

УДК 338.46.336.7

І. Б. Івасів, канд. екон. наук, доц., докторант,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»**РОЛЬ РИЗИК МЕНЕДЖМЕНТУ У СТВОРЕННІ ВАРТОСТІ БАНКУ**

Стаття присвячена теоретичному обґрунтуванню позитивної теорії ризик менеджменту в банку. Автор звертає увагу на протиріччя між постулатами неокласичної теорії, на якій ґрунтується традиційний вартісний підхід, та реальною банківською практикою. Зроблено висновок, що уникнення економічного дефолту залишається основною причиною здійснення ризик менеджменту на корпоративному рівні, а в сучасних умовах управління ризиком використовується для збільшення вартості банківської фірми.

Ключові слова: ризик менеджмент, неоінституційна теорія фінансів, агентські витрати, трансакційні витрати.

Основною метою управління компанією є максимізація її вартості. На нашу думку, банки в цьому сенсі не відрізняються від інших підприємницьких структур, хоч і є специфічними діловими інститутами, так як менеджери компаній приймають рішення щодо розміщення ресурсів на основі критерію позитивної чистої теперішньої вартості, намагаючись переконатись, що дані рішення йдуть на користь акціонерам, максимізація вартості фірми виявляється корисною для усіх зацікавлених сторін.

Насправді дана логіка не може автоматично розповсюджуватись на банки, адже в банківському бізнесі різні інтереси зацікавлених сторін набагато більш значимі і мають більш далекосяжний вплив. Банківський бізнес є одним з найбільш зарегульованих секторів економіки, тож банківські регулятори від імені більшості суспільства, зокрема, власників банківських депозитів, намагаються уникнути системного ризику і захистити кошти клієнтів банків. Зацікавлені сторони банку зазвичай виражають стурбованість прийняттям додаткових ризиків, тому що вони особливо чутливі до будь-якого збільшення ймовірності банкрутства. Це особливо стосується власників депозитів, котрі взагалі не бажають стикатись з ризиком дефолту.

Широко відомим підходом до оцінки вартості фірми є метод дисконтування грошових потоків:

$$\text{Вартість фірми} = \sum_t \frac{E(CF_t)}{(1+r_t)^t}, \quad (1)$$

де вартість фірми — це поточна вартість його очікуваних майбутніх грошових потоків $E(CF_t)$ у кожному періоді t , дисконтованих на відповідну ставку r_t , яка відображає безризикову ставку і розрахунковий період руху грошових потоків.

Якщо звернутись до формули (1), можна зробити висновок, що крім максимізації грошових потоків (чисельник формули), створення вартості можливе шляхом управління ризиками, які присутні у знаменнику даної формули. І це справедливо не лише з точки зору теорії. На практиці банки розглядають управління ризиком, як критичний чинник, який використовується як з метою створити вартість. Іншими словами, реальна практика банківського бізнесу схиляється до позитивного зв'язку між ризик-менеджментом та вартістю банку, що ми називаємо *позитивною теорією управління ризиком*.

Останніми роками з'явилося багато робіт, присвячених питанням оцінки вартості банку та вартісноорієнтованого управління. Серед вітчизняних вчених в цьому зв'язку можна відзначити праці Т. Майорової, О. Мендрула, А. Мороза, Л. Примостки, Р. Тиркала. Проблема полягає у тому, що традиційний вартісний підхід ґрунтується на неокласичній теорії фінансів і, таким чином, — на її найбільш обмежених припущеннях, таких як досконалість ринків, інформаційна прозорість, відсут-

ність трансакційних витрат, регулятивних обмежень, податків тощо. Це призводить до того, що деякі фундаментальні зв'язки і дії в сфері створення вартості в банках виявляються проігнорованими. Для розв'язання даної проблеми ми звернемося до неоінституційної теорії фінансів.

Неоінституційна теорія, в якій фактор ринкової недосконалості виступає наріжним каменем, пом'якшує жорсткі припущення неокласичного світу. Також, на відміну від неокласичної теорії, неоінституціоналізм враховує інтереси різноманітних зацікавлених сторін (стейкхолдерів) фірми, а не лише акціонерів, зокрема такі чинники, як трансакційні витрати, обмеженість зовнішніх джерел фінансування, податки, витрати дефолту, конфлікти інтересів, заснованих на тому, що кожна із груп стейкхолдерів націлена на максимізацію власної вигоди. Разом з тим, неоінституційна теорія фінансів повністю не відкидає і постулати неокласичної доктрини.

Однак, навіть якщо ослабити неокласичні припущення, основні ідеї неокласичної теорії залишаться все одно дійсними, а це передбачає, що власники фірми можуть самостійно управляти ризиками, що є альтернативою корпоративному ризик менеджменту, а останній не зможе впливати на знаменник формули (1) через зміну системного ризику. Щоб збільшити вартість фірми, ризик-менеджмент має наростити грошові потоки фірми за допомогою зменшення «витрат змазки». Однак така ситуація можлива лише за обставин, які повністю перевертають гіпотезу М-М, тобто коли рішення у сфері корпоративних фінансів, зокрема рішення щодо ризик менеджменту, справляють вплив на трансакційні витрати, податки, інвестиції фірми. Серед інших спонукальних причин існування ризик менеджменту знаходяться такі ослаблення неокласичних припущень, як несхильність менеджменту до ризику та інші ефекти присутності недиверсифікованих інвесторів.

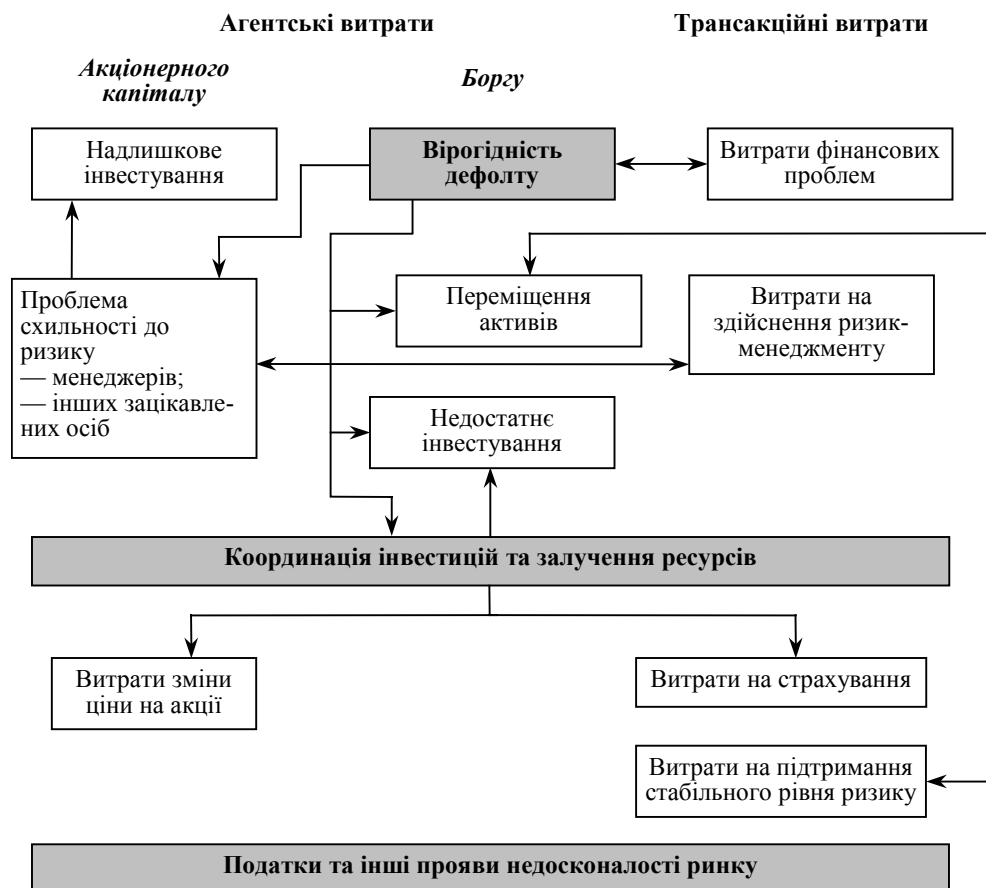


Рис. 1. Обґрунтування ризик менеджменту в неоінституційній теорії

Ефективність ризик-менеджменту пов'язана не тільки з економічним ефектом, який він справляє, але й витратами на управління ризиком. Про доцільність ризик-менеджменту можна говорили лише за умови, коли економічний ефект ризик-менеджменту перевищує відповідні витрати. На рис. 1 показано три сфери, де, згідно неонституційної теорії, може проявлятися ефективність ризик-менеджменту:

- 1) агентські витрати;
- 2) трансакційні витрати;
- 3) податки й інші прояви ринкової недосконалості.

Розглянемо дані аспекти докладніше.

З рис. 1 ми бачимо, що вірогідність дефолту посідає центральне місце в процесі нашого дослідження місця ризику-менеджменту у створенні вартості. Як тільки фірма, в тому числі й банк, починає фінансувати себе шляхом залучення боргу, зростання його фінансового важеля одночасно збільшує ризик дефолту через скорочення коливань у вартості фірми. Розподіл активів фірми за відсутності ризик-менеджменту ширший, а область, яка знаходиться нижче точки дефолту (*DP*), відносно велика. Шляхом застосування ризик-менеджменту фірма може звузити розподіл активів. І хоч скорочення вірогідності дефолту безпосередньо не спроможне збільшити вартість фірми, однак може знизити агентські і трансакційні витрати, що є наслідком вірогідності дефолту. Тому саме у цих сферах криються можливості для ризик-менеджменту створювати вартість.

Теоретично, чим вищий коефіцієнт заборгованості, тим більше ризик-менеджменту повинна проводити фірма. Це особливо стосується банків, які мають найвищий фінансовий важіль серед інших підприємницьких структур. Тому, як зазначає Д. Даймонд [1], ризик-менеджмент пом'якшує проблеми, пов'язані з фінансуванням за рахунок боргу в фінансових установах.

Як вже зазначалось, усі агентські проблеми, пов'язані з ризик-менеджментом, є наслідком проблем морального ризику і мають місце після укладання контрактів. Так як агентські витрати спричиняють зменшення ринкової вартості капіталу та/або боргу банку, ми поділили їх на агентські витрати акціонерного капіталу і агентські витрати боргу. Зменшення цих витрат за допомогою провадження ризик-менеджменту потенційно може підвищувати вартість банку.

Агентські витрати акціонерного капіталу поділяються на три групи:

- проблема надмірних інвестицій;
- проблема схильності фірми до ризику;
- проблема схильності до ризик-менеджерів.

Проблема надмірних інвестицій пов'язана з конфліктом інтересів між акціонерами банку і його менеджерами: менеджери можуть приймати рішення щодо ухвалення проектів з негативним NPV, переслідуючи власні інтереси, або намагаючись збільшити розмір організації¹.

Ризик-менеджмент допомагає зменшити дані агентські витрати грошових потоків, обмеживши той їх розмір, котрий знаходиться у сфері свободи дій топ менеджменту. Також, ризик менеджмент може дати можливість підвищити коефіцієнт боргу, що може знизити агентські витрати акціонерного капіталу без збільшення вірогідності дефолту фірми.

Проблема схильності фірми до ризику. З точки зору теорії фірми остання може розглядатись як сукупність контрактів між її різними зацікавленими сторонами. Ці зацікавлені сторони можуть мати як спільні, так і суперечливі інтереси. Практика свідчить, що стейкхолдери, як правило, не здатні диференціювати свої вимоги до фірми. Тому здійснення кожним із стейкхолдерів заходів з управління ризиком не здатне стати альтернативою корпоративному ризик-менеджменту. Коли банк хе-

¹ В англійській літературі такий мотив визначають поняттям «*empire building*»

джуватиме свої специфічні ризики, стейкхолдери не зможуть вимагати компенсації за прийняття таких ризиків, що вони робили б у протилежному випадку. Так як ці компенсації, які є формою агентських витрат, знижують вартість акціонерного капіталу, їх уникнення призводить до зростання вартості банку. Тому несхильність стейкхолдерів до ризику може стимулювати банк здійснювати ризик-менеджмент, навіть коли ризик дефолту, спричинений зростанням частки боргу в структурі ресурсів, відсутній.

Проблема схильності до ризику менеджерів пов'язана з двома причинами. З одного боку, менеджери зацікавлені у корпоративному ризик-менеджменті через власні інтереси, так як вони апріорі відчують антипатію до ризику, а, з іншого боку, здійснюючи корпоративний ризик-менеджмент вони демонструють свої управлінські здібності ринку праці. Зупинимось на цих проблемах детальніше.

Однією з головних причин антипатії менеджерів до ризику є та, що, як дослідив Р. Штульц, вони інвестують значну частку їх особистого багатства в компанію, що виражається у формі акцій та людського капіталу. Це робить їх недостатньо диверсифікованими і обмежує їхню здатність до диверсифікації [2]. Тому менеджери не байдужі до специфічного ризику фірми і турбуються про загальний ризик фірми.

Саме через антипатію до ризику менеджерів зростання волатильності грошових потоків банку означає вищу вірогідність дефолту, що спричинює до зменшення майбутньої корисності їх людського капіталу і їхніх вкладень у акції. Менеджери зацікавлені у зменшенні коливань ринкової вартості фірми, тому що здійснення банком ризик-менеджменту підвищує їх особистий добробут з невеликими витратами, або зовсім без витрат для інших стейкхолдерів. Таким чином, зростання вартості банку пов'язане із зростанням добробуту його топ-менеджерів, а тому є бажаним для них навіть через егоїстичні мотиви.

Крім акціонерів і топ-менеджерів, специфічний ризикам фірми впливає також і на інших стейкхолдерів банку. Якщо стейкхолдери не мають змоги диверсифікувати ці ризики або самостійно управляти ними, специфічний ризик фірми впливатиме на майбутні виплати за вимогами цих зацікавлених сторін. Через антипатію стейкхолдерів до ризику, в них знизиться стимул інвестувати у відношення з банком, котрий відчуває фінансові проблеми, або із значною вірогідністю дефолту, або вимагатимуть додаткової компенсації за прийняття додаткових ризиків. Наприклад, у випадку працівників, котрі не є акціонерами, але інвестували значну кількість свого людського ресурсу в фірму, при високій вірогідності дефолту, буде вимагатись вища компенсація за роботу в такій фірмі, або ж працівники скоротять свою трудову віддачу та лояльність організації. Таким чином, зростання вірогідності дефолту матиме вплив на вартість укладання контрактів з стейкхолдерами, що зменшить грошових потоків банку, тому що банки, які відчувають фінансові проблеми, більше платитимуть за надані їм послуги і змушені знижувати ціни для клієнтів. Все це призводить до агентських витрат, які знижують вартість акціонерного капіталу банку. Тому банк може отримати вигоду з проведення ризик-менеджменту, оскільки останній може використовуватися як інструмент для зниження агентських витрат і покращити умови договорів з різними групами зацікавлених сторін.

Агентські витрати боргу є витратами, які пов'язані з конфліктом інтересів між акціонерами і тримачами облігацій. Вони поділяються на дві групи, зображені на рис. 1: переміщення активів і недостатні інвестиції. Обидві групи є наслідком вірогідності дефолту. Дані агентські витрати зменшують вартість боргу, відповідно, їх зниження за допомогою ризик менеджменту призводить до збільшення вартості банку.

Усі кредитори банку володіють фіксованими вимогами до нього, так як вони надають кошти очікуючи, що проекти, реалізовані банком, матимуть певний рі-

вень ризику і відповідно встановлюють винагороду за своїми вимогами, наприклад, процентну ставку по облігаціям. Натомість, акціонери є залишковими претендентами. Вони володіють вимогами до компаніями, вартість яких фактично рівноцінна опціону колл на вартість фірми, так як вони мають право вступити у власність фірми за допомогою викупу всього боргу у будь-який момент часу. Як і у випадку опціону, вартість капіталу акціонерів підіймається, коли коливання доходності покладених в основу активів зростає. Іншими словами, зростання волатильності грошових потоків банку збільшить вартість його акцій. Тому акціонери, а отже й підконтрольні їм топ-менеджери, зацікавлені переходити від інвестиційних проектів із низьким коливанням, що обіцяють боргові зобов'язання, до проектів з високим коливанням. Ця поведінка називається переміщенням активів або переміщенням ризику всередині компанії. Вона збільшує вартість вимог акціонерів і знижує вартість фіксованих вимог. Заміщення активів викликає переміщення багатства від тримачів боргу до акціонерів і є не вигідним для компанії в цілому.

Раціональні тримачі боргу передбачатимуть таке переміщення ризику й вимагатимуть вищої премії за ризик за своїми облігаціями, або ж намагатимуться заборонити переміщення ризику за допомогою включення обмежувальних умов у боргові контракти, чи емісії конвертованих боргових зобов'язань, опціонів, що дають змогу приймати участь у розподілі вигод, викликаних зростанням ринкової вартості акцій. Такі обмежувальні умови можуть призводити до неефективної інвестиційної політики, усунути гнучкість у прийнятті інвестиційних рішень і, на загал, підвищують агентські витрати боргу. Скоротити агентські витрати боргу покликані заходи у сфері ризик-менеджменту.

Вартість компанії визначається розміром грошових потоків, які по-суті є сумою вимог власників боргу і вимог акціонерів до компанії. Необхідність розподілу цих грошових потоків між зазначеними двома групами може створити проблеми, які визначаються, як конфлікти акціонер-тримач облігацій. Ці конфлікти спричиняють зменшення вартості фірми за рахунок агентських витрат, пов'язаних з ними. Ця проблема особливо доречна в проблемі недостатніх інвестицій, яка має два аспекти.

По-перше, банк не генерує достатні внутрішні грошові потоки, які є потім доступними для реалізації інвестиційних проектів, котрі створюють вартість. Це приводить до менших інвестицій, ніж ті, що в інакшому випадку були б можливі (*underinvestment*).

По-друге, проблема недостатніх інвестицій через надмірний ліверидж. Проблема недостатності інвестицій є результатом конфлікту інтересів між акціонерами і тримачами облігацій. Як зазначає у цьому зв'язку У. Маєрс, акціонери можуть вирішити не реалізовувати проект, в якому непропорційна частка грошових потоків дістається власникам облігацій, як пріоритетним претендентам [3].

При підвищенні частки боргу в структурі ресурсів банку проблема недостатніх інвестицій зростає і, як результат, зростають агентські витрати. Наприклад, коли власники боргу передбачатимуть потенційний конфлікт інтересів, вони вимагатимуть вищої доходності за своїми облігаціями. Шляхом скорочення коефіцієнта борг/акціонерний капітал, проблема недостатніх інвестицій поступово зникає, так як стає вірогідним, що акціонери одержать усю належну їм частку грошових потоків, які генеруються проектами з позитивним NPV.

Як видно на рис. 1, існує принаймні чотири види трансакційних витрат, які могли б виступити обґрунтуванням для застосування ризик-менеджменту на корпоративному рівні, адже зменшення даних трансакційних витрат підвищує вартість фірми. До цих витрат відносять:

- витрати фінансових проблем;
- витрати здійснення ризик-менеджменту;

- витрати на емісію інструментів зовнішнього фінансування;
- витрати на забезпечення стабільного рівня ризику.

Витрати на емісію інструментів зовнішнього фінансування ми розглянули вище, тому зосередимося на трьох інших видах трансакційних витрат.

Насамперед, звернімося до витрат фінансових проблем, котрі являють собою витрати, які виникають через труднощі фірми при обслуговуванні боргу. Вважається, що акції є надто дорогим джерелом фінансування. Однак фінансування за рахунок боргу також пов'язане з витратами, адже залучення надто багато великої кількості боргу обмежує здатність компанії в подальшому залучати додаткові ресурси й може спричинити ситуації, коли фірма стикнеться з дефіцитом ресурсів, що загрожує фінансовими проблемами і навіть банкрутством.

В неокласичній теорії, зокрема в М-М-теорії, відсутні будь-які витрати, пов'язані з ситуаціями, коли фірма відчуває фінансові проблеми, тож фінансові проблеми в неокласичному світі не впливають на вартість фірми. Увівши в аналіз витрати фінансових проблем, ми констатуємо, що вони можуть бути доволі значними, а це стимулює банки зменшити вірогідність їх настання, тобто звузити коливання вартості компанії, так як ці коливання призводять до нелінійного взаємозв'язку між вартістю компанії до і після витрат фінансових проблем. Це може збільшити вартість фірми.

Вірогідність дефолту, тобто ситуації, коли компанія немає змоги обслуговувати свої фінансові зобов'язання, являє собою функцію двох чинників.

1. Співвідношення боргу та інших фіксованих витрат до грошових потоків. Чим більше дане співвідношення, тим вищою буде вірогідність дефолту.

2. Волатильність грошових потоків. Дефолт спричиняє ситуація, коли грошові потоки банку надто малі, щоб оплачувати його фінансові зобов'язання. Вища волатильність грошових потоків банку свідчить, що компанія стикнулася з дефолтом.

Розмір витрат дефолту можна диференціювати за прямими та непрямими витратами.

Прямі трансакційні витрати, пов'язані з дефолтом, практично не залежать від розміру фірми. До них відносять витрати адміністративного, правового, консультативними виплатами, пов'язаними з банкрутством, а також з реорганізацією, ліквідацією і продажем активів. Такі витрати за даними К. Джеймса складають приблизно 10 % проблемних активів банків [4, с. 1228], що дещо менше їх аналогічного розміру в компаній нефінансового сектора.

Однак основною причиною фінансових труднощів банку слід вважати непрямі, іншими словами — приховані витрати. Ймовірність їх настання вища, ніж ймовірність дефолту. Значною мірою приховані витрати відносяться до агентських проблем, пов'язаних з фінансовими ускладненнями. Зокрема, непрямі витрати стимулюють проблему недостатніх інвестицій, яка в умовах фінансових ускладнень посилюється, наприклад, через труднощі в отриманні додаткових ресурсів, що призводить до раціонування капіталу, а в перспективі — до недоінвестування. Фінансові труднощі, які переживає банк, можуть стимулювати його топ-менеджмент поводитись у більш опортуністичний спосіб, збільшуючи загальні ризики компанії.

Фінансові ускладнення фундаментально змінюють стимули різних зацікавлених сторін фірми і підвищують вірогідність дефолту, а також витрати на підтримання договірних відносин з цими зацікавленими сторонами. Непрямі витрати вищі у фірм, які реалізують продукцію чи послуги з тривалим строком (а саме до таких фірм відносяться банки), адже спонукати споживачів придбавати такі продукти можна лише нижчою ціною, а це негативно впливає на вартість. Фінансові проблеми компанії можуть, також, призвести до втрати провідних працівників, а лояльність інших фахівців у такому випадку буде забезпечуватись лише більш високою оплатою праці, що також стане чинником знищення вартості фірми.

Банківський бізнес, в силу своєї специфіки, має додаткові аспекти непрямих витрат. Так як він побудований на довірі, будь які проблеми можуть відносно швидко

знищити бізнес банків. Особливо це стосується проблеми фондування, так як рішення клієнта щодо розміщення коштів на депозит (відкриття поточного рахунку) у банку значною мірою залежить від репутації банку. Тому при настанні фінансових труднощів матиме місце або суттєве зниження грошових потоків банку, що загрожуватиме йому банкрутством, або відбудеться зниження чистої процентної маржі, через те, що банк, привертаючи до себе клієнтів, змушений буде пропонувати їм вищі за середньо ринкові ставки за депозитами чи нижчі процентні ставки за кредитами.

Крім цього, можна говорити про наявність непрямих витрат від банкрутства банку і вилучення банківської ліцензії. К. Джеймс зробив спробу розрахувати непрямі витрати банкрутства банку і проаналізував 412 американських банків у період з 1985 р. — середина 1988 р. Джеймс обчислює втрати активів як різницю між балансовою вартістю активів банку, якому загрожує банкрутство і ринковою вартістю активу під час банкрутства. Він робить висновок, що непрямі витрати складають у середньому 30 % активів банків у стані банкрутства [4, с. 1225, 1228]. Проте, мало ймовірно, що балансова вартість відображає реальну вартість активів і є об'єктивним показником. Подібні дослідження, описані в роботі М. Онг, свідчать, що сума прямих і непрямих витрат банку в середньому складає 27 % [5, с. 56]. Це означає, що вартість активів напередодні дефолту може бути набагато нижчою, ніж балансова вартість.

Ризик-менеджмент може збільшити вартість банку за допомогою скорочення волатильності грошових потоків і, відтак, зменшення мінливості вартості фірми в майбутньому.

Наступним видом трансакційних витрат є витрати на здійснення ризик-менеджменту. Взагалі, наявність трансакційних витрат визначає ефективність здійснення ризик-менеджменту як на індивідуальному, так і на корпоративному рівні [6, с. 31]. Недиверсифіковані стейкхолдери при розгляді інвестиційних альтернатив можуть віддати перевагу фірмі, котра здійснює ризик-менеджмент, тому що трансакційні витрати на управління ризиком на корпоративному рівні нижчі, ніж на індивідуальному. Досить згадати витрати на набуття необхідних фахових знань та навичок, відповідної технологічної інфраструктури, наявність економії на масштабі при торгових операціях на ринку похідних фінансових інструментів, де існують вимоги до мінімального розміру угод. Також, ризик-менеджмент абсорбує агентські витрати, гарантуючи добросовісне виконання агентами своїх посадових обов'язків. При цьому, на корпоративному рівні особливі переваги належать фінансовим посередникам, які мають можливість з меншими зусиллями та витратами диверсифікувати свої трансакції.

Наступним етапом нашого розгляду є податки, як сфера впливу ризик-менеджменту на вартість банку. Так як податки є важливим компонентом ведення бізнесу, а заощадження податків може істотно вплинути на вартість фірми, оптимально всі оцінки потрібно проводити на основі результатів після оподаткування. Тому формулу (1) необхідно скорегувати в один з двох наступних способів:

1) і грошові потоки в чисельнику, і ставка дисконтування в знаменнику мають оцінюватись на основі результатів після оподаткування;

2) можна використати метод скорегованої поточної вартості (APV) й отримати вартість фірми після оподаткування:

$$\text{Вартість фірми} = \frac{\text{Вартість фірми без врахування податків}}{\text{— PV (податкового ефекту)}}. \quad (2)$$

Дана формула свідчить, що за рахунок зменшення поточної вартості податкових платежів можна підвищити вартість фірми. Питання в тому, як ризик-менеджмент може допомогти в цьому? Як вважає Ч. Смітсон та ін., для цього існує шляхи:

— шкала оподаткування має бути опуклою;

— частина доходів до оподаткування має знаходитись у межах опуклої шкали оподаткування [7, с. 366—367].

Опукла шкала оподаткування передбачає, що середнє значення ефективної податкової ставки фірми росте, коли ростуть доходи до оподаткування, тобто коли гранична ставка оподаткування перевищує середню податкову ставку.

При системі оподаткування з лінійною шкалою оподаткування ризик-менеджмент не може мати жодного впливу на вартість фірми, доки:

$$E(g(X)) = g(E\{X}), \quad (3)$$

де g = Лінійна податкова функція;

X = Випадкова змінна = доходи до оподаткування;

$E(-)$ = Очікувана вартість.

Для прикладу, коли банк отримає прибуток до оподаткування в розмірі 100 млн гр. одиниць, або матиме збиток 80 тис. гр. одиниць з рівною вірогідністю і за умови фіксованої ставки оподаткування на рівні 50 %:

$$g\{X\} = 0,5X \text{ і відтак}$$

$$E(g(X)) = g(E\{X\}) = 50.$$

Якщо ефективна шкала оподаткування опукла, ризик менеджмент дозволить скоротити очікувані податки фірми, тому що зменшення волатильності прибутку до оподаткування X спричинене ризиком, зменшить податкові зобов'язання, тому що:

$$E(g(X)) \geq g(E\{X\}). \quad (4)$$

Таким чином, фірма заощаджує різницю у податках між очікуваними податковими платежами без ризик-менеджменту і нижчих податків за рахунок хеджування. Скорочення волатильності вартості банку в цьому зв'язку може призвести до збільшення волатильності прибутку до оподаткування. Тому навіть якщо податки і є найважливішим джерелом для створення вартості, здійснення ризик-менеджменту для досягнення додаткових заощаджень податкових платежів видається дуже непереконливим. Загалом, управління ризиком матиме сенс лише поки витрати на ризик-менеджмент нижчі, ніж поточна вартість очікуваних заощаджень на податках. Однак це мало ймовірно. Цей висновок підтверджується дослідженнями Дж. Фена та ін. [8], а також С. Мейсона [6], в яких автори переконують, що на практиці витрати ризик-менеджменту набагато вищі, ніж невеликі заощадження податкових платежів.

До чинників, які визначають іншу ринкову недосконалість, потрібно віднести дивідендну політику та сприйняття ризику компанії.

Дивідендна політика містить сигнальний ефект, що стимулює банки притримуватись стабільної дивідендної політики. Через побоювання, що розмір прибутку може змінитись, менеджери часто змушені резервувати певну частину ліквідних коштів. Якщо ризик-менеджмент може скоротити розмір даних коштів, це позитивно вплине на вартість фірми.

Фактор сприйняття ризиків полягає в тому, що ринки можуть сприйняти банк більш ризикованим, ніж він є насправді. Якщо джерелом цього неправильного сприйняття є певний чинник ризику, ризик-менеджмент може виключити або скоротити дане невірне сприйняття, скоротивши вірогідність фінансових проблем і підвищуючи вартість банку.

Таким чином, ми з'ясували, що згідно неінституційної теорії фінансів основною причиною застосування ризик-менеджменту на корпоративному рівні є наявність агентських та трансакційних витрат. Знижуючи поточну вартість агентських та трансакційних витрат, податкових платежів, ризик-менеджмент може скоротити очікувані платежі до різних стейкхолдерів фірми і може додатково гарантувати здійснення ефективних інвестицій, які призводять до підвищення вартості банку. Це дозволяє застосувати альтернативу зовнішнім джерелам фінансування, які згідно неінституційної теорії фінансів, можуть виявитись недоступ-

ними або більш дорогими для компанії. Однак для банків, чії ресурси майже повністю походять із зовнішніх джерел, це не так актуально, як для нефінансових компаній. Провідне значення для обґрунтування необхідності ризик-менеджменту в банках має аргумент уникнення фінансових проблем, зокрема вірогідності економічного дефолту.

Застосування інструментів ризик-менеджменту дозволяє скоротити прямі і непрямі витрати можливих фінансових проблем і таким чином підвищити вартість банку. Зниження вірогідності дефолту дає змогу збільшити частку боргу банківської фірми. Даючи можливість зростати фінансовому важелю компанії, ризик-менеджмент може також скоротити її податкові зобов'язання і, крім того, повністю пом'якшити майже всі агентські проблеми, наприклад, зменшити агентські витрати від необхідності заміщення активів за допомогою зниження волатильності грошових потоків фірми.

Крім того, з неоінституційної парадигми випливає, що корпоративний ризик-менеджмент може допомогти збільшити фінансовий важіль банку до його оптимального рівня, що позитивно впливає на вартість капіталу. Провадження ризик-менеджменту доцільніше у компаніях закритого типу в порівнянні з відкритими фірмами з диверсифікованою структурою власників. Це ж стосується компаній, які мають істотні агентські проблеми між менеджерами і акціонерами, між акціонерами і власниками облігацій. Найбільше від ризик-менеджменту виграють фірми, котрі несуть великі непрямі витрати банкрутства, до яких відносять банки зокрема та компанії фінансового сектора взагалі.

Таким чином, хоч уникнення економічного дефолту залишається основною причиною здійснення ризик-менеджменту на корпоративному рівні, зміна традиційної ролі фінансового посередництва призвела до того, що управління ризиком використовується для збільшення вартості фірми, а ризик-менеджмент став ключовою сферою банківського бізнесу. Проте, здатність корпоративного ризик-менеджменту створювати вартість залежить від умінь банку ідентифікувати свої конкурентні переваги, які впливають із його здатності приймати та утримувати ризики. Відповідно, ті ризики, які банки розуміють і якими ефективно управляють, створюватимуть вартість, тоді як ризики, які банки не усвідомлюють, будуть знищувати вартість.

Література

1. *Diamond Douglas*. Financial Intermediation and Delegated Monitoring. — Review of Economic Studies. — Vol. 51. — 1984. — P. 393—414.
2. *Stulz Rene M*. Optimal Hedging Policies. — Journal of Financial and Quantitative Analysis. — Vol. 19. — June 1984. — P. 127—140.
3. *Myers W*. Determinants of Corporate Borrowing. — Journal of Financial Economics. — Vol. 5. — 1977. — P. 147—175.
4. *James Christopher M*. The Losses Realized in Bank Failures. — Journal of Finance. — Number 4. — September 1991. — P. 1223 — 1242.
5. *Ong Michael K*. Internal Credit Risk Model — Capital Allocation and Performance Measurement. — London: Risk Publication, 1999.
6. *Mason Scott P*. The Allocation of Risk. — Harvard Business School. Working Paper 95-060. 1995.
7. *Smithson Charles W., Smith Clifford W. Jr., Wilford D. S*. Managing Financial Risk — A Guide to Derivative Products, Financial Engineering and Value Maximization. — Chicago: Irwin, 1990.
8. *Fenn George W., Post Mitch, Sharpe Steven A*. Does Corporate Risk Management Create Shareholder Value?—A Survey of Economic Theory and Evidence. — Financial Risk and The Corporate Treasury: New Developments in Strategy and Control. — 1997. — P. 13—31.

Надійшла до редакції: 21.01.2008 р.