого державного управління	100
5.9	Кредити, надані фізичним особам та на поточні потреби і на інвестиційну діяльність	100
5.10	Сумнівна заборгованість за кредитами, наданими фізичним особам	100
5.11	Кредити, надані за рахунок бюджетних коштів та позабюджетних фондів	100
5.12	Дебіторська заборгованість за операціями з клієнтами	100
5.13	Сумнівна дебіторська заборгованість за операціями з клієнтами	100
5.14	Операції з цінними паперами	100
5.15	Основні кошти, капітальні вкладення і товарно-матеріальні цінності	100
5.16	Дебіторська заборгованість за господарською діяльністю банку	100
5.17	Дебіторська заборгованість за податками і обов'язковими платежами	100
5.18	Дебіторська заборгованість за операціями банку з фінансовими інструментами	100
5.19	Дебіторська заборгованість за розрахунками з працівниками банку	100
5.20	Нараховані та прострочені інші нараховані доходи	100
5.21	Сумнівна дебіторська заборгованість	100
5.22	Дебіторські суми до з'ясування	100
Групи активів (позабалансові рахунки)		
1	Зобов'язання з кредитування, видані банкам і клієнтам	50
2	Валюта і банківські метали, куплені але не отримані	50
3	Активи до отримання	50
4	Гарантії, поручительства, акредитиви й акцепти, надані банком	100
5	Гарантії, надані клієнтам	100
6	Сумнівні гарантії і поручительства	100
7	Сумнівні вимоги за операціями з валютою і банківськими металами	100
8	Вимоги за андеррайтингом цінних паперів	100
9	Сумнівні вимоги за операціями з фінансовими інструментами, крім інструментів валютного обміну	100



**Рис. Б.4. Динаміка біржової торгівлі акціями банків в Україні**

Джерело: Розроблено автором на основі даних [212]

## Торгівля акціями банків в Україні

Дата	Кількість банків, акції яких пропонувалися на торгах	Кількість банків, по акціям яких уклали угоди	Кількість банків за Державним реєстром банків	Обсяг торгів, тис. грн.	Банки, по акціям яких уклали угоди
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
09.01.2008	23	2	198	581,3	Родовід Банк, Мегабанк
01.04.2008	23	6	196	4 861,2	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Родовид Банк, Мегабанк, Укргазбанк, Інтербанк
01.07.2008	20	4	196	11 727,5	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Родовід Банк, Укргазбанк
01.10.2008	17	3	197	258,5	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
08.01.2009	16	0	198	0	
01.04.2009	2	2	199	436,0	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.07.2009	3	3	198	1 268,6	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
01.10.2009	3	3	198	5 995,6	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
04.01.2010	5	2	197	23,2	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.04.2010	7	3	196	14 222,4	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
01.07.2010	8	4	196	9 182,0	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум, Укргазбанк
01.10.2010	8	3	195	6 774,7	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
05.01.2011	12	4	194	7 524,8	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Єврогазбанк, Банк Надра
01.04.2011	10	3	196	15 718,1	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
01.07.2011	15	5	198	12 970,9	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум, Кредобанк, Банк Надра
01.10.2011	13	5	198	6 234,4	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум, Кредобанк, Банк Надра

Таблиця Б.3(продовження)

<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>
04.01.2012	13	3	198	5 551,8	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Надра
01.04.2012	14	6	177	13 483,0	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Кредобанк, Банк Форум, Мегабанк, Інвестбанк
01.07.2012	13	5	176	10 349,0	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Кредобанк, Банк Форум, Мегабанк
01.10.2012	11	3	175	2 878,2	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Банк Форум
03.01.2013	9	2	176	2 450,1	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.04.2013	9	2	177	1 416,7	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.07.2013	9	2	178	1 871,1	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.10.2013	4	2	183	2 004,8	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
03.01.2014	2	2	180	36,8	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.04.2014	9	2	181	973,3	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль
01.07.2014	9	3	174	37,9	Укрсоцбанк, Райффайзен Банк Аваль, Кредобанк
01.10.2014	9	1	168	138,6	Райффайзен Банк Аваль
24.12.2015	8	1	163	24,6	Райффайзен Банк Аваль

Джерело: Розроблено автором на основі даних [212]

Таблиця Б.4

## Динаміка біржових торгів акціями банків в Україні

Дата	Кількість банків, по акціям яких уклали угоди	Обсяг біржових торгів, тис. грн.	Активи банківської системи, млн.грн	Обсяг біржових торгів акціями банків, % від активів системи
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
09.01.2008	2	581,3	599 396	0,000097%
01.04.2008	6	4 861,2	645 631	0,000753%
01.07.2008	4	11 727,5	698 685	0,001679%
01.10.2008	3	258,5	775 604	0,000033%
08.01.2009	0	0	926 086	0,000000%
01.04.2009	2	436,0	870 655	0,000050%
01.07.2009	3	1 268,6	864 695	0,000147%
01.10.2009	3	5 995,6	889 959	0,000674%
04.01.2010	2	23,2	880 302	0,000003%
01.04.2010	3	14 222,4	875 267	0,001625%
01.07.2010	4	9 182,0	885 572	0,001037%
01.10.2010	3	6 774,7	917 560	0,000738%
05.01.2011	4	7 524,8	942 088	0,000799%
01.04.2011	3	15 718,1	995 038	0,001580%
01.07.2011	5	12 970,9	1 019 819	0,001272%
01.10.2011	5	6 234,4	1 029 170	0,000606%
04.01.2012	3	5 551,8	1 054 280	0,000527%
01.04.2012	6	13 483,0	1 082 644	0,001245%
01.07.2012	5	10 349,0	1 104 467	0,000937%
01.10.2012	3	2 878,2	1 117 514	0,000258%

Таблиця Б.4 (продовження)

<i>I</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>
03.01.2013	2	2 450,1	1 127 192	0,000217%
01.04.2013	2	1 416,7	1 145 454	0,000124%
01.07.2013	2	1 871,1	1 194 580	0,000157%
01.10.2013	2	2 004,8	1 232 433	0,000163%
03.01.2014	2	36,8	1 278 095	0,000003%
01.04.2014	2	973,3	1 315 909	0,000074%
01.07.2014	3	37,9	1 306 962	0,000003%
01.10.2014	1	138,6	1 310 894	0,000011%
24.12.2014	1	24,6	1 316 852	0,000002%
<i>СЕРЕДНЄ</i>	3	4792,9	1 013 890	0,000511%

*Джерело:* Розроблено автором на основі даних Вісника НБУ (2008-2014р.р.) і [212]



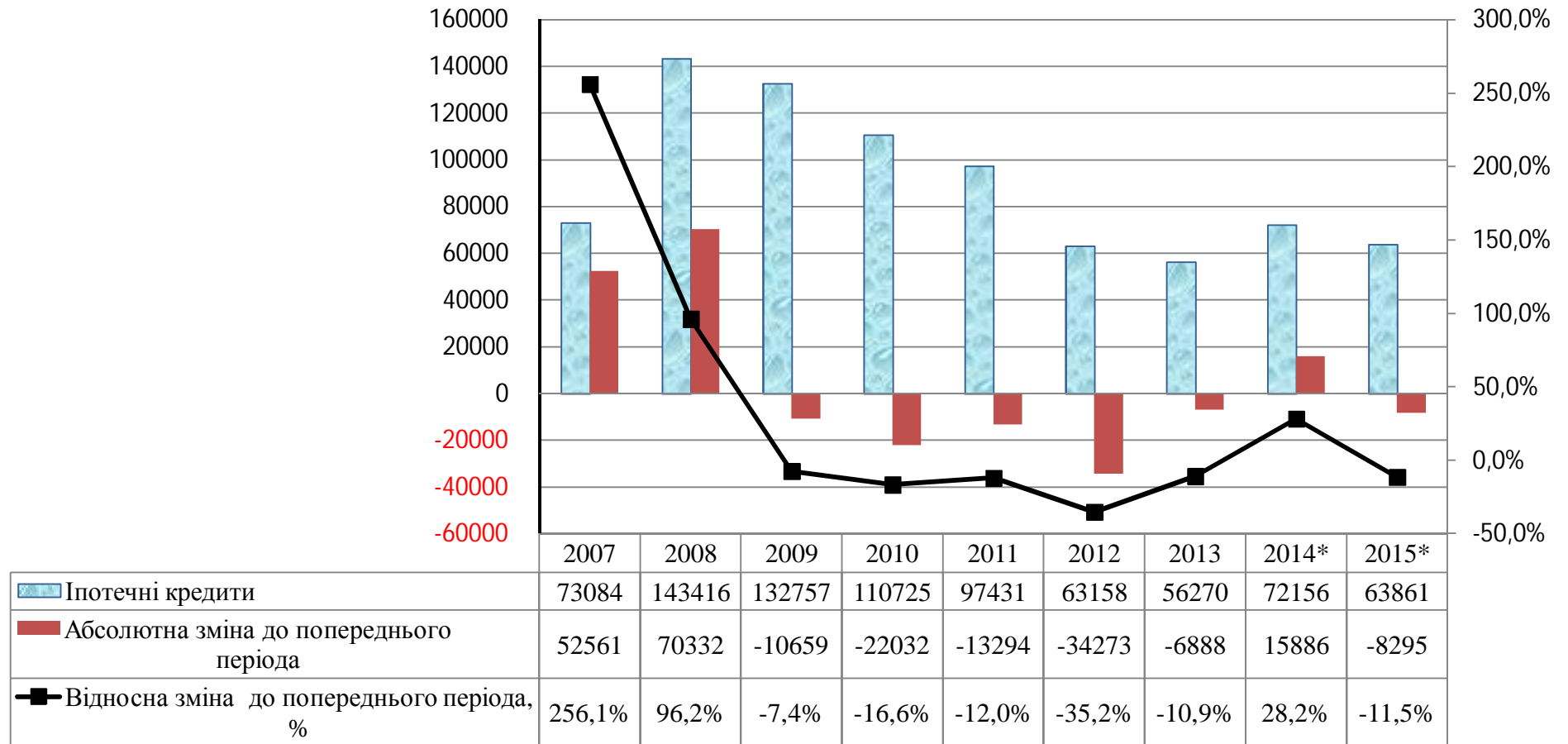
## Додаток В

Таблиця В.1

Динаміка зміни показника «капітал/активи банку» (П13) для 10 найбільших банків України у 2007-2014р.р.

№	Рік	2007		2008		2009		2010	
		Коефіцієнт	Відхилення від середнього	Коефіцієнт	Відхилення від середнього	Коефіцієнт	Відхилення від середнього	Коефіцієнт	Відхилення від середнього
1	ПРИВАТБАНК	9,70%	<b>-3,25%</b>	9,60%	<b>-1,79%</b>	10,20%	<b>-3,40%</b>	11,90%	<b>-2,23%</b>
2	ОЩАДБАНК	15,50%	2,55%	11,40%	0,01%	26,80%	13,20%	27,30%	13,17%
3	УКРЕКСІМБАНК	9,90%	-3,05%	9,00%	-2,39%	9,30%	-4,30%	19,00%	4,87%
4	ДЕЛЬТА БАНК	24,00%	11,05%	14,80%	3,41%	10,50%	<b>-3,10%</b>	7,00%	<b>-7,13%</b>
5	РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	11,60%	<b>-1,35%</b>	11,70%	0,31%	11,40%	<b>-2,20%</b>	9,80%	<b>-4,33%</b>
6	UniCredit	11,00%	<b>-1,95%</b>	10,20%	<b>-1,19%</b>	10,40%	<b>-3,20%</b>	13,80%	<b>-0,33%</b>
7	ПРОМІНВЕСТБАНК	8,90%	<b>-4,05%</b>	10,30%	<b>-1,09%</b>	11,90%	<b>-1,70%</b>	18,40%	4,27%
8	СБЕРБАНК РОСІЇ	9,90%	<b>-3,05%</b>	12,80%	1,41%	22,20%	8,60%	17,10%	2,97%
9	ПУМБ	16,10%	3,15%	15,80%	4,41%	17,30%	3,70%	15,10%	0,97%
10	НАДРА	12,90%	<b>-0,05%</b>	8,30%	<b>-3,09%</b>	6,00%	<b>-7,60%</b>	1,90%	<b>-12,23%</b>
X	<i>Середній по виборці</i>	12,95%		11,39%		13,60%		14,13%	
	Рік	2011		2012		2013		2014	
1	ПРИВАТБАНК	10,50%	<b>-3,18%</b>	11,50%	<b>-3,23%</b>	10,60%	<b>-4,29%</b>	9,50%	<b>-4,72%</b>
2	ОЩАДБАНК	28,20%	14,52%	23,90%	9,17%	21,10%	6,21%	19,80%	5,58%
3	УКРЕКСІМБАНК	23,90%	10,22%	23,60%	8,87%	20,30%	5,41%	19,20%	4,98%
4	ДЕЛЬТА БАНК	4,40%	<b>-9,28%</b>	6,20%	<b>-8,53%</b>	10,10%	<b>-4,79%</b>	6,00%	<b>-8,22%</b>
5	РАЙФФАЙЗЕН БАНК АВАЛЬ	11,70%	<b>-1,98%</b>	12,60%	<b>-2,13%</b>	13,30%	<b>-1,59%</b>	16,70%	2,48%
6	UniCredit	15,80%	2,12%	16,40%	1,67%	19,70%	4,81%	20,10%	5,88%
7	ПРОМІНВЕСТБАНК	13,30%	<b>-0,38%</b>	13,30%	<b>-1,43%</b>	12,80%	<b>-2,09%</b>	13,50%	<b>-0,72%</b>
8	СБЕРБАНК РОСІЇ	11,10%	<b>-2,58%</b>	13,10%	<b>-1,63%</b>	11,50%	<b>-3,39%</b>	10,40%	<b>-3,82%</b>
9	ПУМБ	15,80%	2,12%	11,60%	<b>-3,13%</b>	14,90%	0,01%	14,00%	<b>-0,22%</b>
10	НАДРА	2,10%	11,58%	15,10%	0,37%	14,60%	<b>-0,29%</b>	13,00%	<b>-1,22%</b>
X	<i>Середній по виборці</i>	13,68%		14,73%		14,89%		14,22%	

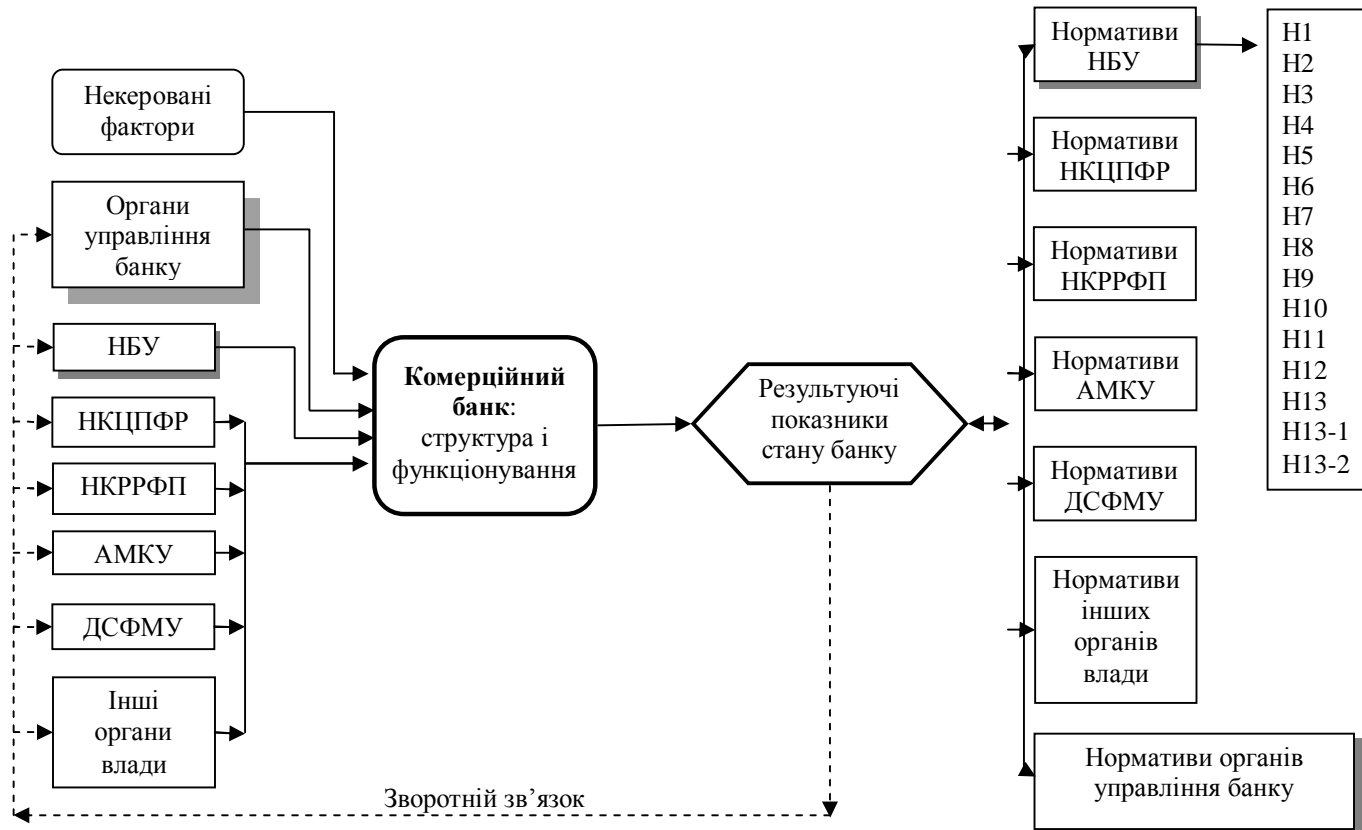
Джерело: Розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2008-2014р.р.) і звітності банків



**Рис. В.1. Динаміка ринку іпотечного кредиту в Україні в 2007-2015р.р.(на кінець періоду, млн..грн.)**

*Джерело:* Розроблено автором на основі даних Бюлетенів НБУ (2007-2014р.р.)

\* дані 2014-2015р.р. - прогноз



**Рис. В.2. Суб'єкти і нормативи регулювання банківської діяльності**

*Джерело: розроблено автором*



**Рис.В.3. Потреба в регулюванні банківської сфери**

*Джерело:* розроблено автором.

**Порівняльна таблиця регуляторних засобів і цілей регулювання банків і фінансових ринків**

Регуляторні засоби	Цілі			
	Запобігання системному ризику	Захист інвесторів	Підвищення ефективності	Загально-суспільні цілі
<b>Банки</b>				
Антимонопольне регулювання/ конкурентна політика		✓	✓	✓
Обмеження по активам	✓			✓
Вимоги стосовно достатності капіталу	✓	✓		
Забезпечення уніфікованих правил ведення бізнесу		✓	✓	✓
Правила стосовно вирішення конфлікту інтересів		✓	✓	
Відповідність послуг вимогам клієнтів		✓		
Страхування депозитів	✓	✓		
Єдині вимоги стосовно входу на ринок	✓	✓	✓	
Лімітування процентної ставки по депозитам	✓			✓
Лімітування процентної ставки по кредитах		✓		✓
Єдині стандарти інвестування				✓
Вимоги по ліквідності	✓	✓		
Вимоги стосовно надання звітності за великими угодами				✓
Вимоги до формування резервів	✓	✓		
Регіональні обмеження діяльності				✓
Обмеження за переліком послуг і продуктів	✓			✓
<b>Фінансові ринки</b>				
Вимоги до розкриття інформації		✓	✓	
Вимоги до реєстрації випуску цінних паперів		✓	✓	
Недопущення незаконних дій		✓	✓	
Заборона операцій з цінними паперами на основі конфіденційної інформації		✓	✓	
Правила стосовно злиття і поглинання		✓	✓	
Захист міноритарних акціонерів		✓		
Правила управління портфелем цінних паперів		✓	✓	

Джерело: розроблено автором на основі [292, 313]

## Функції фінансового посередництва

---

### I. Забезпечення позитивного ефекту масштабу

- Перетворення цінних паперів з облігацій і акцій в поточні рахунки і ощадні депозити
- Мобілізація заощаджень
  - Об'єднання численних невеликих сум коштів інвесторів для фінансування великих проектів
- Сприяння в управлінні ризиком
  - Об'єднання концентрованих ризиків в диверсифіковані інструменти ризику для малих інвесторів
  - Трансфер/ торгівля ризиками, сприяння великим проектам , що диверсифікують ризики між багатьма інститутами
- Розподіл ресурсів
  - Сприяння в розподілі між декількома періодами часу: пряме фінансування прямо зараз виробничої діяльності з високою дохідністю і тривалим строком реалізації для отримання надходжень в майбутньому
    - Створення ліквідних ринків для прямої сек'юритизації виробничої діяльності
      - Конвертація довготермінового великомасштабного проектного фінансування в короткотермінову ліквідність для малих інвесторів
  - Скрінінг ризиків великих проектів, забезпечення інформації по ним з мінімальними витратами
- Зменшення транзакційних витрат
  - Сприяння вертикальній інтеграції для зменшення транзакційних витрат

### II. Поєднання інформаційної асиметрії і недосконалих ринків

- Забезпечення інструментами, що можуть зменшити асиметрію інформації
    - Хеджування ризику платоспроможності і кредитного ризику
    - Хеджування ринкового ризику
  - Вплив на корпоративний контроль
    - Зменшення витрат на підтримання дисципліни, покращення моніторингу і контролю
    - Забезпечення умов для поглинання компаній, що управляються неефективно
-

### Основні документи базельського комітету

<i>Дата</i>	Назва публікації
Вересень 1975	Звіт головам центральних банків про нагляд над закордонними філіями банків (1-ий "Базельський конкордат")
Березень 1979	Консолідований нагляд над міжнародною діяльністю банків
Травень 1983	Принципи нагляду над закордонними установами банків (2-ий "Базельський конкордат")
Липень 1988	Міжнародна конвергенція щодо вимірювання та вимог до капіталу ("Базель I")
Липень 1992	Мінімальні вимоги до нагляду за міжнародними банківськими концернами та їхніми закордонними установами
Січень 1996	Поправка до "Базель I": Включення ринкових ризиків
Жовтень 1996	Транскордонний банківський нагляд
Вересень 1997	Основні принципи ефективного банківського нагляду
Серпень 1999	Методологічні роз'яснення до основних принципів
Квітень 2001	Проведення самооцінки органами нагляду: Практичний підхід
Червень 2004	Міжнародна конвергенція щодо вимірювання та вимог до капіталу: переглянуті підходи ("Базель II")
Грудень 2010 (Впровадження 2012-2019)	Загальні регуляторні підходи до підвищення стійкості банків і платіжних систем. Міжнародні підходи до вимірювання ризику ліквідності, стандартів і моніторингу (Базель III )

*Джерело:* розроблено автором

**Вдосконалена класифікація заходів регуляторної політики в рамках матриці  
запобігання банкрутству: «ймовірність банкрутства проти втрат від  
банкрутства»**

<b>Характер впливу</b>	<b>Зменшення ймовірності банкрутства</b>	<b>Зменшення втрат від банкрутства</b>
<b>Структурні заходи</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Модель «Гласса - Стіголла»</li> <li>• Модель «безпечного банку (narrow bank)»</li> <li>• Модель «акціонер-позичальник (equity bank)»</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Обмеження по розмірам, кількості філій і регіонам</li> <li>• Банківські регулятори і регулятори ринку цінних паперів</li> <li>• Модель «Гласса - Стіголла»</li> <li>• Модель «безпечного банку (narrow bank)»</li> </ul>
<b>Поведінкові заходи</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Капітал</li> <li>• Ліквідність</li> <li>• Винагороди і компенсації</li> <li>• Рівень взаємної інтеграції</li> <li>• Правила формування резервів</li> <li>• Макропруденційні підходи</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Капітал</li> <li>• Рівень взаємної інтеграції</li> </ul>
<b>Заходи втручання</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Репресивний моніторинг на випередження</li> <li>• Підтримка у випадку загрози банкрутства</li> </ul>	
<b>Оподаткування і страхування</b>		Оподаткування банків
<b>Радикальні заходи</b>		Ех-ante страхування <ul style="list-style-type: none"> <li>• Законодавчі акти про визнання банку неплатоспроможним</li> <li>• Приватний викуп банків</li> <li>• Створення тимчасової адміністрації і адміністрування ліквідації банків.</li> <li>• «Поганий» банк, що скуповує «токсичні» активи</li> <li>• Націоналізація</li> <li>• Сегментація і відокремлення напрямків бізнесової діяльності</li> </ul>
<b>Ліквідаційні заходи</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Радикальні засоби</li> <li>• Ліквідація</li> </ul>

*Джерело:* розроблено автором



## Додаток Д

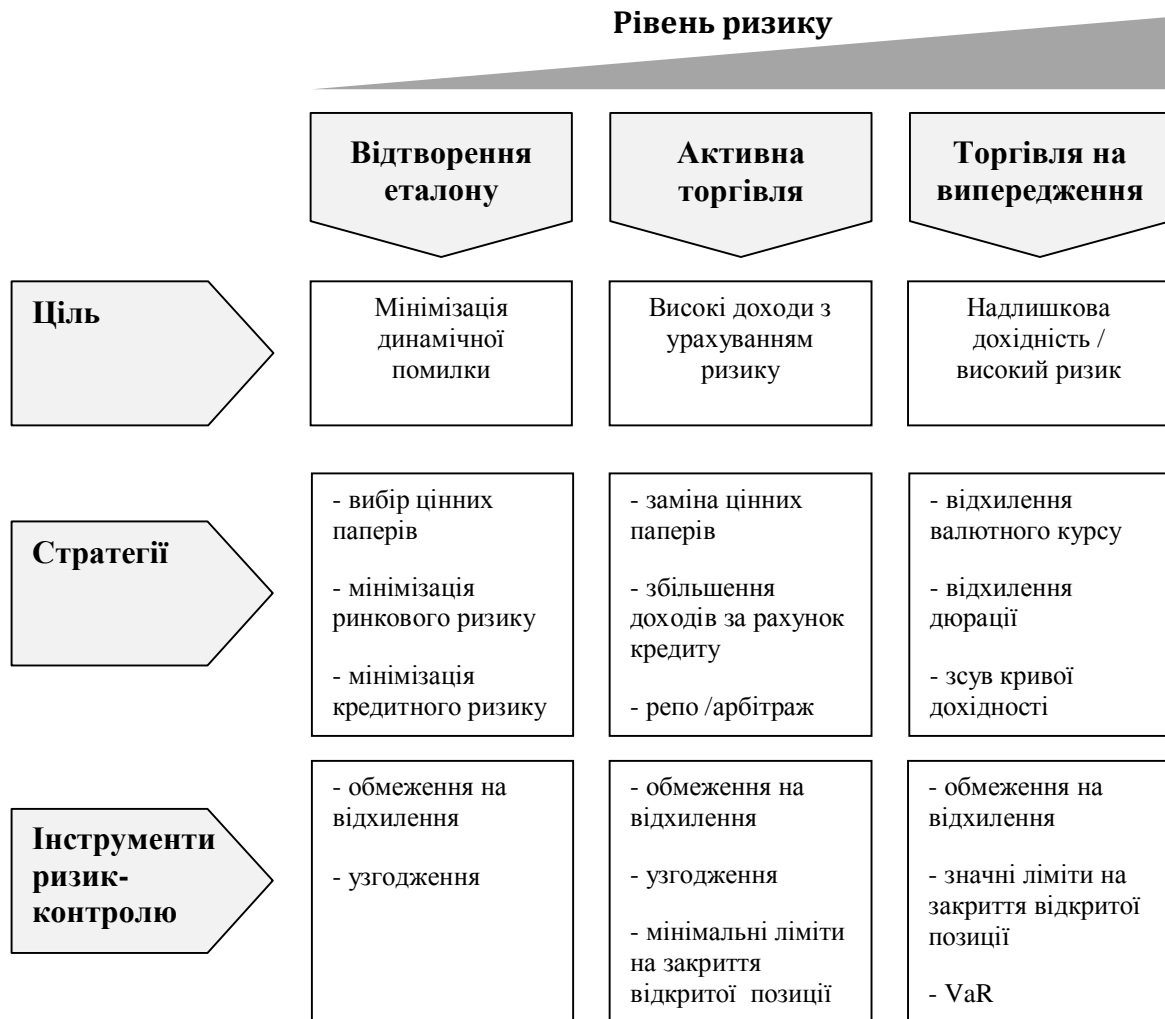


Рис. Д.1. Методи управління портфелем

*Джерело:* розроблено автором

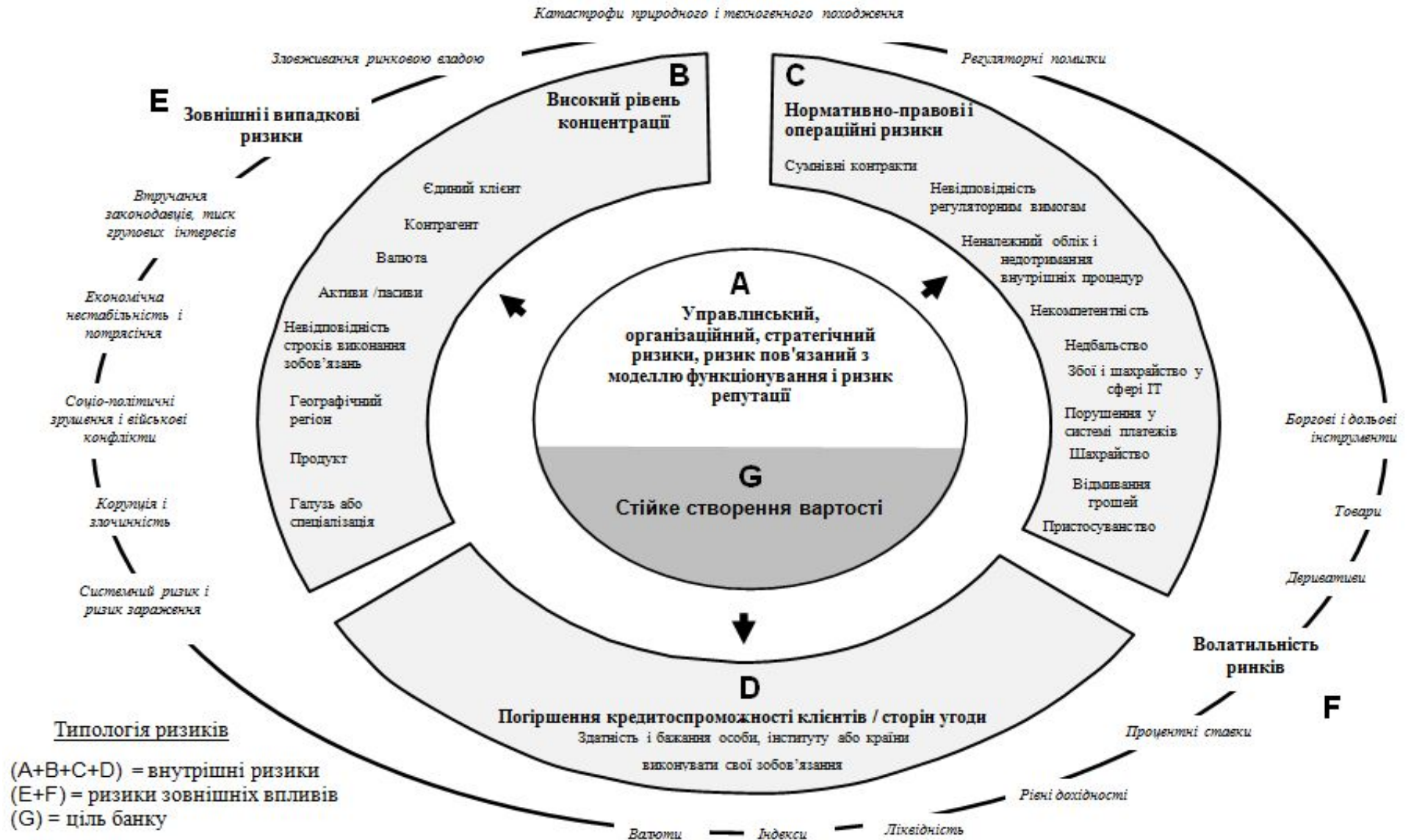


Рис. Д.2. Космологічна модель банківських ризиків: парадигма управління ризиками

Джерело: розроблено автором

## Розподіл боргових цінних паперів банків України за портфелями (на кінець періоду) \*

Рік	Портфель					
	торговий		на продаж		до погашення	
	млн.грн.	питома вага	млн.грн.	питома вага	млн.грн.	питома вага
2007	2416	15,90%	9283	61,08%	3500	23,03%
2008	2667	9,48%	22598	80,32%	2869	10,20%
2009	1081	3,59%	24324	80,85%	4681	15,56%
2010	6129	8,89%	54163	78,58%	8633	12,53%
2011	9535	12,58%	57606	76,01%	8645	11,41%
2012	15316	17,30%	70168	79,24%	3069	3,47%
2013	8695	6,81%	116247	91,07%	2702	2,12%
2014**	22038	16,29%	110537	81,73%	2669	1,97%
Середньорічний темп приросту	31,83%	X	36,29%	X	-3,33%	X
Середньорічне значення питомої ваги	X	11,36%	X	78,61%	X	10,03%

Джерело: розроблено автором за даними Бюлетенів НБУ (2007-2014р.р.)

\* без урахування цінних паперів випущених іншими депозитними корпораціями і нерезидентами

\*\* дані за 2014р – станом на кінець листопада

Таблиця Д.2

**Розподіл боргових цінних паперів банків України за портфелями і показники ліквідності  
(на кінець періоду) \***

Рік	Портфель			Нормативи ліквідності	
	Торговий, млн.грн.	на продаж, млн.грн.	до погашення, млн.грн.	ліквідні активи/ сукупні активи, % (П10)	ліквідні активи/ короткострокові зобов'язання, % (П11)
2007	2416	9283	3500	11,60%	39,93%
2008	2667	22598	2869	9,35%	32,99%
2009	1081	24324	4681	11,45%	35,88%
2010	6129	54163	8633	18,84%	91,19%
2011	9535	57606	8645	18,65%	94,73%
2012	15316	70168	3069	22,15%	90,28%
2013	8695	116247	2702	20,63%	89,11%
2014**	22038	110537	2669	26,40%	86,10%

Джерело: розроблено автором за даними Бюлетенів НБУ (2007-2014р.р.)

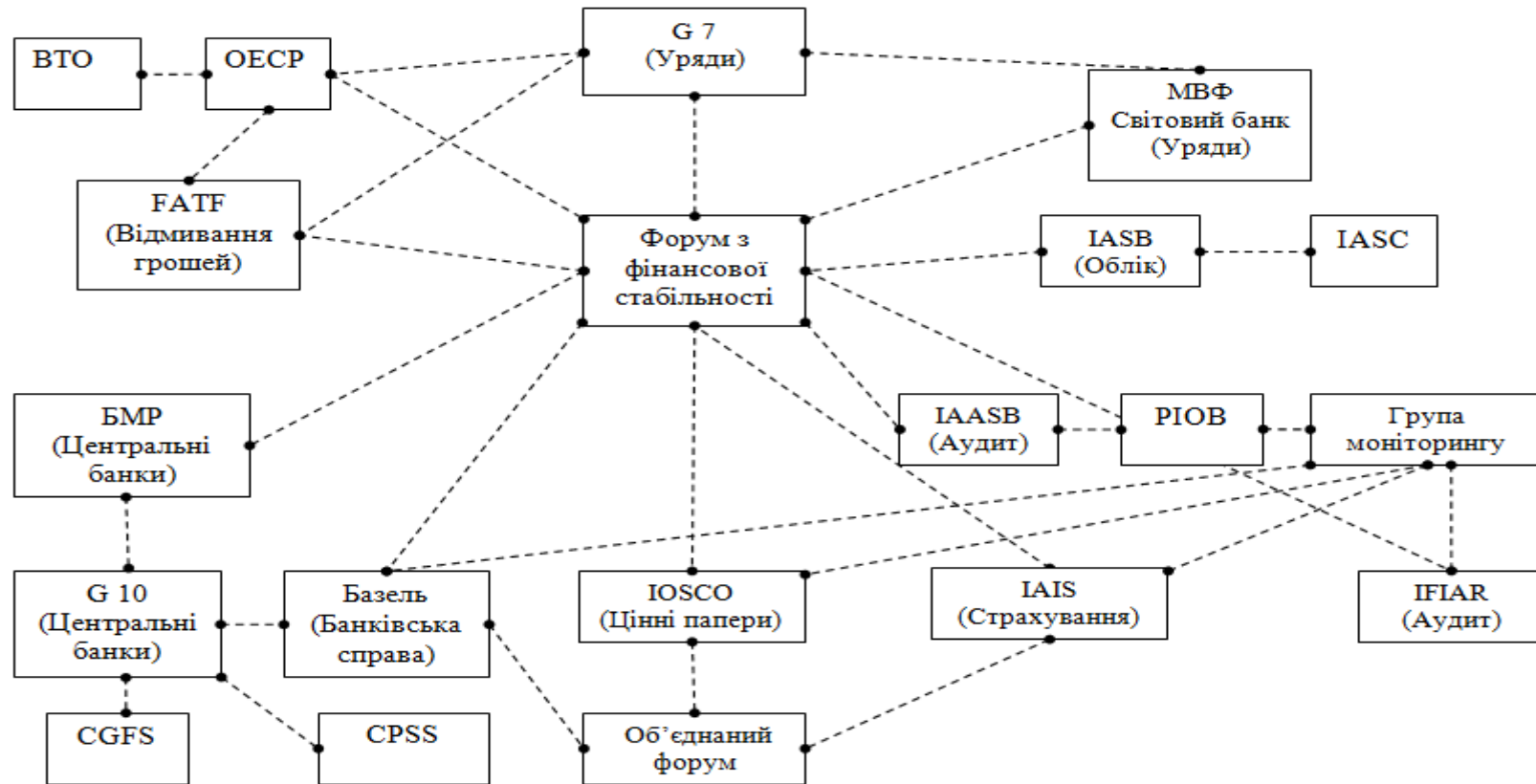
\* без урахування цінних паперів випущених іншими депозитними корпораціями і нерезидентами

\*\* дані за 2014р – станом на кінець листопада

### Типи капіталу банку

РЕГУЛЯТИВНИЙ КАПІТАЛ	КАПІТАЛ ЗА АГЕНТСЬКИМИ ОЦІНКАМИ	ЕКОНОМІЧНИЙ КАПІТАЛ	ВЛАСНИЙ КАПІТАЛ
<ul style="list-style-type: none"> <li>• величина капіталу необхідна для захисту банку від нормативної неплатоспроможності упродовж одного року</li> <li>• Ґрунтується на недиференційованих правилах, що не відображають реальний економічний ризик діяльності і базується на публічно доступній інформації</li> <li>• Розроблено для захисту кредиторів</li> <li>• Працює як нижня межа, що запускає взяття під контроль і управління регулятором</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• величина капіталу, яка на думку рейтингових агентств дає їм змогу відчувати себе впевнено для присвоєння банку «А» рейтингу</li> <li>• Ґрунтується на відносно недиференційованих правилах</li> <li>• Не підпадає під певний шаблон визначення – інші фактори, такі як якість менеджменту та ймовірність потреби у допомозі уряду – також приймаються до уваги</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• величина капіталу необхідна для захисту банку від економічної неплатоспроможності упродовж одного року</li> <li>• Відображає реальні ризики, що являють собою неочікувані зміни вартості активів і зобов'язань в рамках довірчих інтервалів дозволених керівництвом</li> <li>• Розроблено для використання у якості інструменту регулювання /управління</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Фактична величина власного капіталу, що необхідна для захисту банку як від нормативної так і від економічної неплатоспроможності упродовж одного року</li> <li>• Бухгалтерський розрахунок</li> </ul>
<b>МІНІМАЛЬНО НЕОБХІДНА ВЕЛИЧИНА КАПІТАЛУ, ЯКУ НЕОБХІДНО МАТИ БАНКУ</b>	<b>ВЕЛИЧИНА КАПІТАЛУ, ЯКОЇ ВІД БАНКУ ОЧІКУЮТЬ</b>	<b>ВЕЛИЧИНА КАПІТАЛУ, ЯКУ Б ВАРТО БУЛО МАТИ БАНКУ</b>	<b>ВЕЛИЧИНА КАПІТАЛУ, ЯКУ ФАКТИЧНО МАЄ БАНК</b>

Джерело: розроблено автором



PIOB - Public Interest Oversight Board – Рада захисту суспільних інтересів; IASB - International Accounting Standards Board – Рада з міжнародних стандартів фінансової звітності; IASC - International Accounting Standards Committee - Комітет з міжнародних стандартів фінансової звітності; IAASB - International Auditing and Assurance Standards Board – Комітет по міжнародним стандартам аудиту і підтвердження достовірності інформації; IOSCO - International Organization of Securities Commissions - Міжнародна організація комісій з цінних паперів; IAIS - International Association of Insurance Supervisors - Міжнародна асоціація страхових нагляdiv; IFIAR - International Forum of Independent Audit Regulators – Міжнародний форум незалежних регуляторів аудиту; CGFS - Committee on the Global Financial System - Комітет з глобальних фінансових систем; CPSS - Committee on Payment and Settlement Systems - Комітет з питань платіжних і розрахункових систем Банку міжнародних розрахунків

**Рис. Е.1. Структура міжнародного регулювання фінансових ринків**

*Джерело:* розроблено автором

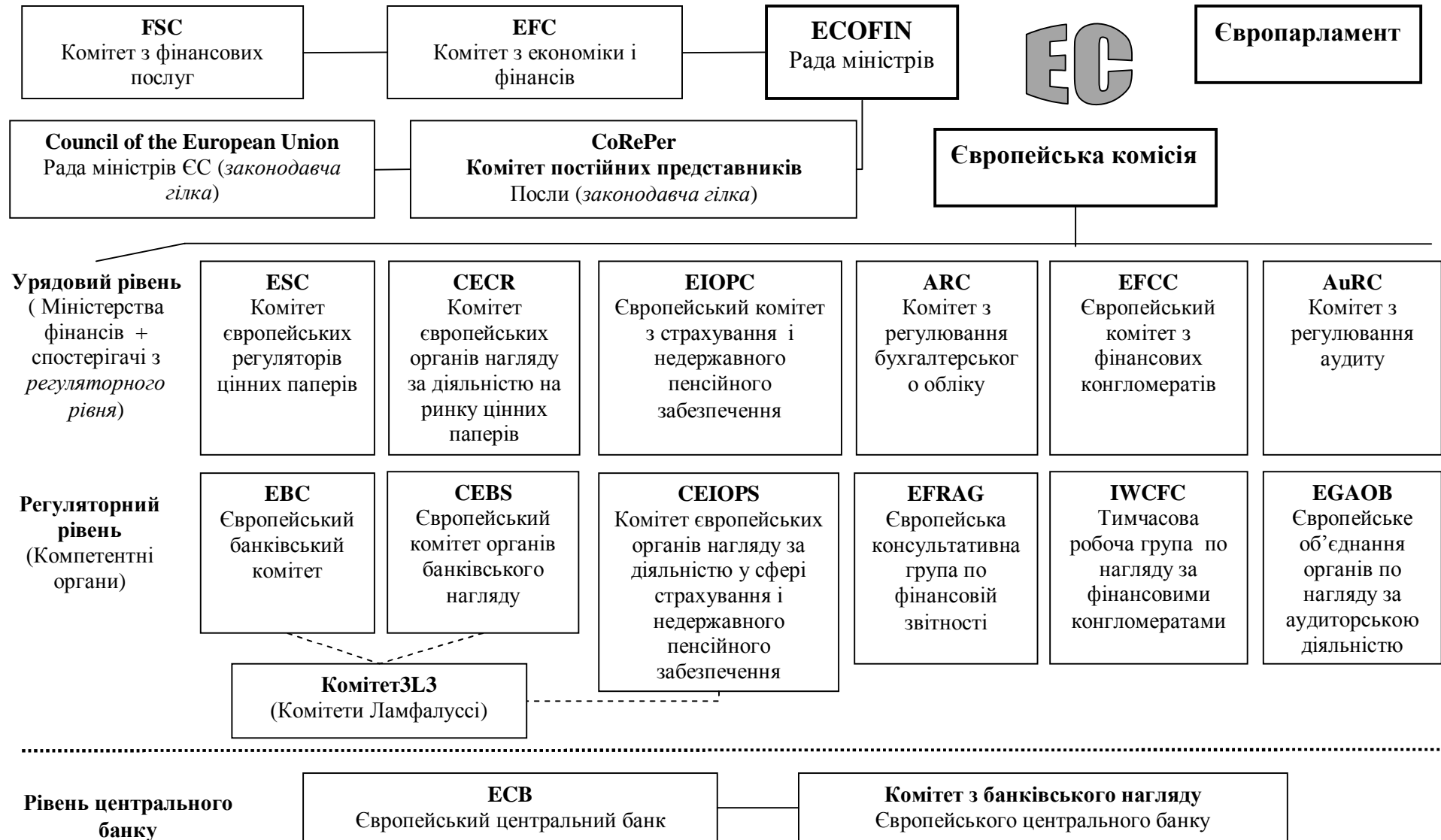


Рис. Е.2. Фінансове регулювання ЄС

Джерело: розроблено автором за [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/sec-2004-1459_en.pdf)

## Активи найбільших банків у 1974, 1988 і 2014р.р. (млрд.долл.США)

Рік	1974			1988			2014		
ЗА КРАЇНАМИ									
Ранг	Банк, країна	Ак- тиви	%	Банк, країна	Ак- тиви	%	Банк, країна	Ак- тиви	%
1	Bank of America, США	56,7	15,12	Dai-ichi Kangyo Bank, Японія	352,5	12,74	Industrial & Commercial Bank of China Limited, Китай	3124,5	13,45
2	Citicorp, США	55,5	14,80	Sumimoto Bank, Японія	334,7	12,09	China Construction Bank Corporation, Китай	2537,4	10,92
3	Chase Manhattan, США	41,1	10,96	Fuji Bank, Японія	327,8	11,84	BNP Paribas SA, Франція	2471,1	10,63
4	Group BNP, Франція	34,7	9,25	Mitsubishi Bank, Японія	317,8	11,48	Agricultural Bank of China Limited, Китай	2405,1	10,35
5	Barclays Bank PLC, Великобританія	33,3	8,88	Sawna Bank, Японія	307,8	11,12	Bank of China Limited, Китай	2291,5	9,86
6	Credit Lyonnais, Франція	32,8	8,75	Industrial Bank of Japan, Японія	261,5	9,45	Deutsche Bank AG, Німеччина	2214,7	9,53
7	Deutsche Bank AG, Німеччина	32,4	8,64	Norinchukin Bank, Японія	231,7	8,37	Barclays Bank PLC, Великобританія	2173,9	9,36
8	National Westminster Bank, Великобританія	31,9	8,51	Credit Agricole SA, Франція	214,4	7,75	Credit Agricole SA, Франція	2112,2	9,09
9	Dai-ichi Kangyo Bank, Японія	28,9	7,71	Tokai Bank, Японія	213,5	7,71	Japan Post Bank Co Ltd., Японія	1961,7	8,44
10	Societe Generale, Франція	27,7	7,39	Mitsui Trust, Японія	206	7,44	JP Morgan Chase Bank National Association, США	1945,5	8,37
	УСЬОГО	375,0	100	УСЬОГО	2767,7	100	УСЬОГО	23237,6	100,00
ЗА РЕГІОНАМИ									
1	Євроатлантичний	346,1	92,3	Японія	2553,2	92,2	Євроатлантичний	10917,0	46,98
2	Японія	28,9	7,7	Євроатлантичний	214,5	7,8	Китай	10359,3	44,58
3	Китай	--	--	Китай	--	--	Японія	1961,3	8,44
	УСЬОГО	375,0	100	УСЬОГО	2767,7	100	УСЬОГО	23237,6	100,00

Джерело: розроблено автором за даними періодичних видань та інформаційно-аналітичного сайту Bankrate. – [Електронний ресурс].-  
Режим доступу: <http://www.bankrate.com/finance/banking/largest-banks-in-the-world-1.aspx>





НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК  
УКРАЇНИ

вул. Інститутська, 9, м. Київ, 01601, Україна  
тел. 253-38-22, факс 230-20-33, 253-77-50  
телекс 131018 NBNK UX, 131251KIJ UX  
e-mail: nbu@bank.gov.ua

NATIONAL BANK  
OF UKRAINE

9, Institutska Str., Kyiv, 01601, Ukraine  
phone 253-38-22, fax 230-20-33, 253-77-50,  
telex 131018 NBNK UX, 131251KIJ UX  
e-mail: nbu@bank.gov.ua

24.12.2014 № 37-008/77419

На № \_\_\_\_\_

Спеціалізованій вченій раді Д 26.006.04  
ДВНЗ «Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана»

### ДОВІДКА

#### про впровадження результатів дисертаційного дослідження Онікієнка Сергія Володимировича на тему «Регулювання інвестиційної діяльності банків»

Висновки та рекомендації дисертаційного дослідження Онікієнка С.В. щодо удосконалення аналізу ефективності регуляторного впливу у сфері регулювання інвестиційної діяльності банків використані Національним банком України при підготовці пропозицій щодо вдосконалення статистичних спостережень інвестиційної діяльності банків і форм статистичної звітності.

Обґрунтовані автором пропозиції щодо запровадження в практику аналізу регулювання банківської діяльності розширеного гетерогенного підходу до формування і управління портфелем ліквідних активів банку дозволять забезпечити підтримання бажаного рівня ліквідності банківської системи та оптимізувати структуру інвестиційного портфелю банків, одночасно сприяючи зниженню ризиків їх діяльності.

В частині проведеного автором дослідження зв'язку між величиною сформованих банками резервів під активні операції та рентабельністю банківських активів виявлено сталу статистичну закономірність щодо невідповідності сформованих резервів ризикам, які приймають на себе як окремі банки, так і вся банківська система. Запропонована Онікієнком С.В. методика дає змогу оцінити рівень достатності сформованих резервів і розрахувати потребу в додаткових обсягах резервів під активні операції в частині покриття системної складової ризиків інвестиційної діяльності банків.

Довідка надана для пред'явлення за місцем захисту дисертації на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук без фінансових зобов'язань перед автором.

1352983

В. о. директора Генерального  
економічного департаменту



начальника управління  
начальник відділу роботи з персоналом  
управління роботи з персоналом  
Департаменту персоналу  
Т.В. Шульга

*Т.В. Шульга*

О. І. Коваленко

*О. І. Коваленко*



Міністерство економічного розвитку і торгівлі України  
**Науково-дослідний економічний інститут**

Україна 01103, м.Київ  
 бульв. Дружби Народів, 28  
 www.ndei.me.gov.ua

тел.: +38 044 529-03-25  
 факс: +38 044 529-42-81  
 e-mail: admin@eco-in.kiev.ua

11.03.2014 № 1/703  
 на № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

**Спеціалізованій вченій раді Д 26.006.04  
 ДВНЗ «Київський національний  
 економічний університет імені Вадима  
 Гетьмана»**

**ДОВІДКА**

про впровадження результатів дисертаційної роботи  
 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук  
**Онiкiєнка Сергiя Володимировича**  
 «Регулювання інвестиційної діяльності банків»  
 за спеціальністю 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Довідка видана на підтвердження того, що науково-методичні матеріали, висновки і пропозиції, розроблені та сформульовані Онiкiєнком С. В., використані відділами фінансово-бюджетної політики, стратегії сталого розвитку та інвестиційно-інноваційної політики у ході реалізації науково-дослідної роботи Інституту. Зокрема, було використано такі суттєві положення, що мають наукову новизну та практичну значущість:

- пропозиції щодо реформування теорії та методології регулювання інвестиційної діяльності банків й інструментів його реалізації у рамках стратегічного планування збалансованого розвитку банківського сектору і фінансових ринків у період кризи та посткризової ремісії;
- пропозиції стосовно розробки та впровадження засад суспільноорієнтованої регуляторної політики держави в частині вдосконалення ринкової моделі функціонування банківського сектору і фінансових ринків;

004893

– рекомендації щодо гармонізації існуючої системи регулювання банківської діяльності з міжнародними принципами регулювання та нагляду, що дасть можливість національним регуляторам забезпечити оптимальне співвідношення між задоволенням вимог до підтримки внутрішньої стабільності фінансового ринку і зовнішньої конкурентоспроможності національних фінансових посередників.

Ці положення були враховані при складанні наукових звітів Інституту, що у встановленому порядку направлені у Міністерство економічного розвитку і торгівлі України у 2012-2013 роках, схвалені ним для запровадження в департаментах та використані у практичній роботі при підготовці проектів законів України, постанов Кабінету міністрів й інших нормативних актів.

Результати наукових досліджень докторанта було оприлюднено Інститутом шляхом опублікування чотирьох наукових статей у власному збірнику наукових праць "Формування ринкових відносин в Україні".

Директор,  
д.е.н., професор,  
член-кор. НАН України



*I. G. Manzur*  
І. Г. Манцуров



11.12.2014 № 287

на № \_\_\_\_\_ від \_\_\_\_\_

## **ДОВІДКА**

**про впровадження результатів докторського дисертаційного дослідження**

**Онікієнка Сергія Володимировича**

**на тему «Регулювання інвестиційної діяльності банків»**

**за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

Доцент кафедри банківських інвестицій кредитно-економічного факультету ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Онікієнко С.В. проводив дисертаційне дослідження наукової проблематики щодо розробки теоретико-методологічних засад здійснення регулювання інвестиційної діяльності банків, методичних і практичних рекомендацій з підвищення ефективності регулювання банківської діяльності та обґрунтування пропозицій з його вдосконалення для забезпечення успішної інтеграції вітчизняної банківської системи до глобальних фінансових ринків.

У дисертаційній роботі досліджено теорію і практику регулювання інвестиційної діяльності банків в контексті розвитку науково-практичних підходів щодо розуміння сутності державного регулювання фінансового посередництва і запропоновано теоретико-методологічні засади формування комплексного підходу до регулювання інвестиційної діяльності банків, визначено її функціональне призначення, принципи організації, роль і місце в забезпеченні стабільності функціонування національної фінансової системи, визначено закономірності, тенденції і особливості розвитку державного регулювання інвестиційної діяльності банків України.

Окремі положення і пропозиції дисертаційного дослідження Онікієнка С.В., що викладені у наукових працях автора, зокрема, у статтях «Суспільне регулювання банківської діяльності»(2010р.), «Регулювання фінансового посередництва в контексті функціональних фінансів(2011р.), «Проблеми і перспективи регулювання інвестиційної діяльності банків»(2012р.), «Недосконалість ринків і потреба в регулюванні: соціально-економічний аспект» (2012р.), «Міжнародне регулювання банківської діяльності: політико-економічний

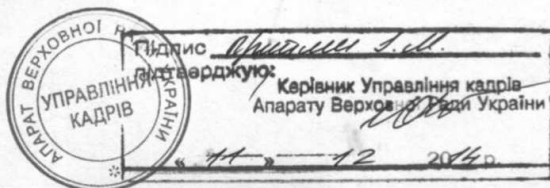
аспект» (2012р.), «Реализация институционального регулирования на уровне экономической системы» (2014р.), в монографії «Регулювання інвестиційної діяльності банку (2013р.) були враховані Комітетом Верховної Ради України з питань фінансів і банківської діяльності при розробці законопроектів спрямованих на формування засад політики економічного розвитку країни на довгострокову перспективу.

Зокрема, при обґрунтуванні пропозицій до проектів законів України, економічних і соціально-економічних програм розвитку та інших нормативно-правових актів, враховані пропозиції автора щодо міжнародного досвіду використання економіко-правових інструментів у регулюванні інвестиційної діяльності банків, механізму використання засобів фіскальної політики для забезпечення необхідного обсягу інвестицій у розвиток і захист репутації ринку банківських послуг як суспільного блага, врахування циклічності у питанні пріоритетності використання банківськими регуляторами мікропруденційного і макропруденційного підходів до регулювання інвестиційної діяльності банків в Україні.

Теоретико-методологічні узагальнення, висновки і пропозиції сформульовані у дисертаційному дослідженні Онікієнка С.В. мають важливу теоретичну і практичну значимість у частині удосконалення економіко-правових засад участі держави у регулюванні інвестиційної діяльності інститутів фінансового посередництва в Україні, що забезпечить підвищення ефективності взаємодії громадянського суспільства, органів банківського регулювання і нагляду і комерційних банків у процесі розбудови стабільної і конкурентоспроможної національної економіки.

**Завідувач секретаріату Комітету  
Верховної Ради України з питань  
фінансової політики і банківської діяльності**

**І.М.Прийма**



*[Handwritten signature]*

*[Handwritten signature]*

До Спеціалізованої вченої ради  
Д 26.006.04  
ДВНЗ «Київський національний  
економічний університет імені  
Вадима Гетьмана»

**ДОВІДКА**  
**про впровадження результатів наукового дослідження**  
**Онікієнка Сергія Володимировича**  
**«Регулювання інвестиційної діяльності банків»**

Положення докторської дисертації Онікієнка С.В., зокрема у частині регулювання інвестиційної діяльності банків, були використані Секретаріатом Кабінету Міністрів України під час підготовки експертних висновків до проектів актів законодавства, спрямованих на впровадження концепції з розвитку фінансових ринків, удосконалення регулювання і нагляду за діяльністю банків та інших фінансових установ.

Зокрема, наукову новизну і практичну значимість мають рекомендації стосовно необхідності врахування циклічності у використанні органами державного управління пруденційних підходів при регулюванні інвестиційної діяльності банків, які є безпосередньо пов'язаними з тим, яка саме з моделей регулювання – приватна або суспільна – має домінувати в економіці. Це дало змогу на програмному рівні конкретизувати потребу в подальшій модернізації економіко-правової концепції регулювання банківського сектору і фінансових ринків у напрямку пріоритетної розбудови її макропруденційних складових для рецесивної і депресивної фаз економічного циклу і, таким чином, забезпечити умови для підвищення ефективності регуляторного впливу держави на діяльність інституцій ринку фінансових послуг України.

Директор Департаменту  
фінансової політики  
Секретаріату КМУ

Підпис Яшук В.В.  
за відсутності

Директор Департаменту  
документообігу та контролю  
Секретаріату Кабінету Міністрів України




Валентина ЯШУК

« 25 » 12 20 14 р.

О.Коваль



Вих. № 09-24/720  
13 II 2013 р.

### ДОВІДКА

про впровадження в практику наукових результатів дисертаційного дослідження  
 Онікієнка Сергія Володимировича  
 на тему: «Регулювання інвестиційної діяльності банків»

Запропоновані положення дисертаційного дослідження стосовно регулювання інвестиційної діяльності банків мають наукову і практичну цінність і знайшли своє відображення в практиці діяльності АТ «ЗЛАТОБАНК» у процесі інтраінституціонального регулювання інвестиційної діяльності банку.

Особливої уваги заслуговує авторський підхід до регулювання процесу активного розміщення активів банку у процесі його інвестиційної діяльності за рахунок поєднання принципів управління банківськими інвестиціями, базових положень сучасної теорії портфеля і концепції достатності економічного капіталу банку з урахуванням ризик-лімітів, який може бути взятий за основу при прийнятті інвестиційних рішень і формуванні інвестиційного портфеля банку.

За такого підходу до регулювання інвестиційної діяльності банку цілком процесу планування банківських інвестицій виступає не тільки розподіл капіталу у процесі інвестування з огляду на пов'язаний з цим ризик, але і можливість для банку здійснення аудиту спроможності визначених напрямків інвестування на предмет їх здатності забезпечити очікувану дохідність за очікуваної ціни капіталу.

Практична цінність отриманих результатів дослідження полягає в тому, що вони реалізовані у формі прикладної поетапної методики, яка може бути безпосередньо використана у практиці діяльності вітчизняних банків за умов мінімальної адаптації до специфіки їх діяльності.

Заступник Голови Правління  
 з бізнесу на фінансових ринках  
 АТ «ЗЛАТОБАНК»



ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО «ЗЛАТОБАНК»  
 вул. Б. Хмельницького 17/52  
 м. Київ, 01030, Україна

тел.: +38 (044) 495-81-60  
 факс: +38 (044) 495-81-61  
 e-mail: bank@zbank.com.ua  
 http://www.zbank.com.ua



вул. Димитрова, 16-г Т +380 44 490 1000  
 03150 Київ, Україна F +380 44 490 1030  
 16-g Dymytrova St. Т +380 44 490 1000  
 Kyiv 03150, Ukraine Ф +380 44 490 1030

ПАТ «Сітібанк»



28. 08 2014 р. № 733

До спеціалізованої вченої ради Д 26.006.04  
 ДВНЗ «Київський національний  
 економічний університет імені Вадима  
 Гетьмана»

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
**Онiкiєнка Сергiя Володимировича**  
 «Регулювання інвестиційної діяльності банків»

Основні положення дисертаційної роботи Онiкiєнка С.В. у частині удосконалення ризик-менеджменту банку були впроваджені у процес регулювання інвестиційною діяльністю підрозділів банку ПАТ «Сітібанк».

Зокрема, враховані пропозиції дисертанта щодо мінімізації морального ризику у площині розбіжності мотивації менеджменту банку з цілями акціонерів банку, шляхом встановлення економічно виправданої і науково обґрунтованої залежності між винагородою менеджменту банку і прибутком банку.

Суттєвою перевагою запропонованої моделі оцінки результатів інвестиційної діяльності з врахуванням ризику, яка використовує поєднання показників EVA, RORAC і RAROC в якості індикаторів оцінки ефективності діяльності є те, що ризикованість сформованого менеджментом інвестиційного портфелю враховується при оцінці результатів, де менеджер підрозділу отримує винагороду відповідно до прийнятого рівня ризику за умови досягнення бажаного рівня доходності.

Такий підхід дозволив: 1) здійснити порівняльний аналіз успішності реалізації регуляторних впливів за напрямками інвестиційної діяльності банку і центрами отримання прибутку; 2) підняти рівень відповідальності і управлінської дисципліни керівників підрозділів банку; 3) удосконалити підходи до оцінки результатів діяльності і відбору персоналу на вищі керівні посади.

Заступник Голови Правління  
 ПАТ «Сітібанк»



Сочинський В.В.





Рейтингове агентство "Кредит-Рейтинг"  
 вул. Межигірська, 1, Київ, 04070, Україна  
 тел.: +380 (44) 490 25 50  
 факс: +380 (44) 490 25 54  
 e-mail: office@credit-rating.ua  
 http: www.credit-rating.ua

22 05 2014 р. № 133

Спеціалізованій вченій раді Д 26.006.04  
 ДВНЗ «Київський національний економічний  
 університет імені Вадима Гетьмана»

### ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
 на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук  
 Онікієнка Сергія Володимировича  
 «Регулювання інвестиційної діяльності банку»

Матеріали і висновки дисертаційного дослідження Онікієнка С.В. щодо удосконалення методик аналізу ефективності регуляторного впливу у сфері регулювання інвестиційної діяльності банків опрацьовані та використані при підготовці пропозицій щодо удосконалення методики оцінки статистичних спостережень за кредитно-інвестиційною діяльністю банків та присвоєння кредитних рейтингів комерційним банкам.

Зокрема, в частині дослідження природи зв'язку між величиною сформованих банками резервів під активні операції і рентабельністю активів, виявлено його статистичну слабкість, яка свідчить про те, що сформовані ними резерви не відповідають ризикам, які приймають на себе як окремі банки, так і уся банківська система.

Запропонований у дослідженні підхід дає змогу на статистичному рівні оцінити рівень достатності сформованих банками резервів і кількісно оцінити потребу в додаткових обсягах формування резервів під активні операції у частині покриття системної складової ризиків кредитно-інвестиційної діяльності банків.

Заступник генерального директора



Проректор з науково-педагогічної роботи  
ДВНЗ «Київський національний  
економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»  
доктор економічних наук, професор  
М. Колот



12 листопада 2014 р.

Перший проректор з науково-педагогічної  
та наукової роботи

ДВНЗ «Київський національний  
економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»  
доктор економічних наук, професор  
Д.Т. Лук'яненко



12 листопада 2014 р.

### ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження  
к. е. н., доцента, доцента кафедри банківських інвестицій  
ОНІКІЄНКА СЕРГІЯ ВОЛОДИМИРОВИЧА  
на тему: «Регулювання інвестиційної діяльності банків»,  
за спеціальністю 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит  
у навчальний процес  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана»**

Дисертаційна робота Онікієнка С.В. на тему «Регулювання інвестиційної діяльності банків» виконана відповідно до плану науково-дослідних робіт кафедри банківських інвестицій ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» як складова частина комплексних науково-дослідних тем: «Розвиток ринку інвестицій в Україні» (номер державної реєстрації 0107U007383); «Формування інвестиційних ресурсів в Україні» (номер державної реєстрації 0111U000292); «Фінансово-кредитні важелі в активізації інвестиційного процесу» (номер державної реєстрації 0113U003555).

Основні теоретико-методологічні та практичні положення та результати наукового дослідження Онікієнка С.В. використані у навчальному процесі кафедри банківських інвестицій при викладанні наук «Інвестування», «Інвестиційний аналіз» (напрямок підготовки 6.030508 «Фінанси і кредит») та «Проектне фінансування» (напрямок підготовки 8.030508 «Банківська справа»).

Застосування матеріалів дисертаційної роботи Онікієнка С. В. у навчальному процесі дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних тенденцій розвитку економіки, поглибити їх теоретико-методичні основи та в кінцевому підсумку - підвищити якість підготовки фахівців.

**Завідувач кафедри банківських інвестицій,  
кандидат економічних наук, доцент**

**Т.В. Майорова**