

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
Державний вищий навчальний заклад  
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

І. Б. Івасів

УПРАВЛІННЯ  
ВАРТІСТЮ  
БАНКУ

монографія

УДК 336.7:330.13  
ББК 65.262.101-21  
І 23

*Рецензенти*

**В. Л. Андрущенко**, д-р екон. наук, проф.  
(Національний університет державної податкової служби України)

**І. С. Гуцал**, д-р екон. наук, проф.  
(Тернопільський національний економічний університет)

**Л. Ф. Романенко**, д-р екон. наук, проф. засл. працівник освіти України  
(Відкритий міжнародний університет розвитку людини «Україна»)

*Рекомендовано до друку Вченою радою КНЕУ  
Протокол № 10 від 26.06.08*

**Івасів І. Б.**

І 23      Управління вартістю банку: Монографія. — К.: КНЕУ,  
2008. — 288.

ISBN 978-966-483-129-8

У монографії розглянуто провідні теоретичні аспекти вартісно-орієнтованого управління банком, проаналізовано специфічні чинники створення та оцінки вартості в банківському бізнесі, зокрема особливості створення вартості банку в процесі управління ризиком. Міститься низка рекомендацій щодо вдосконалення зазначених аспектів вартісно-орієнтованого управління.

Монографія призначена для наукових працівників, викладачів, аспірантів, фахівців у сфері банківського менеджменту, а також усіх, хто цікавиться проблемами управління банківським бізнесом.

**УДК 336.7:330.13**  
**ББК 65.262.101-21**

*Розповсюджувати та тиражувати  
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

ISBN 978-966-483-129-8

© І. Б. Івасів, 2008  
© КНЕУ, 2008



# Зміст

---

Вступ .....	4
<b>Розділ 1. Банки як об'єкт вартісно-орієнтованого управління</b> .....	8
1.1. Максимізація вартості банку як провідна мета банківського менеджменту .....	8
1.2. Банки в сучасному фінансовому ландшафті .....	25
1.3. Сучасний банк — у пошуку ідентичності .....	44
<b>Розділ 2. Фундаментальна вартість банку та особливості її оцінки</b> .....	68
2.1. Теоретичні засади вартості банківської фірми .....	68
2.2. Моделі оцінки вартості фірми .....	80
2.3. Специфічні аспекти оцінки вартості банку .....	101
<b>Розділ 3. Створення вартості банку в процесі управління ризиком</b> .....	128
3.1. Ризик-менеджмент та його зв'язок зі створенням вартості банку .....	128
3.2. Позитивна теорія ризик-менеджменту .....	137
3.3. Управління структурою капіталу банку .....	161
3.4. Бюджетування капіталу в банку .....	193
<b>Розділ 4. Нематеріальні активи в процесі створення вартості в банку</b> .....	208
4.1. Корпоративне управління в системі вартісно-орієнтованого банківського менеджменту .....	208
4.2. Транспарентність банківської діяльності та її вплив на вартість банку .....	218
4.3. Відносини з інвесторами в процесі управління вартістю банку .....	238
4.4. Ділова етика та корпоративна соціальна відповідальність банківського бізнесу .....	247
Література .....	266
Додатки .....	282

**З**агострення конкуренції на ринку банківських продуктів, процеси глобалізації та формування ринку корпоративного контролю протягом останніх десятиліть обумовили появу і значне поширення феномену вартісно-орієнтованого управління бізнесом. Дана тенденція не оминула й банківську сферу, а максимізація вартості компанії стала ключовою метою сучасного банківського менеджменту. Як і багато глобальних компаній з інших галузей, у сучасних умовах банки в процесі своєї діяльності зміщують акценти з прибутковості на користь створеної компанією вартості, котра стала важливим показником результативності банку і її менеджменту.

Одночасно з цими змінами відбулись і кардинальні перетворення у характері банківської діяльності, які потребують серйозного розгляду та осмислення. Логіка дослідження полягає як у з'ясуванні феномену сучасного банківництва, так і у виявленні специфічних аспектів управління вартістю в банківських фірмах. Специфіка процесу створення та оцінки вартості банку впливає насамперед з особливостей банківського бізнесу, зокрема з того факту, що фінансова діяльність банків, на відміну від нефінансових компаній, не обмежується лише забезпеченням ресурсів для формування активів компанії, але сама по собі може створювати додаткову вартість. Крім того, будучи фінансовим посередником, сучасні банки забезпечують клієнтів широким асортиментом фінансових продуктів та професійно управляють ризиками.

Разом з тим слід зазначити, що теоретичним каркасом парадигми вартісно-орієнтованого управління стала неокласична теорія фінансів з усіма її найбільш обмеженими припущеннями, зокрема щодо нейтральності до вартості таких чинників, як структура ресурсів компанії, дивідендна політика, ризик-менеджмент, бюджетування капіталу. Натомість аналіз діючої практики свідчить, що ці чинники відіграють вирішальну роль у процесі утворення банком вартості. Це потребує глибокого теоретичного усвідомлення наявних теоретичних концепцій управління вартістю бізнесу, їх розширення й адаптації до реалій сучасного банківського бізнесу.

Отже, основною метою даного монографічного дослідження є розробка теоретичної концепції управління вартістю банку, виявлення специфічних, притаманних банківському бізнесу аспектів створення вартості.

Для досягнення цієї мети у праці послідовно розглянуто комплекс проблем, викладених у логічно поєднаних чотирьох розділах.

Завдання *першого розділу* полягає в обґрунтуванні переконання автора в необхідності використання показника вартості компанії як мірила результативності діяльності менеджменту банку. Теоретичним фундаментом у дослідженні даного питання стала так звана теорія зацікавлених сторін. Ідея щодо соціальної природи бізнесу, потреби в процесі управління орієнтуватись на широкі кола зацікавлених сторін протиставляється думці, що метою менеджменту є максимізація добробуту власників компанії. У праці робиться спроба поєднати два згаданих підходи. Аналізуються зміни в сутності та характері банківської діяльності, що відбулись протягом останніх 10—15 років, у контексті розвитку фінансових ринків, зокрема стосовно технологічних інновацій, глобалізації, дерегулювання. Розглядається проблема втрати сучасними банками своїх традиційних специфічних рис, що викликано конгломеративними процесами на фінансовому ринку. Ці процеси спричинили взаємопроникнення банківського бізнесу та бізнесів небанківських фінансових інститутів та утворення глибоко диверсифікованих фінансових компаній, котрі характеризуються додатковими рушійними силами (драйверами) створення вартості, однак з діяльністю яких пов'язані і додаткові ризики, значна частина яких досі не ідентифікована.

Предметом розгляду *другого розділу* монографії є фундаментальна вартість банку та специфічні аспекти її оцінки. Розглядається сутність вартості банку та вартісно-орієнтованого банківсь-

кого менеджменту. Окрема увага приділяється порівнянню бухгалтерської та економічної моделей аналізу діяльності банку, позаяк саме економічна модель служить базою вартісно-орієнтованого менеджменту. Розкривається структура вартісно-орієнтованого менеджменту та визначаються основні рушійні сили створення вартості банку.

Виходячи з того, що вартість компанії в умовах вартісно-орієнтованого управління є індикатором результативності менеджменту, процес оцінки вартості стає одним із ключових елементів аналізу. Кількість моделей оцінки вартості спонукала автора створити власний підхід до їх класифікації. У монографії послідовно розглядаються основні методи оцінки вартості, що служать підґрунтям для виявлення специфічних аспектів оцінки вартості банківських фірм. Застосування традиційного дохідного підходу до оцінки вартості, який базується на аналізі грошових надходжень та залишкового прибутку, дає змогу виявити результативність банківського менеджменту в аспекті створення банком додаткової вартості для своїх акціонерів та інших зацікавлених сторін. Формулювання пропозицій щодо врахування потенційних корегувань традиційних моделей оцінки має на меті вдосконалити процес оцінки банків, наблизити його до потреб сучасного вартісно-орієнтованого управління.

Основною причиною існування банків та інших фінансових посередників є агентська проблема та інші вияви ринкової недосконалості. Це дозволяє банку реалізовувати свою важливу компетенцію, яка полягає в управлінні ризиком. У *третьому розділі* розглядаються теоретичні підходи, окреслені неокласичною та неінституційною теоріями, які визначають здатність ризик-менеджменту створювати додаткову вартість банку. Оскільки неокласична теорія постулює нейтральний вплив ризику на вартість компанії, у монографії пропонується так звана позитивна теорія управління ризиком, що базується на неінституційній теорії фінансів. Позитивна теорія управління ризиком стала інструментом у дослідженні практичних управлінських проблем, зокрема управління структурою капіталу та бюджетування капіталу, а також створення авторської двофакторної моделі, яка включає такий чинник, як витрати на покриття загального ризику банку, і покликана знівелювати недоліки наявних моделей, зокрема відомої моделі RAROC.

Окрема увага приділяється розкриттю концепції економічного капіталу та аналізу поширеного методу «вартість ризику» (VaR-методу). Це дозволило сформулювати пропозиції щодо методики

формування банком економічного капіталу в розрізі його кредитного, ринкового, операційного ризиків.

В останньому, *четвертому розділі*, розглянуто комплекс проблем, які стосуються впливу нематеріальних активів на вартість банку. Відносини із зацікавленими сторонами формують вартість нематеріальних активів, які підвищують інвестиційну привабливість і, зрештою, загальну вартість банку. Це особливо актуально в сучасній економіці, яку часто називають економікою нематеріальних активів. Однак у банківському бізнесі проблема нематеріальних активів постає ще більш гостро порівняно з нефінансовими компаніями, адже специфічною особливістю банків є переважання в їхньому бізнесі активів у дематеріалізованій формі, а також той факт, що бізнес банків базується на довірі клієнтів.

Основну увагу автор зосередив на тих проблемах, котрі найбільш відчутно впливають на створення додаткової вартості, зокрема на проблемах корпоративного управління, відносин з акціонерами, прозорості банківського бізнесу та корпоративної соціальної відповідальності банків.

Аналіз комплексу окреслених проблем спрямований на наукове обґрунтування методів удосконалення сучасної практики управління банком, забезпечення умов конкурентоспроможності вітчизняних банків за умов посилення процесів глобалізації та експансії іноземного капіталу в банківську систему України.

## Розділ 1

### **БАНКИ ЯК ОБ'ЄКТ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ**

---

#### **1.1. Максимізація вартості банку як провідна мета банківського менеджменту**

Усі наукові розробки у сфері управління банківським бізнесом покликані вдосконалити певні управлінські процеси і, в кінцевому підсумку, підвищити результативність діяльності банку. Разом з тим результативність самих наукових розробок залежить від правильного вибору пріоритетів, методології дослідження тощо. Виявляючи причинно-наслідкові зв'язки, і дослідник, і фахівець повинні фокусуватись на певній загальній меті, яка й визначатиме результат їхньої діяльності.

Ідеться про те, що проблема результативності управління банком може розглядатись лише в контексті стратегічної мети, на реалізацію якої спрямовані зусилля його керівництва. Якість управління є інтегрованим результатом основних сфер діяльності банку, зокрема, управління активами та зобов'язаннями, ліквідністю, кредитним портфелем тощо. Це означає, що оцінка якості управління може бути об'єктивною, лише коли відомі мета і завдання, визначені для суб'єктів, що задіяні в процесі управління банком. Отже, установлення стратегічної мети управління потрібно розглядати як вихідний пункт управлінського процесу, що переносить проблему мети банківського менеджменту в практичну площину. З іншого боку, коли йдеться про процес управління, а в його контексті — про мету менеджменту, важливо визначити об'єкт управління.

Дані питання є доволі актуальними для нашої країни, зважаючи на брак наукових розробок у цій царині й відсутність усталених поглядів на проблему. Після тривалого періоду фактичної відсутності банківського бізнесу Україна запозичила іноземний досвід функціонування

банківських інститутів у ринковому середовищі. Очевидною відмінністю державних радянських банківських установ від нових банків стало те, що останні займались не розподілом грошових коштів, а «зароблянням» грошей. Напевне, через це й досі у вітчизняних наукових і навчальних працях можна зустріти тези про те, що основною метою банківського менеджменту є одержання прибутку, що сутність банківського бізнесу полягає в якнайдешевшому одержанні грошей в одному місці і якнайдорожчому їх продажу в іншому, а також про те, що назва «комерційний банк» вказує, що банківська установа працює на принципах комерційного розрахунку (це, на жаль, вельми поширений міф). Зрозуміло, що єдиним мірилом результативності менеджменту був одержаний банком прибуток.

Тоді ж на Заході майже одночасно набрали силу дві парадигми: вартісно-орієнтоване управління та корпоративне управління. Вони змусили по-новому поглянути не тільки на проблеми ефективності, але й на сенс діяльності банківського менеджменту. Ці тенденції поступово набирають поширення і в Україні, про що свідчать праці вітчизняних економістів Г. Бортнікова, В. Міщенко, О. Мендрула, Т. Майорової, А. Мороза, О. Олексюка, А. Пересади, Л. Примостки, О. Федоніна. Однак твердження п'ятнадцятирічної давнини про те, що кінцева мета банківського менеджменту — забезпечення прибутковості банку, досі зустрічаються навіть у серйозній науковій літературі. Тому сьогодні потрібне глибоке вивчення сучасних наукових досліджень та їх адаптування до вітчизняних умов, що і є однією з цілей нашого дослідження. У його процесі ми послідовно зупинимось на понятті результативності банку, з'ясуємо передумови запровадження вартісно-орієнтованого підходу до банківського менеджменту, розглянемо сутнісні поняття вартості, зокрема вартості акціонерів та вартості фірми. Однак перш ніж приступити до з'ясування мети банківського менеджменту, зупинимось на самому банківському менеджменті.

Загальновідомо, що необхідність менеджменту зумовлена наявністю формальних організацій з їх горизонтальним (спеціалізованим) розподілом праці. За визначенням М. Мескона, М. Альберта та Ф. Чедоурі, «організація — це група людей, діяльність яких свідомо координується для досягнення загальної цілі або цілей [62, с. 31]. Банк є типовим прикладом формальної організації. Не буде перебільшенням заявити, що в банківському бізнесі з його високими вимогами до кваліфікації працівників ознаки формальної організації виявляються навіть більше, ніж, наприклад, у промислових компаній.

Згідно з Ч. Барнардом, формальна організація — це кооперація між індивідами, яку можна визначити як свідому, умисну, цілеспрямовану [128]. Кооперація дає змогу гарантувати виживання організації, підтримуючи рівновагу між зовнішнім середовищем та внутрішніми силами компанії. На відміну від прихильників внутрішньоорганізаційного аналізу, які розглядають банк як щось ціле, що є сукупністю певних складників, ми слідом за Барнардом вважаємо вихідним елементом корпоративної системи незалежного індивіда. Дослідник справедливо стверджував, що люди функціонують лише у взаємозв'язку з іншими людьми, тобто в рамках соціальних відносин. Кожен індивід на основі власних цілей та вподобань здійснює вибір рішення щодо входження в певну формальну організацію. Менеджмент організації перетворює індивідуальні дії в якийсь конкретний результат. Цей результат може відповідати або не відповідати цілям організації чи окремого індивіда. Невідповідність між ними породжує так звану *дихотомію Барнарда* «результативність — ефективність».

Потреба в кооперації окремих індивідів виникає, коли є необхідність досягти того, чого вони не можуть здійснити поодиноці. Отже, кожна формальна організація має певну мету, на досягнення якої спрямовані зусилля кожного її члена, включаючи керівництво. Якщо мета компанії була досягнута, значить організація була результативною (effective). Натомість ефективність організації (efficiency) є сукупністю індивідуальних ефективностей, оскільки саме в реалізації індивідуальних потреб полягає сенс кооперації. Члени організації роблять внесок у її результативність відповідно до ступеня задоволення їхніх особистих потреб. Якщо ці потреби не реалізуються, індивіди або зменшують зусилля, або залишають організацію. Тому, як пише Барнард, «єдиною мірою ефективності кооперативної системи є її здатність виживати» [128, с. 40]. Дослідник формулює принцип, згідно з яким неефективна організація, тобто така, що не може пропонувати своїм членам необхідні стимули, не може бути результативною і не може вижити [128, с. 42].

На відмінність між результативністю та ефективністю звертав у вагу і П. Дракер, який уважав, що результативність (effectiveness) означає «робити правильні речі» (doing the right things), а ефективність (efficiency) — робити речі правильно (doing things right). І результативність, і ефективність є важливими, однак Дракер переконаний, що перш за все потрібно вибрати точний орієнтир, мету, завдання, і лише після цього намагатись досягти визначених цілей відповідними засобами [33].

Дихотомію Бернарда часто можна спостерігати на практиці: на оперативному рівні управління акценти ставляться на досягнення економічної ефективності організації (наприклад, співвідношення витрат на результат), а на стратегічному рівні — підвищення ефективності з позиції поставлених цілей. Загалом згадана дихотомія є явищем доволі складним і може розглядатись у рамках різних парадигм. Більш детально дану проблематику дослідили, наприклад, О. Олексюк та Л. Дзюбенко [74].

Отже, з викладеного робимо кілька висновків.

*По-перше*, якщо низовою ланкою організації є індивід, то банк як формальну організацію доцільно розглядати як суспільний інститут, а не фінансовий механізм, набір технологій та продуктів. Тому у вивченні банківського менеджменту не менш, а навіть більш важливо, поряд з фінансовими відносинами, досліджувати соціальні відносини. Цей підхід особливо справедливий в теперішню економічну епоху, котра визначається як «економіка знань», «економіка нематеріальних активів».

*По-друге*, банківський менеджмент, що раніше розглядався як частина дисципліни «Фінансовий менеджмент», поступово набуває самостійності та синтетичного характеру, увібравши в себе елементи вже згаданого фінансового менеджменту, банківську справу, стратегічне управління, корпоративне управління, філософію, етику бізнесу. Еволюція наукових концепцій привела до того, що основна увага економічних дисциплін, включаючи й банківський менеджмент, стала переміщуватись із вузько функціональної галузі у сферу так званих суспільних дисциплін, особливістю яких є те, що вони вивчають поведінку індивідів.

Економіка, як суспільна дисципліна, досліджує господарську поведінку індивідів, а банківський менеджмент зосереджує увагу на поведінці учасників фінансового ринку: клієнтів, інвесторів<sup>1</sup>, менеджерів тощо, тобто всіх, кого визначають як зацікавлених осіб (стейкхолдерів) банку. Для прикладу, однією з найбільш затребуваних в останні роки теоретичних концепцій стала агентська теорія, котра вивчає відносини між менеджерами і власниками. Нобелівська премія була присуджена Ф. Модільяні за аналіз поведінки індивідів стосовно до заощаджень. І таких прикладів доволі багато. В. Полтерович назвав зазначені тенденції «поведінковим переворотом» в економічній науці, заявивши, що в сучасних умовах «макроекономічні теорії спираються не на апріорні

---

<sup>1</sup> Дослідження поведінки інвесторів привели до появи такого наукового напрямку, як фінансовий біхейверизм.

залежності між макро-змінними, а на моделі поведінки економічних агентів і теорію загальної рівноваги» [79, с. 53]. Таку саму думку висловив Нобелівський лауреат М. Алле, зазначивши, що «як фізика потребує сьогодні єдиної теорії всесвітнього тяжіння, так і гуманітарні науки потребують єдиної теорії поведінки людей» [3, с. 27].

*По-третє.* Результативність є більш важливою, ніж ефективність.

*По-четверте.* Вибраний нами підхід базується на аналізі групових та особистих інтересів і підводить нас до необхідності конкретизувати загальну мету організації. Як справедливо зауважила О. Гаєвська, «кооперативні процеси носять не хаотичний, довільний характер, а певним чином упорядкований. Цю впорядкованість кооперації спочатку створює мета діяльності, яка подібно до закону визначає спосіб та характер свідомої людської діяльності...» [24, с. 21]. Саме на досягнення мети організації (фірми) мають бути спрямовані зусилля тих осіб, котрих ми визначаємо як менеджмент банку. Відповідно, ця мета банку як організації може бути названа і метою банківського менеджменту.

Як слушно зазначає А. Дамодаран, для прийняття управлінських рішень основна мета організації повинна відповідати низці характеристик [160, с. 11]:

- Бути ясною й однозначною.
- Бути оперативною (вимірною).
- Мати низькі соціальні витрати.
- Забезпечувати довгострокове виживання компанії.

На наш погляд, найкраще відповідає переліченим характеристикам мета, виражена у значенні максимізації вартості фірми. Вартісно-орієнтований підхід до управління (value based management — VBM) припускає, що фірми, зокрема банки, повинні діяти так само, як би діяли її власники (акціонери) у своїх інтересах, а саме — максимізувати своє багатство. Проте з економічного погляду ця основна мета фірми не так очевидна, позаяк фірми в сучасній економічній теорії — це, швидше, лише засоби, а не кінцева мета господарської діяльності. Тут ми стикаємося з новою проблемою: як персоніфікувати інтереси, що стоять за поняттям «фірма», зважаючи на наявність згаданих раніше думок?

Сучасні розробки теорії фірми викликали гостру дискусію між переважно двома таборами авторитетних економістів, одні з яких, наприклад М. Фрідмен [182], Т. Коупленд [54], Є. Брігхем [14], Дж. Сінкі мол. [96], вважають пріоритетом для менеджменту задоволення потреб власників компанії, а інші, зокрема

Дж. Стігліц [100], В. Еван та Р. Фрімен [177], Р. Сімз [256], заявляють про необхідність у процесі управління орієнтуватись на інтереси більш широких суспільних груп, що їх називають зацікавленими сторонами. Утім обидві групи вчених переконані, що основна мета менеджменту полягає в максимізації вартості фірми. Крім цього, низка вчених, серед яких Х. Ор, М. Нотон [75], підтримують ідею побудови бізнесу на етичних принципах, що на практиці нагадує ісламську модель банківництва. Погляди останніх обговорюються у певних колах учених та практиків, однак суттєвого поширення не набули.

Залучення українських банків як учасників у глобальну економічну систему передбачає, що ці питання набувають для них практичного значення, особливо з огляду на специфіку формування банківської системи України, що спричинила появу своєрідних форм корпоративного управління. Поступово вартісно-орієнтований підхід до розуміння призначення менеджменту та вартісне мислення набувають поширення й у нашій країні, чому сприяють глобалізаційні процеси, учасниками яких стають і українські компанії. Чи не найбільш фундаментальною працею з цих питань ми вважаємо дослідження О. Мендрула [61], в якій автор аргументовано довів переваги управління, орієнтованого на зростання вартості бізнесу. О. Федонін, І. Рєпіна, О. Олексюк запропонували методологічні підходи до оцінки потенціалу та його впливу на вартість підприємства [105]. Серед учених-дослідників банківського бізнесу позиції вартісно-орієнтованого управління обстоюють А. Пересада та Т. Майорова [77], а також Л. Примостка, яка заявляє, що «стратегічною метою діяльності банку є максимізація його ринкової вартості...» [82, с. 15]. Однак питання, чиї інтереси стоять за абстрактним поняттям «вартість фірми», переважно не входять у коло наукових інтересів вітчизняних дослідників, крім А. Пересади та Т. Майорової, які вважають, що загальноприйнятою метою функціонування фірми є зростання багатства акціонерів [77, с. 99—100]. Зупинімось на цій тезі детальніше.

Ми виходимо з того, що всяка діяльність людини, навіть коли вона цього не усвідомлює, має якусь мету. Причиною будь-якої діяльності людини є бажання здобути те, чого вона не має. Арістотель називав намагання задовольнити потребу *благом*. Також благом він вважав об'єкт, одержання й володіння яким допоможе найповніше виразити людську сутність і досягти щастя [5]. Намагання цього об'єкта можна визначити як мету або завдання, які, відповідно, можуть бути «благими». Безліч сфер діяльності людини породжує безліч її цілей і може спричинитися до конфлікту між ними.

Як і цілі, поняття блага теж неоднорідне. Усі блага можна поділити на фундаментальні і вищі. Фундаментальні блага потрібні для досягнення інших благ і найчастіше використовуються для підтримання життєдіяльності особи чи компанії. До таких належать матеріальні блага, наприклад їжа, вода, житло, а в бізнесі — гроші, капітал, технології, обладнання. Вищі блага є самодостатніми; їх прагнуть заради них самих, а не для того, щоб обміняти на інші блага. Душевна рівновага, особистісний розвиток, людські взаємини — це приклади вищих благ людини. Термін «стійкий розвиток» об'єднує окремі блага, що в сучасних умовах вважаються вищим благом для бізнесу. І хоч без фундаментальних благ не може існувати ні людина, ні бізнес, людська особистість прагне до вищих благ, що й відрізняє її від тварин. Це чудово ілюструє (незважаючи на свою певну обмеженість) знаменита «ієрархія потреб» А. Маслоу, в якій фізіологічні потреби індивіда становлять основу піраміди, але її вершина — це потреби вищого порядку (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Ієрархія потреб Маслоу [216, с. 3]

Велике значення також має розподіл благ, який може здійснюватися за допомогою поділу або участі. Поділ передбачає розподіл цілого на частини, а участь — розподіл цілого як цілого. Фундаментальні блага, що мають кількісний вимір, можуть роз-

поділятися між членами суспільства за допомогою поділу. Такі блага називають приватними, підкреслюючи цим, що їх можна передати індивідові виключно через відмову іншим особам. Натомість таке благо, як знання, є прикладом блага, що розподіляється способом участі. Для прикладу: коли хтось ділиться знаннями, то збагачує ними іншого, але при цьому сама кількість знання не зменшується. Такі блага можна розподіляти безліч разів на користь багатьох, коли не всіх членів суспільства. Тому блага, що розподіляються способом участі, називають загальними благами.

Загальне благо відносно більшої частки громади має назву суспільного блага. Як і знання, менеджмент також є різновидом загального блага. Його також можна назвати і суспільним благом, адже, як справедливо зазначає Дж. Стігліц, «якщо якийсь акціонер наполегливо працює і покращує управління фірмою, вигоди отримують усі акціонери...» [100, с. 115]. Так само від успішного управління банком дістають вигоду його працівники, клієнти, через сплату податків — держава тощо. У цьому прикладі суспільне благо приводить до появи приватних благ. Це означає, що досягнення окремою особою чи організацією (у нашому випадку банком) приватних цілей без загального, поза контекстом суспільного блага, приречене на невдачу. Разом з тим прагнення до приватних благ може як сприяти суспільному благому, так і ставати йому на заваді.

Ми з'ясували, що особливістю людини є прагнення до вищих благ, а також той факт, що її намагання здобути приватні блага може служити суспільному благому. Однак у реальному житті, приходячи в бізнес у ролі менеджера, людина часто віддає перевагу приватним цілям і вибирає фінансові пріоритети. У результаті її особистість ніби роздвоюється: моральні принципи виносяться в розряд особистих переконань, котрі не мають нічого спільного з діловою діяльністю, де на першому плані стоїть ефективність і прибутковість. Проте банківський бізнес функціонує в суспільній оболонці, тож менеджерам у своїй діяльності доводиться зважати на світогляд та інтереси інших членів суспільства, котрі виступають у різних ролях: клієнтів, персоналу, інвесторів та кредиторів тощо — і від яких залежить результативність банку. Тому наявні концепції фірми — і модель акціонерів, і модель зацікавлених сторін<sup>2</sup> — включають фундаментальні і вищі блага в рамки стратегічних цілей компанії. Визначальним, однак, є пріоритет

---

<sup>2</sup> Це справедливо і для моделі загального блага, яка менш поширена.

цих благ у даних моделях, а також різне розуміння зв'язку між приватними та суспільними благами. Розглянемо згадані моделі детальніше.

За логікою *моделі акціонерів* менеджмент має концентруватись переважно чи виключно на меті максимізації багатства акціонерів, оскільки саме акціонери перебирають на себе ризики компанії. Таке розуміння виражає традиційне бачення компанії, за яким менеджери відповідають перед власниками фірми за максимізацію її вартості. На сьогодні таке бачення основної мети менеджменту, що склалось у рамках неокласичної парадигми, превалює, принаймні в країнах англосаксонської культури, здебільшого у США, Канаді, Великобританії. Зокрема, Д. Хоулі зробив огляд 22 американських підручників з корпоративних фінансів для того, щоб визначити розуміння їх авторами основної мети менеджменту. У всіх джерелах зазначалось, що менеджери корпорацій, включаючи й керівників банків, повинні прагнути максимізувати багатство власників за допомогою максимізації ціни простих акцій компанії [193, с. 712]. Далі за текстом ця теза — максимізація багатства акціонера (SWM — shareholder wealth maximization) — проходить через усі розділи підручників як основа для прийняття всіх управлінських рішень не тільки фінансовими менеджерами, але й менеджерами корпорацій загалом, включаючи й менеджерів банків.

Логіку прихильників моделі акціонерів можна викласти у рамках *контрактної теорії фірми*. Вона постулює, що всі зацікавлені особи банку мають з ним контракти (не обов'язково юридичні), які фіксують відповідні інтереси. У контрактах зазначені всі вимоги зацікавлених осіб до компанії, а це означає, що вони не мають права вимагати від банку додаткової компенсації. Натомість акціонери беруть на себе основні ризики, а їхні вимоги в разі ліквідації банку задовольняються в останню чергу. За цією логікою пріоритетність інтересів акціонерів цілком виправдана. Саме такий чи подібний хід думок зустрічаємо у вже згаданих М. Фрідмена, Т. Коупленда, С. Брігхема, Дж. Сінкі.

Модель акціонерів прямо й недвозначно виносить у розряд абсолюту максимізацію вартості банківської фірми у формі максимізації багатства акціонерів, тобто проголошує пріоритет фундаментальних благ (прибутковість акціонерного капіталу, ринкову вартість акцій) перед вищими. При цьому не виключено, що керівництво банку намагається утримуватись від неетичних управлінських рішень і бути добрим корпоративним громадянином, оскільки така поведінка за певних суспільних обставин

сприяє зростанню вартості банку. Але саме останнє в моделі акціонерів є спонукальним мотивом для досягнення менеджментом вищих благ, а самі вищі блага є інструментом одержання фундаментальних благ у вигляді багатства акціонерів.

Як уже зазначалось, модель акціонерів не заперечує необхідності досягнення суспільного блага в процесі ділової діяльності. Однак у цій моделі загальні блага ставляться в залежність від максимізації багатства акціонерів. Ілюстрацією даної ідеї можна вважати знаменитий вислів М. Фрідмена, що єдина соціальна відповідальність бізнесу полягає у збільшенні прибутку [236, с. 6]. Цю саму ідею, хоч і в менш радикальному трактуванні, знаходимо в Т. Коупленда та інших, які вважають, що акціонери — це «єдині учасники корпорації, які, турбуючись про максимальне зростання свого добробуту, одночасно сприяють підвищенню добробуту всіх інших» [54, с. 43].

З іншого боку, трактування фірми як однієї зі сторін контракту згідно з контрактною теорією передбачає, що фірма повинна мати власні завдання, які уособлюють її мету. Наявність мети діяльності обумовлює появу поняття поведінки. Отже, фірма повинна мати властивості суб'єкта, котрого не можна розглядати як сукупність фізичних осіб, що входять у цю фірму. Інакше кажучи, контрактна теорія легалізує наявність мети в компанії, і хоч у своєму неокласичному варіанті зводить її виключно до задоволення інтересів власників, але дозволяє розширити горизонт дослідження.

Якщо в моделі акціонерів менеджери розглядаються в ролі агентів акціонерів, а останні мають усі права на прибуток фірми, **модель зацікавлених сторін** виходить з того, що сучасна компанія — це передусім юридична особа, а не втілення інтересів акціонерів. Відповідно, у банківському бізнесі менеджмент є не агентом акціонерів, а довіреною особою банку. Тому менеджери повинні зважати на інтереси не тільки акціонерів, але й інших осіб, пов'язаних з діяльністю банку, які разом з акціонерами також можуть пред'являти претензії на частину його прибутку. Цих осіб заведено називати зацікавленими сторонами, або стейкхолдерами<sup>3</sup>.

Концепція зацікавлених сторін (теорія інтересів) почала активно розроблятися понад два десятиліття тому. Піонером у цій царині вважається Р. Фрімен, який у 1984 р. у своїй книзі «Стратегічне управління: роль зацікавлених осіб» визначив у ролі стейкхолдерів «будь-які індивіди, групи чи організації, що справ-

---

<sup>3</sup> Від англ. stakeholders — зацікавлені сторони.

ляють суттєвий вплив на рішення, які приймаються фірмою та/або перебувають під впливом цих рішень» [181, с. 25].

На сьогодні науковці не дійшли остаточної згоди щодо критеріїв ідентифікації зацікавлених сторін. На нашу думку, у банківському бізнесі зацікавленими особами потрібно вважати не тільки власників, персонал, менеджерів, регуляторів та клієнтів, тобто ті групи, що традиційно перебувають у фокусі наукових досліджень і на які спрямовані зусилля менеджменту, але й інших представників того середовища, яке оточує банк. На рис. 1.2 ми зобразили цих представників як зовнішні чинники, до яких віднесли, зокрема, фінансових аналітиків, рейтингові агентства, представників медіа, що висвітлюють діяльність банку, а в сучасних умовах — часто й формують суспільну думку про нього, членів місцевої громади, урядові структури, саморегульовані організації, інші інститути фінансового ринку. Перелічені учасники в моделі зацікавлених сторін підносяться до статусу квазі-акціонерів. Їхні позиції в сучасній економіці настільки сильні, що жодна з груп зацікавлених осіб не може домінувати, тож завдання менеджменту полягає в збалансуванні інтересів цих різних цільових груп зацікавлених у добробуті банку.



Рис. 1.2. Зацікавлені сторони, що впливають на діяльність банку

Модель зацікавлених сторін сягає корінням у так звану *теорію прав* (property rights theory), яка визначає, що право власності внутрішньо обмежене. Дана теорія розглядає всі ресурси як сукуп-

ність прав, а не фізичний об'єкт. Відповідно, ресурси, якими володіє фірма, розглядаються не як фізичні ресурси, а як права власності. Сама ж фірма розглядається, за А. Берлі та Дж. Мінзом, як «метод володіння власністю» [135, с. 1], в якому кожна група зацікавлених осіб має певні права власності.

Банки та інші підприємницькі структури виконують роль довіреної особи відносно ресурсів суспільства, тож менеджмент компанії, як справедливо відзначає Р. Сімз, повинен обслуговувати інтереси всіх зацікавлених осіб, а не тільки власників, клієнтів і персоналу [256, с. 61]. Згідно з теорією прав члени громади навіть можуть вимагати від власника активу утриматись від шкідливого, на думку громади, його використання. Отже, ставиться під сумнів ідея про те, що власність є природним правом.

Ідеологія обмеженого характеру приватної власності міститься також у доктринах усіх провідних релігійних течій сьогодення, зокрема у християнстві, іудаїзмі та магометанстві. С. Лукін виявляє її у Біблії, причому як у Старому Завіті (який є священною книгою прихильників іудаїзму) так і в Новому Заповіті [57]. Як висловився з цього приводу покійний глава католицької церкви папа Іван-Павло II: «...власність не є абсолютним правом, позаяк в її природі як людського права міститься її власне обмеження. Приватна власність за своєю природою має соціальний характер, основу якого становить загальне призначення речей» [197].

Отже, зацікавлені сторони також мають права, котрі повинні бути враховані менеджментом банку нарівні з інтересами акціонерів. Розробки в рамках ресурсної теорії фірми прямо свідчать, що можливість компанії, і особливо банку, одержувати ресурси безпосередньо залежить від наявності комунікацій із зацікавленими сторонами. Як слушно зазначають О. Віханський та А. Наумов, «будь-яке підприємство існує лише через те, що хтось завдяки цьому вирішує свої проблеми» [20, с. 118].

Потреба врахування менеджментом інтересів зацікавлених сторін приводить до розширення стратегічних цілей банку, де порівняно з моделлю акціонерів акценти зміщені в бік вищих благ.

Аналіз сучасних досліджень проблеми ролі зацікавлених осіб у бізнесі дозволяє зробити висновок, що за терміном «теорія зацікавлених сторін» стоїть цілий масив наукових розробок з неоднорідними уявленнями щодо природи зазначеної проблеми. Зробивши спробу узагальнити ці уявлення, ми виокремили такі відгалуження теорії зацікавлених осіб:

1. *Онтологічна теорія*. Дана теорія визначає фундаментальну природу та призначення компанії. Зокрема, на думку Ботрайта,

компанія є «організаційною одиницею, за допомогою якої багато різних індивідуумів і групи людей намагаються досягти своїх цілей» [140, с. 391]. Евен та Фрімен вбачають мету фірми у «служінні інструментом узгодження інтересів зацікавлених осіб» [177, с. 314]. Дані переконання прямо суперечать теорії акціонерів з її поглядом на компанію як на господарську структуру, котра мобілізує ресурси з метою одержання прибутку її власниками.

2. *Стратегічна теорія*, котра досліджує, як асигнування частини ресурсів компанії на задоволення потреб зацікавлених осіб позитивно впливає на її прибутковість і ринкову вартість. Практичні аспекти даної теорії стосуються проблем підтримки брендів або корпоративної культури компанії.

3. *Деонтологічна теорія*. Визначає правомірність інтересів і прав різних груп зацікавлених осіб (у більш широкому розумінні, ніж законодавчі норми) і їх вплив на процес прийняття управлінських рішень. З цього приводу Дональдсон і Престон заявили, що «менеджмент зацікавлених осіб вимагає ...одночасної уваги до правомірних інтересів усіх зацікавлених осіб як при розробці організаційної структури і загальної політики, так і при оперативному ухваленні рішень» [169, с. 67].

4. *Управлінська теорія* фокусується на тому, в який спосіб групи зацікавлених осіб мають наглядати і контролювати менеджмент компанії. Ключовою в даному контексті є проблема присутності інших, крім акціонерів, груп зацікавлених осіб у наглядовій раді.

5. *Регуляторна теорія* вивчає проблему захисту інтересів та прав зацікавлених осіб з боку державних регулятивних органів.

6. *Законодавча теорія* досліджує напрями законодавчого вдосконалення системи корпоративного управління з метою врахування підходів, визначених переліченими теоріями.

Як бачимо, різноманіття поглядів на проблему не дає змоги заявляти про наявність у науці розробленої теорії зацікавлених сторін. У плані теорії зацікавлених сторін може йтися не стільки про конкретну наукову доктрину, скільки про масив наукових досліджень, що з'явився протягом останніх двох десятиліть. Те саме можна сказати і про так звану теорію акціонерів, яка протиставляється теорії зацікавлених сторін. У нашому дальшому дослідженні стосовно теорії зацікавлених сторін ми використовуватимемо підхід деонтологічної теорії, згідно з якою бізнес має моральні обов'язки перед суспільством, причому обсяг цих обов'язків виходить за межі норм, установлених юридичними нормами.

Не зайвим буде зазначити, що наш виклад сутності концепції вартості зацікавлених осіб близький до її поміркованого варіанта.

Утім деякі дослідники додержуються більш радикальних поглядів і вважають інтереси акціонерів та інших зацікавлених осіб не однаковими або навіть протилежними. Про це, зокрема, ідеться в праці Г. Арнольда та М. Девіса [123]. Однак переважна більшість досліджень прихильників концепції вартості зацікавлених сторін у сучасних умовах спрямована на вироблення інтегрованого підходу до задоволення інтересів усіх стейкхолдерів, включаючи й акціонерів. Нам такий підхід видається найбільш перспективним.

І теорія акціонерів, і теорія зацікавлених сторін виникли не просто як предмет наукових пошуків. Вони з'явилися у певних історичних та економічних умовах і відображають ментальні, соціальні, економічні відмінності тих чи інших країн. Як наслідок, існують різні форми систем корпоративного управління, а саме: ринково-орієнтовані та банківсько-орієнтовані. Відповідно, різняться і стратегії управління: у ринково-орієнтованих системах превалює модель акціонерів, тоді як у банківсько-орієнтованих системах більш поширеною є модель зацікавлених сторін.

**Ринково-орієнтовані система** (market-based system) передбачає, що фінансові ресурси потрапляють від інвесторів до їх споживачів переважно через механізми фондового ринку, який таким способом перетворюється в суб'єкт корпоративного контролю. Для ілюстрації: якщо через слабкість власників управління банком здійснюють слабкі чи опортуністичні менеджери, результати діяльності компанії погіршуються. Завдяки інформаційній прозорості це стає відомим ринковим агентам. Ринкова вартість акцій банку знижується. Акції скуповує ефективний власник, він позбавляється неефективних менеджерів і, як наслідок, вартість акцій банку зростає. Типовими прикладами ринково-орієнтованих систем є системи управління США, Великобританії, Канади. Обов'язковими елементами подібних систем є ліквідність фондового ринку та висока прозорість компаній.

У **банківсько-орієнтованій системі** (bank-based system) основним механізмом фінансування фінансових потреб компаній є банківський кредит, а значна кількість компаній перебуває у фактичному володінні банків. Це може бути безпосереднє володіння блокувальним пакетом акцій, що практикується, наприклад, у Німеччині, чи функціонування у формі «головного банку» без наявності значної частки у статутному капіталі, як це є в Японії<sup>4</sup>. У Німеччині з 1949 р. чинний закон «Про участь у прийнятті рішень», який сформував оригінальну систему корпоративного

---

<sup>4</sup> Японські банки не мають права володіти більше ніж 5 чи 10 % акцій нефінансової компанії.

управління. У компаніях створено представницькі органи, що наділені значними правами, в яких принаймні одна третина місць зарезервована за працівниками компанії та представниками профспілок. Отже, Японія, Німеччина та низка інших країн континентальної Європи, особливо Скандинавські країни, є прикладами економік, де реалізовані принципи представницької демократії при прийнятті управлінських рішень.

Табл. 1.1 ілюструє підґрунтя теорії акціонерів та теорії зацікавлених сторін та їх особливі риси. Базою для порівняння ми вибрали дві країни: США, що являє модель акціонерів та Німеччину (модель зацікавлених сторін).

Таблиця 1.1

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА МОДЕЛІ ВАРТОСТІ АКЦІОНЕРІВ  
ТА МОДЕЛІ ВАРТОСТІ ЗАЦІКАВЛЕНИХ СТОРІН**

Показник	Модель акціонерів	Модель зацікавлених сторін
Банківська система	<ul style="list-style-type: none"> <li>Сегментована система: комерційні та інвестиційні банки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Система універсальних банків</li> <li>Значна частка публічного сектору</li> </ul>
Фінансування	<ul style="list-style-type: none"> <li>Орієнтація на фондовий ринок</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Банківське посередництво</li> <li>Хауз-банкінг</li> </ul>
Найважливіші акціонери	<ul style="list-style-type: none"> <li>Інституційні інвестори: пенсійні фонди, інвестиційні фонди</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Банки і приватні інвестори</li> </ul>
Особливі риси	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ділові зв'язки</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Особисті зв'язки</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Конкуренція</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Співробітництво</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ворожі поглинання</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Злиття за посередництва банків</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Менталітет вільного підприємництва</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Уведення у керівний склад представників трудового колективу</li> </ul>
Тенденції	<ul style="list-style-type: none"> <li>Подолання наслідків закону Гласа—Стігола</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Підвищення орієнтації на ринок капіталу</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Підвищення ролі корпоративної соціальної відповідальності</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Зменшення лояльності персоналу</li> </ul>
Русійні сили	<ul style="list-style-type: none"> <li>Концентрація</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Діяльність консалтингових фірм</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Конкуренція на ринках</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Європейська інтеграція</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>Глобалізація</li> </ul>	

Ключовими на наш погляд, є перші три фактори, що визначають відмінності між системами. Особливо показовою є роль банківської системи. У США інвестиційні банки визначили ринкову культуру, виробивши орієнтацію на ринок капіталу. Німеччина досі асоціюється з універсальною банківською системою, хоч у ній домінують ощадні банки, які контролюють приблизно 40 % активів усієї банківської системи [271, с. 56]. Їх особливість — розвинута культура депозитів, яка стала основою німецьких інвестицій, а також відсутність акціонерного капіталу у звичайному розумінні, позаяк німецькі банки здійснюють діяльність під суспільним контролем. Крім того, вони мають певні суспільні обов'язки, окреслені законом про спеціалізовані ощадні банки. Отже, найбільший пласт банківського сектору Німеччини є фактично непридатним для реалізації концепції вартості акціонерів у її крайньому розумінні.

Разом з тим великі акціонерні банки Німеччини та інших континентальних країн Європи активно переймають концепцію вартості акціонерів, чому сприяє глобалізація фінансових ринків та процеси концентрації фінансового капіталу.

Домінування банків на фінансовому ринку, на противагу ринку капіталу в континентальних країнах Європи, само по собі ставить під сумнів теорію вартості акціонерів. Нагадаємо, що логіка цієї теорії полягає в тому, що акціонери беруть основні ризики, а тому мають одержати пільгові доходи порівняно з іншими зацікавленими сторонами, а також є головними дійовими особами в управлінні компанією. Проте акціонерний капітал банків становить порівняно незначну частку його ресурсів, отже, істотну частину ризиків перебирають ті зацікавлені сторони, що забезпечують банк ресурсами у вигляді депозитів, боргових цінних паперів тощо, а також забезпечують відшкодування певних втрат банку. Натомість у країнах, де склалась ринково-орієнтована система, домінування інституційних інвесторів стимулює давати оцінку якості менеджменту з позиції ринкової вартості акцій.

Ще одним каменем спотикання для концепції вартості акціонерів є наявність так званої агентської проблеми.

Якщо погодитись із поглядом, що основна мета менеджменту полягає в максимізації вартості акціонерів, то доведеться погодитись і з тим, що це може потенційно призводити до зіткнень інтересів між акціонерами й утримувачами боргу компанії, а також між акціонерами і менеджерами. Зокрема, А. Дамодаран в одній зі своїх праць небезпідставно заявляє, що акціонери можуть застосовувати заходи з експропріації багатства утримувачів боргу

компанії. І навіть коли акціонери максимізуватимуть вартість своїх часток у капіталі фірми, їхні дії можуть іти врозріз з інтересами компанії і знижуватимуть вартість інших зацікавлених сторін [160, с. 6, 13].

Конфлікт між акціонерами та менеджерами може бути спричинений горизонтом планування: як ми казали, вартість акціонера потребує довгострокового горизонту, тоді як для менеджерів простіше оперувати короткостроковим горизонтом. Крім цього, менеджери зацікавлені в нарощуванні масштабів бізнесу, оскільки це розширює їхні повноваження, а акціонери зацікавлені не стільки в масштабах, скільки у вартості бізнесу.

Наявність конфлікту між власниками та менеджерами суперечить припущенню, що всі управлінські рішення завжди приймаються в інтересах акціонерів. Насправді здебільшого ці рішення приймаються менеджерами, котрі мають на меті власні завдання та інтереси і часто припускаються опортуністичних дій. Звернувшись до економічної теорії, слід зазначити, що це прямо суперечить класичній теорії фінансів, оскільки зазначені обставини можуть існувати лише в умовах недосконалих ринків. Це звертає нас до наступної проблеми: навіть якщо менеджери погоджуються максимізувати вартість акціонера, виникає питання, чи приводять такі дії до максимізації ціни на акції? Ринки, як правило, не відповідають характеристикам досконалого ринку, тож ціни на акції можуть відбивати не стільки довгострокову вартість фірми, скільки короткочасні ринкові оцінки і неповну інформацію. Тому логічно припустити провокативну думку, що вартість акціонера може розглядатися виключно як теоретична концепція. Вартість при цьому розуміється як сила, яка визначає і скеровує ціни акцій, а останні лише в кращому разі корелюють зі «справжньою» вартістю.

У своїй праці Д. Шимко та Б. Гамфрейз дійшли висновку, що недосконалість фінансових ринків може призвести до нераціонального використання ресурсів і помилкових рішень, тому «справжня» вартість не відображається у ринкових цінах [253, с. 33]. Отже, основна мета менеджменту має полягати в максимізації вартості фірми (що, як ми з'ясували, залежить від взаємозв'язків із зацікавленими сторонами) і лише в окремих випадках максимізувати ціни на акції.

Якщо в економічній теорії моделі вартості акціонерів та зацікавлених сторін досі протиставляються, реальна дійсність свідчить про їх зближення. Раніше згадувалось про підвищення популярності теорії вартості акціонерів у країнах з банківсько-

орієнтованими системами. Акціонерна форма контролю, незважаючи на наявність багатьох проблем, наприклад так званої агентської проблеми, і нині демонструє найвищу ефективність. Водночас саме в країнах з ринково-орієнтованими системами тепер спостерігається бум інтересу до корпоративної соціальної відповідальності та здійснюється низка законодавчих заходів з її впровадження в підприємницьку діяльність. Проведені у США дослідження засвідчили, що в компаній, які провадять збалансовану політику стосовно до всіх груп інтересів, у чотири рази вищі темпи зростання продаж і у вісім разів — приріст зайнятості порівняно з фірмами, які зосереджені лише на інтересах акціонерів [244, с. 2].

Отже, максимізація вартості компанії в сучасній теорії фірми розглядається як основна мета банківського менеджменту. Однак сьогодні в економічно розвинутих країнах суспільство висуває перед бізнесом низку умов, без виконання яких про конкурентоспроможність банку, а значить і зростання його вартості, не може й ітися. Це саме стосується і внутрішнього середовища банку, зокрема його персоналу. В умовах економіки знань відбувається відмирання функціональних організаційних структур, підвищується значення особистого фактора у створенні вартості, а також безпрецедентне зростання ролі нематеріальних активів. Можна говорити, що сучасна компанія, включаючи й банківську фірму, є сукупністю інтересів широкого кола зацікавлених осіб.

Отже, максимізація вартості банку є завданням довгострокового характеру і визначає результативність банківського менеджменту. Зростання акціонерної вартості є індикатором того, наскільки успішними є зв'язки банку з зацікавленими сторонами, насамперед із клієнтами, працівниками та власниками. Майбутній розвиток світового фінансового ландшафту рухатиметься в напрямку посилення цих зв'язків одночасно з розвитком корпоративного контролю.

## **1.2. Банки в сучасному фінансовому ландшафті**

Коли йдеться про вартість банку, неможливо абстрагуватись від особливостей банківського бізнесу порівняно з іншими сферами підприємницької діяльності. Тому закономірною здається потреба в комплексному дослідженні феномену сучасного банку, а також у розгляді тенденцій формування сучасного фінансового ландшафту, який безпосередньо впливає на банківську діяльність і, відповідно, на вартість банківської фірми.

Наявність у банків специфічних властивостей традиційно забезпечувала їхню конкурентоспроможність. Озираючись на історію функціонування банків, особливо в період з кінця ХІХ до закінчення ХХ ст., можна зробити висновок, що специфіка банківського бізнесу впливала з особливою ролі, що її виконували банки в економіці. Забезпечуючи здійснення міжгосподарських розрахунків та будучи фінансовими посередниками, банки акумулювали грошові кошти суспільства, а отже, несли відповідальність перед суспільством за їх збереження. При цьому ефективність використання банками тимчасово вільних коштів суспільства є важливим фактором економічного розвитку. Так, ще у ХІХ ст. було доведено, що кризи в роботі банківського сектора призводять до шоків, які відбиваються на економіці сильніше, ніж нестабільність в інших сферах підприємницької діяльності.

Тож можна виокремити три аспекти, які традиційно визначали особливий характер банків:

- забезпечення здійснення розрахунків;
- джерело ліквідності для економічних агентів;
- привідний засіб для грошово-кредитної політики.

Ситуація докорінно змінилась наприкінці минулого століття, коли банки зіткнулись із кризою ідентичності. Річ у тім, що традиційне бачення банку як інституту фінансово посередництва більше не відповідає реальності. Тому в цій частині нашого дослідження виникає потреба запровадити поняття «сучасний банк» як альтернативу традиційному розумінню банку.

Вдалою ілюстрацією вододілу між «традиційним» та «сучасним» банками, є нашуміла заява Білла Гейтса, який ще 1994 року назвав банки «справжніми динозаврами» [95, с. 113]. Хоч Гейтс пізніше і дезавуював дану сентенцію, подібні погляди висловлюються багатьма іншими фахівцями. Так, Е. Гарденер, Р. Шоу з групою інших дослідників з пафосом заявили, що «банк помер, хай живе банк [125, с. 1]». В економічній літературі зустрічаються й більш радикальні вислови. Прикладом є думка Ж. Беллона та О. Пастре, котрі заявляють, що «банків більше не існує» [9, с. 16], чи М. Маєра, який проголосив, що «банк помер — хай живе інститут фінансових послуг» [96, с. 1].

Ми ж виходимо з того, що, функціонуючи в оболонці фінансового ринку, банк перебуває в залежності від навколишнього середовища і змінюється разом зі змінами фінансового ландшафту. Щоб зрозуміти нове обличчя банку, іншими словами, зрозуміти природу сучасного банку, потрібно звернутись до цих змін. Провідними, на наш погляд, тенденціями, за якими розвивались фі-

нансові ринки в останні десятиріччя, стали процеси розвитку технологій, глобалізація, дерегулювання. Ці процеси стали рушійними силами, що викликали зміни фінансового ландшафту і, відповідно, інституту банку.

Ще Й. Шумпетер визнавав, що технологічні зміни можуть революціонувати економічні структури [114]. У добу революції сучасних технологій комп'ютеризація банківської діяльності, впровадження систем телекомунікації докорінно змінюють банківську справу загалом і банківський менеджмент зокрема. Це не дивно, зважаючи на те що банківський бізнес є інформаційно інтенсивною галуззю. Сучасні технології дали змогу банкам запровадити новачі в продуктах, каналах дистрибуції, організаційних структурах, внутрішніх процесах, відносинах із клієнтами тощо. На зміну традиційному уявленню про банк як інститут, що придбаває фінансові активи для того, щоб продати їх з маржею, прийшла ідея банку як інформаційного процесора, що виражається у твердженні колишнього чільника Citicorp В. Рістона, що «справа банків — це продукування інформації» [67, с. 272].

Найбільш помітні технологічні зміни в таких сферах:

- Автоматизація (комп'ютеризація) стандартних операцій; наприклад, запровадження автоматизованих систем оплати, стандартизація кредитного аналізу в процесі обробки кредитних заявок тощо.

- Децентралізація підтримки бек-офісу. Так, сучасні системи зв'язку дають можливість бек-офісу і кол-центру територіально дистанціюватись від користувачів, перебуваючи навіть поза межами їх юрисдикції.

- Обслуговування клієнтів, наприклад, інтеграція різних видів рахунків, запровадження системи електронних платежів, перехід до концепції «універмагу фінансових послуг», стратегії перехресного продажу (крос-сейлінгу).

Отже, сучасний банківський бізнес на операційному рівні функціонує завдяки інформаційним технологіям. Це пояснює той факт, що багато банків вкладають у розвиток своїх інформаційних систем 15—25 % сукупних операційних витрат на рік [29, с. 83].

Технічні інновації сприяли поширенню феномену дистанційного банкінгу, який кардинально змінює взаємовідносини банків з їхніми клієнтами. Дистанційний банкінг, використовуючи сучасні комунікаційні технології, дає змогу надавати базові банківські операції. При цьому фізичного контакту між персоналом банку та клієнтом немає. На відміну від традиційного банківського обслуговування, де процесом взаємодії з клієнтами управляють банки, дистанційне обслуговування робить клієнта пріоритетною фігурою.

Інтернет забезпечує високий ступінь прозорості оцінки різних банківських продуктів. Також клієнт позбавляється потреби спілкуватись із кількома працівниками банку і може працювати з одним терміналом. Банки, по-перше, мають змогу знизити свої витрати на обслуговування клієнтів за рахунок економії на інфраструктурі та персоналі. По-друге, дистанційна форма обслуговування зручна для просування банківських продуктів. Вона дозволяє збільшити частоту контактів з клієнтом (у середньому до 2—3 разів на місяць), точніше розраховувати дохідність операції з кожним клієнтом у розрізі окремих продуктів, передбачати і мобільніше реагувати на потреби клієнтів, зробити більш гнучким процес ціноутворення [78].

Згідно з оцінками фахівців компанії Weels Fargo, онлайн-клієнти більш вигідні для банку, ніж звичайні: дохід банків від їх обслуговування в середньому на 50 % вищий, ніж дохід на звичайну операцію, їх залишки на банківських рахунках у середньому на 20 % перевищують сальдо звичайних клієнтів, вони використовують на 50 % більше банківських продуктів. А витрати на обслуговування онлайн-клієнтів на 14 % нижчі, ніж для звичайних споживачів банківських послуг [206, с. 28].

*Таблиця 1.2*

**СТРУКТУРА КАНАЛІВ РОЗДРІБНОГО БАНКІВСЬКОГО БІЗНЕСУ В США, % [215, с. 30]**

Канали збуту	1998 р.	2003 р.
Банківські відділення	36	28
Банкомати	34	32
Телефонні центри	18	24
Операційні центри	8	3
Комп'ютерні мережі (РС-банкінг)	4	13

Табл. 1.2 ілюструє швидке зростання в тих сферах банківського обслуговування, котрі пов'язані з технологіями, а саме — у сферах телефонного банкінгу та РС-банкінгу. За оцінками фахівців темпи приросту інтернет-обслуговування клієнтів в найближчі роки становитимуть 31,6 % на рік, телефонного банкінгу — 11,8 % на рік, тоді як операції через банкомати зростатимуть лише на 4 %, відділення — на 0,7 %, а обсяги послуг через операційні центри взагалі скорочуватимуться в середньому на 13,5 % на рік [215, с. 31—32].

Відштовхуючись від моделі конкурентних переваг М. Портера, можна стверджувати, що використання технічних інновацій, особливо інтернет-технологій, підвищує конкурентоспроможність банку. Сутність використання Інтернету в банківському обслуговуванні описується концепцією «масової кастомізації» (mass customisation), що означає орієнтацію на звички і потреби споживача. Вихідним пунктом цієї концепції є теза, що фірми у сфері фінансового посередництва можуть здобувати додаткові конкурентні переваги, застосовуючи широку диференціацію своєї стратегії, в тому числі використовуючи технічні інновації. Використання дистанційного обслуговування дозволяє запропонувати продукт, який ураховує всі вимоги споживача, і зайняти певний сегмент ринку.

Разом з тим розвиток технологій кидає виклик традиційному банківському бізнесу. Упровадження технологічних інновацій підриває підвалини концепції конкурентних сил М. Портера. Визначаючи прибутковість галузі, Портер виділив п'ять сил, котрі на неї впливають (конкурентні сили Портера): 1) вихід на ринок нових конкурентів; 2) загроза з боку товарів-замінників; 3) ринкова влада покупців; 4) ринкова влада продавців; 5) суперництво між присутніми на ринку конкурентами [50, с. 29]. Від того, наскільки значні ці сили, залежить інвестиційна привабливість галузі. Технологічні інновації підривають усі ці п'ять сил, відповідно, підриваючи і прибутковість банківської галузі. Портер, однак, вважає, що завдяки інформаційним технологіям будуть створені нові взаємозв'язки у ланцюжку створення вартості, що забезпечить новий рівень конкурентних переваг [50, с. 249—252].

Важко однозначно стверджувати, що революційні зміни в технологіях викликали глобалізаційні процеси, однак вплив технологій на формування фінансової архітектури у світовому масштабі очевидний.

Поняття глобалізації, запровадження якого 1983 року приписують Т. Леввіту<sup>5</sup>, у наш час має досить широке трактування, перетворившись на поширене кліше, адже, серед наковців жоден погляд на глобалізацію не став загально визнаним. У нашій праці під *глобалізацією* ми розуміємо взаємопроникність і злиття національних фінансових ринків у загальний глобальний ринок<sup>6</sup>,

---

<sup>5</sup> У своїй праці Д. Гелд і Е. Мак-Грю зазначають, що коріння даного терміна набагато глибші і сягають XIX ст., зокрема таких мислителів, як К. Маркс та Сен-Сімон [25, с. 1—2].

<sup>6</sup> Дане визначення стосується економічної глобалізації. Загалом явище глобалізації складне і багатогранне та має багато виявів і охоплює чимало проблем, наприклад, становлення глобального інформаційного простору, перетворення людства в єдину структурно-функціональну систему тощо.

що привело до появи нового світового фінансового ландшафту. При цьому ми погоджуємось із твердженням Н. Савчук, що «глобалізація світового фінансового простору — це одна зі складових глобалізації економіки» [94, с. 347], адже, занурившись в історію, можна знайти не один прообраз глобалізації окремих елементів економічної системи. Насамперед це стосується грошового ринку. Наприклад, Р. Браєр пише: «До 1899 наші прадіди, озброєні гробухами і телеграфом, примудрилися створити величезний світовий ринок капіталу. Однак він загинув через політичне сум'яття двох світових воєн, Холодної Війни і довгих періодів контролю за рухом капіталів, і був тільки відновлений лише в 90-х рр.» [246, с. 7]. Керуючись такою логікою, першими глобалістами можна вважати членів лицарського ордену тамплієрів, які ще в середні віки провадили економічну політику на стирання державних кордонів і вільного пересування товарів. Ми вважаємо, що сучасні глобалізаційні процеси мають іншу природу, і характерною рисою глобалізації є формування цілісного фінансово-інформаційного простору, котрий охоплює не тільки комерційну діяльність, а всю діяльність людини. Основним у доктрині глобалізму є концепція глобальних змін, котрі передбачають суттєву трансформацію організації принципів соціального життя і світового порядку [25, с. 7]. Глобалізації властиві широкі соціокультурні, політичні й екологічні параметри виміру [94, с. 358—359].

Розвиток глобалізаційних процесів у банківському бізнесі пов'язують із формуванням після Другої світової війни ринку євровалют, чи, як їх ще можна назвати, офшорних ринків. Банки стали переводити свої операції в національній валюті на баланси закордонних банків. Особливо це зачепило американські банки, і, як результат, понад половина всіх строкових доларових депозитів у 90-х роках минулого століття перебували на рахунках банків за кордоном США [171, с. 131].

Важлива роль глобалізації в тому, що вона дає можливість ринковим агентам вибирати місце здійснення угод. Вільніший потік товарів, послуг, капіталу, праці за межі національної юрисдикції підвищив конкуренцію на національних ринках. Особливо це стосується бізнесу, що базується на інформації (information-based business), до якого належить банківська справа. Технологічний переворот 1980—1990 рр. створив глобальну систему зв'язків, яка дедалі більше полегшує обіг фінансових інструментів. З'єднані у глобальну мережу інформаційні системи й електронні канали доставки полегшують координацію й управління банківсь-

ким бізнесом у світовому масштабі. Конкуренція посилюється, оскільки її контекст стає чимраз більш і більш глобальним.

Глобалізація фінансових ринків пропонує величезні можливості ефективним та інноваційним учасникам і водночас загрожує неефективним інститутам та тим, хто опирається змінам.

Отже, наслідками і водночас суттю глобалізаційних процесів у банківському бізнесі, на наш погляд, стали:

- 1) посилення міжбанківської конкуренції;
- 2) дистанціювання один від одного таких важливих параметрів, як валюта, юрисдикція, управління банком;
- 3) створення умов для управління банківським бізнесом у глобальному масштабі.

У багатьох індустріально розвинутих країнах світу відбувалися процеси ослаблення або відмови від безпосереднього державного втручання в діяльність банків. Зокрема, у банківському бізнесі дерегулювання зачепило такі сфери:

- ✓ процентних ставок;
- ✓ продуктових обмежень;
- ✓ організаційних обмежень;
- ✓ географічних обмежень;
- ✓ податкових обмежень.

У деяких країнах, наприклад у США, цей процес зайшов досить далеко (Закон про дерегулювання депозитних інститутів 1980 р., Закон про депозитні установи 1982 р., Закон про рівну конкуренцію у банківській діяльності 1987 р., Закон про реформу фінансових інститутів 1989 р.), у деяких — практично й не починався (Німеччина), однак усюди дерегулювання поєднувалось із заходами з удосконалення банківського нагляду. В окремих країнах, наприклад у Великобританії, Франції, дерегулювання передбачало *універсалізацію* банківської діяльності, що означало відхід від сегментованої структури банківської системи.

У США, де дерегулювання особливо просунулось, у пресі, фінансових виданнях і наукових публікаціях зустрічається думка, що банківський бізнес перебуває у стані занепаду і що банки незабаром втраять свою традиційну роль провідного фінансового посередника в США і, можливо, в решті частин світу. Найбільш вражаючою тенденцією є зниження частки комерційних банків у загальних активах фінансових установ у Сполучених Штатах від понад 70 % у 1860 р. до близько 38 % в 1960 р., що завершилось різким падінням від 35 % у 1980 р. до 25 % в 1993 р. З того часу частка банків у активах фінансових посередників стабільно перебувала на рівні трохи вищому за 20 % [270, с. 69].

Ця тенденція супроводжувалася змінами в природі банківської діяльності. Очевидно, головною зміною стало зниження ролі банків як кредитора нефінансових компаній. Розвиток інформаційних технологій зробив можливим останнім доступ до фінансування з ринку цінних паперів, на противагу традиційному банківському кредитуванню. Так, співвідношення вартості комерційних паперів до банківських кредитів у сфері корпоративного банківського бізнесу, яке 1960 року становило 10 %, зросло до майже 30 % в 1975 р. і понад 100 % на початку 90-х рр. [270, с. 70].

Банки, проте, зберегли домінуючу роль у сфері роздрібного кредитування, і малоімовірно, що в близькому майбутньому невеликі фірми зможуть обійти банки і матимуть доступ до ресурсів з фондового ринку. Крім того, банки пропонують широку гаму фінансових продуктів, кількість яких зростає і які здатні задовольнити потреби споживачів. Усе це робить, на наш погляд, безпідставними прогнози щодо «зникнення банків». Ці передбачення ґрунтуються на переоцінці швидкості еволюції роздрібного банківського бізнесу й недооцінці еволюції корпоративного банкінгу.

Ми вважаємо, що якщо перспектива «зникнення банків» існує, то з позиції науковця вона об'єктивно може бути досліджена лише відносно асиметричності інформації. Інформаційна асиметрія породжує брак довіри між учасниками угоди. Коли обидві сторони контракту не можуть незалежно спостерігати ту саму сукупність результатів з ідентичною вартістю, в однієї зі сторін існує можливість щось приховати, змусити іншу сторону прийняти рішення, що не сприяють її інтересам. За крайніх обставин виникає так званий *ринок лимонів*, як його описав Дж. Акерлоф у своїй знаменитій праці [1]. Завдання фінансових посередників — підвищити рівень довіри між сторонами за допомогою проектування контрактів, що пом'якшать основні спонукальні проблеми. У цьому аспекті «посередництво є відповіддю механізмів ринкового посередництва для ефективного розв'язання інформаційних проблем» [136, с. 14].

Якщо посередництво ґрунтується на інформаційній асиметрії, то за логікою створення більшої симетрії в інформації між позичальниками і кредиторами повинно усунути потребу в посередництві. І справді, «інформаційний переворот» спричинився до активізації процесів дезінтермедіації. Цифрові технології значно скоротили витрати на нагромадження, обробку і розповсюдження інформації. Як зазначили Е. Клемонс і Л. Хітт, розвиток Інтерне-

ту підвищив прозорість, покращуючи здатність усіх ринкових учасників визначити доступний діапазон цін для фінансових інструментів і фінансових послуг [154, с. 4].

Банківська справа створює вартість за наявності на ринку інформаційної асиметрії. Існує погляд, що банківський бізнес виник як заміна фінансового ринку, якого не існувало в той далекий період [270, с. 44—45]. Фінансового ринку не було саме через асиметричність інформації між потенційними боржниками та кредиторами, що призводило до браку довіри між сторонами угоди. З іншого боку, без довіри сторони угоди були не готові до укладення угоди. Банки розв'язали цю дилему, розмістивши свій баланс між останніми боржниками і кредиторами. Укладаючи окремі угоди між собою та кредиторами, а також між собою та безпосередньо боржниками, банки усунули потребу двох сторін довіряти один одному. При цьому йдеться не тільки про кредитні послуги банків, але й платіжні послуги, оскільки під час здійснення платежів між контрагентами також виникають відповідні вимоги та зобов'язання.

Завдяки технологічному прориву, а також відповідним регуляторним заходам інформація стає дедалі більш симетричною, тож залишається все менше підстав говорити про відсутність фінансового ринку як причину існування «балансового» банківського бізнесу. Оплата ж послуг посередника здорожчує інвестиційний процес, тоді як фінансування за допомогою механізмів розвинутого ринку буде дешевшим. Отже, розвиток фінансового ринку звужує сфери традиційної банківської справи до меж роздрібного бізнесу, а це, у свою чергу, вимагає від банків зміщення акцентів діяльності у сферу фінансового ринку.

Насправді такий перехід містить багато нових проблем, оскільки потребує змін у культурі банківського бізнесу. Традиційний банківський бізнес був здебільшого «балансовим», і банкірам була абсолютно чужа культура торговця. У результаті взаємопроникнення банківських та інвестиційних інституцій ця проблема поступово нівелюється, хоч час від часу загострює наявні суперечності.

У даній монографії ми ще звернемося до цього питання і спробуємо довести, що цілковита інформаційна прозорість і транспарентність є теоретичними конструкціями, які не мають стосунку до реальної поведінки ринкових агентів. Наявна недосконалість ринків не дасть змоги справдитись прогнозам про відмирання банків, хоч не може законсервувати традиційний банківський бізнес.

З іншого боку, технічні інновації, глобалізація та дерегулювання ставлять під сумнів унікальність банківської справи, тобто заперечують сформульовані нами специфічні риси банківського бізнесу. Я. Харпер та Т. Чан заявили, що «зі смертю банківської справи банки назавжди втратили свою унікальність» [270, с. 47]. Небанківські фінансові посередники і навіть нефінансові компанії все більше і більше займають ринки, які традиційно вважались банківськими. Насамперед це стосується тих функцій, котрі найменше пов'язані з «балансовим» банківським бізнесом. Яскравим прикладом є платіжні послуги — сфера, де банки швидко втратили свою конкурентну перевагу. Просування технологій та послаблення регулювання зробили можливим, що «небанки» стали пропонувати сервіс платежів, регулюючи відповідні вимоги через банки чи центральний банк або ж використовуючи приватні розрахункові палати. Інтернет забезпечує зацікавленим компаніям можливість повністю обійтись без банків і створити власну систему платежів на кшталт PayPal або аналогічні системи для цінних паперів та монетарних металів.

Також банки більше не є головним постачальником ліквідності для інших фінансових інститутів і відіграють дедалі меншу роль у процесі трансляції грошово-кредитної політики.

Разом з тим не можна ігнорувати того, що роль банків у традиційних сферах їхньої діяльності й далі залишається високою. Зокрема, з появою нових фінансових інструментів, продуктів та технологій банки навіть збільшили своє значення в забезпеченні ліквідності опосередкованими способами, наприклад через сек'юритизацію активів. Також банки продовжують зберігати важливе місце в інфраструктурі оптових платежів.

Такою ж сумнівною видається нам теза щодо смерті банківського бізнесу, якщо оперувати логікою науковця, а не ефектними провокативними заявами, розрахованими на обивателя. Технічні інновації просто не в змозі зруйнувати банківський бізнес, фундаментом якого століттями була довіра клієнтів і вимоги останніх до конфіденційності. Що стосується дерегулювання, то практично в усіх країнах, що здійснили дерегулювання фінансових ринків, зовнішня лібералізація не збігалась із внутрішньою [171, с. 129], при тому що система державного регулювання була, є і в ближчому майбутньому буде одним із провідних чинників впливу на діяльність банків. На нашу думку, швидше може йтися про те, що нові виклики, породжені змінами на фінансовому ринку, привели до розширення рамок традиційного банківського бізнесу, виявом чого є так звана універсалізація банків.

Однак реальність розвитку фінансових ринків свідчить про певний парадокс. Він полягає в тому, що, з одного боку, банківські регулятори розширюють повноваження банків, легалізуючи ті зміни, що були спричинені основними тенденціями розвитку фінансових ринків, а з другого — змушені захищати привілеї банків як представників специфічного бізнесу. Тому на питання «чи продовжують банки залишатись особливими?»<sup>7</sup> ми схилиємось відповіді ствердно.

Особливість банківських інститутів зручно розглядати в порівнянні з промисловими компаніями. Специфіка банків полягає в особливостях характеру банківської діяльності, які ми вбачаємо в такому:

*По-перше*, на відміну від багатьох інших видів бізнесу, банківський продукт є цілком дематеріалізованим, тоді як індустріальні компанії випускають конкретні фізичні товари. Така ситуація іноді призводить до того, що клієнти банків не можуть усвідомити нематеріальні продукти як такі, за які потрібно платити.

Таблиця 1.3

**ПОРІВНЯЛЬНА СТРУКТУРА БАЛАНСІВ БАНКІВ ТА ПРОМИСЛОВИХ КОМПАНІЙ НА ПРИКЛАДІ НІМЕЧЧИНИ, % (розраховано за [148])**

Активи	Небанки	Банки	Пасиви	Небанки	Банки
Обладнання	25	1	Акціонерний капітал	18	4
Матеріальні інвестиції	13	2	Резерви	20	1
Матеріально-виробничі запаси	23	—	Зобов'язання	62	95
Дебіторська заборгованість	33	74	У т. ч.	—	—
Інвестиції у цінні папери	3	19	Зобов'язання фінансових інститутів	20	29
Касові активи	4	1	Кредиторська заборгованість	12	—
Інші активи	0	2			
Разом активів	100	100	Разом пасивів	100	100

<sup>7</sup> Саме це питання винесено в заголовок статті члена ради директорів ФРС США М. Ольсона [230].

*По-друге*, активами, якими оперують банки, притаманна відносно висока ліквідність, що також відрізняє їх від інших підприємницьких структур. Якщо розглянути порівняльну структуру балансів банку та небанківської фірми, подану в табл. 1.3, неважко помітити, що матеріальні активи не відіграють суттєвої ролі в структурі активів, становлячи 1 % сукупних активів, тоді як в індустріальних компаніях основними статтями активів є нерухомість та обладнання (25 % сукупних активів), матеріальні запаси (23 % сукупних активів), дебіторська заборгованість (33 % сукупних активів). Звідси робимо висновок, що, на відміну від індустріальних компаній, котрі вкладають ресурси в машини, обладнання тощо, банки розміщують кошти в основному в нематеріальні активи, зокрема у бренд та людський капітал. У результаті амортизаційні відрахування не відіграють серйозної ролі в діяльності банку, що визначає специфіку оцінки вартості банківських фірм.

*По-третє*, у структурі фінансування банків превалює борг, іншими словами, банки здебільшого оперують чужими коштами. Так, питома вага власних коштів у пасивах банку в нашому прикладі становить у середньому 9 %, тоді як у нефінансових компаніях — приблизно 40 %. Можна сказати, що банки приходять у бізнес не з грошима, а з інформацією. Ця інформація дозволяє перетворювати активи клієнтів у інші форми, які банку зручні та необхідні.

Така структура банківських ресурсів зумовлена високою ліквідністю активів, які потребують меншої частки власних коштів. Варто зазначити, що велика частка боргу в банківських пасивах належить до депозитів, які є не стільки інструментом фінансування, скільки джерелом оперативної діяльності банку<sup>8</sup>, забезпечуючи створення вартості (це приводить до того, що в банківському бізнесі поняття «капітал» вживається у вузькому розумінні, включаючи лише власні кошти банку. Більш детально проблему визначення банківського капіталу розглянуто у відомій роботі М. Алексеєнка [2]). Тому *четвертою* в нашому переліку відмінністю банків від небанківських фірм, які створюють вартість за допомогою активних операцій, є те, що вартість банку може створюватись як на боці активів, так і на боці пасивів його балансу.

*По-п'яте*, у сучасних умовах значна частина доходів банку генерується у вигляді надходжень від позабалансових операцій.

---

<sup>8</sup> Поширення з цього приводу є оригінальне порівняння банківського боргу із сировиною для індустріальних компаній. Так, А. Дамодаран пише, що «борг банку — це все одно, що сталь для компанії General Motors» [28, с. 769].

*По-шосте*, подібний характер діяльності банків пов'язаний зі значними ризиками, розмір яких незіставний з ризиками нефінансових компаній.

*По-сьоме*, у банківському бізнесі порівняно з іншими видами підприємницької діяльності особливо гостро постає агентська проблема, ураховуючи те, що банківська діяльність безпосередньо стосується такої важливої групи інтересів, як вкладники. Якщо традиційно третьою стороною конфлікту «власники — менеджмент» виступають кредитори фірми, то в банківському бізнесі інтереси вкладників стоять значно вище за інтереси кредиторів, що виявляється хоча б у тому, що для їх захисту функціонує спеціальна інституційна ланка.

*По-восьме*, залежність банківського бізнесу від концепції державної політики. На думку Г. Дьюфі, з 90-х років минулого століття змінився ключовий фактор банківської конкурентоспроможності. Так, традиційно конкурентними перевагами банків на фінансовому ринку були функції залучення депозитів на надання кредитів. У результаті змін, зокрема поширення процесів дерегулювання, особлива роль банків стала базуватись не на їх можливості надавати кредити, а на їх зобов'язаннях із кредитування, іншими словами, на наданні клієнтам ліквідності [171, с. 121—123]. Однак така політика передбачає доступ банків до резервів ліквідності в центральному банку. Тому, як справедливо висновує Дьюфі, конкурентоспроможність банків «цілком залежить від дискреційного рішення влади щодо відносно виняткового, прямого доступу до ліквідності центрального банку» [171, с. 122].

Отже, банки й надалі зберігають низку особливих характеристик, які окреслюють їхнє особливе місце серед інших суб'єктів підприємницької діяльності, а також обумовлюють особливості в управлінні вартістю банківської фірми. Однак процес створення вартості залежить і від характеру діяльності банку, що викликає потребу з'ясування його місця у фінансовій системі, адже, як уже зазначалось, роль і функції банків та інших інститутів фінансового посередництва у різних фінансових системах неоднакові.

Вивчаючи фінансове посередництво, зазвичай застосовують два різних підходи. Перший — це інституційний підхід, коли фінансове посередництво розглядається через призму аналізу інститутів, які формують фінансову систему. Як приклад можна навести дослідження питання щодо спроможності банків адаптуватись до серйозних змін, що відбулись на фінансовому ринку протягом останніх десятиріч.

Другий підхід — функціональний, коли вивчається, якими є або мають бути функції, що їх очікує суспільство від фінансової системи і фінансових посередників. За певних умов ці функції можуть навіть не змінюватись кількісно, однак виконуватись більш ефективно. Саме з тих функцій, що їх виконує фінансова система, впливає роль останньої в економічному розвитку. Дана проблематика стала предметом дослідження деяких авторитетних учених. Р. Левін визначив такі функції фінансової системи: інформаційну, контрольну, управління ризиками, акумуляції заощаджень, зниження витрат обігу [212, с. 9]. Р. Мертон та З. Боді вважають, що фінансова система виконує функції: 1) об'єднання ресурсів; 2) платіжно-розрахункову; 3) перерозподільну; 4) управління ризиком; 5) інформаційну; 6) подолання або пом'якшення проблем, пов'язаних з інформаційною асиметрією [221, с. 5].

На наш погляд, фінансова система виконує такі п'ять функцій:

1. Фінансова система повинна забезпечувати функціонування платіжної системи, яка забезпечує обмін товарів та послуг.

2. Фінансова система покликана забезпечувати ефективне переміщення ресурсів між різними секторами економіки та регіонами.

3. Фінансова система має запропонувати систему гарантій, які скорочують ризики інвесторів.

4. Фінансова система продукує фінансові продукти, щоб фінансувати проекти у сфері реальних інвестицій.

5. Фінансова система має забезпечити інформацію щодо справедливої вартості фінансових активів.

Наявна конфігурація фінансових систем є результатом різноманітних історичних чинників, таких як, наприклад, процес індустріалізації, роль фінансових інститутів у цьому процесі, ступінь державного втручання, моделі заощаджень, що існують у країні, тощо. Не вдаючись до глибокого аналізу цих чинників, висловимо думку, що різні фінансові системи були сформовані за принципом ефективності в розподілі коштів суспільства. Ефективність такого розподілу має чотири аспекти:

1) забезпечення потоків фінансових ресурсів у напрямку реального сектору економіки за конкурентними цінами;

2) управління ризиками, на які наражаються економічні агенти-постачальники ресурсів;

3) зменшення змінюваності цін на фінансові активи і доходи інвесторів;

4) зменшення ризику фінансової кризи або пом'якшення її наслідків.

Ефективне виконання фінансовою системою, зокрема банками, своїх функцій дає змогу більш оптимального розподілу коштів суспільства, хоч в економічній літературі ця проблема трактується неоднозначно. Питання впливу фінансової системи на економічний розвиток стало предметом численних досліджень, які особливо активізувались в останні десятиліття минулого століття. Про наявність позитивного зв'язку між розвитком фінансової системи й економікою писали А. Гершенкрон, Р. Голдсміт, Р. Маккіннон, М. Міллер, Е. Шоу, Й. Шумпетер, а в більш недавній час — Ф. Аллен, Т. Бек, З. Боді, А. Деміргюч-Кунт, О. Дзюблюк, Л. Зінгалез, В. Корнєєв, Р. Левін, Р. Мертон, Я. Міркін, А. Мороз, Р. Раджан, Б. Рубцов, М. Савлук, А. Сантомеро, В. Федосов. Натомість деякі вчені вважають дану кореляцію перебільшеною, наприклад, такий авторитетний економіст, як Роберт Лукас. Д. Робінсон вбачає фінансову систему похідною від реального сектору економіки, тому не може впливати на нього і, відповідно, не впливає на економічне зростання [212, с. 1].

Характеристика ступеня розвитку фінансової системи виражається показниками співвідношення депозитів, внутрішнього кредиту, капіталізації акцій, заборгованості за облігаціями до розміру ВВП. Ці показники, розрахунки яких, виконані Б. Рубцовим, подані в дод. А, набули значного поширення в сучасній економічній літературі. Особливо показовою в цьому плані є праця Р. Раджана та Л. Зінгалеза, які дослідили розвиток показників фінансової системи в ХХ ст. На основі аналізу значного масиву інформації ці вчені довели, що політичні рішення, спрямовані на обмеження ринкових сил, призводять до занепаду фінансових ринків, як це відбувалось у 40-х роках минулого століття, і навпаки, фінансова лібералізація 1980-х років стала поштовхом до розвитку фінансового сектору [241, с. 10—12].

Однак висновки Раджана та Зінгалеза, як і інших представників концепції первинності фінансового розвитку (*finance led growth*), не мають достатньої доказової бази, а тому, хоч і схожі на істинні, поки не можуть претендувати на універсальність. Зокрема, ми не вважаємо, що показник ВВП об'єктивно відбиває рівень економічного розвитку, швидше, він може свідчити про рівень суспільного багатства. Також не знайшлося підтвердження тезі про наявність стійкого зв'язку між розвитком фінансового посередництва, з одного боку, та рівнем інвестицій і нормою заощадження — з другого [130]. А висновок про позитивний вплив

фінансової лібералізації на економічний розвиток був поставлений під сумнів реальним досвідом, зокрема, в деяких країнах латинської Америки, де лібералізація фінансових ринків супроводжувалась фінансовими кризами [168].

Якщо сучасна економічна наука все ж схиляється до думки, що розвиток фінансового посередництва сприяє економічному зростанню, то питання про переваги типів фінансових систем, а саме ринково-орієнтованої системи та банківсько-орієнтованої системи, дискутуються вже не один десяток років, однак проблема далека від розв'язання. Не заглиблюючись у цю дискусію, стисло опишемо основні думки її учасників.

Прихильники ринково-орієнтованої моделі фінансової системи, з одного боку, вбачають пріоритетну роль ринку капіталів у економічному розвитку, а з другого — обґрунтовують переваги розподілу коштів через механізми фондового ринку порівняно з механізмами банківської системи. Вони вважають, що ринково-орієнтована модель створює більше стимулів для розвитку підприємництва, ніж банківська, оскільки ліквідні ринки посилюють конкуренцію, фондовий ринок сприяє кращому інформаційному обміну, забезпечує більш ефективний корпоративний контроль. Як недоліки домінування банків на фінансовому ринку дослідники відзначають:

а) одержуючи інсайдерську інформацію про компанії, банки можуть намагатись здобути так звану інформаційну ренту, що здорожчить інвестиційний процес, як вважає Р. Раджан [239];

б) за браку ринкових сигналів і будучи пов'язаними з фірмами через систему участі, банки будуть і далі фінансувати проекти, що знищують вартість;

в) консервативна політика банків у сфері кредитування стримує розвиток інноваційних галузей економіки і не дає змоги розвиватись новим компаніям, про що пише Р. Раджан та Л. Зінгалез [240, с. 23], а також Ф. Аллен та Д. Гейл, котрі підкреслюють, що банки виявляють низьку ефективність у фінансуванні нових продуктів та технологій [118], стримуючи економічне зростання;

г) існує ймовірність, що банки змовляться з менеджерами фірми проти інших інвесторів, що несумісно з принципами ефективного корпоративного контролю та чесної конкуренції.

Протилежні висновки, часто навіть з однакових фактів, роблять прихильники банківсько-орієнтованої моделі, зазначаючи, що ефективності банки досягають у процесі розподілу ресурсів суспільства через зниження інформаційних та трансакційних

витрат. Також вони виступають із критикою пріоритетної ролі фондового ринку у фінансовому механізмі. У цьому зв'язку Д. Стігліц розглядає *проблему «безбілетника»* (free rider problem), сутність якої в тому, що на ліквідному і прозорому ринку цінних паперів інформація легко доступна для інвесторів, що не стимулює їх до пошуку найбільш ефективних проектів [261]. А. Бхайд уважає, що розвинутий ринок цінних паперів створює «короткозорий інвестиційний клімат», позаяк інвестори мають можливість швидко продати цінні папери, а тому не надто переймаються аналізом перспективності вкладень [137]. Натомість навіть у країнах з низькою транспарентністю бізнесу банки можуть змусити компанії розкривати інформацію. Остання теза, на наш погляд, частково підтверджується вітчизняним досвідом.

Такі взаємовиключні висновки щодо тих самих проблем не дають можливості сформулювати загальні рекомендації для формування ефективної фінансової системи. Проблема в тому, що дослідження ефективності того чи іншого типу фінансової системи, як правило, обмежується аналізом найтипівіших його представників, зокрема, Німеччини, Японії — для банківської моделі, та США і Великобританії — для ринкової. Порівняння країн із приблизно однаковим розміром ВВП на одного мешканця не дозволяє об'єктивно інтерпретувати одержані результати. Дослідження А. Деміргюча-Кунта та Р. Левіна охопило аналіз фінансових систем 150 країн і привело до таких результатів:

- зі збільшенням багатства країни простежується вищий ступінь розвитку її фінансової системи і вища активність фінансового посередництва;
- чим багатша країна, тим істотніша роль фондового ринку проти банківської системи [163].

Останній висновок узгоджується з так званою гіпотезою Гершенкрона, згідно з якою банківсько-орієнтовані фінансові системи історично домінували в країнах з пізнім індустріальним розвитком, уможлиблюючи одержання конструктивних стимулів і компенсування структурних перешкод для економічного розвитку. У серії праць А. Гершенкрон доводив, що для таких країн універсальні банки стали каналом для акумуляції дефіцитних фінансових ресурсів і розміщення їх у реальні інвестиції. Проте в 1990-х роках Д. Вердье відкинув тезу про економічну відсталість як причину відмінностей у розвитку національних фінансових систем [276]. Натомість він переконував, що ці відмінності обумовлені двома чинниками. Перший з них — держав-

не регулювання. У країнах, де уряди стимулювали приріст неприбуткових фінансових інститутів на кшталт ощадних і кооперативних банків, акціонерні банки не змогли захопити значну частку ринку депозитів, а тому в їхніх пасивах велика частка належала власному капіталу та депозитам пов'язаних підприємств. Це, на думку Вердье, стимулювало банки поєднувати банківську та інвестиційну діяльність. У тих країнах, де акціонерні банки захопили найбільшу частку депозитів, банківські інститути поступово відійшли від довгострокового кредитування в бік короткострокового кредитування, тобто так званого комерційного банкінгу.

Друга причина, за Вердье, також пов'язана з державною політикою, на цей раз політикою центрального банку як кредитора останньої інстанції. Через брак депозитів у ресурсній базі універсальні банки були уразливі до кризи, пов'язаної з масовим вилученням депозитів. Тому такі інститути могли існувати лише там, де була впевненість щодо підтримки ліквідності з боку центрального банку.

Отже, якщо керуватись логікою Д. Вердье, усі банківські системи були сегментовані, однак, за різними критеріями. Там де банки домінували на ринку депозитів, вони спеціалізувались на короткостроковому кредитуванні, а сегментація була між комерційним та інвестиційним банкінгом. Там же, де домінували універсальні банки, сегментація відбувалась між приватними установами, націленими на прибуток, з одного боку, та неприбутковими банківськими інституціями з податковими перевагами та державною підтримкою — з другого. На думку Роккан та Урвін, політична підтримка неприбуткових фінансових інститутів була більш поширена в тих країнах, де потужна агропромислова периферія стояла на заваді створенню централізованих інститутів [270, с. 47]. Тому сегментовано структура впровадилась у Великобританії та Франції, де політична влада була централізована відносно швидко. Універсальний банкінг набув розвитку, за висловом Д. Верньєр, «у напівцентралізованих державних утвореннях» [272, с. 3] на зразок Австрії, Німеччини, Італії і Швейцарії. Тим часом повністю децентралізовані держави намагались відійти від другої необхідної умови Вердье, а саме — функції центрального банку як кредитора останньої інстанції. Це може пояснити відсутність до останнього часу універсальних банків у США чи Австралії.

З 1990-х років у економічній науці оформлюється третій напрямок досліджень, представники яких уважають, що основна

проблема полягає не в домінуванні банків чи, навпаки, інститутів фондового ринку, а в оточенні, в якому фінансові посередники надають свої послуги, а також у якості цих послуг. Праці Т. Бека, Р. Вішні, А. Деміргюча-Кунта, Р. Ла-Порта, Р. Левіна, В. Максимовича свідчать про важливість посилення прав інвесторів і вдосконалення дисципліни виконання контрактів, тобто роблять наголос на правових і політичних аспектах розвитку суспільства, а також на наявності стандартів обліку та механізмів розкриття інформації.

Отже, доходимо висновку, що не існує жорсткої кореляції між типом фінансової системи та рівнем економічного розвитку. Найбільш розвинута система фінансового посередництва у країнах, де:

- а) захищені права інвесторів і кредиторів;
- б) правова система спрямована на захист контрактних зобов'язань;
- в) упроваджені стандарти обліку, що дають змогу одержувати чесну фінансову звітність компаній.

За оцінками Я. Міркіна, який дослідив фінансові ринки 30 найбільш розвинутих країн, 40—45 % з них є ринково-орієнтованими (автор їх називає ринками з «китайською стіною»), 40—45 % являють змішану модель і лише 10—15 % є орієнтованими на банки [65, с. 236].

Типологія фінансових систем привертає нашу увагу в основному з погляду дослідження специфічних особливостей банківського бізнесу і його інститутів, які перебувають під впливом фінансової системи. Якщо дивитись на речі узагальнено, можна вважати, що банківська модель орієнтована на банківську систему, де домінують банки з широкою диверсифікацією операцій, яких часто називають універсальними банками. Однак у літературі ринково-орієнтованій системі часто приписують сегментовану структуру банківської системи. Така позиція мала своїх скептиків і раніше. Так, Д. Кранен, Р. Шмідт та інші зробили спробу розвінчати міф про універсальність німецької банківської системи, визначивши істотну роль у ній так званих домашніх банків і зауваживши, що на кінець 2000 р. спеціалізовані банки (*special banks*) мали 22 % в сукупних активах банків Німеччини [271, с. 85]. Тепер же глибинні перетворення фінансових ринків і зміни в сутності сучасного банку зробили такі погляди історією. Як бачимо, питання про сутність сучасного банку має глибоке практичне значення.

### 1.3. Сучасний банк — у пошуку ідентичності

Як ми вже зазначили, наприкінці минулого століття банки зіткнулись із проблемою розуміння власної ідентичності. Ідеться про те, що в процесі ідентифікації банку потрібно дати відповідь на питання «що таке банк?», а це виявляється далеко не простим завданням. І справді, порівняння банків навіть однакових розмірів може висвітлити значні відмінності між окремими інститутами.

Ще 1972 року Н. Мерфі заявив, що «важко створити інтегровану теорію банківської фірми» [96, с. 101]. На проблему браку єдиного підходу до трактування сутності банків звертає увагу О. Дзюблюк [30].

О. Кириченко, І. Гіленко, С. Роголь, ототожнюючи поняття «банк» та «комерційний банк», стверджують, що «комерційний банк — це багатифункціональний фінансовий інститут, що здійснює широкий спектр послуг кредитного, страхового і платіжного характеру, а також виконує різноманітні фінансові функції...» [7, с. 28]. Основною відмінністю комерційних банків ці дослідники вважають «відсутність права емісії банкнот» [Там само]. Однак така дефініція фактично визначає універсальну банківську установу, впираючись у факт, що в багатьох країнах поняття «комерційний банк» використовувалось у контексті сегментованої банківської системи, як наприклад у США, а історично традиційною функцією комерційних банків було короткострокове кредитування [89, с. 613]. Зокрема, Д. Форсайт та Д. Вердье у своїй праці вживають термін «комерційний банкінг» як антонім «універсального банкінгу» [272].

Л. Примостка, ототожнюючи банк з комерційним банком, зазначає: «Комерційний банк — це фінансовий інститут, який пропонує широкий спектр послуг із кредитування, заощадження коштів і проведення платежів» [82, с. 6].

Дж. Сінки вбачає основні функції банку в обслуговуванні трансакцій і зберіганні коштів та цінностей [96, с. 101]. Відмітною ознакою банку він вважає наявність урядової гарантії, тобто страхування депозитів [Там само, с. 25].

Ш. Гросс пише, що банк — «це фінансова установа, яка забезпечує банківські та інші фінансові послуги» [190, с. 18].

В Україні сутність банку визначається Законом України «Про банки та банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. У ньому, на відміну від попередньої редакції закону, де не було чіткості у визначенні [46, с. 51], конкретно зазначено, що банком вважається

юридична особа, яка здійснює банківську діяльність, тобто може в сукупності виконувати три базові функції, чи, як сказано в законі, банківські операції, а саме: залучення у вклади грошових коштів фізичних і юридичних осіб та розміщення зазначених коштів від свого імені, на власних умовах та на власний ризик, відкриття і ведення банківських рахунків фізичних та юридичних осіб [37].

Як бачимо, конститутивною особливістю банку згідно з вітчизняним законодавством є той факт, що лише банки можуть створювати гроші та управляти платіжними засобами. Виконання в сукупності трьох базових функцій є межею, якою український регулятор відокремлює банківську галузь від інших сфер фінансового посередництва.

Європейська комісія вирізняє три ринки банківської діяльності: послуги фізичним особам, послуги підприємствам, операції на фінансових ринках. У деяких документах до перелічених ринків виконавчий орган ЄС додає послуги інвестиційного банкінгу.

Разом з тим сучасний банк може задіяти значно більше напрямів діяльності, частина з яких перебуває за межами традиційного банківського бізнесу. Згрупувавши їх, ми виділимо принаймні дев'ять напрямів діяльності сучасних банків:

- 1) обслуговування юридичних осіб;
- 2) обслуговування фізичних осіб;
- 3) розрахунково-касове обслуговування;
- 4) операції на фінансових ринках, зокрема торгівля цінними паперами;
- 5) інвестиційний бізнес;
- 6) управління активами клієнтів;
- 7) страхування;
- 8) управління власним балансом;
- 9) ризик-менеджмент.

Проблема визначення сучасного банку полягає в тому, що банки можуть комбінувати наведені напрями діяльності в різних варіантах та пропорціях, виступаючи то як виробник продуктів, то як звичайний посередник, то як торговець. Однак таке визначення вкрай потрібне, для того щоб:

- а) краще зрозуміти специфіку управління банківською фірмою, зокрема, особливості створення нею вартості;
- б) відрізнити банки один від одного, зважаючи на їх неоднорідність;
- в) відрізнити банки від інших фінансових установ, що діють на спільних ринках чи здійснюють подібні види діяльності.

На наш погляд, сучасний банк є інститутом, котрий поєднує різноманітні види фінансової діяльності і основною функцією якого стає взяття ризиків та інформаційне посередництво. При цьому банківський бізнес може провадитись у рамках стратегії диверсифікації або стратегії фокусування.

*Фокусування* означає концентрацію на своїх основних можливостях і, відповідно, вибраних сферах діяльності, групах споживачів, специфічному географічному ринку. Промислові підприємства концентруються звичайно на двох-трьох сферах діяльності, якщо їх понад п'ять — це велика рідкість. У сфері фінансових послуг ситуація аналогічна [29, с. 43]. Утім *диверсифікація* (від лат. *diversus* — різний та *facere* — робити) передбачає розширення сфери діяльності компанії для зменшення залежності від одного виду продукції чи послуг, циклічних факторів тощо, означає стратегічну орієнтацію на створення багатопрофільного виробництва або портфеля активів.

Ми погоджуємось із думкою А. Федорченка, який пише, що стратегія диверсифікації виражається в перетворенні банку на універсальний [107, с. 146]. Альтернативою диверсифікації є стратегія фокусування, яка асоціюється зі спеціалізованим банком. Зважаючи на те що стратегія банку здійснює безпосередній вплив на його вартість, зупинимось на даній проблемі детальніше.

Хоч термін «універсальний банк» став доволі поширеним у фінансовій літературі, економічна наука досі не дала визначення даній категорії. Не братимемо до уваги поширене визначення універсального банку як інституту, що може (чи має право) здійснювати всі банківські операції. З огляду на наявність принаймні кількох сотень операцій, що їх здійснюють банки, включаючи й операції, які не є суто банківськими, таке визначення не має практичного змісту.

Раніше про універсальні банки говорили в контексті фінансових систем тих країн, де домінування банків було абсолютним, зокрема, Німеччини, Швейцарії, Австрії. Згодом в економічній літературі універсалізація стала згадуватись як тенденція в розвитку фінансових систем. Цей розвиток наклав відбиток на формування специфічних фінансових систем, тож дослідники стали виділяти різновиди моделі універсальних банків. Так, Ф. Мишкін виокремлює, по-перше, універсальне банківництво, що існує в Німеччині, Нідерландах, Швейцарії, і, по-друге, британську універсальну банківську систему, поширену у Великобританії та в країнах, близьких до неї, таких як Канада і Австралія [67, с. 366]. Після того як універсалізація стала поширюватись у глобальному

масштабі, поняття універсального банку перестало асоціюватись із фінансовими інститутами тієї чи іншої країни, ставши загальним поняттям, хоч і не виключає національних особливостей окремих інститутів.

У сучасній економічній теорії розрізняються поняття універсального банку (інституційна позиція) та універсального банкінгу (функціональна позиція).

Д. Бойд, Ч. Чанг, Б. Сміт під універсальним банкінгом розуміють можливість для банків «здійснювати вкладення в акції на рівні з кредитуванням, брати участь у голосуванні за своїми акціями і посідати місця у радах директорів нефінансових фірм» [145, с. 427]. Е. Саундерс та І. Вальтер стверджують, що універсальна банківська справа визначається як надання банками низки фінансових послуг, що включають у себе залучення депозитів, надання кредитів, торгівлю фінансовими інструментами та валютами (а також їх похідними), андеррайтинг емісії боргових цінних паперів та акцій, брокеридж, інвестиційний менеджмент і страхування [248, с. 84]. Д. Роджерс і Е. Мельник називають універсальним банкінгом стратегію набуття комерційними банками функцій інвестиційних банків, страхового бізнесу, управління активами, а також функцій роздрібного брокера [245, с. 38]. В. Корнев під універсалізацією банків розуміє «охоплення і поєднання різних видів професійної діяльності, що дає можливість надання багатьох (чи всіх можливих у конкретних умовах) фінансових послуг» [51, с. 52].

Стосовно сутності універсального банку думки дослідників різняться. Німецький науковець В. Тіммерманн пише, що «універсальним банком є банківський інститут, який здійснює всі банківські операції (що, як ми вже зазначали, є нереальним на практиці. — *Авт.*), крім емісії банкнот та іпотечних облігацій [274, с. 139]. Подібний підхід до визначення, що базується на уявленні універсального банку як багатофункціональної установи, зустрічаємо в І. Вальтера, який характеризує універсальний банк як «мультипродуктову фірму всередині фінансового сектору» [277, с. 53]. Д. Форсайт та Д. Вердье заявляють, що «банки, які приймають депозити і здійснюють як коротко-, так і довгострокове кредитування, — це універсальні банки» [272, с. 7]. Однак такий стан речей був притаманний, скоріше, для ХІХ — початку ХХ ст., ніж для сучасної банківської галузі.

На наш погляд, логічно припустити, що універсальним банком є фінансовий інститут, котрий здійснює діяльність у сфері уні-

версального банкінгу. Роджерс називає універсальний банк «конгломеративним банкінгом» і ототожнює його з фінансовим супермаркетом [245, с. 38]. Відомий американський економіст Фредерік Мишкін вважає, що «в універсальній банківській системі комерційні банки повністю забезпечують набір банківських та страхових послуг, а також послуг, пов'язаних з цінними паперами, на єдиній правовій основі» [67, с. 366]. Характерну рису універсальних банків Мишкін зауважує в тому, що «банкам дозволяють володіти значною часткою ділових фірм, що вони і роблять» [Там само]. Д. Вердье конститутивною рисою універсального банку вбачає поєднання ним кредитування з андеррайтингом цінних паперів [272, с. 14].

Цікавим є визначення Г-У. Деріга, який трактує універсальний банк як компанію, що фокусує фінансові послуги [29; 33], але й воно через свою широту не є функціональним. Для кращого розуміння проблеми, на наш погляд, доцільніше поглянути на неї крізь призму напрямів діяльності банку, які об'єднуються поняттям банківського бізнесу у вузькому розумінні. Тим більше, що за цим принципом нині будується й організаційна структура багатьох сучасних банків.

Сучасне банківництво охоплює три основні сфери діяльності (види банківського бізнесу):

- роздрібний бізнес;
- корпоративний банкінг;
- інвестиційний банкінг.

Під *роздрібним банківським бізнесом* (retail banking) ми розуміємо операції з банківського обслуговування фізичних осіб, дрібних підприємців, малих і середніх підприємств. Варто зауважити, що існує й більш вузька інтерпретація роздрібною банкінгу. Так, оксфордський «Словник фінансів та банківської справи» трактує його як «масовий ринок банківських послуг, на якому індивідуальні клієнти і домашні господарства використовують філії комерційних банків» [115, с. 293]. Однак у нашій праці ми виходимо із широкого трактування роздрібною банківської діяльності, долучаючи до його складу обслуговування дрібного бізнесу.

*Корпоративний банкінг* (corporate banking) передбачає обслуговування підприємницьких структур У його складі виділяють оптовий банкінг, тобто обслуговування великих компаній. Згаданий раніше оксфордський словник корпоративний банкінг тлумачить як обслуговування великих міжнародних і транснаціональних компаній [115, с. 30].

Традиційно банки, які заведено називати комерційними, працювали в одній із зазначених сфер або ж поєднували їх. Окремо відстоїть *інвестиційний бізнес*. Часто він розглядається як альтернатива банківському фінансуванню, а в США його протягом кількох десятків років протиставляли комерційному банкінгу. На сьогодні під інвестиційним банкінгом розуміють широке і поки що не зовсім чітко окреслене коло фінансових послуг, пов'язаних з фінансуванням компаній за допомогою механізмів первинного та вторинного ринків цінних паперів. Основною функцією інвестиційного банку вважається організація первинного розміщення цінних паперів клієнта. До інших функцій інвестиційного банку належать торговельні операції на фондовому ринку, консалтингові послуги з управління портфелями цінних паперів. Г. Белоглазова до функцій інвестиційного банку також відносить організацію проектного фінансування [10, с. 32]. У сучасних умовах, на наш погляд, провідна функція інвестиційного банкінгу переміщується в бік організації угод зі злиття та поглинань.

Інвестиційний банк напряму зводить постачальника та споживача капіталу, одержуючи за це відсотки від суми угоди. Це, в теорії, дозволяє за рахунок економії коштів, які формують доходи банку, підвищити дохід вкладника і знизити відсоткові витрати споживача капіталу.

У 1930-х роках у багатьох країнах інвестиційний банкінг було законодавчо відокремлено від роздрібного та корпоративного банківських бізнесів. Останні залишились вочиною комерційних банків. У результаті розподілу виникли великі інвестиційні банківські фірми, що юридично не мають банківського статусу: Merrill Lynch, Lehman Brothers, Goldman Sachs, DLJ. У країнах континентальної Європи, передусім Німеччині, Австрії, Швейцарії, такого розподілу не відбулось і банки залишились основними «гравцями» фондового ринку, який, на думку деяких дослідників, залишився порівняно недорозвинутим. Саме про фінансові системи цих країн говорять як про банківсько-орієнтовані, а про тип банкінгу, що в них домінує, — як про універсальний. Типовим прикладом такого банківського фінансового ринку є Україна. Дод. Б демонструє абсолютне домінування банків у переліку найзначніших андеррайтерів. Як бачимо з даних додатка, серед групи 15 найбільших андеррайтерів абсолютне домінування банків, причому 2003 року в даному переліку не було жодного небанківського фінансового інституту, у 2004—2005 рр. у рейтингу налічувалось лише по два таких інститути, а в 2006 р. — тільки чоти-

ри. Цікаво, що жодна з цих компаній після потрапляння до рейтингу в наступні роки більше там не значиться, а кількість емітентів, що їх вони обслуговують, з одним винятком, не перевищує одного-двох, проте великі банки-андеррайтери, зокрема УкрСиббанк, Укрсоцбанк, ПУМБ, постійно наявні в переліку зі значно більшою кількістю емітентів.

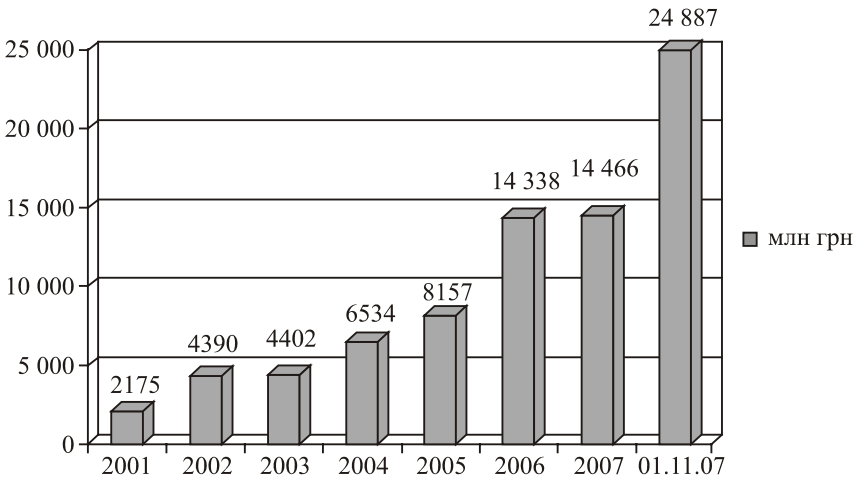


Рис. 1.3. Динаміка вкладень банків України у цінні папери у 2001—2007 рр. [15; 76; 102]

Також українські банки виявляють помітну активність у сфері вкладень у цінні папери. Рис. 1.3. унаочнює постійне зростання обсягів вкладень банків у цінні папери. Так, найвищий приріст вкладень банків у цінні папери — на 10 421 млн грн — спостерігався в період із січня до жовтня (включно) 2007 р., хоч найбільше відносне зростання даного показника відбулось у 2002 р., коли вартість вкладень у цінні папери зросла аж на 50,46 %. Особливо швидкими темпами за останні роки, як свідчать дані табл. 1.4, зросла частка цінних паперів у торгових портфелях банків: з 106,2 млн грн у 2004 р. до 8081 млн грн на кінець 2007 р. Це свідчить про те, що багато банків України серйозно розвивають свій інвестиційний бізнес.

Поняття універсального банку далеко не однозначне. Ми визначаємо універсальний банк як інститут, котрий поєднує роздрібний та (або) корпоративний бізнес з інвестиційним банкінгом, а також здійснює діяльність у сфері страхування.

Таблиця 1.4

**ДИНАМІКА СТРУКТУРИ ПОРТФЕЛЯ ЦІННИХ ПАПЕРІВ  
БАНКІВ УКРАЇНИ у 2004—2007 рр., млн грн [15, с. 154]**

Структура портфеля	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.
Цінні папери в торговому портфелі банку	106,2	718,7	4046,3	8081,4
Цінні папери в портфелі банку на продаж	5738	8643,8	7317,5	14502,9
Цінні папери в портфелі банку до погашення	2196,8	4815,4	2730,1	5394,4
Інвестиції в асоційовані компанії	177,4	149,1	381,4	691
Усього	8218,4	14327	14475,3	28669,7

Аналіз поглядів різних авторів, здійснений у даній монографії, а також наші дослідження особливостей розвитку універсального банківництва дали можливість класифікувати форми універсального банкінгу, адже, як уже зазначалось, підхід щодо зарахування банку до розряду універсального лише за принципом національної юрисдикції вже не відповідає сучасним реаліям. Тож універсальні банки можуть функціонувати в кількох відмінних формах (рис. 1.4).

*Тип 1.* Цілком інтегрований універсальний банк. Здійснює широке коло фінансових операцій у рамках єдиної корпоративної структури на єдиній капітальній базі. Ми, до речі, не змогли знайти відповідного прикладу банку, який відповідав би такій моделі, тож можна погодитись із І. Вальтером, який стверджує, що подібних банків у реальній практиці поки просто не існує [277, с. 54].

*Тип 2.* Частково інтегрований універсальний банк. Поєднує банківську та інвестиційну діяльність, але провадить операції зі страхування, іпотечне кредитування, управління активами, лізинг, факторинг, консалтинг через афілійовані структури<sup>9</sup> на окремому балансі, що пояснюється окремим регулюванням, наявністю потенційного конфлікту інтересів чи поєднанням цих факторів. Типовим прикладом такого виду універсального банкінгу є Deutsche Bank.

*Тип 3.* «Батьківська» структура універсального банку, коли основна діяльність банку зосереджена в традиційних сферах — залученні депозитів і наданні кредитів, а інші фінансові послуги

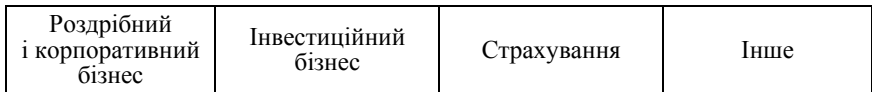
<sup>9</sup> Існує відмінність між афілійованою та дочірньою компаніями. У США афілійованою з банком вважається компанія, якщо банк контролює від 20 % голосів, а дочірньою — якщо банк контролює від 50 % голосів такої компанії [112].

надаються через афілійовані структури. Прикладом є британський Barclays Bank.

*Тип 4.* Холдингова структура універсального банку. Стосується створення холдингової компанії, яка контролює афілійовані структури, котрі здійснюють роздрібний та корпоративний банкінг, інвестиційний банківський бізнес, страхування, управління активами та іншими видами фінансової та нефінансової діяльності. Прикладом такої структури є J. P. Morgan.

**Тип 1. Структура повної інтеграції**

УНІВЕРСАЛЬНИЙ БАНК



**Тип 2. Структура часткової інтеграції**

УНІВЕРСАЛЬНИЙ БАНК



**Тип 3. «Батьківська» структура**

УНІВЕРСАЛЬНИЙ БАНК



**Тип 4. Структура холдингу**

ХОЛДИНГОВА КОМПАНІЯ

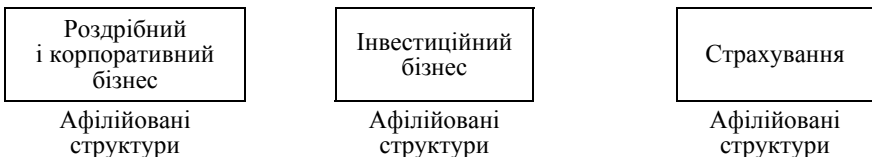


Рис. 1.4. Форми універсальних банків

Як бачимо, у всіх формах універсальні банки можуть поєднувати традиційний банківський бізнес зі страхуванням, володінням частками в капіталі нефінансових компаній та андеррайтингом. Різниця полягає в організаційних формах забезпечення цих видів діяльності. Так, друга модель характерна для країн континентальної Європи, третя модель асоціюється з Великобританією, а четверта — зі США. Найбільш поширеним перший тип універсального банківництва є в країнах з єдиним фінансовим регулятором, як, наприклад, у Сінгапурі.

Подібна модель інтеграції фінансових послуг, відома також під назвою «банкострахування» (bancassurance), сприйнята й великими банками України, які переважно реалізують її у вигляді структури часткової інтеграції або ж у формі холдингу, де материнською структурою є банк.

Традиційно теорія приписувала стратегію фокусування спеціалізованому банку, поняття якого так само розмито, як і дефініція «універсальний банк». Заведено виділяти функціональну, клієнтську та географічну спеціалізацію банків, хоч інститут спеціалізованого банку не має чіткого визначення, часто виражаючи національну специфіку чи культурні особливості. У загальному розумінні спеціалізація означає скерування професійної діяльності у визначеному напрямі, що виявляється у відповідному розподілі праці за окремими операціями [51, с. 52].

Феномен спеціалізованого банку непросто зрозуміти, розглядаючи його крізь призму сучасної банківської системи нашої країни. З одного боку, є ще багато свідків, до яких належить і автор, сегментації банківського обслуговування, що спостерігалась після кредитної реформи 1986—1988 рр. у СРСР, а також унаслідок реорганізації радянської банківської системи у 1989—1991 рр. У результаті склалася система банків, котрі було заведено називати державними спеціалізованими: Промбудбанк, Агропромбанк, Житлосоцбанк, Ощадбанк, Зовнішекономбанк. З іншого боку, формування на початку 1990-х років системи так званих комерційних банків асоціювалось із принципом універсального банківництва, перетворенням колишніх державних спеціалізованих банків на де-юре універсальні банки. «Універсальність» усіх цих банків трактувалась як брак для них обмежень на напрями діяльності, не вважаючи діяльності у сфері страхування. Насправді ж коло їх операцій було доволі обмеженим, а деякі банки взагалі обмежували діяльність обслуговуванням своїх засновників (так звані кептивні банки).

У багатьох країнах спеціалізовані банки зайняли власні ніші на ринку банківських послуг і посідають важливе місце у фінан-

совій системі. Якщо поглянути на Німеччину, то там неабияку роль відіграють інститути, аналогів яких у нашій країні просто немає, наприклад, регіональні банки. У США комерційні банки традиційно здійснювали в основному короткострокове кредитування, а довгострокові іпотечні кредити надавалися здебільшого позичковими асоціаціями. У Великобританії конкурентами банків здавна були житлово-будівельні компанії. Процеси дерегулювання, як уже зазначалося, поступово стирають бар'єри між різними інститутами на ринку банківських послуг. Однак певна їх частина вбачає свої конкурентні переваги в ролі спеціалізованої установи.

В Україні вітчизняний законодавець, на наш погляд, не зовсім вдало пропонує оригінальне трактування спеціалізованого банку Так, Закон України «Про банки та банківську діяльність» від 07.12.2000 визначає, що для того, щоб банк уважався спеціалізованим, потрібно, щоб понад 50 % його активів належали до одного типу. Також банк набуває статусу спеціалізованого ощадного банку, у разі якщо більше ніж 50 % його пасивів є вкладками фізичних осіб [37]. Відповідно, за таким підходом банк, який має, припустимо, 48 або 50 % активів одного типу, спеціалізованим уважатись не буде. Така доволі механічна спроба затиснути феномен спеціалізованого банківництва у кількісні рамки, поперше, не має практичного змісту, оскільки за браку об'єктивних механізмів класифікації активів навряд чи може бути застосована на практиці і, по-друге, обмежує спеціалізацію банків лише функціональною ознакою (так, тим самим законом визначається, що за «спеціалізацією банки можуть бути ощадними, інвестиційними, іпотечними, розрахунковими (кліринговими)» [Там само]), тобто ігнорує географічну та клієнтську спеціалізацію банківської діяльності.

У фінансовій теорії точиться тривала дискусія щодо переваг та недоліків диверсифікованої та сфокусованої стратегій, універсального та спеціалізованого банкінгу. Деякі науковці схиляються до того, щоб віддати перевагу диверсифікованим банкам. Позиція цієї групи економістів узагальнена, зокрема, у праці Дж. Бойда і Е. Прескотта, які, спираючись на постулат делегованого моніторингу, обстоюють думку, що організаційна структура банків має бути настільки диверсифікованою, наскільки це можливо [144]. Проте дослідження В. Ахрайа, І. Хасана, Е. Саундерса доводять, що оптимальною є така структура банківської системи, яка охоплює окремі сфокусовані (тобто спеціалізовані. — *Авт.*) банки замість великої кількості диверсифікованих банків. Сфокусовані

банки, на їхню думку, більш привабливі з погляду системного ризику [116]. Таку саму думку висловлює і С. Шаффер [250]. Бачимо, як і в дискусії про моделі фінансових систем, адепти обох позицій пропонують протилежні висновки і по-різному інтерпретують факти. Долучившись до цієї дискусії, для початку окреслимо переваги диверсифікованої стратегії та універсального банкінгу.

1. **Нижча вартість ресурсів.** Що стосується банківського бізнесу, то більш диверсифіковані банки мають доступ до різних ринків капіталу, що може привести до більш дешевого фондуювання через ширшу депозитну базу. Це доводять у своїй праці І. Денг та І. Елісіані [164].

2. **Здатність до трансформації.** Логічно припустити, що диверсифіковані банки як у функціональному, так і географічному плані здобувають перевагу над менш диверсифікованим конкурентом через здатність перемістити внутрішні грошові кошти зі сфери менш ефективної діяльності до сфер з вищою віддачею. Через те що внутрішні джерела грошових коштів, як відомо, менш дорогі, ніж зовнішнє фінансування, банки, котрі здатні найбільш ефективно використовувати такі кошти, мають перевагу над тими, хто позбавлений такої можливості.

3. **Економія на масштабі** (economies of scale) обумовлює той факт, що більший обсяг операцій у певній сфері банківської діяльності за однакового рівня витрат та інвестицій передбачає вищу ефективність організації. Коли інвестиції в розвиток проекту вже здійснені, банки можуть створювати аналогічні проекти з нижчою вартістю. Наприклад, якщо банк упроваджує систему оцінки кредитоспроможності позичальника в одному регіоні своєї присутності, він, як правило, може запровадити цю систему в іншому регіоні, навіть з необхідними модифікаціями, стосовно регуляторного чи культурного оточення. Особливо помітний ефект масштабу у сфері ІТ-забезпечення діяльності банку. За даними У. Грозе, у великих банках відносна частка витрат, пов'язаних з використанням комп'ютерної техніки, менша, ніж у дрібних. Також диверсифікація дозволяє здійснити спеціалізацію операцій, що скорочує час обробки документів [191].

4. **Економія на різноманітності** (economies of scope). Існують також переваги, що виникають завдяки розподілу витрат між різними діловими одиницями таким способом, що сукупні витрати виконання цих операцій різними одиницями вищі, ніж витрати у випадку, коли ці операції надаються разом; це — так звана економія від різноманітності (economies of scope). Також ефект різ-

номанітності приводить до зниження витрат унаслідок використання одного капітального активу для продукування кількох різнорідних продуктів. Прикладом може служити випадок, коли банк збирає інформацію про позичальників, а потім використовує цю інформацію, щоб запропонувати цим клієнтам інші фінансові продукти за більш низькою ціною, ніж конкуренти. С. Дракер і М. П'юрі розглянули дану проблему на прикладі надання банками послуг андеррайтингу і дійшли висновку, що банки, які поєднують діяльність у сфері кредитування та андеррайтингу, здатні запропонувати клієнтам обидві послуги з нижчим спредом, ті банки, які не поєднують зазначених видів діяльності [170].

**5. Вигоди, пов'язані з ринковою силою.** Існують аргументи, які свідчать, що банки можуть диверсифікувати свою діяльність або географічну присутність, щоб захопити або утримати частку на ринку.

**6. Податкові переваги.** Деякі дослідники, зокрема Іскандер-Датта та МакЛоулін, чинником податкових переваг доводять вигоду географічної диверсифікації [198]. Існування різних податкових законів між громадами, регіонами та навіть країнами можуть дозволити банкам скоротити їх сукупні податкові зобов'язання за допомогою переміщення ресурсів зі сфер з високими податками, туди де податковий клімат м'якший.

**7. Скорочення волатильності доходів.** Перевагою для диверсифікованих банків можна вважати здатність скоротити волатильність доходів за допомогою рознесення діяльності за різними напрямками. Про це, зокрема, ідеться в дослідженнях Денга та Елісіані, а також Бута та Шмайца [164; 142]. Це аналогічно портфельній теорії, яка постулює, що індивідуальні інвестори можуть скоротити специфічний ризик фірми, диверсифікуючи акції у своїх портфелях. Для порівняння: інвестиційні банки прямо залежать від кількості та обсягів ІРО, кількості нових емісій та угод зі злиття та поглинань, тому динаміка їхніх доходів доволі нестабільна.

**8. Ринкові переваги.** Диверсифікованим банкам легше пробитись на нові ринки й утримати позиції і вже існуючі ринкові ніші.

Важливим є й той факт, що з макроекономічного погляду диверсифікований банківський сектор дозволяє легше долати фінансові кризи.

Незважаючи на те що на практиці посилюються процеси диверсифікації банківського бізнесу, багато авторитетних сучасних учених у своїх теоретичних розвідках доходять висновку, що ди-

версифікація банківського бізнесу знищує вартість та (або) підвищує ризики. Тому зупинімось на мінусах універсального банківництва, які ми поділяємо на дві групи:

а) мінуси, що стосуються вартості банку (ризика), — мікрорівень;

б) мінуси, що стосуються взаємовідносин банку та підприємств, — макрорівень.

Розглядаючи на мікрорівні диверсифіковану стратегію банків з позицій сучасної економічної теорії, котра акцентує особливу увагу на моделі асиметричної інформації, та агентську теорію, потрібно визнати, що універсальні банки порівняно зі спеціалізованими інститутами концентрують організаційні проблеми. Загалом спеціалізований банк існує завдяки тому, що витрати на посередництво через цю компанію нижчі в порівнянні, коли б ця діяльність здійснювалась на відкритому ринку. Однак існування універсального банку не може бути виправдано такою самою причиною. Воно матиме сенс лише за умови, якщо управління його бізнес-одинацями більш ефективне, ніж коли б ці структури управлялись окремо в статусі спеціалізованих банків. Взаємодія бізнес-одинаць між собою та з центральним офісом якраз і створює організаційні проблеми, які ми сформулюємо у наступних позиціях.

1. Першою специфічною проблемою універсальних банків є **агентська проблема**, що генерується між керівниками центрального офісу та менеджерами бізнес-одинаць банку. Принципал пропонує агентові контракт на те, що останній може здійснювати певну діяльність. У свою чергу, агент може володіти інформацією, якої немає у принципала. При цьому можуть бути два види проблем асиметричності інформації. Перша — це те, що агент володіє таємною інформацією, яка призводить до проблеми несприятливого відбору. Друга полягає в тому, що принципал не може контролювати дії агента, що генерує проблему, відому як *моральний ризик*.

Агентська проблема диверсифікованого банку в тому, що мотиви менеджерів кожної з бізнес-одинаць банку можуть бути несумісними з цілями топ-менеджменту банку або його зацікавлених сторін. При цьому важко не погодитися з думкою Ч. Сунго, Х. Іфтекара, К. Джаретта, що агентська проблема в диверсифікованих банках постає набагато гостріше, ніж у більш сфокусованих [266].

Виявом агентської проблеми може служити прагнення топ-менеджерів диверсифікувати діяльність банку, для того щоб ско-

ротити загальний ризик організації і таким способом скоротити особистий ризик, хоч це і не відповідає інтересам акціонерів та інших зацікавлених осіб банку [121]. Бергер та ДеЮнг розглядають цю проблему на більш низькому рівні управління, відзначаючи, що такі мотиви можуть з'явитись у керівників структурних підрозділів банку, контролювати яких топ-менеджерам центрального офісу важко, зважаючи на складність організаційної структури банку, посилену диверсифікацією [133].

2. У структурі диверсифікованого банку різні агенти володіють асиметричною інформацією, що означає **проблему морального ризику**. Це створює можливості для опортуністичної поведінки, коли особи, що володіють певною інформацією, можуть маніпулювати нею на власну вигоду. Взагалі, моральний ризик властивий певним видам фінансового посередництва, зокрема комерційному банкінгу, адже через існування систем гарантування депозитів деякі посадові особи банків можуть вибрати надмірно ризиковану інвестиційну політику, знаючи, що інтереси вкладників у цілому не постраждають. Але в універсальному банку моральний ризик особливо відчутний між бізнес-одинацями і центральним офісом. Зручним прикладом є банківські операції, котрі вимагають швидкого прийняття рішень (операції на валютних та грошових ринках, ринках похідних інструментів), які потребують організаційної децентралізації. Проблема в тому, що зазвичай центральний офіс одержує інформацію про ці операції, коли вони вже були здійснені, а наслідки є невідворотними. Ситуація ускладнюється фактом несиметричності прибутку агента: звичайно агент заробляє додаткову премію, здійснюючи операції на користь компанії, однак не втрачає платні за негативних результатів таких операцій. Слід зазначити, що аналогічні негаразди можуть спіткати і спеціалізовані банки, однак диверсифікація значно посилює ці проблеми.

3. Універсальні банки наражаються на **витрати, пов'язані з координацією його бізнес-одинаць**. Як правило, диверсифікація призводить до додаткових витрат, тому що поява нових напрямів діяльності та структурних підрозділів робить важчим для керівництва процес контролю всіх структурних підрозділів банку. Однак здійснення моніторингу не є безкоштовним. Посилення функцій централізації та зростання бюрократичного механізму призводять до небезпеки зниження ефективності компанії: збільшення управлінських ланок викликає ізоляцію їх одна від одної, ускладнює способи перевання управлінської інформації. Іше у диверсифікованих компаній на певному етапі виникає необхід-

ність поділу на дрібніші структури, що також вимагає створення додаткової системи контролю і, відповідно, призводить до нових витрат.

Питання координації, що є класичною проблемою будь-якої організації, має специфічні аспекти в універсальних банках і розв'язується за допомогою коректного визначення всіх обов'язків агента, створення формалізованих каналів спілкування між різними агентами, встановлення контрольних та компенсаційних механізмів.

4. Четверта ключова організаційна проблема в універсальному банку — це **проблема мотивації**, яка існує на двох організаційних рівнях. Перший рівень — між працівниками того самого структурного підрозділу. Це загальна проблема, яка виникає й у будь-якому спеціалізованому банку, і тому ми її не обговорюватимемо. Другий рівень визначає проблему систем компенсації та розвитку кар'єри з однаковими професійними якостями та підготовкою в різних бізнес-одинацях, наприклад, підрозділі корпоративного бізнесу та інвестиційного банкінгу. Ці структури мають різні конкурентні особливості та різні вимоги до професійного рівня. Логічно, що й системи мотивації в них будуть різні. Однак ці відмінності можуть створювати проблеми у взаємовідносинах між менеджерами різних бізнес-одинаць, що ставить під загрозу співробітництво між цими бізнесами.

5. **Проблема намагання менеджерів одержати вищу премію.** Диверсифікація може бути засобом для менеджерів банку зміцнити свої позиції в компанії. Збільшення розмірів банку робить їх авторитетнішими, більш впливовими, підвищує їхній престиж, хоч і не приводить до створення додаткової вартості фірми. Також ці дії можуть бути викликані намаганням одержати значніші компенсаційні пакети, пов'язані з тим, що менеджери управлятимуть більшою за розмірами організацією. Про це йдеться у праці Шайфера та Вішні [252], які підтверджують очевидність, що пов'язує розмір компанії з розміром компенсаційного пакета для менеджерів.

6. Остання проблема універсальних банків є типовою для всіх багатофункціональних організацій. Це так звані **витрати впливу** (influence cost). Витрати впливу стосуються більш загальної проблеми діяльності з пошуку ренти (rent-seeking activities), тобто діяльності, яка є непродуктивною і спрямована на зміни в розподілі доходу між різними групами індивідуумів. Прикладом такої діяльності є захист інтересів прихильників протекціонізму для окремих секторів економіки. У багатофункціональних організаці-

ях, таких як універсальні банки, витрати впливу виникають під час такої діяльності або в процесі прийняття таких рішень, коли намагаються перемістити витрати або доходи від одних ділових одиниць до інших.

Для того щоб розв'язати ті комплексні організаційні проблеми, з якими стикаються універсальні банки, слід використовувати такі організаційні форми, що мінімізують витрати від неефективності, породженої проблемами, описаними раніше. Варіантом здійснення цього є перехід до структури холдингу, в якій кожний бізнес стає одиницею з вищим ступенем автономії, але з відповідною системою оцінки продуктивності і стимулювання, які полегшують кооперацію між діловими одиницями. Інакше кажучи, треба розробити системи, які дають можливість здобувати вигоди від синергетичного ефекту, що може утворюватись в універсальному банку.

Узагальнюючи аргументи за або проти диверсифікованої чи сфокусованої стратегії банків, ми пропонуємо виокремити три основні аспекти:

- 1) переваги, що стосуються вартості фінансування;
- 2) переваги, що є результатом економії на масштабі (ефект масштабу) та економії від різноманітності (ефект різноманітності);
- 3) здатність залучити та утримати клієнтів.

Перший та другий аспекти стосуються переваг універсальних банків. Третій аспект стосується переваг як універсальних, так і спеціалізованих банків. Перевага універсального банківництва полягає у здатності залучити та утримати клієнтів завдяки пропозиції широкого асортименту фінансових продуктів. Спеціалізовані банки перш за все демонструють переваги більшого досвіду в наданні певного продукту чи обслуговуванні клієнтів, високої репутації або іміджу лідера на певних сегментах банківського ринку. Водночас вони більше, ніж універсальні банки, чутливі до ризику заміщення з тої простої причини, що сфери їх діяльності більш обмежені, а отже, більш уразливі до кризових випадків та різких змін на фінансовому ринку. Проте універсальний банк пропонує численні більш-менш взаємозв'язані продукти та послуги і здатен перебудувати роботу своїх бізнес-структур залежно від внутрішніх ресурсів і динаміки конкуренції за кожним фінансовим продуктом. Згадавши концепцію сучасної фінансової теорії, можна заявити, що універсальний банк має більше можливостей проникати на перспективні сегменти фінансового ринку.

На макрорівні проблеми універсального банківництва виникають у разі їх взаємодії з тими нефінансовими компаніями, що

їх вони обслуговують. Диверсифікуючи напрями своєї діяльності, тобто стаючи універсальними, банки набувають серйозної ринкової сили. Це здавна викликає побоювання серед багатьох фахівців у сфері теорії та практики банківського бізнесу. Узагальнено ці побоювання зводяться до двох припущень:

1. Володіючи акціями підприємства, банк зацікавлений в підтриманні їх ринкової вартості, а тому може продовжувати кредитування підприємства, незважаючи на брак перспектив фінансового оздоровлення. Отже, це зашкодить інтересам вкладників банку.

2. Будучи андеррайтером підприємства, універсальний банк може бути і його кредитором, наражаючись при цьому на конфлікт інтересів. Цей конфлікт може бути розв'язаний за рахунок непоінформованого інвестора, якому банк може спробувати продати низькоякісні цінні папери задля того, щоб його клієнт зміг одержати кошти. У результаті — кредитний ризик банку переноситься на інвестора.

Однак, як свідчить історичний досвід, у країнах з пізнім індустріальним розвитком саме банки були основною рушійною силою у фінансуванні розбудови промисловості через систему акціонерної участі (згадаймо гіпотезу Гершенкрона).

Як співвласник підприємства, банк зацікавлений у його добробуті, через що може навіть установити нижчу плату за користування банківськими продуктами та послугами. Це особливо актуально для країн з нерозвинутим фондовим ринком. Також послаблюється моніторингова проблема через ширший обмін інформацією між банком та підприємством. Отже, ситуація здається такою, що універсальна банківська система якраз сприяє розвитку підприємств, а значить, і економічному зростанню [225, с. 7—14].

Також слід зауважити, що участь банку в статутному капіталі фірми може ліквідувати монополістичну неефективність на кредитному ринку, дозволяючи банкам навіть в умовах «банківського» фінансового ринку, тобто в монопольному становищі, установлювати нижчу відсоткову ставку фірмі і, таким чином, збільшити її інвестиції. У цьому разі банк не обмежуватиме свою роль простим фінансуванням фірми, а визначить сферу їх взаємних інтересів. Як свідчить М. Ву-Сік, банки також можуть брати на себе роль «патрона фірми» на випадок, якщо велика фірма вирішить придбати частину акціонерного капіталу малої фірми [225, с. 19—20]. Універсальний банкінг у цьому разі сприяє економічному зростанню. Можна сказати, що універсальний банкінг

стимулює максимізацію вартості в умовах неефективного ринку банківських кредитів і загалом нерозвинутого фінансового ринку. Це відповідає гіпотезі Гершенкрона, що універсальний банкінг такий важливий в пізньоіндустріалізованих країнах, де розвиток ринку капіталу був відсунутий назад, а не в таких країнах, як Великобританія, де був добре розвинутий ринок капіталу.

Стосовно другого застереження проти універсального банкінгу щодо можливості зловживань банку-андеррайтера, то дані проведених на Заході досліджень не дають підстав уважати їх обґрунтованими. Зокрема, П. Кляйн та К. Цоллер дослідили близько 300 публічних первинних емісій акцій у Німеччині, більшість з яких здійснили універсальні банки, намагаючись виявити різницю між андеррайтингом цих банків та аналогічною діяльністю інвестиційних банків. Відомо, що в андеррайтера доволі високий «ризик репутації», тож навіть не факти, а лише підозри у використанні банками службової інформації можуть спонукати інвесторів відмовитись від придбання цінних паперів або ж вимагати відповідної премії за ризик. Як пишуть згадані автори: «...жага банку здобути та утримувати репутацію першокласної організації стимулює “інвестувати” в довіру клієнтів» [203, с. 4].

Дослідження Р. Крошнера та Р. Раджана [205] не виявили доказів систематичного шахрайства універсальних банків на фондовому ринку. Більше того, М. Пурі, аналізуючи встановлення цін на цінні папери, андеррайтинг яких здійснювали банки, та тих, де андеррайтерами були інвестиційні банки, виявив, що інвестори бажають платити більше за цінні папери, андеррайтинг яких провадився саме банками [238, с. 399].

Результати наведених досліджень заперечують припущення про начебто вищу ефективність інвестиційного процесу без участі універсальних банків. У реальній дійсності інвесторові потрібні певні гарантії збереженості інвестованих коштів. Статус банку як солідної фінансової організації часто і є фактором, що спонукає економічного агента прийняти рішення на користь участі в інвестиційному процесі. Небанківські фінансово-кредитні установи, як правило, не можуть конкурувати з банками щодо репутації. Це особливо актуально для країн з трансформаційною економікою і навіть для деяких індустріально розвинутих країн.

Які ж аргументи — диверсифікованого чи сфокусованого банку — є переконливішими? На це питання немає єдиної відповіді. Спробувати дати відповідь можна лише за допомогою статистики і практичних прикладів. Однак огляд економічних досліджень

щодо економії на масштабі в банківському бізнесі не дає категоричних результатів. У праці Нуласа, Рея та Міллера на прикладі банків Північної Америки доводиться наявність економії на масштабі для інститутів, активи яких перевищують 600 млн дол. [228]. Джілліган, Смелок і Маршалл виявили невелику економію витрат за рахунок спільного використання інформаційних технологій [186]. Деякі ж автори, як наприклад, Местер [223], Саундерс і Вальтер [248], Пліон [78], взагалі заявляють про брак економії на масштабі для банків. Зокрема, принцип економії на масштабах неможливо застосувати для всіх видів банківської діяльності, оскільки багато банківських продуктів та послуг не піддаються калькуляції щодо витрат. Диверсифікація своєї діяльності та розширення клієнтської бази дозволяє банкам досягати вищої результативності, ніж через збільшення розмірів компанії. За даними У. Грозе, у Німеччині витрати на одного працівника великого банку вищі, ніж дрібного. Наприклад, 1991 року витрати на одного працівника Дойчебанку становили 88 тис. нім. марок, Дрезднер банку — 77 тис., Комерц-банку — 87 тис., тоді як ощадних банків — 69,2 тис. марок. Співвідношення витрат на персонал до сукупних доходів у великих банках сягнули 46 %, тоді як в ощадних банках — 41,8 % [191, с. 262]. Ще одна група авторів обстоює більш радикальні позиції в питанні банківської диверсифікації. Зокрема, німецькі дослідники Р. Ельзас та інші роблять висновок, що витрати диверсифікації в банківському бізнесі, як правило, переважають вигоди диверсифікації [174]. У спільній праці Лавен та Левіна виконано порівняння співвідношення ринкової та балансової ціни акцій банків з диверсифікованим характером діяльності та спеціалізованих установ, у результаті чого зроблено висновок, що диверсифікація скорочує показник «ринкова ціна / балансова ціна» аж до десяти процентних пунктів [209].

Що стосується аналізу конкретних прикладів, то ми бачимо в різних банківських системах успішні універсальні банки та збиткові спеціалізовані банки, а також навпаки. Як приклад успішного універсального банку можна назвати Deutsche Bank, ABN-Amro, ING Bank. Та в багатьох випадках невеликі спеціалізовані банки виявляються більш гнучкими, ніж філії великих універсальних банків. Серед успішних спеціалізованих банків можна згадати Bankers Trust, Bankinter або дочірній банк того ж ING в Україні, який до останнього часу фокусувався на інвестиційному банківському бізнесі. Якщо розглядати загальну ситуацію, то в сучасних умовах на фінансових ринках акції багатьох диверсифі-

кованих компаній продаються з так званим *дисконтом конгломерату* (conglomerate discount) через проблеми у визначенні справедливої ціни на ці активи. Інвестори частіше надають перевагу сфокусованим компаніям, бізнес яких більш прозорий і краще піддається оцінці.

Якщо б переваги однієї зі стратегій — фокусування або диверсифікації — у створенні вартості були однозначно доведені, керівники банків прагнули б вибрати одну з альтернатив, і ми спостерігали б переважання або універсальних, або спеціалізованих банків. Такі ситуації трапляються в окремих країнах (знову згадаємо Україну з її «де-юре» універсальними банками), однак, поки не є правилом у міжнародному масштабі. У реальному житті ми бачимо банки з кращою чи гіршою якістю управління як у категорії універсальних, так і спеціалізованих банків. Тож результативність банківської діяльності, на наш погляд, більше залежить від якості управління, ніж від спеціалізації або диверсифікації. А тому й конкурентні переваги універсальних банків проти спеціалізованих не можуть бути повністю узагальнені.

Р. Ковачевич, президент Wells Fargo & Company, 2000 року заявив, що «більше немає банківської галузі, галузі цінних паперів і страхової галузі. Є 2,4-трильйонна галузь фінансових послуг» [270, с. 12]. Однак диверсифікований характер сучасних банків, перетворення їх на фінансові конгломерати, або так звані фінансові супермаркети, як це не парадоксально, поєднується з вибором ними стратегії фокусування.

Щоб пояснити цей парадокс, доцільно звернутись до концепції *розподілу банку* (breaking up the bank), запропоновану американським економістом Л. Браяном. Ця концепція обґрунтовує необхідність розподілу основних сфер діяльності банку, зокрема, його кредитної та депозитної функцій. На думку Браяна, кожна з важливих сфер банківської діяльності повинна здійснюватись юридично самостійними підрозділами, що дозволяє підвищити загальну результативність банку завдяки вигодам від спеціалізації у кожній сфері [147].

Застосування даної ідеї на практиці приводить до вертикальної дезінтеграції банківського бізнесу, змін в організаційній моделі банків, філософії їх діяльності. Так, у банківському бізнесі набувають поширення адаптивний тип організаційної структури, елементи аутсорсингу, коли банки, зберігаючи за собою функції кінцевого розподілу фінансових продуктів, делегують здійснення інших операцій незалежним організаціям, наприклад, автомати-

зовані розрахунки у сфері карткового бізнесу, управління ризиками тощо.

Проте така вертикальна дезінтеграція здійснюється великими диверсифікованими банківськими структурами в рамках загальної тенденції до універсалізації банківського бізнесу. Ці нібито протилежні стратегії здійснюються способом реорганізації банку з переходом на дворівневу структуру: на нижньому рівні перебувають спеціалізовані бізнес-одиниці з відносно автономним управлінням, а на верхньому — більші підрозділи, котрі об'єднують бізнес-одиниці нижнього рівня (саме цей підхід нами використаний для зображення видів універсальних банків на рис. 1.4), наприклад, підрозділи з функціями роздрібного, оптового (корпоративного й інвестиційного), страхового бізнесу. Для характеристики таких універсальних банків у економічній літературі навіть виник термін «мультиспеціалізований банк». У дод. В наведено організаційну структуру Citigroup, яка ілюструє зазначений підхід. Спеціалізовані бізнес-одиниці дають змогу банкам з розвинутою регіональною інфраструктурою скорочувати витрати і більш ефективно функціонувати в регіонах з нерозвинутими ринками капіталу.

Свою думку в дискусії щодо моделі сучасного банківництва висловили й банківські регулятори. Аналіз угоди, підготовленої Міжнародним банком розрахунків, або так званої Базель-II, дозволяє зробити висновок, що ідеологія цього документа ближча до американської моделі банківництва, що склалась після реформи Гремма—Ліча—Блайлі 1999 р. Згідно з угодою Базель-II регуляторним органам рекомендовано корегувати розмір регулятивного капіталу на суму вкладень банків у акції компаній нефінансового сектору [60]. Отже, хоч банкам формально дозволяється одержувати контроль над нефінансовими компаніями, однак фактично їх стимулюють здійснювати діяльність у рамках фінансового холдингу, створювати дочірні структури в секторі інвестиційного банкінгу.

Останніми роками посилюються процеси концентрації банківського капіталу, створення нових фінансових конгломератів. До них належать мегазлиття в банківському секторі, як наприклад, Morgan Stanley і Dean Witter, Travelers та Salomon Brothers, створення 1998 року. Citigroup на основі злиття страхової компанії Travelers та комерційного банку Citicorp, або об'єднання бельгійської фінансової компанії Fortis з банком Générale de Banque. Приклади найбільших злиттів у банківській галузі наведено в табл. 1.5.

Таблиця 1.5

**ПЕРЕЛІК ДЕСЯТИ НАЙБІЛЬШИХ СВІТОВИХ  
МЕГАЗЛІТТІВ У СФЕРІ БАНКІВСЬКОГО БІЗНЕСУ [243]**

Банк-ціль	Банк, що поглинає	Ціна угоди, \$ млрд	Рік здійснення угоди
ABN AMRO	Barclays	98,5	2007
UFJ Holdings	MTFG	59,1	2005
Bank One	JP Morgan Chase	56,9	2004
FleetBoston	Bank of America	47,7	2003
BankAmerica	NationsBank	43,1	1998
Sanpaolo	Intesa	37,7	2006
Citicorp	Travelers	36,3	1998
MBNA	Bank of America	35,2	2005
NatWest	Royal Bank of Scotland	32,4	1999
Wells Fargo	Norwest Corp	31,7	1998

Чому ж на практиці ми спостерігаємо заперечення висновків сучасної фінансової теорії щодо неефективності банківської диверсифікації? Швидше за все, говорити про брак додаткової вартості можна з позицій аргументу зниження витрат, котрий, як ми переконались, далеко не об'єктивний. Насправді основна причина банківської диверсифікації полягає у сфері ринкового чинника і в основному зумовлена потребами клієнтів, які індукують попит на максимально комплексне обслуговування.

Отже, на нашу думку, немає підстав говорити про абсолютну універсалізацію як тенденцію в банківському бізнесі. Фактично вона і нереальна, і недоцільна. Як слушно зауважує М. Портер, «не можна бути "усім для усіх" — це рецепт посередньої та мало-ефективної діяльності» [50, с. 39—40]. Тому сьогодні спостерігається трансформація феномену універсального банкінгу, який переходить від ідеї «все для всіх», до ідеї «все в одному». Водночас парадокс сучасного універсального банкінгу полягає в тому, що універсальні банки поєднують диверсифікований характер діяльності з фокусуванням на своїх провідних сферах бізнесу, на тих галузях, де вони мають конкурентні переваги і можуть ство-

рювати вартість. Це саме здійснюють і спеціалізовані банки, за винятком того, що сфер діяльності в них значно менше, або ж більш вузький географічний горизонт діяльності. У будь-якому разі сучасним банком ми вважаємо банк, який сфокусований на клієнті, що дає можливість його бізнесу створювати вартість.

Види банків, їхня стратегія на ринку впливають на методологію оцінки їх результативності. Можна погодитись із тими вченими, котрі вважають, що модель «банк–дивіденд» у майбутньому навряд чи стане єдиною [78], а на фінансовому ринку залишиться місце і для середніх та малих, і для спеціалізованих банків. Однак тенденція до домінування у фінансовій структурі диверсифікованих банків з широким колом учасників дозволяє твердити про перспективність вартісно-орієнтованого підходу до банківського менеджменту.

## Розділ 2

### **ФУНДАМЕНТАЛЬНА ВАРТІСТЬ БАНКУ ТА ОСОБЛИВОСТІ ЇЇ ОЦІНКИ**

---

#### **2.1. Теоретичні засади вартості банківської фірми**

В основу вартісно-орієнтованого менеджменту покладено управління на основі інтегрованого фінансового показника — фундаментальної вартості фірми. Логіка дослідження вимагає, перш ніж дослідити дане поняття, попередньо з'ясувати категорію «вартість». У теоретичному аспекті це становить досі нерозв'язану економічною наукою проблему. Можливо, тому в українсько- і російськомовних фахових публікаціях англійське слово «value», що позначає поняття «вартість», подекуди перекладають як «цінність». Відповідно, деякі фахівці намагаються уникнути використання терміна «вартість», уживаючи слово «цінність».

У неокласичній економічній теорії вартість об'єкта чи послуги часто розглядається ніяк інакше, як ціна, яка склалась на відкритому і конкурентному ринку. Зокрема, А. Маршалл у багатьох випадках термін «вартість» уживав як синонім ціни, заявляючи, наприклад, що нормальна вартість товару повинна забезпечувати рівновагу між попитом та пропонуванням [59, с. 109]. У класичній економіці вартість і ціна не ототожнюються. За С. Кіном, вартість розглядається як природна цінність товару, котра встановлює нормальне (рівноважне) співвідношення, за яким обмінюються товари [258]. Деякі економісти наголошують на тому, що вартість завжди має суб'єктивні властивості. На думку Людвіга фон Мізеса (Ludwig von Mises), немає різниці між вартістю об'єкта чи товару і вартістю, що походить від психології ринкового учасника [214]. У цьому зв'язку К. Менгер зазначає, що вартість «є характеристикою

того, наскільки важливі для нас окремі товари..., коли ми усвідомили, що без володіння цими товарами неможливо задовольнити наші потреби» [220, с. 115]. Суб'єктивістською є і трактовка М. Портера, який пише, що «вартість — це те, що покупці готові оплачувати» [50, с. 27].

У рамках даної праці під вартістю ми вважатимемо виражену в грошах цінність активу. Оскільки у сучасній економіці будь-який актив може бути як джерелом доходу, так і об'єктом ринкової операції [55, с. 9], ми з повним правом поняття активу можемо розширити, пристосувавши його до фірми, або бізнес-єдиниці.

Стосовно поняття «вартість фірми» в економічній літературі зустрічаються кілька поглядів. За одним з них вартість фірми (firm value) визначається вартістю її активів. Зокрема, А. Раппапорт вартість фірми (бізнесу) називає «корпоративною вартістю» (corporate value), визначаючи її сумою вартості боргу та вартості акціонерного капіталу фірми. При цьому вартість акціонерного капіталу компанії Раппапорт іменує «вартістю акціонерів» (shareholder value) [242, с. 32—33]. Так само вартість фірми трактують А. Дамодаран [28, с. 16; 771], Д. Волкова [22, с. 5].

Переважає більшість фахівців визначають вартість фірми як ринкову вартість її акціонерного капіталу. Серед багатьох таких авторів потрібно згадати Дж. Сінкі-молодшого [95], О. Мендрула [61], К. Уолша [104]. У цій монографії в значенні «вартість фірми» ми розумітимемо фундаментальну вартість акціонерного капіталу компанії. Під *фундаментальною вартістю* (fundamental value) активу<sup>1</sup> мається на увазі його оцінка з урахуванням прогнозованих надходжень та виплат, пов'язаних з даним активом.

Поняття фундаментальної вартості, таким чином, не тотожне ринковій та балансовій вартості і навіть до певної міри протистоїть їм, переважно останній. Зусилля менеджерів банку спрямовані на максимізацію ринкової вартості фірми, яка виражається як вартість простих акцій за їх актуальним курсом. Іншими словами, ринкова вартість банку розраховується множенням актуального курсу його акції на кількість простих акцій в обігу.

---

<sup>1</sup> У літературі зустрічаються також інші назви фундаментальної вартості, зокрема *внутрішня вартість* (intrinsic value). М. Бондар називає її «інвестиційною вартістю» [12, с. 159].

Балансова вартість визначається за даними бухгалтерської звітності банку. Виходячи з балансової рівності справедливою є формула

$$A_{BV} = E_{BV} + L_{BV}, \quad (2.1)$$

де  $A_{BV}$  — балансова вартість активів;  $E_{BV}$  — балансова вартість капіталу;  $L_{BV}$  — балансова вартість зобов'язань. Звідси робимо висновок про те, що

$$V_A = V_E + V_D, \quad (2.2)$$

де  $V_A$  — фундаментальна вартість активів;  $V_E$  — фундаментальна вартість капіталу;  $V_D$  — фундаментальна вартість зобов'язань.

Отже, фундаментальна вартість капіталу становитиме:

$$V_E = V_A - V_D. \quad (2.3)$$

Для нефінансових компаній фундаментальну вартість боргу в процесі оцінки можна замінити балансовою вартістю. Однак такий підхід не може бути застосований до банків, котрі, як ми з'ясували, створюють вартість також на боці пасивів.

В ідеалі фундаментальна вартість фірми має дорівнювати ринковій вартості, однак це можливо лише в умовах досконалого фінансового ринку. За умов недосконалих ринків можливі відхилення у значеннях ринкової та фундаментальної вартості, породжені асиметричністю інформації та короткостроковими коливаннями цін на ринку. Однак, незважаючи на наш скептицизм з приводу можливості фондового ринку адекватно відображати вартість акцій, про що твердять прихильники концепції ефективного фондового ринку [54, с. 99—113], з ними важко не погодитись у тому, що в довгостроковій перспективі значення фундаментальної та ринкової вартості банку тісно корелюють.

Інформація щодо поточної вартості компанії потрібна власникам та менеджерам не тільки при продажу банку, але й у процесі управління. Для цілей оперативного управління доцільніше застосовувати саме фундаментальну вартість. У банків, акцій яких немає в обігу на фондовому ринку, фундаментальна вартість взагалі є основним індикатором результативності менеджменту. Проте, в кінцевому підсумку, зусилля керівництва мають бути матеріалізовані в максимізації ринкової вартості банку одночасно з заходами, спрямованими на те, щоб мінімізувати розриви між ринковою та фундаментальною вартістю банку. В протилежному випадку на ринку виникає загроза, що компанія стане об'єктом поглинання. Отже, на сьогодні в умовах розвинутих ринків варті-

сно-орієнтоване управління стає неодмінною стратегією, що забезпечує стійкий розвиток та виживання компанії.

Вартісно-орієнтований підхід до управління компанією був породжений англосаксонською управлінською культурою приблизно у 80-х роках минулого століття і протягом 1990-х — початку 2000-х рр. набув значного поширення в практиці банківського менеджменту не тільки в США та Великобританії, але й у європейських та деяких азійських країнах. Нині його принципи запроваджують і вітчизняні фахівці. Спробуємо сформулювати наше розуміння принципів вартісно-орієнтованого менеджменту:

- У кожен момент часу як у фірми загалом, так і будь-якого її структурного елементу існує певна вартість.

- Джерелом цієї вартості є здатність фірми генерувати потоки грошових коштів. Фактично, ці грошові потоки, що створюються фірмою, і є її вартістю.

- Через недосконалість ринків існує ризик відхилення реальних грошових потоків від очікуваного розміру, тому вони можуть бути прогнозовані лише з певною мірою точності і не претендують на абсолютну істину.

- При обчисленні вартості фірми має братись до уваги вартість акціонерного капіталу як альтернативної вартості. Тобто можна говорити про те, що компанія створює вартість лише тоді, коли вона відшкодувала вартість капіталу, який використовувався, щоб генерувати цей прибуток.

- Управління вартістю орієнтується на максимізацію вартості фірми, виявом якої є зростання вартості акціонерного капіталу компанії.

Визначити вартісно-орієнтований підхід до управління, або, як ми його ще тут називаємо, вартісно-орієнтований менеджмент, доволі непросто. У широкому розумінні вартісно-орієнтований менеджмент ми трактуємо як процес, який охоплює прийняття управлінських рішень, створення корпоративної культури і цінностей компанії, які в сукупності дозволяють урахувати інтереси більшості зацікавлених осіб і в кінцевому підсумку приводять до зростання вартості акціонерного капіталу. Загалом він виражає підхід до управління компанією, який націлений на максимізацію її вартості в довгостроковій перспективі. У більш вузькому значенні цей термін можна трактувати як модель оцінки результативності бізнесу.

Поняття вартісно-орієнтованого менеджменту набуло поширення із середини 1980-х років, коли А. Раппапорт видав свою основоположну працю «Створюючи вартість акціонера: новий

стандарт для бізнесу» [242]. Аббревіатури на кшталт VBM (value-based management) чи MSV (managing for shareholder value) з'явилися у 1990-х роках, коли Б. Стюарт [259], Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурін [54] видали свої книжки, що стали фундаментом вартісно-орієнтованого менеджменту. З того часу VBM перестав бути теоретичною конструкцією і перейшов у розряд інструментів стратегічного управління (хоч навіть 1998 року у газеті «Financial Times» побачила світ стаття, в якій висловлювався сумнів, чи не був вартісно-орієнтований менеджмент плодом 16-річного періоду підвищення кон'юнктури на фондовому ринку [219, с. 4]).

У своєму розвитку концепція вартісно-орієнтованого управління пройшла три фази.

На першій, назвемо її розрахунковою, фазі в середині 1980-х років вартісно-орієнтований менеджмент фокусувався майже виключно на фінансових аспектах. Початок цьому, як вважається, поклали інвестиційні аналітики, яких у літературі часто іменують корпоративними рейдерами<sup>2</sup>, котрі здійснювали моніторинг ринку в пошуках недооцінених компаній з метою їх придбання з подальшою реструктуризацією та перепродажем. Для цих цілей вони почали обчислювати вартість бізнесу із застосуванням різних моделей, де вартість акцій була функцією грошових потоків і прибутковості капіталу, скорегованого на ризик. У цей період компанії поступово перетворилися на товари, якими торгують. Це зумовило активізацію процесів реструктуризації, злиття та поглинання: недостатньо результативні фірми ставали об'єктом дивестицій або ліквідувались, а перспективні і прибуткові компанії ставали об'єктом інвестування.

Зрозуміло, що такий підхід не справляє істотного впливу на вартість акціонерів у довгостроковій перспективі. І хоч інвестори можуть здійснювати операції з купівлі-продажу компаній досить довго, з певного моменту в них може виникнути потреба управляти їхнім бізнесом у контексті створення додаткової вартості для власників. Тому в другій, стратегічній, фазі свого розвитку в 1990-х роках вартісно-орієнтований менеджмент переміщується на рівень бізнес-стратегії. Найбільш показовим у цьому плані стало взаємопроникнення фінансового та стратегічного планування. Однак при цьому й надалі залишалась дистанція між стра-

---

<sup>2</sup> Слід зазначити, що в оригіналі термін «рейдер» не містить негативного забарвлення, на відміну від вітчизняних публікацій, в яких під рейдерством розуміють незаконні або напівзаконні оборудки, спрямовані на захоплення контролю над компанією. Більш детально дану проблему досліджують М. Діба та М. Зубок [31].

тегічним та оперативним рівнем, інакше кажучи, менеджери не завжди могли знайти практичне застосування принципам VBM.

З початком ХХІ ст. вже може йтися про інтегровану фазу вартісно-орієнтованого менеджменту, який стає дедалі більш цілісним підходом до всіх аспектів управлінських рішень, у т. ч. зі стратегічним і фінансовим плануванням, управлінням структурою капіталу, оцінкою результативності та винагородою праці.

Отже, вартісно-орієнтований підхід до управління змінює ідеологію оцінки результативності банку та й саму парадигму управління банківською діяльністю. Для розуміння цієї сентенції порівняємо дві моделі аналізу діяльності фірми: бухгалтерську, що притаманна традиційному підходу до управління фірмою, й економічну, яка властива вартісно-орієнтованому менеджменту.

Сучасна фірма, зокрема банківська, функціонує в середовищі з трьома основними складовими:

- 1) ризиком і невизначеністю;
- 2) дохідністю, що пов'язана зі ступенем ризику інвестора;
- 3) ліквідністю.

Саме за ними формується кількісна оцінка результативності компанії і саме за ними бачимо розходження бухгалтерської та економічної моделей. Зупинимось на цих розходженнях, які мають концептуальний характер.

1. Традиційний бухгалтерський облік ґрунтується на принципі історичної вартості, сутність якого в тому, що всі елементи звітності оцінюються за тією вартістю, за якою вони були обліковані на момент їх надходження в компанію. Відхилення від даного принципу й оцінка за поточною ринковою вартістю здійснюється лише у випадках, визначених бухгалтерськими стандартами [21].

Також принциповий підхід бухгалтерської моделі полягає в тому, що в аналізі використовуються операції, які фактично були здійснені, а альтернативні варіанти розвитку практично ігноруються. Наприклад, до витрат компанії за певний період відносять тільки фактично понесені витрати. Урешті-решт, діяльність компанії оцінюється позитивно, якщо одержані доходи перевищують фактичні витрати. Проте економічна модель оцінює результативність компанії з позиції інвестиційних альтернатив, що зіставні за рівнем ризику. Це докорінно змінює методологію аналізу та її оцінку якості управління.

2. Бухгалтерська модель оцінки не зачіпає проблему невизначеності очікуваного результату, з якою стикається будь-який інвестор. Фінансова звітність не дає змоги одержати інформацію

щодо ставки дохідності капіталу, яка й визначає інвестиційні альтернативи, що повинні мати порівнянні рівні ризику. А це означає, що в рамках бухгалтерської моделі неможливо оцінити, чи компенсує балансовий прибуток ризику компанії, чи є він достатнім для власників. Жоден з показників рентабельності, ні ROA, ні ROE, котрі розраховані на основі фінансової звітності банку, ніяк не пов'язані з ризиками банку, а тому не можуть бути мірилом результативності компанії. Економічна ж модель дозволяє врахувати не тільки витрати, але й ризику бізнесу.

3. У процесі управління вкрай важливо мати інформацію щодо ліквідності банку, яку неможливо одержати, оперуючи даними фінансової звітності. Для цих цілей економічна модель пропонує показник *вільного грошового потоку* (free cash flow — FCF). Цей показник, запроваджений М. Дженсенем, означає потік грошових коштів, вільний для вилучення інвесторами після того, як у ньому були враховані операційні результати та інвестиції з позитивною чистою теперішньою вартістю.

4. Бухгалтерська модель розглядає теперішні та майбутні надходження і грошові потоки без поправки на доходи, що втрачаються компанією через неможливість одержання й інвестування грошового потоку негайно. Балансовий прибуток не відображає витрати на інвестиції, науково-дослідні розробки, модернізацію виробництва, ефект від яких виявиться в майбутньому. Та й сам розмір прибутку залежить від методики бухгалтерського обліку, амортизаційних відрахувань і не може об'єктивно відобразити результативність роботи менеджменту.

В економічній моделі всі управлінські рішення приймаються на основі показника економічного прибутку. *Економічний прибуток* — це різниця між тим, що компанія заробляє за даний період часу, і тим мінімумом, який вона повинна заробити, щоб задовольнити своїх інвесторів:

$$\begin{aligned} \text{Економічний прибуток} &= \text{Інвестований капітал} \times \\ &\times (\text{Рентабельність інвестицій} - \\ &- \text{Середньозважені витрати на капітал}). \end{aligned} \quad (2.4)$$

Показник економічного прибутку демонструє достатність з погляду акціонерів грошових потоків для забезпечення нормального рівня дохідності, іншими словами — *бар'єрної дохідності капіталу* фірми. «Нормальний» рівень дохідності визначається не суб'єктивно, він показує з позиції власника розмір граничної дохідності інвестицій у компанію, нижче за який втрачаються стимули для інвестування, а з позиції менеджерів — *витрати на за-*

лучення власного капіталу (cost of equity — COE), або мінімальну дохідність інвестицій, що її мають забезпечити менеджери власникам компанії.

Витрати на залучення акціонерного капіталу можна визначити як мінімально прийнятну окупність інвестицій, яка відіграє роль бар'єрної ставки, що використовується в інвестиційній оцінці. Вартість капіталу залежить від ризикованості оцінюваних проєктів. Дж. Девіс визначає її як «середньозважений розмір витрат різних інвестицій компанії», що визначаються ризиком її інвестиційних можливостей [161, с. 5].

5. У рамках традиційного бухгалтерського обліку менеджери ставляться до акціонерного капіталу просто як до вільного ресурсу. Бухгалтери, хоч і віднімають процентні виплати, пов'язані з борговим фінансуванням, однак не відображають вартості, яку акціонери вклали, або вилучили з бізнесу. Це означає, що «компанії часто повідомляють про балансовий прибуток, коли вони фактично знищують вартість акціонерів» [260]. Цю ситуацію ілюструє рис. 2.1.

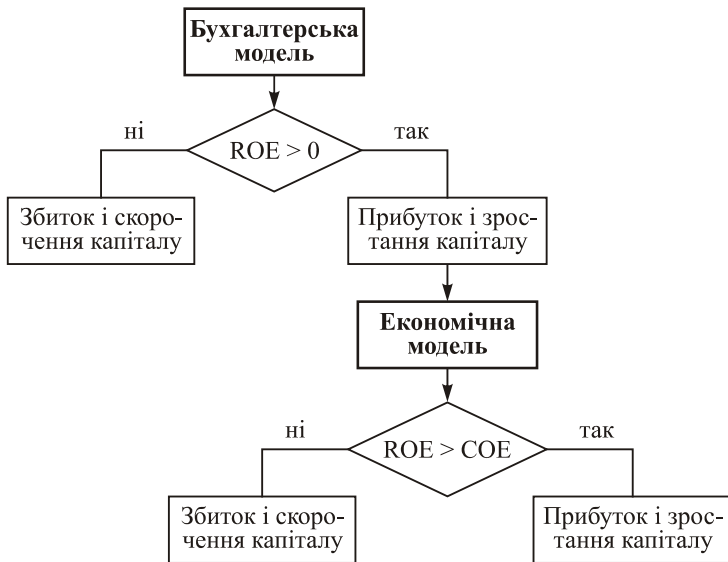


Рис. 2.1. Відмінності бухгалтерської та економічної моделей

На відміну від балансової оцінки, вимірювання вартості капіталу в рамках вартісно-орієнтованого управління стосується окупності нових інвестицій, а не того, що трапилось у минулому. Як

зазначає Дж. Девіс, частина акціонерного капіталу у вартості капіталу буде визначена ризиком, який узяли власники акціонерного капіталу. Через це не може існувати жодного точного способу його обчислення, особливо на рівні компанії в цілому. Отже, керівники компанії повинні якомога точніше розраховувати необхідну вартість капіталу, хоч «правильної» відповіді не існує [260].

6. У сучасних умовах наявна система бухгалтерського обліку більше виражає інтереси менеджерів, ніж власників компанії. Процес управління активами-пасивами банку тепер важко уявити ізольовано від оцінки ризиків, притаманних активам та зобов'язанням, а також від калькуляції доходів, що мають покривати дані ризики. Тому основна мета діяльності фірми кількісно виражається у вигляді інвестиційної вартості акціонерного капіталу, яка містить у собі сукупність потоків вільних грошових коштів з урахуванням бар'єрного рівня доходності.

Створення стандартів бухгалтерського обліку, що були б адекватні сучасним реаліям управління бізнесом, є серйозною проблемою, докладний аналіз якої не є предметом даного дослідження. Сучасні наукові розробки, наприклад праці С. Пенмена [234], Г. Фельдхема і Дж. Ольсона [178], покликані наблизити систему обліку до потреб вартісно-орієнтованого менеджменту, зокрема, порівнюючи не бухгалтерські прибутки і грошові потоки, а балансові показники, одержані в процесі застосування різних систем обліку.

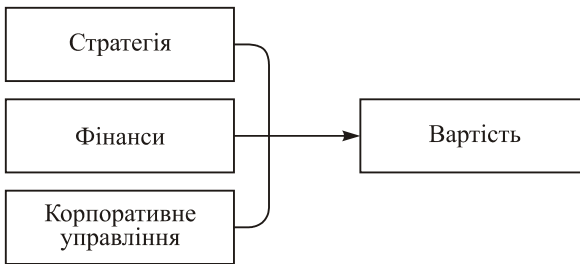


Рис. 2.2. Структура вартісно-орієнтованого управління в банку

Слід зазначити, що вартісно-орієнтований менеджмент, на наш погляд, не можна ототожнювати з управлінням вартістю фірми<sup>3</sup>, позаяк вартісно-орієнтований менеджмент означає не

<sup>3</sup> У перших перекладах літератури про управління вартістю на українську та російську перекладачі часто тлумачили термін VBM як управління вартістю. На це звертає увагу, зокрема, Д. Волков [22, с. 3—4].

управління вартістю, а навпаки, те, що управління вартістю є базою для управління компанією. У цьому зв'язку ми розглядаємо концепцію вартісно-орієнтованого менеджменту як систему, що включає три модулі (рис. 2.2):

- 1) стратегію банку;
- 2) рішення у сфері корпоративних фінансів;
- 3) корпоративне управління.

За класичним визначенням А. Чандлера, стратегія — це встановлення основних довгострокових цілей та завдань фірми й розробка програми дій та розподілу ресурсів, необхідних для досягнення цих цілей [62, с. 15—16]. Складова стратегії демонструє зв'язок вартості банку та стратегій розвитку бізнесу, виявлення так званого *ланцюга створення вартості*. У цьому зв'язку потрібно погодитись із російськими економістами Д. Волковим та В. Катяло, що вартісно-орієнтований менеджмент може розглядатись як окремий напрямок стратегічного управління [23; 48]. Більше того, ми переконані, що його потрібно вважати таким.

Цікаво, що запровадження вартісно-орієнтованого підходу до управління збіглось у часі з активізацією інтересу до корпоративного управління (corporate governance). Вартісно-орієнтований менеджмент дозволяє розробити ефективну систему оцінки менеджменту, удосконалити відносини з інвесторами та іншими зацікавленими особами і загалом сприяє розв'язанню агентської проблеми, про що йтиметься в наступних підрозділах нашої праці.

Як ми вже з'ясували, фірма створює вартість, коли доходи на капітал (return on capital) перевищують витрати на залучення капіталу. Різниця між ними називається спредом. Банківський бізнес добре ілюструє цей постулат. Коли банк залучає кошти у вигляді 4 % депозиту і розміщує ці ресурси як кредит під 10 %, ми з певними застереженнями можемо говорити, що витрати на капітал даного банку становили 4 %, а дохід на капітал — 10 %. Відповідно, розмір спреду дорівнюватиме 6 %, інакше кажучи, банк створює 6 % вартості на одну грошову одиницю. Чим більший спред між доходами та витратами на капітал, тим більший економічний прибуток, більша ринкова вартість капіталу і вартість фірми. Отже, позитивний спред між доходами та витратами на капітал означає створення банком вартості, а негативний спред призводить до знищення вартості.

Спред між доходами та витратам на капітал є важливим, але не єдиним чинником формування стратегії на зростання вартос-

ті банку. Іншими двома чинниками, тобто «рушійними силами» (drivers), вартості є масштаб діяльності та фінансова стійкість банку.

Масштаб діяльності передбачає обсяги потенціального зростання бізнес-можливостей. Так, зростання прибутковості у вигляді позитивного спреду між доходами та витратами на капітал за вищої капітальної бази теоретично додає більше вартості. Продовжуючи аналогію з банківським бізнесом, зазначимо, що більша сума позики зі спредом 6 % створить для банку більшу вартість.

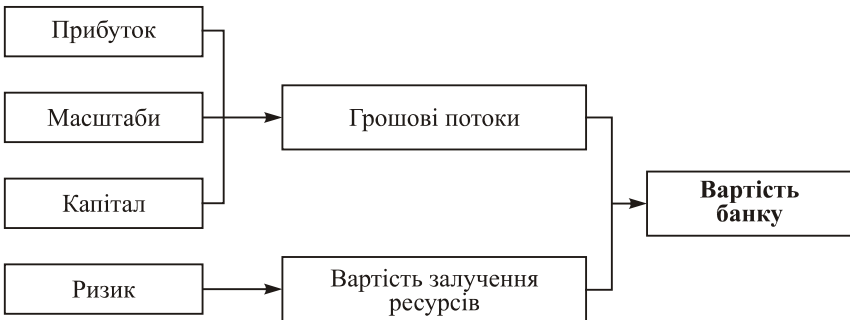


Рис. 2.3. Рушійні чинники вартості банку

Стійкість означає часовий інтервал дії конкурентних переваг банку, тобто період, під час якого банк буде прибутковим і бізнес зростатиме, додаючи вартість. У нашому прикладі чим довший термін позики зі спредом 6 %, тим більше вартості буде створено банком.

Отже, можна виділити рушійні сили (чинники) вартості банку, які подані на рис. 2.3:

- ✓ прибутковість, яка визначається здатністю банку генерувати прибуток, який перевищує витрати на залучення капіталу;
- ✓ масштаб, котрий поєднує в собі обсяг операцій на часовий інтервал позитивного спреду;
- ✓ капіталізація банку;
- ✓ вартість залучення ресурсів, яка відображає ризики банку.

Ці чинники справляють величезний вплив на результативність банку і потребують установлення певних цільових орієнтирів.

Що стосується ризику, то його роль у створенні банком вартості є визначальною, позаяк діяльність банку пов'язана з: 1) наданням фінансових послуг та 2) управлінням ризиком.

Отже, результативність діяльності банку і, відповідно, його вартість залежать від якості наданих послуг і «ефективності» управління ризиком.

Управління ризиком виконує центральну роль у фінансовому посередництві і є, таким чином, ключовою сферою банківського бізнесу, тож розглядається як одне з найважливіших корпоративних завдань. Процеси управління ризиком, утім, є актуальними навіть при пропонуванні банками продуктів і послуг: оскільки банки мають справу з фінансовими активами, то, за логікою, вони пов'язані з бізнесом фінансового ризику.

Також управління ризиком є необхідним і критично важливим для забезпечення в довгостроковій перспективі виживання банків. На довгострокову перспективу націлений і вартісно-орієнтований менеджмент. Як заявляють з цього приводу Т. Коупленд та інші, «вартість не буває короткостроковою, на відміну від інших показників» [54, с. 44].

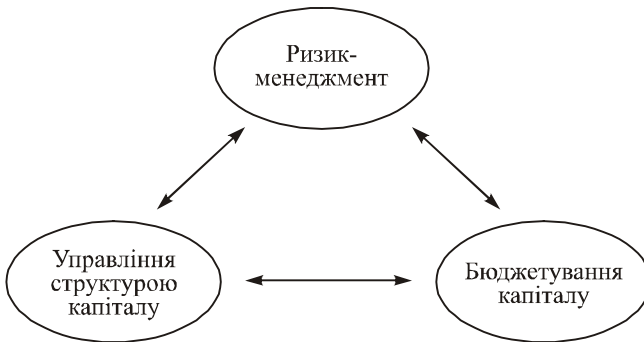


Рис. 2.4. Фінансові аспекти створення вартості в банку

Зважаючи на те що банківський капітал виконує захисну функцію, можна помітити спільність завдань, що їх реалізовує управління капіталом та ризик-менеджмент у банку. Тож банки розглядають капітал з двох боків: з одного боку, як витрати, а тому вживають заходів з управління структурою ресурсів (*capital structure decisions*), а з другого — як свого роду заміну для здійснення ризик-менеджменту. Тому створення вартості в банку є інтегрованим процесом, що охоплює управління структурою ресурсів, бюджетування капіталу, ризик-менеджмент, як зображено на рис. 2.4. Більш детально дане питання розглянемо в наступному розділі.

Отже, у будь-якому разі в процесі управління вартістю зацікавлені особи банку стикаються з необхідністю оцінки його вартості, чи то йдеться про оцінку результативності, чи то про процес прийняття управлінських рішень. Тому в інтересах дальшого дослідження потрібно розібратись у принципових підходах до процесу оцінки вартості.

## 2.2. Моделі оцінки вартості фірми

Оцінка вартості є однією зі складових вартісно-орієнтованого управління. Як уже зазначалось, у процесі визначення вартості акціонерів важливо вибрати відповідну модель оцінки. При цьому треба розуміти, що на практиці цей вибір залежить від інтересів різних учасників процесу оцінки. Сама фірма може виступати на ринку, по-перше, як виробнича одиниця і, по-друге, як об'єкт купівлі-продажу. У першому випадку її діяльність пов'язана з генеруванням грошових потоків, які виражають так звану *фундаментальну вартість* (fundamental value) фірми, або, як її ще називають, *внутрішню вартість* (intrinsic value), що перебуває у фокусі уваги власників та менеджерів компанії. Коли ж компанія виступає як об'єкт купівлі-продажу на ринку, то це інтереси покупця, який також переважно орієнтується на прогнозовані обсяги надходжень від бізнесу, і продавця, котрий зацікавлений в оцінці вартості активів компанії. Крім цього, вплив на результати оцінки справляють аналогічні угоди на ринку. Тому в реальності моделі оцінки мають агрегований характер, що значно ускладнює їх класифікацію. Ознайомлення з широким пластом спеціальної літератури на вартісну тематику дозволяє стверджувати, що усталеної загальноприйнятої класифікації методів та моделей оцінки вартості на сьогодні й не існує. Для нашого дослідження ми розробили власну класифікацію, подану на рис. 2.5. Йдеться про загальні підходи до оцінки бізнесу, проаналізувавши які, можна буде зробити висновки щодо їх прийнятності для оцінки вартості банків. Зокрема, для оцінки вартості фірми традиційно використовують три підходи: витратний, порівняльний (ринковий), дохідний. У межах цих підходів усі моделі та методи оцінки вартості фірми ми поділили на дві групи: *відносної оцінки* (relative valuation methods) та *прямой оцінки* (direct valuation methods).

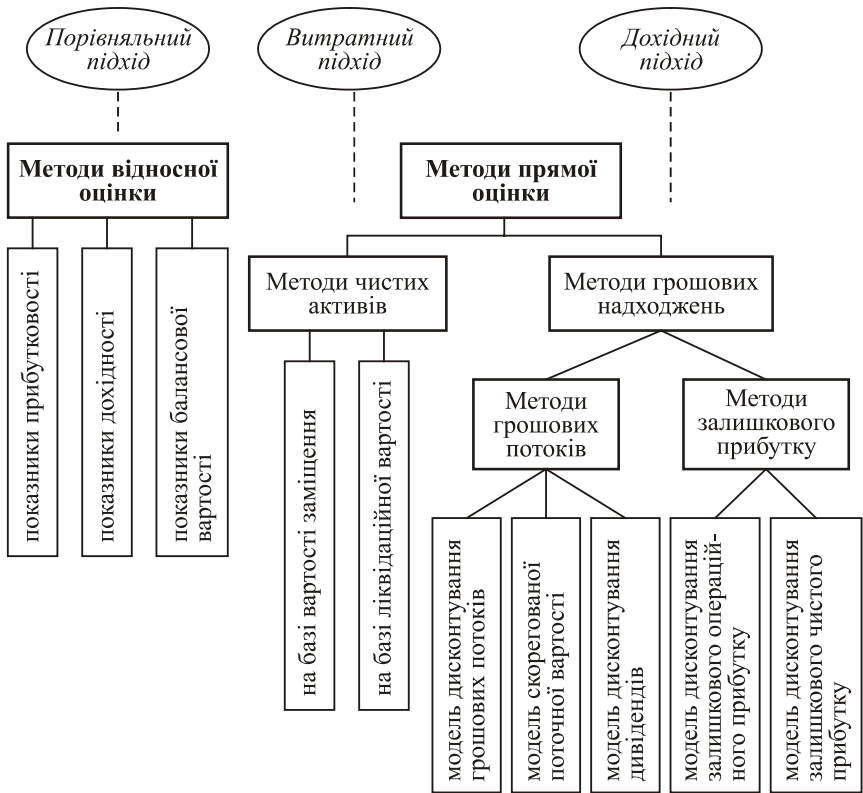


Рис. 2.5. Класифікація моделей та методів оцінки вартості фірми

**Методи відносної оцінки** оцінюють вартість фірми відносно групи порівняно однорідних компаній. Перш за все аналітик трансформує дані щодо ціни компанії у порівняльні коефіцієнти, потім знаходить відповідні ринкові аналоги і здійснює порівняння, на яких ґрунтується його оцінка щодо справедливої вартості компанії, котра аналізується. Методи відносної оцінки включають оцінку із застосуванням коефіцієнтів дохідності, прибутковості та балансової вартості. Найбільш поширеним є використання трьох груп коефіцієнтів відносної оцінки:

- 1) коефіцієнти прибутковості;
- 2) коефіцієнти дохідності;
- 3) коефіцієнти балансової вартості.

Найбільш відомим і вживаним на практиці **показником прибутковості**, який використовується для оцінки вартості компа-

ні, є коефіцієнт *ринкова ціна акції до прибутку на одну акцію* (P/E), або *коефіцієнт кратності*. Коефіцієнт кратності показує, скільки інвестор згоден платити за участь у розподілі прибутку компанії. Розраховується діленням курсу акції на коефіцієнт прибутку на одну просту акцію (рис. 2.6).

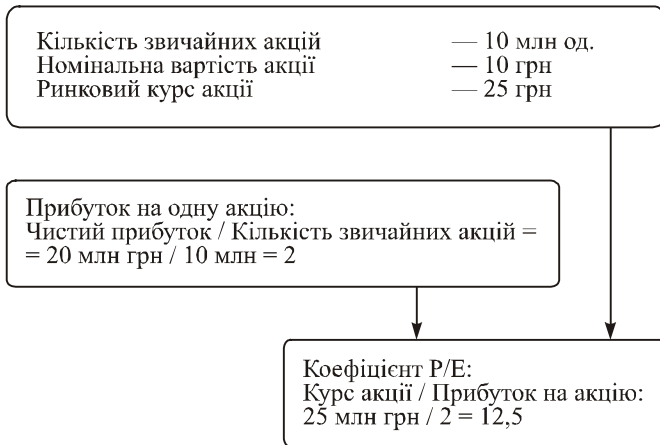


Рис. 2.6. Розрахунок коефіцієнта P/E

Показник P/E широко використовується на практиці. Хоч він базується на попередніх (історичних) показниках діяльності компанії, інвестори сприймають його як основу для прогнозування майбутньої прибутковості фірм, що аналізуються. Компанії, які демонструють перспективи до зростання доходів, як правило, мають вищий коефіцієнт кратності, оскільки інвестори очікують одержати більш високий дохід через зростання курсової вартості акцій або дивідендних виплат. Високе значення коефіцієнта кратності убезпечує компанію від ворожого поглинання, і навпаки, за потреби компанія з високим показником P/E може придбати акції фірми-мішені, розплачуючись за них власними акціями.

Слід відзначити і те, що менеджмент компанії не має змоги безпосередньо контролювати показник P/E. Менеджери можуть лише на короткий період «прикрасити» ситуацію з прибутковістю, однак у довгостроковій перспективі компанії, щоб демонструвати високий коефіцієнт кратності, потрібно мати високу рентабельність власного капіталу.

Для того щоб урахувати наявність різних підходів бухгалтерського обліку щодо обчислення прибутку, зокрема щодо податкових платежів, амортизації основних засобів чи нематеріальних активів, аналітики застосовують удосконалені варіанти показника P/E, а саме коефіцієнт P/EBIT, який являє собою співвідношення ціни акції до прибутку компанії перед сплатою процентів та податків, а також P/EBITDA — співвідношення ціни акції до прибутку перед сплатою процентів, податків, нарахування амортизації. Останній коефіцієнт за значенням наближається до суми операційного грошового потоку. Дані коефіцієнти широко застосовуються в практиці оцінки нефінансових компаній.

Механізм дії коефіцієнта кратності, як і інших коефіцієнтів, що виражають порівняльний підхід до оцінки вартості фірми, можна розбити на певні алгоритми. Так, спочатку відбувається пошук еталонної компанії (benchmark company) або показників середньогалузевого значення. Знаючи такі показники, можна встановити ціну акції та вартість акціонерного капіталу фірми, що оцінюється. У разі якщо відоме еталонне (середньогалузеве) значення коефіцієнта P/E, ціна акції визначатиметься за формулою

$$P_j = P/E \cdot EPS_j, \quad (2.5)$$

де  $P_j$  — ціна акції компанії  $j$ ;  $EPS_j$  — чистий прибуток компанії  $j$ , який припадає на одну акцію в обігу, за рік.

Для прикладу: за еталонного значення  $P/E = 3$ , чистого прибутку банку  $EPS = 500$  млн грн та за умови наявності в обігу 100 тис. акцій банку розрахункова вартість акціонерного капіталу банку становитиме 1,5 млрд грн, а ринкова ціна акції — 15 тис. грн.

Формула (2.5) добре ілюструє недолік бухгалтерської моделі порівняно з економічною моделлю компанії. У нашому прикладі за заданого середньогалузевого значення  $P/E$ , яке дорівнює 3, для максимізації вартості фірми менеджмент повинен максимізувати чистий прибуток (EPS). Такий підхід стимулює керівників компанії акцентувати увагу на короткостроковому показнику — прибутку, тоді як створення вартості для акціонерів є завданням довгострокового характеру.

Крім цього, для оцінки за допомогою коефіцієнтів прибутковості слід узяти до уваги такі їх недоліки:

- Для розрахунку коефіцієнта  $P/E$  та його похідних, таких як  $P/EBIT$  та  $P/EBITDA$ , використовують минулі показники прибутку, тому цей показник мало що може повідомити про майбутнє. Для розв'язання даної проблеми можна застосувати метод прогнозування коефіцієнта  $P/E$  через оцінку майбутніх прибутків.

- Коефіцієнти прибутковості прийнятні для оцінки компаній з позитивним значенням бухгалтерського прибутку, тоді як для інших компаній вони не можуть бути обчислені. Для нових компаній доцільніше застосовувати співвідношення ринкової ціни акції до виручки (P/S).

- Коефіцієнти прибутковості неможливо застосувати в умовах нерозвинутого або недостатньо розвинутого ринку цінних паперів, коли немає змоги одержати інформацію щодо об'єктивної ціни акцій банку.

- Існує об'єктивна складність у пошуку компанії-еталону, а використання середньогалузевих показників здатне спотворити реальну вартість компанії, котра оцінюється. Так, в умовах зростання ринку розбіжності у значеннях P/E різних компаній посилюються. У результаті акції компаній, в яких темпи зростання прибутку нижчі за темпи зростання ринку, будуть недооцінені, і навпаки, переоціненими в протилежній ситуації.

Серед **показників дохідності** для оцінки вартості компаній найчастіше використовують коефіцієнти *ринкова ціна акції до виручки* (Price/Revenue — P/R) і *ринкова ціна до обсягів продажу* (Price/Sales — P/S). Дані коефіцієнти показують вартість компанії стосовно до тих надходжень, які вона генерує. Як і в попередньому випадку, вище значення показника свідчить про те, що фірма коштує дорожче від тих компаній, які мають нижчі значення аналогічних показників.

Достатньо навіть поверхового погляду, щоб зробити висновок, що розрахунок показників дохідності більш простий, ніж коефіцієнтів прибутковості, оскільки не так сильно залежить від стандартів обліку. Однак чи не найбільшою перевагою показників дохідності більшість фахівців вважає те, що вони, на відміну від мультиплікаторів прибутковості та балансової вартості, придатні для використання щодо фірм з від'ємною прибутковістю, а також молодих компаній [28, с. 724—725; 108, с. 21]. Також проти показників прибутковості коефіцієнти дохідності менш волатильні, що пояснюється меншою змінюваністю виручки порівняно з прибутком.

Недоліком коефіцієнтів дохідності, який, однак, є доволі суттєвим, є ігнорування витрат. Це не дозволяє вважати оцінку, виконану на базі даного методу, раціональною. Більше того, вона нездатна усунути різницю між різними фірмами і може ввести в оману аналітика. Це потребує від останнього особливої акуратності в оцінці.

**Коефіцієнти балансової вартості** демонструють зацікавленим особам ставлення фондового ринку до загального стану ком-

панії. Найбільш широкоживаним показником балансової оцінки є коефіцієнт *ринкова ціна акції до балансової вартості акції* (P/BV), котрий виражає премію, яку інвестори згодні сплатити за балансову вартість власного капіталу компанії.

Фахівці використовують кілька варіантів розрахунку коефіцієнта P/BV. Найбільш поширеним є підхід, проілюстрований рис. 2.7. Згідно з цим підходом знаходять співвідношення між ринковою ціною звичайної акції компанії та балансовою вартістю власного капіталу на одну акцію. Якщо значення коефіцієнта P/BV менше за 1 і становить, наприклад, 0,54, то це свідчить, що на думку фінансового ринку дана компанія коштувала на 46 % менше, ніж вклали в неї акціонери. Іншими словами, компанія знищила частину вартості своїх власників. І навпаки, якщо P/BV перевищує 1, це значить, що початкові інвестиції у власний капітал зросли у вартості і компанія створила додаткову вартість для своїх власників.

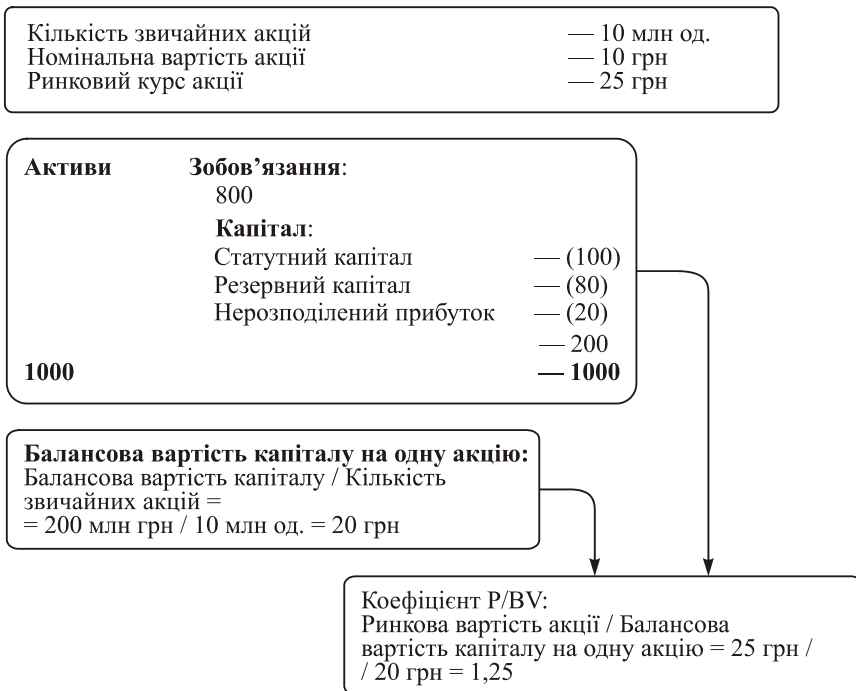


Рис. 2.7. Розрахунок коефіцієнта P/BV

Можливо, саме завдяки своїй простоті та зрозумілості коефіцієнт P/BV набув такого поширення в практиці оцінки та управління вартістю. Він є орієнтиром для аналізу ефективності інвестицій. Порівняно з P/E показник P/BV більш інформативний з погляду перспектив розвитку компанії і, як свідчать дані досліджень, на відміну від P/E, має позитивний зв'язок з рентабельністю капіталу (ROE) [28]. Також показник P/BV відбиває ринкові очікування, пов'язані з майбутнім розвитком інвестованого капіталу.

Хоч обидва складники показника P/BV є, по-суті, однорідними і виражають власний капітал компанії, між ними може виникнути суперечність. По-перше, це стосується компаній, які мають різні класи звичайних акцій. Може з'явитися питання — як розподілити балансову вартість капіталу між цими різними класами акцій? Що стосується привілейованих акцій, яких немає в нашому прикладі на рис. 2.7, то їх потрібно вилучати з розрахунку при визначенні балансової вартості власного капіталу, що є другою можливою проблемою запропонованого методу розрахунку P/BV.

Пом'якшити зазначені суперечності може метод розрахунку P/BV, який полягає у використанні ринкової та балансової вартості власного капіталу, а не тієї їх частки, що припадає на одну звичайну акцію. При цьому, як і в попередньому випадку, при розрахунку балансової вартості привілейовані акції до уваги не беруться. Однак за такого методу розрахунку ми наражаємося на проблему періодичності корегування вартості власного капіталу, яка, наприклад, в Україні становить квартал, а також на різниці в бухгалтерських стандартах, що може робити показники P/BV для різних фірм, особливо тих, що перебувають у різних країнах, незіставними.

Іншою проблемою для аналітика, яка, щоправда, стосується обох методів розрахунку P/BV, є можливе викуплення компанією власних акцій. Для ілюстрації: фірма, в якій ринкова вартість капіталу 10 млн грн, а балансова вартість — 5 млн грн, має P/BV на рівні 2. Якщо фірма викупує власні звичайні акції на 2,5 млн грн, балансова вартість власного капіталу зменшується до 7,5 млн грн, а ринкова вартість — до 2,5 млн грн. Відповідно, P/BV такої фірми підвищується до 3. Отже, при порівнянні компаній може виникнути проблема, пов'язана з тим, що одні з них практикують викупування акцій, а інші цього не роблять.

Підхід до оцінки розрахункової вартості з використанням показника P/BV аналогічний згаданому раніше коефіцієнту кратності, коли вибирається група зіставних фірм, визначається середнє значення P/BV, на основі якого експертним методом визначається

ся еталонне значення показника  $P/BV$  для даної фірми. Далі застосовується формула

$$V_{ej} = P/BV \cdot BV_j \cdot N, \quad (2.6)$$

де  $V_{ej}$  — розрахункова вартість акціонерного капіталу банку  $j$ ;  $P/BV$  — еталонне значення показника співвідношення ціни акції до балансової вартості;  $BV_j$  — балансова вартість акції банку  $j$ ;  $N$  — кількість акцій в обігу.

У результаті фірми з низьким рівнем  $P/BV$  та високою дохідністю власного капіталу будуть визначені як недооцінені<sup>4</sup> ринком, отже, вважатимуться бажаним об'єктом інвестування.

Одним з показників балансової вартості є співвідношення *ринкової та балансової вартості фірми* (market value- to -book ratio,  $MVBR$ <sup>5</sup>). Він визначається таким способом:

$$MVBR = \frac{\text{Ринкова вартість власного капіталу} + \text{Ринкова вартість боргу}}{\text{Балансова вартість власного капіталу} + \text{Балансова вартість боргу}}. \quad (2.7)$$

Незважаючи на схожість із показником  $P/BV$ , коефіцієнт  $MVBR$  має специфічну особливість: якщо балансова вартість власного капіталу може мати від'ємне значення, то балансова вартість пасивів є завжди додатною величиною. Це робить даний показник придатним для ширшої вибірки компаній. Також коефіцієнт  $MVBR$  корелює з показником доданої ринкової вартості  $MVA$  (Market Value Added), котрий є різницею між ринковою та балансовою вартостями капіталу і одним з основних індикаторів того, чи створює фірма вартість своїм акціонерам. Відповідно, компанії з більш високою дохідністю капіталу мають вищий показник  $MVBR$ , і навпаки. Тож компанії з порівняно низьким  $MVBR$  та одночасно високою дохідністю капіталу можна класифікувати як недооцінені ринком, тоді як фірми з високим мультиплікатором капіталу і низькою його дохідністю треба вважати переоціненими.

Ще одним показником балансової вартості, який, щоправда, поки не набув широкого використання на практиці, є так званий коефіцієнт Тобіна (мультиплікатор Тобіна), або Tobin's Q Ratio. Автор даного показника нобелівський лауреат Джеймс Тобін за-

<sup>4</sup> Бенджамін Грехем визначає критерієм вибірки акцій їхню ціну, котра становить дві третини балансової вартості [189].

<sup>5</sup> У деяких джерелах цей коефіцієнт фігурує як  $MB$ .

пропонував порівнювати ринкову вартість активу з вартістю його заміщення (replacement cost):

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{Ринкова вартість активів}}{\text{Вартість заміщення активів}} \quad (2.8)$$

Вартістю заміщення вважаються витрати на заміну активу рівноцінним за експлуатаційними характеристиками з урахуванням сучасних цін, технології, матеріалів і стандартів [61, с. 15]. Тобін уважав, що вартість заміщення дозволяє точніше визначити вартість активів, якщо порівняти з балансовою оцінкою. Фірми, котрі ефективніше використовують свої активи, матимуть Tobin's Q, що перевищує 1, і навпаки.

Незважаючи на теоретичну обґрунтованість, Tobin's Q має практичні вади. Більшість дослідників наголошують на складності оцінки вартості заміщення, особливо оцінки вартості нематеріальних активів, та активів, які не мають ліквідного ринку. Іншою проблемою є складність інтерпретації даного показника: оскільки його розрахунок потребує більше інформації, ніж, наприклад, розрахунок Р/Е, а доступ до неї часто обмежений, ми не зможемо одержати статистику щодо всього ринку, тобто не зможемо зробити висновок про адекватність вартості фірми. На практиці Tobin's Q показує слабку придатність для оцінки вартості фірми, що демонструє високі темпи зростання, хоч прийнятна для оцінки зрілих компаній.

Загалом оцінка з використанням моделей та методів порівняльного підходу доволі поширена в практиці, якщо не найбільш поширена. Причина цього, як ми вже говорили, криється у відносній простоті та швидкості розрахунку. Крім того, порівняльний підхід відображає стан ринку (недарма його часто називають ринковим). Наприклад, у період зростання фондових індексів, коли курси акцій компаній підвищуються, відносна оцінка дасть вище значення вартості компанії, ніж за дохідним підходом, який відображає майбутні надходження. Водночас ці переваги легко перетворюються на свою протилежність. Так, доволі поверхова методика розрахунку, властива відносній оцінці, ігнорує важливі параметри оцінки, зокрема, потенціал зростання, майбутніх надходжень і, що особливо важливо, ризик. А висока кореляція зі станом ринку може призвести до необ'єктивної оцінки аналізованої компанії у періоди, коли ринок переоцінює або недооцінює компанію, що є базою для порівняння. Загалом фахівці вважають, що дані методи достатньо ефективні для оцінки компаній однієї галузі, однак не зовсім адекватні для оцінки бізнесу в інших сфе-

рах бізнесу [108, с. 19]. Крім цього, оскільки порівняльний підхід виражає бухгалтерську модель компанії, йому притаманні всі недоліки цієї моделі, розглянуті нами раніше.

**Методи прямої оцінки** дають можливість надати теоретичного значення вартості фірми в кількісному виразі і визначають так званий витратний підхід до оцінки вартості. У межах цієї групи ми виділяємо два основні підходи до оцінки вартості компанії, які далі послідовно розглянемо:

- 1) методи чистих активів;
- 2) методи грошових надходжень.

**Методи чистих активів** передбачають індивідуальний підхід до оцінки компанії і побудовані на окремому визначенні вартості активів та зобов'язань. Метод чистих активів базується або на ліквідаційній вартості, або на вартості заміщення.

*Метод чистих активів на базі вартості заміщення* — це розрахунок різниці між вартістю заміщення балансових активів та зобов'язань. Вартість заміщення в даному разі можна визначити як витрати в поточних цінах на створення об'єкта, аналогічного за функціями з об'єктом оцінки, але створеного з використанням сучасних методів і стандартів.

Треба зауважити, що вартість заміщення не враховує взагалі або враховує незначною мірою гудвіл та інші нематеріальні активи, що мають позабалансовий характер. При цьому дані активи можуть становити основну частину вартості компанії. Крім того, такий підхід до оцінки не є інформативним з погляду економічної перспективи, зокрема стосовно майбутньої вартості фірми. Він не дає змоги оцінити синергетичний ефект і взагалі ефективність у разі злиття банків і не розглядає створення чи знищення вартості як оцінку якості управління компанією.

*Метод чистих активів на базі ліквідаційної вартості* спрямований на перспективу і визначає вартість фірми, розраховану як різниця між ліквідаційною вартістю її активів і зобов'язань. *Ліквідаційна вартість* означає вартість компанії, за яку вона може бути продана в разі ліквідації. Цей підхід до оцінки не можна плутати з підходом економічного прибутку. Він показує мінімальну вартість і служить як абсолютний мінімум цільової вартості компанії. На відміну від вартості заміщення, яка застосовується для діючих фірм, метод чистих активів на базі ліквідаційної вартості стосується компаній, котрі перебувають у процесі ліквідації або придбання.

І хоч у наукових колах склалась думка, яка заперечує можливість методів чистих активів об'єктивно визначати вартість ком-

панії, цей метод вельми поширений на практиці, зокрема для оцінки банків. Причиною цього, на нашу думку, є висока ліквідність банківських активів і спорідненість банківського бізнесу з ринком капіталів.

**Методи грошових надходжень** виражають дохідний підхід до оцінки. Їх основною перевагою є те, що вони базуються на аналізі майбутніх грошових надходжень акціонерів, тобто на тому, що більш за все цікавить інвесторів. Усі надходження, які створюють вартість акціонерам, мають вигляд дивідендів та (або) грошових потоків, котрі приводять до зростання курсової вартості акцій. Залежно від джерела потоків, що створюють вартість, ми в рамках методів прямої оцінки виокремлюємо чотири моделі оцінки вартості фірми:

- 1) модель дисконтування дивідендів;
- 2) модель дисконтування грошових потоків;
- 3) модель скорегованої поточної вартості;
- 4) модель залишкового прибутку.

Однак перед тим як розкрити особливості кожної з моделей, потрібно зупинитись на двох наявних підходах до оцінки фундаментальної вартості капіталу ( $V_E$ ).

1. *Операційний підхід* (operating approach) передбачає, що насамперед визначається фундаментальна вартість активів фірми (котру, як уже зазначалось, деякі фахівці, на відміну від нас, називають вартістю фірми), відтак розраховується фундаментальна вартість боргу і, зрештою, відніманням від  $V_A$  значення  $V_D$  встановлюється фундаментальна вартість капіталу. Цей підхід ілюструє формула (2.3).

2. *Капітальний підхід* (capital approach) передбачає безпосередньо визначення фундаментальної вартості капіталу фірми через дисконтування за відповідною ставкою майбутніх надходжень.

У межах даних підходів майбутні надходження, у свою чергу, ми також можемо згрупувати, розподіливши їх, як зображено на рисунку 2.8, на:

- а) *грошові потоки* (cash flows) від активу;
- б) *потоки залишкового прибутку* (residual income) від активу.

Питання врахування форми грошових надходжень, що створюють вартість компанії, має настільки велике значення, що фактично поділило фахівців на два табори. Щоб проілюструвати конфронтаційність їхніх поглядів, досить навести цитати з праць визнаних авторитетів вартісно-орієнтованого управління. Так, Коупленд, Коллер, Мурін у своїй відомій книжці озаглавили розділ, присвячений грошовим потокам, «Гроші всьому голова» [54,

с. 91] (в оригіналі «Cash is King», дослівно, «Гроші — це король» [155, с. 69]). А. Блек та інші відповідному розділу своєї монографії дали назву «Прибуток — можливість, гроші — факт» [138, с. 41]. Проте Б. Стюарт називає параграф своєї роботи «Геть грошові потоки!» [259, с. 3].

		Підходи до оцінки фундаментальної вартості капіталу ( $V_E$ )			
		операційний		капітальний	
Грошові надходження	грошові потоки	Моделі дисконтування грошових надходжень			
		модель скорегованої поточної вартості (APV)	модель дисконтування грошових потоків (DCFМ) з дисконтуванням кумулятивних грошових потоків	модель дисконтування грошових потоків (DCFМ) з дисконтуванням вільних грошових потоків на власний капітал	модель дисконтування дивідендів (DDM)
	залишковий прибуток	Моделі залишкового прибутку			
		моделі дисконтування залишкового операційного прибутку (ReOIM)		моделі дисконтування залишкового чистого прибутку (REM)	

Рис. 2.8. Класифікація моделей оцінки вартості, що ґрунтуються на дисконтуванні грошових надходжень

Ми повернемося до даної проблеми згодом, а зараз зосередимося на конкретних моделях оцінки вартості.

**Модель дисконтування дивідендів** (Dividend Discount Model — DDM) розроблена 1938 року в праці Дж. Вільямса [278], однак її основоположниками вважають М. Гордона та Е. Шапіро, які 1956 року зробили її достатньо повний опис [187]. Логіка моделі DDM полягає в загальноновизнаному факті, що справедлива вартість цінного папера тотожна дисконтованій вартості грошових надходжень, які цей інструмент забезпечує і забезпечить в майбутньому. Надходженнями від акцій є дивіденди, що їх акціонер зможе одержати в майбутньому. Тому вартість акції як окремого інвестиційного інструменту, а також вартість власного капіталу фірми

загалом визначаються потоком дивідендів, скорегованим (дисконтованим) за відповідною ставкою:

$$V^{\text{DDM}} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(1+k_e)^i}, \quad (2.9)$$

де  $V^{\text{DDM}}$  — вартість капіталу фірми, розрахованого за методом DDM;  $d_i$  — очікувані чисті дивідендні виплати в  $i$ -му році прогнозування;  $k_e$  — вартість залучення власного капіталу.

Отже, модель DDM містить два базових елементи: майбутні дивіденди та вартість залучення власного капіталу. Перший елемент можна прогнозувати лише на основі очікуваних темпів зростання дохідності та норми дивідендних виплат. У свою чергу, очікувана дохідність акції визначається її ризиком і встановлюється за допомогою різних методів, зокрема за допомогою коефіцієнта «бета».

Неважко помітити, що модель дисконтування дивідендів ігнорує таке джерело вигоди акціонера, як приріст капіталу. Це обґрунтовується тезою про те, що дивіденди, як джерело доходу, більш важливі для інвестора, ніж непевне зростання курсової вартості акцій. Однак відома теорія дивідендної непотрібності Міллера—Модільяні постулює протилежне: на думку цих нобелівських лауреатів саме зростання курсової вартості акцій є основним спонукальним мотивом інвестора, а не дивіденди [42, с. 78]. Тож бачимо, що у фінансовій теорії на сьогодні існують полярні погляди щодо впливу дивідендів на вартість фірми, тобто теоретичний каркас моделі дисконтування дивідендів доволі хиткий.

Утім, на наш погляд, як і в більшості інших випадків, раціональне зерно наявне в аргументах усіх сторін дискусії. Розглядаючи дивіденди як довгостроковий потік грошових надходжень, можна дійти висновку, що вони позитивно впливають на вартість фірми (про це говорить і факт застосування DDM на практиці). Проте в короткостроковому періоді дивіденди не справляють серйозного впливу на вартість фірми [54]. Наприклад, коли керівництво банку оголошує про відмову від дивідендних виплат і капіталізацію прибутку, це означатиме перерозподіл створеної в поточному періоді вартості на майбутні періоди з метою створення в дальшому ще більшої вартості. Однак було б нелогічно заявляти, що вартість такого банку дорівнюватиме нулю.

Крім теоретичної невизначеності модель дисконтування дивіденди має і деякі практичні вади. Як зазначає з цього приводу

С. Пенмен, даний підхід вимагає наявності прогнозів щодо дивідендних виплат до нескінченності [234]. Однак зважаючи на теорію дивідендної непотрібності Міллера—Модільяні, яка говорить, що ціна акції не пов'язана з тим, коли відбувається сплата дивідендів — до чи після горизонту прогнозування [224], прогнозування дивідендів не дає реальної інформації щодо вартості акції. Тому, вважає Пенмен, оцінюючи вартість, потрібно базуватись на чомусь більш ґрунтовному, ніж дивіденди. Тому він радить застосовувати дану модель вибірково, зокрема для компаній, які здійснюють стабільну дивідендну політику, тобто за наявності фіксованого співвідношення розміру дивідендних виплат до чистого прибутку [234].

Коупленд та інші фокусують увагу на тому, що дисконтування дивідендів дає менше інформації щодо джерел вартості і не так корисно для виявлення нових можливостей створення вартості. Також вони застерігають, що зміни структури фінансування при використанні даної моделі здатні спотворити вартість компанії, тому необхідне відповідне коригування [54, с. 168—169].

Дамодаран застерігає, що DDM має тенденцію недооцінювати акції з низьким показником Р/Е та високою нормою дивідендних виплат, одночасно недооцінюючи акції з високим коефіцієнтом Р/Е та низькими або нульовими дивідендними виплатами [28, с. 459—460]. Тобто, використовуючи модель дисконтування дивідендів, важко об'єктивно оцінити компанії, які не повністю виплачують акціонерам доходи, що припадають на їхню частку в капіталі.

На сьогодні модель дисконтування дивідендів має обмежене практичне застосування, у фаховій літературі часто висловлюється думка, що вона надто консервативна. Це, на нашу думку, не зовсім справедливо з позиції не тільки теорії, але й практики оцінки вартості, зокрема практики оцінки фінансових інститутів.

*Модель дисконтування грошових потоків* (Discounted Cash Flows Model — DCFM) ґрунтується на базовому принципі неокласичної фінансової теорії, що теперішня вартість активу дорівнює скорегованій поточній вартості майбутніх грошових потоків, які активи принесуть протягом періоду їх використання. Відповідно, операційна вартість бізнесу визначається як сума скорегованих за ступенем ризику грошових потоків, які активи забезпечать у майбутньому.

Як видно, ця модель є свого роду продовженням моделі дисконтування дивідендів, однак якщо DDM враховує виплати тіль-

ки постачальникам власного капіталу, то DCFM бере до уваги виплати також постачальникам боргу компанії.

Незважаючи на зовнішню простоту, дані визначення ставлять перед фахівцями низку складних питань, з яких виділимо три фундаментальних:

- ✓ як правильно вимірювати грошові потоки?
- ✓ як вибрати період прогнозування і дисконтування грошових потоків?

- ✓ як установити ставку дисконтування?

Залежно від цілей оцінної діяльності існує кілька методів визначення операційного грошового потоку компанії. Як говорилося раніше, найбільш адекватним є вільний грошовий потік (FCF), який вимірює операційні грошові потоки, доступні власникам капіталу фірми. Існує кілька методів розрахунку вільного грошового потоку, з яких ми подамо такий:

$$FCF_i = NI_i + i_i (1 - t_i) - \Delta NA_i, \quad (2.10)$$

де  $FCF_i$  — вільний грошовий потік в  $i$ -му році;  $NI_i$  — чистий прибуток фірми в  $i$ -му році;  $i_i$  — процентні витрати в  $i$ -му році;  $t_i$  — ставка оподаткування прибутку в  $i$ -му році;  $\Delta NA_i$  — приріст чистих активів фірми в  $i$ -му році, що визначається як різниця між активами компанії і безкоштовними зобов'язаннями.

З формули (2.10) видно, що до складу FCF не включають дивіденди, а процентні платежі, котрі враховуються при розрахунку, корегуються на ставку оподаткування з метою уникнення подвійного оподаткування. Загалом FCF виражає грошовий потік після оподаткування, що моделює випадок, коли б ресурси компанії склалися б лише з акціонерного капіталу. Повністю модель дисконтування грошових потоків може бути подана такою формулою:

$$V^{FCF} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1 + k_w)^i} - D_{BV}, \quad (2.11)$$

де  $V^{FCF}$  — вартість капіталу фірми, розрахованого за методом DCFM;  $FCF_i$  — вільні грошові потоки в  $i$ -му році прогнозування;  $k_w$  — ставка середньозважених витрат на капітал;  $D_{BV}$  — балансова вартість боргу.

Що стосується тривалості періоду прогнозування, то він залежить від стабільності галузі, в якій працює компанія, фінансової стабільності самої компанії, сталості макроекономічної ситуації,

включаючи процентні ставки, інфляцію, податкову політику тощо. Як правило, горизонт прогнозування складається від одного до десяти періодів, рідко — до сорока. Формула вартості фірми матиме такий вигляд:

$$\text{Вартість фірми} = \text{Поточна вартість операційних грошових потоків протягом прогнозного періоду} + \text{Поточна вартість операційних грошових потоків після прогнозного періоду} \quad (2.12)$$

Другу частину формули (2.12) називають *залишковою вартістю бізнесу* (residual value, або continuing value — CV). З урахуванням цього подамо наведену формулу так:

$$\text{Вартість фірми} = \text{Поточна вартість операційних грошових потоків протягом прогнозного періоду} + \text{Поточна вартість залишкової вартості} \quad (2.13)$$

На вибір тривалості прогнозного періоду справляють вплив два основних чинники: прогноз періодичних грошових потоків компанії і прогноз її залишкової вартості. Другий чинник протилежний першому: більш тривалий період прогнозування зменшує вплив залишкової вартості та поточну вартість фірми, і навпаки. За періоду прогнозування понад 20 років залишковою вартістю взагалі можна знехтувати. Коли ж грошові потоки важко піддаються прогнозуванню, прогнозний період треба скоротити. У цьому разі залишкова вартість становитиме левову частку вартості фірми або навіть усю її суму.

Вище ми вже згадували принцип фінансової теорії, за яким інвестори повинні одержувати доходи, що адекватні ризикам інвестування. А якщо ні, то вони шукатимуть більш дохідні об'єкти інвестування. Як мінімум, вартість капіталу має дорівнювати *вартості можливості* (opportunity cost), що означає дохідність, відповідну альтернативним інвестиціям з еквівалентним ризиком. Цю ставку інколи називають бар'єрною (hurdle rate), позаяк вона виражає критичне значення дохідності з позиції інвестора (власника).

На практиці для визначення ставки дисконтування застосовуються два підходи:

- 1) середньозважені витрати на залучення капіталу (weighted average cost of capital — WACC);
- 2) бар'єрна ставка.

Обидва підходи мають своїх прихильників, хоч у методу середньозважених витрат на капітал їх значно більше. Ці фахівці стверджують, що WACC більш точно відображає ризики, які притаманні грошовим потокам фірми. Середньозважені витрати на капітал визначаються як витрати інвесторів за вирахуванням податкових знижок, котрі одержує компанія, наприклад, знижок, що стосуються процентних виплат. Проте використання бар'єрної ставки, як свідчать дані досліджень, ефективно для оцінки вартості фірми, котра є об'єктом придбання [108, с. 99].

На рис. 2.8 бачимо, що модель дисконтування грошових потоків може мати варіації, які виражають як капітальний, так і операційний підходи до оцінки власного капіталу компанії. Іншими словами, через дисконтування грошових потоків можна або безпосередньо визначати вартість власного капіталу, або оцінювати вартість власного капіталу, спочатку визначивши вартість активів фірми.

Якщо уважно це розглянути, можна зробити висновок, що при застосуванні капітального підходу модель дисконтування грошових потоків є продовженням моделі дисконтування дивідендів. По-різному трактуються лише грошові надходження, котрі підлягають дисконтуванню. Так, коли в DDM ці надходження набувають вигляду дивідендів, то за капітального підходу DCFM — це залишок грошових потоків після виконання всіх фінансових зобов'язань та потреб у інвестиціях, який визначається як вільні грошові потоки на власний капітал (free cash flow to equity — FCFE). Різницю між моделями DDM та DFCFEM можна пояснити так: коли в першому випадку до уваги беруться виплачені інвесторам кошти, то в другому — ті кошти, які ними зароблені. Застосування методу DFCFEM, таким чином, дає змогу інвесторам побачити, наскільки їхні реальні надходження відрізняються від вартості, створеною компанією. Якщо співвідношення грошових коштів інвесторів (які включають дивіденди та викуплення звичайних акцій) і вільних грошових потоків на власний капітал перебуває в межах 1, це означає, що виплати акціонерам адекватні тим, що може собі дозволити компанія. Відповідно, якщо цей показник менший за 1, компанія недоплачує акціонерам; коли він більший за 1 — виплати перевищують «справедливий» рівень, що може статися або через вичерпання компанією ліквідних коштів, або через емісію нових випусків цінних паперів.

Незважаючи на спорідненість обох моделей, результати оцінки з їх використанням даватимуть аналогічні результати лише за умови реалізації на практиці певних припущень, зокрема, тотожності дивідендів та FCFE, або ж у разі перевищення FCFE над

дивідендами — інвестування суми перевищення у проекти з нульовою чистою теперішньою вартістю<sup>6</sup>. У реальності результати оцінки за двома методами, як правило, різняться і переважно в бік перевищення оцінки за методом DCFM результатів дисконтування дивідендів. Різниця між ними виражає вартість контролю над дивідендною політикою компанії.

Операційний підхід у моделі дисконтування грошових потоків передбачає дисконтування вільних грошових потоків фірми (FCFF), які включають суму грошових потоків, які належать усім власникам вимог (claimholders) до фірми<sup>7</sup>. Урахування цих вимог дає перевагу методу дисконтування FCFF порівняно з DCFEM при оцінці компаній, які мають високий рівень фінансового важеля. Ще одна перевага стосується методики оцінки: при використанні вільних грошових потоків фірми не потрібно брати до уваги грошові потоки боргу, як це практикується в моделі DCFEM, а оцінка боргу в довгостроковій перспективі може виявитись достатньо складною, якщо враховувати зміни у фінансовому важелі. Проте для оцінки за допомогою FCFF потрібно мати інформацію щодо коефіцієнтів боргу та процентних ставок, щоб розрахувати середньозважені витрати на залучення капіталу. Саме тому лише в разі адекватного прогнозу щодо фінансового важеля результати оцінки за методами дисконтування вільних грошових потоків фірми та вільних грошових потоків на власний капітал будуть тотожними. У реальності досягнення такої тотожності вельми проблематичне.

На сьогодні модель дисконтування грошових потоків є чи не найпоширенішою методикою оцінки вартості. Хотілося б, однак, зупинитись на недоліках даної моделі, що має принципове значення для оцінки вартості банківської фірми. Зокрема, дискусійним є питання вибору адекватної ставки дисконтування. Крім цього, DCFM вимагає доволі тривалого періоду прогнозування, а це знижує її придатність для фірм, які нарощують свою інвестиційну активність. На практиці існують проблеми в прив'язці даної моделі до системи мотивації керівників, оскільки численність даних ускладнює аналіз і уможливорює маніпулювання ними.

**Модель скорегованої поточної вартості** (Adjusted Present Value — APV), як і DCF-метод, оцінює загальну вартість компа-

---

<sup>6</sup> За умови правильної оцінки проектів ринком інвестування в них забезпечує нульову чисту теперішню вартість.

<sup>7</sup> Включаючи й дивіденди на привілейовані акції, котрі не враховувались у розрахунку вільних грошових потоків на власний капітал.

нії способом дисконтування її майбутніх грошових потоків. Ці моделі подібні ще й тим, що вартість об'єкта визначається не прямо, а як різниця між повною вартістю компанії та ринковою вартістю її боргу.

Модель APV вимірює вартість фірми у два кроки. По-перше, визначається вартість компанії так, що вона ніби фінансується за рахунок власного капіталу. По-друге, додається вартість так званого *податкового щита* (tax shield), пов'язаного з фінансуванням за рахунок боргу. Зокрема, процентні виплати за борг не підлягають оподаткуванню, використання боргу знижує витрати фірми і підвищує операційні грошові потоки та вільний грошовий потік.

Автор моделі APV Стюарт Майєрс поділив грошові потоки фірми на дві категорії:

1) реальні грошові потоки, котрі відображають поточну вартість майбутніх вільних грошових потоків і можуть бути розраховані, наприклад, за моделлю оцінки капітальних активів (Capital Assets Pricing Model — CAPM);

2) поточну вартість сторонніх ефектів, основним з яких є податковий щит [226].

Оскільки ризики, пов'язані з даними компонентами, звичайно різняться, доцільно їх дисконтувати за різними ставками. Вільний грошовий потік дисконтується на вартість акціонерного капіталу фірми, а грошовий потік, пов'язаний з податковим щитом, дисконтується за ставкою, котра відповідає відповідній вартості боргового капіталу.

Дамодаран пропонує трифазну методику оцінки скорегованої поточної вартості. На першому етапі він оцінює вартість фірми без фінансового важеля. На другому етапі вираховується поточна вартість податкових преференцій від володіння боргом. Одержані результати підсумовуються. На третьому етапі оцінки визначається ризик дефолту компанії, який віднімається від попереднього результату [28].

Перевагою методу APV є застосування різних ставок дисконтування для різних компонентів боргу. Особливо прийнятним є застосування APV для оцінки компаній, які мають складну структуру оподаткування та витрати яких на процентні виплати не відповідають ринковій вартості залучення капіталу [108, с. 139—140]. Однак слід відзначити проблеми, пов'язані з передбаченням ризику дефолту компанії.

**Модель залишкового прибутку** (residual income model — RIM) базується на концепції економічного прибутку, запрова-

джений ще 1890 року. Альфредом Маршаллом. Ця концепція була фактично заново відкрита у 1960-х роках Е. Едварсом та П. Беллом, а також М. Міллером та Ф. Модільяні. У 1980—1990-х роках дана концепція набула розвитку в працях Дж. Олсона, що привело до появи відповідної моделі оцінки, названої моделлю Едварда—Белла—Олсона (ЕВО). Значний внесок в її розробку зробили С. Пенмен, В. Бернард, П. Олсон. Найбільшим популяризатором моделі економічного прибутку вважають Б. Стюарта — творця знаменитої методики EVA® (Economic Value Added).

Залишковий прибуток (residual income — RI) являє собою вартість, створену компанією за певний період. Залишковий прибуток вимірює економічний прибуток, ураховуючи не тільки балансову оцінку надходжень, але й імовірну вартість вкладеного капіталу. Модель залишкового прибутку визначає, що вартість власного капіталу фірми складається з двох елементів: балансової вартості власного капіталу на момент оцінки та дисконтованого потоку залишкового прибутку.

Залежно від способу розрахунку балансового прибутку у фаховій літературі розглядаються два варіанти моделі залишкового прибутку, а саме — модель залишкового операційного прибутку та модель залишкового чистого прибутку.

*Залишковий операційний прибуток* (Residual Earning) являє собою операційний прибуток компанії, тобто чистий прибуток до процентних витрат, за мінусом альтернативних витрат на капітал:

$$Re_i = \pi_i - k_W \cdot I_{i-1}, \quad (2.14)$$

де  $Re_i$  — залишковий операційний прибуток;  $\pi_i$  — балансовий прибуток  $i$ -го року;  $k_W$  — середньозважені витрати на капітал (WACC);  $I_{i-1}$  — балансова вартість інвестицій на початок  $i$ -го (кінець  $i - 1$ -го року).

Модель залишкового операційного прибутку (Residual Earning Model — REM) можна подати у вигляді формули

$$V_E^{REM} = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{Re_i}{(1 + k_W)^i}, \quad (2.15)$$

де  $E_0$  — балансова вартість власного капіталу на початок періоду прогнозування.

*Залишковий чистий прибуток* є чистим прибутком компанії за вирахуванням альтернативних витрат на капітал:

$$\text{ReOI}_i = I_{i-1} \cdot (\text{ROIC} - k_w), \quad (2.16)$$

де  $\text{ReOI}_i$  — залишковий операційний прибуток;  $\text{ROIC}$  — рентабельність інвестованого капіталу (Return on Invested Capital).

Формула моделі залишкового чистого прибутку така:

$$V_E^{\text{ReOIM}} = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{\text{ReOI}_i}{(1+k_w)^i}. \quad (2.17)$$

Як впливає з праці Д. Волкова, за умови вибору адекватних коефіцієнтів дисконтування моделі залишкового операційного та залишкового чистого прибутку є еквівалентними [22].

Розглядаючи переваги моделі залишкового прибутку, не можна не відзначити її відносну простоту та інформативність: за логікою цієї моделі вартість створюють лише грошові надходження, що зароблені компанією понад необхідні доходи. Така ідеологія корелює з економічною моделлю фірми, позаяк свідчить, що вартість створюють не просто доходи, а надходження, котрі перевищують необхідний рівень дохідності. Крім цього, RIM потребує значно меншого горизонту планування, ніж модель дисконтування грошових потоків, а також придатна для того, щоб лягти в основу системи мотивації керівників компанії. На наш погляд, порівняно з вільним грошовим потоком узагальнений показник, як і згаданий EVA®, служить більш зрозумілим індикатором результативності банку і для інсайдерів банку, і інших груп зацікавлених сторін.

Насправді результати оцінки за методом залишкового прибутку можуть співвідноситися з аналогічною оцінкою за методом дисконтування грошових потоків. Однак простота моделі залишкового прибутку дозволяє менеджменту здобути користь від обмежень, закладених у дану методику оцінки. Також гіпотетично менеджери можуть удаватись до більш ризикованих інвестицій, що приведе до підвищення економічного прибутку тепер проти зниження темпів зростання вартості в майбутньому.

Вибір адекватної моделі оцінки є важливим завданням менеджменту в процесі вартісно-орієнтованого управління, адже «вмонтувавши» цю модель у стратегію діяльності компанії, власники та (або) керівники одержують індикатор результативності фірми, якості управління. Утім при цьому слід зауважити, що модель оцінки сама по собі не здатна забезпечити створення вартості.

### 2.3. Специфічні аспекти оцінки вартості банку

Специфіка банківського бізнесу додає особливостей процесам управління та оцінки вартості банку. Навіть в аналізі тих підходів та моделей оцінки, які реально застосовуються в банках, не можна проігнорувати особливостей їх застосування в контексті банківської фірми. Треба також зазначити, що у своєму дослідженні ми розглядаємо банк як діючий бізнес, а його оцінку аналізуватимемо за трьома згаданими раніше підходами: порівняльним, витратним, дохідним.

Як ми з'ясували, методи відносної оцінки вартості використовують інформаційну ефективність фондових ринків. Вони ґрунтуються на застосуванні низки коефіцієнтів, які порівнюють вартість активів з ринковою вартістю подібних активів. При цьому важливим є вибір компанії-еталону (benchmark company), а також контрольного значення показників.

Застосувавши «метод виключення», відразу вилучимо з нашого розгляду показники дохідності, які практично непридатні для використання стосовно до банків та інших фінансових інститутів, позаяк для них практично неможливо визначити обсяг реалізації або розмір виручки. Такі коефіцієнти, як  $EV/EBIT$  або  $EV/EBITDA$  не придатні для оцінки вартості банків, оскільки у банківському бізнесі неможливо розмежувати операційну та фінансову діяльність, про що йшлося раніше. Інше співвідношення, яке широко використовується для аналізу індустріальних компаній, — це коефіцієнт  $M/A$ , що порівнює ринкову вартість компанії з балансовою вартістю активів. Але його використання стосовно до банків може ввести в оману, бо не враховується позабалансова діяльність банків, котра є істотною частиною їхнього бізнесу.

Тож зосередимось на двох поширених коефіцієнтах, а саме — коефіцієнті кратності ( $P/E$ ) та співвідношенні ринкової та балансової вартості ( $M/B$ ).

Як і для нефінансових компаній, показник  $P/E$  для банків розраховується аналогічно і є співвідношенням ціни однієї акції на прибуток, що припадає на одну акцію. Цей показник має три складники: очікуване зростання прибутку, коефіцієнта виплат, вартості залучення власного капіталу. Іншими словами, банк з вищими темпами зростання прибутку, більшим коефіцієнтом виплат та нижчою вартістю залучення власного капіталу матиме вищий показник  $P/E$ . Однак у розрахунку не враховується ризик, який у банківському бізнесі відіграє вирішальну роль в оцінці майбутньої діяльності. Зокрема, навіть за наявності високого зро-

стання виручки в короткостроковому періоді фундаментальна вартість може знижуватись, якщо це зростання зумовлено погіршенням якості кредитного портфеля. Тому ми констатуємо, що показник P/E має тенденцію до переоцінки банків з високою часткою процентного прибутку.

Крім того, інформаційна коректність коефіцієнта P/E залежить від якості даних звітності, що лежать в основі розрахунку. Стосовно банків використання коефіцієнта P/E особливо сумнівне, оскільки банки можуть істотно маніпулювати основою цих коефіцієнтів за допомогою своєї політики у якості створення резервів. Тому для стороннього аналітика розрахунок P/E є проблематичним. На цю проблему, зокрема, звертають увагу А. Бодмер [141, с. 79] та Дамодаран [28, с. 795]. Створюючи резерви, банк скорочує дохід. У результаті банки, які формують більше резервів, матимуть нижчий прибуток та вищий коефіцієнт P/E порівняно з менш консервативними банками.

Суттєвою проблемою використання коефіцієнта кратності є його використання для диверсифікованих банків. Різні напрями банківського бізнесу забезпечують різну дохідність і генерують різні рівні ризику, що особливо помітно в порівнянні роздрібного та інвестиційного бізнесів. Відповідно, для диверсифікованої компанії надто важко знайти відповідну фірму-аналог. Це зумовлює доцільність розглядати прибуток не компанії в цілому, а в розрізі її окремих бізнес-одиниць. Для прикладу: Дамодаран подає коефіцієнт кратності Citigroup за трьома бізнес-складовими: інвестиційний бізнес — 21,44; комерційний банкінг — 15,61; управління активами — 28,7, при цьому не визначаючи загального показника P/E даної компанії [28, с. 798]. Регресуючи коефіцієнти кратності за очікуваними темпами зростання і стандартним відхиленням, він знаходить прогнозне значення P/E для вибраних компаній і порівнює його з фактичним значенням даного коефіцієнта. Таким способом визначається інвестиційна привабливість компаній: там де фактичне значення коефіцієнта кратності перевищує розрахунковий показник, має місце переоцінка компанії ринком, і навпаки [28, с. 796—797]. Зрозуміло, що такий аналіз буде некоректним щодо диверсифікованих інститутів, зокрема універсальних банків.

Іншим коефіцієнтом, що широко використовується в банківській практиці, є співвідношення P/BV, яке порівнює ринкову вартість з бухгалтерським значенням власного капіталу. Показник P/BV, маючи аналогічні складові, що й P/E, також залежить від прибутковості капіталу. Взаємозв'язок між P/BV і прибутковістю

капіталу в банківському бізнесі є особливо сильним, на що звертають увагу численні дослідники, зокрема, Ш. Гросс [190, с. 32—33], А. Дамодаран [28, с. 798—801], пояснюючи це тим, що балансова вартість власного капіталу банку, імовірно, близька до ринкової вартості акціонерного капіталу, інвестованого в наявні активи. Це підтверджується даними досліджень, зокрема високою кореляцією між показниками P/BV і ROE.

З іншого боку, коефіцієнт P/BV перебуває під впливом наявного ризику банку. Відповідно, банки, що взяли вищий ризик, матимуть нижче значення P/BV незалежно від дохідності капіталу. Також банки з вищими темпами зростання матимуть вище значення P/BV, незважаючи на інші складові.

Отже, можна зробити висновок, що коефіцієнт P/BV націлений у майбутнє і стосується очікувань ринку щодо віддачі інвестованого капіталу. Завдяки балансу між схильністю до ризику та прибутковістю, що є серцевиною банківського бізнесу, коефіцієнт P/BV має вищу інформативність проти коефіцієнта кратності.

Загалом методи відносної оцінки відіграють важливу роль в оцінці банків. Вони дуже зручні для щоденного управління завдяки своїй простоті і, даючи наближені значення, полегшують сприйняття фінансової інформації. Однак з ними пов'язана і низка проблем. Так, їхня практичність обмежується слабкою здатністю банківських активів до порівняння та наявністю в банків специфічних чинників, котрі впливають на коефіцієнти, проте не можуть бути точно обліковані. Однак основне, на наш погляд, те, що методи відносної оцінки демонструють низьку прозорість щодо рушійних сил створення вартості банку і тому непридатні для автономного використання. Їхня функція в банківському менеджменті може бути визначена, швидше, як сигнальна та контрольна, ніж оперативна. Коефіцієнти відіграють важливу допоміжну функцію і призначені для підтримки основних методів оцінки. Коефіцієнтний метод служить індикатором, у разі якщо конкурентне середовище швидко змінюється, або пошук даних, потрібних для основних методів, складний або неможливий. Фахівці-практики часто використовують коефіцієнти для того, щоб оцінити, чи відповідає значення фундаментальної вартості банку ринковій оцінці, що допомагає фінансовим прогнозам бути більш точними. Особливо це стосується угод зі злиття та поглинання. Інформацію щодо основних угод з придбання часток у капіталі українських банків у 2004—2007 рр. іноземними фінансово-кредитними інститутами, де містяться оцінні коефіцієнти угод, подано в дод. Г.

Методи чистих активів ґрунтуються на індивідуальному підході до оцінки й передбачають визначення вартості капіталу банку способом відокремленої поелементної оцінки активів та зобов'язань. При цьому в рамках даного методу можна встановити вартість діючого бізнесу (going concern), а також ліквідаційну вартість фірми. Важливою умовою застосування методу чистих активів є наявність внутрішньої (інсайдерської) інформації.

Треба зауважити, що методи чистих активів у вітчизняних фахових виданнях часто називають витратним підходом до оцінки. На наш погляд, це не зовсім правильно, позаяк метод чистих активів є більш широким поняттям і містить багато моделей, які ґрунтуються як на витратному, так і частково на дохідному підходах. При цьому думки науковців щодо прийнятності даного підходу для оцінки банків далеко не однозначні. Зокрема, С. Коттл та інші вважають, що фінансові компанії (а також підприємства комунального господарства, гірничо-добувні підприємства) можна оцінювати на основі активів, бо фактор вартості активів відіграє для них більшу роль, ніж для інших підприємств [53, с. 638]. Російський дослідник К. Решоткін пропонує власну методику визначення ринкової вартості активів та зобов'язань банку, таких як їх економічна сутність, ступінь ліквідності, строковість та рівень процентних ставок [87]. З деякими зауваженнями цю ідею підтримує А. Дамодаран [28, с. 794]. Проте А. Грегорі вважає, що оцінка активів є вторинною інформацією в оцінці за іншими методами, наприклад при порівнянні з вартістю, одержаною відповідно до моделі DCF [26, с. 28]. На думку Д. Фішмена та інших, головною метою методу чистих активів є оцінка вартості активів за гіпотетичних умов їх можливого продажу [109, с. 238]. Нарешті, Ш. Гросс вважає цей метод абсолютно непридатним для оцінки банку як бізнесу [190, с. 35].

Вартість чистих активів банку, що ґрунтується на вартості заміщення, визначається як різниця між вартістю заміщення балансових активів та зобов'язань. Ця вартість неадекватно оцінює гудвіл та інші не обліковані нематеріальні активи, а також позабалансові статті, хоч дані позиції часто відображають найважливішу частку вартості банку. Крім цього, для коректності оцінки балансові активи та зобов'язання потрібно корегувати на вартість прихованих резервів під ризику банку, переоцінки нерухомості тощо. Для цього потрібно володіти внутрішньою інформацією, яка розкриває склад і структуру активів, що робить практично неможливою оцінку на основі зовнішніх оцінок.

Іншим суттєвим недоліком методу чистих активів є концентрація на поточній оцінці активів та зобов'язань банку без урахування перспектив зростання обсягів та доходів, які будуть одержані в майбутньому. Вартість чистих активів не має суттєвого значення з погляду економічної перспективи, оскільки об'єктивна оцінка вартості базується на можливості генерувати майбутні доходи банку як цілісної операційної одиниці, а не на активах, якими цей банк володіє. Так, метод чистих активів не зможе пояснити ні ефект концентрації бізнесу, наприклад синергетичний ефект під час поглинань, ні закономірність створення чи руйнування вартості банку, спричинених якістю менеджменту.

Метод ліквідаційної вартості можна вважати спрямованим на перспективу. За ним вартість банку розраховується відніманням окремих зобов'язань від окремих активів, які вимірюються на основі ліквідаційної вартості. Тому метод ліквідаційної вартості ще називають «рейдерським». Він також ігнорує економічну модель оцінки і порушує принцип оцінки діючого бізнесу. Крім того, метод ліквідаційної вартості відображає мінімальну вартість, а тому виражає найнижчу вартість компанії.

Незважаючи на наявність зазначених теоретичних вад, метод чистих активів набув поширення в практиці оцінки банківського бізнесу. Швидше за все, це пояснюється порівняно високою ліквідністю банківських активів і заангажованістю банків на фінансовому ринку. Однак даний підхід більше придатний для оцінки вартості окремих фінансових інвестицій, ніж для банку в цілому. Крім теоретичних з методом чистих активів пов'язані і практичні проблеми, адже значна трудомісткість корегування вартості кожного активу в поточну вартість може робити оцінку недоцільною. Тому слід погодитись із тими дослідниками, котрі вважають його доповненням до інших методів оцінки.

Методи грошових надходжень ґрунтуються на принципі майбутньої корисності, який передбачає, що вартість бізнесу тождерна чистій теперішній вартості майбутніх вигід, пов'язаних із володінням даним бізнесом. Зокрема, власник банку не продасть його за ціну, нижчу від теперішньої вартості прогнозованих доходів, потенційний інвестор орієнтуватиметься на майбутні вигоди, пов'язані з володінням банку, імовірний покупець не заплатить за частку в капіталі банку більше, ніж вона зможе принести надходжень у майбутньому.

Згідно з запропонованою нами класифікацією всі методи, що орієнтуються на грошові надходження, поділяються на методи грошових потоків та методи залишкового прибутку (див. рис. 2.5).

У свою чергу, підходи, орієнтовані на грошові потоки, охоплюють модель дисконтування дивідендів, модель дисконтування грошових потоків, модель скорегованої поточної вартості.

Незважаючи на те що сьогодні модель дисконтування грошових потоків є найбільш широко застосовуваним підходом для оцінки промислових компаній, вона є доволі сумнівною для вимірювання вартості банків. Причина цієї сумнівності криється в особливостях банківського бізнесу, зокрема, в тому, що операційна діяльність та діяльність, пов'язана із залученням ресурсів у банках, тісно поєднані. Банк створює вартість на боці пасивів, не лише коли він більш ефективно, ніж інші учасники ринку, використовує фінансові інструменти, але й завдяки більш дешевому залученню ресурсів. У банківському бізнесі майже неможливо визначити роль боргу — чи є він постійним ресурсом для активних операцій, чи інструментом спред-менеджменту. Через це важко визначити реальну вартість залучення банківських ресурсів (WACC).

Інша причина полягає в тому, що використання банком залучених коштів створює різноманітність траншів боргу, котрі відрізняються сумами і процентними ставками. У результаті оцінка загальної вартості боргу ускладнюється. Хоч витрати на залучення акціонерного капіталу можуть забезпечити банку вищий леведредж і, як наслідок, потребу в меншій частці власного капіталу в структурі пасивів, вони мають малий вплив на середньозважені витрати на капітал. Крім цього, маржа між витратами на залучення акціонерного капіталу та процентними доходами дуже мала. Невелика помилка в розрахунку витрат на залучення акціонерного капіталу через це може призвести до суттєвої різниці в підсумковому розрахунку вартості акції. Структура власного капіталу та зобов'язань банку постійно змінюється. З цієї причини вартість акції суттєво різнитиметься в результаті змін у рівні процентних ставок.

З огляду на викладені причини для оцінки вартості банків використовується капітальний підхід, тобто визначається вартість не всього об'єкта оцінки, а безпосередньо вартість власного капіталу. Такий підхід потребує застосовувати як фактор дисконтування не середньозважену вартість капіталу (WACC), тобто показник, що включає і власні, і залучені кошти, а лише власний капітал. Також по-іншому, якщо порівняти з нефінансовими компаніями, мають бути подані і грошові потоки банку. Як грошовий потік на власний капітал банку часто беруться дивідендні виплати. У цьому зв'язку у фаховій літературі переважає думка, що

модель дисконтування дивідендів є більш ефективним підходом до вимірювання вартості банківської фірми. Однак можна застосувати і ще один варіант подання грошових потоків, котрий полягає в адаптації для банків показника вільного грошового потоку на акції. На практиці цей підхід набуває вигляду *моделі дисконтування грошових потоків на власний капітал* (free cash flow to equity model) і полягає в дисконтуванні показника вільного грошового потоку на власний капітал. Дисконтним фактором при цьому є витрати на залучення акціонерного капіталу.

Подібно до моделі дисконтування грошових потоків у чистому вигляді модель скорегованої поточної вартості (APV) мало придатна для оцінки вартості для банків, бо відокремити операційну діяльність банку від діяльності з управління пасивами, як ми вже зазначали, практично неможливо. Розрахувати податкові знижки від фінансування за рахунок залучених коштів за різних траншів боргу на практиці не вбачається реальним. Проте в небанківських компаній, особливо тих, що мають складну структуру оподаткування та витрати яких на процентні виплати не відповідають ринковій вартості залучення капіталу, APV-модель доволі приваблива [108, с. 139—140].

Незважаючи на труднощі у використанні, притаманні методам грошових потоків, не можна ігнорувати той факт, що вони є орієнтованими на перспективу, оскільки відображають вартість від очікуваної майбутньої діяльності. Також вони орієнтовані на фінансовий ринок, позаяк вживають дисконтний чинник, що базується на витратах ринкових можливостей. Порівняно з витратним та порівняльним підходами до оцінки методи грошових потоків є більш комплексними, хоч і найбільш складними моделями оцінки вартості. З іншого боку, наскільки методи грошових потоків придатні для оцінки вартості, настільки вони обмежені для використання як управлінський інструмент. Це пояснюється тим, що вільний грошовий потік в одному періоді не може пояснити створення вартості в іншому.

Залишковий прибуток являє собою різницю між дохідністю інвестованого капіталу і вартістю залучення капіталу, що демонструє формула (2.14). Як і методи грошових потоків, модель залишкового прибутку виражає як операційний, так і капітальний підходи до оцінки (див. рис. 2.8). Так само, як і щодо методів грошових потоків, щодо банків більш прийнятний капітальний підхід до оцінки. У розрахунку залишкового прибутку банку його операційний прибуток включає надходження від залучених ресурсів боргового характеру, інвестований капітал визначається як

економічна вартість акціонерного капіталу, а витрати на залучення капіталу дорівнюють витратам на залучення акціонерного капіталу. За таких припущень залишковий прибуток банку можна визначити таким способом:

$$RI = \text{NOPAIT} - EE_{t/t-1} \times c_e \quad (2.18)$$

або

$$RI = \left( \frac{\text{NOPAIT}}{EE_{t/t-1}} - c_e \right) \times EE_{t/t-1}, \quad (2.19)$$

де NOPAIT — чистий операційний прибуток після сплати податків,  $EE_{t/t-1}$  середньозважена економічна вартість акціонерного капіталу,  $c_e$  — витрати на залучення акціонерного капіталу.

Згідно з моделлю залишкового прибутку вартість банку можна визирати як розмір інвестованого капіталу плюс премія, яка дорівнює теперішній вартості очікуваних залишкових прибутків за кожен рік прогнозного періоду.

Розглядаючи залишковий прибуток, можна дійти висновку, що він дає змогу виявити операційну результативність банку протягом окремих років, чого не можна сказати про методи грошових потоків. Залишковий прибуток може бути використаний також для вимірювання фундаментальної вартості капіталу банку. Нарешті, залишковий прибуток може бути трансформований в управлінський інструмент і мати практичне застосування в практиці вартісно-орієнтованого банківського менеджменту. Разом з тим фокусування на балансовому прибутку вважається найбільшим недоліком моделі залишкового прибутку.

Отже, доходимо висновку, що специфіка банківського бізнесу потребує корегування стандартних методик оцінки вартості фірми. У цьому зв'язку найбільш принциповим є корегування у сфері оцінки зобов'язань банку. Тому капітальний підхід і слід вважати найбільш прийнятним для оцінки компаній банківського сектору. Це саме стосується і методів, орієнтованих на банківські активи, хоч вони [методи] і не відображають нематеріальні активи, а отже, і реальну вартість банку.

І хоч розглянуті нами методи в основній своїй масі можуть використовуватись для оцінки банків, не всі вони придатні для потреб вартісно-орієнтованого управління, що видно з табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**ПОРІВНЯЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА  
МЕТОДІВ ОЦІНКИ ВАРТОСТІ БАНКУ**

Критерії	Методи відносної оцінки		Методи чистих активів	Методи грошових надходжень	
	P/E	P/BV		Грошові потоки	Залишковий прибуток
Орієнтація на фінансовий ринок	+	+	-	+	+
Орієнтація на балансову оцінку	+	+	-	+ -	+
Орієнтація на майбутнє	+ -	-	-	+	+
Урахування дилеми «ризик — дохідність»	-	+ -	-	+	+
Урахування фактора інвестованого капіталу	-	+ -	-	+	+
Можливість використання як управлінського інструменту	-	-	-	+ -	+

Тож найбільш прийнятними як для оцінки вартості, так і для управлінських цілей є моделі грошових надходжень у формі моделі дисконтування дивідендів та моделі дисконтування грошових потоків на власний капітал, а також моделі залишкового прибутку. Кожна з цих моделей має свої особливості, які ми докладно й розглянемо.

Насамперед зупинімось на моделі грошових потоків на власний капітал. Раніше ми окреслили низку проблем, які загалом пов'язані з методами грошових потоків. Ішлося, зокрема, про проблему оцінки грошових потоків банку. Як відомо, існують два методи розрахунку грошових потоків: прямий та непрямий. Прямий метод полягає у відніманні вхідних на вихідних грошових потоків з метою визначення так званого вільного грошового потоку. Непрямий метод базується на корегуванні чистого прибутку компанії й одержанні показника вільного грошового потоку на власний капітал ( $FCF_e$ ), який розраховується за такою формулою:

$$FCF_e = \begin{aligned} & \text{Чистий прибуток} + \text{Негрошові нарахування} - \\ & - \text{Негрошовий оборотний капітал} - \text{Чисті} \\ & \text{капітальні витрати} - (\text{Виплачений борг} - \\ & - \text{Емісія нового боргу}) \end{aligned} \quad (2.20)$$

Порядок формування грошових потоків відображено як у міжнародних стандартах фінансової звітності МСФЗ (IAS)7 так і в П(С)БО 4 «Звіт про рух грошових коштів» та в Інструкції Національного банку України «Про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України» [47]. При цьому міжнародні стандарти IAS, а також національні стандарти деяких країн, наприклад US GAAP, рекомендують застосовувати прямий метод розрахунку грошового потоку. Інструкція НБУ містить обидва підходи до розрахунку грошового потоку, подані, відповідно, у дод. 6 і 7 до даного документа. І міжнародні, і національні стандарти вимагають класифікувати грошові потоки як результати від операційної, інвестиційної та фінансової діяльності (рис. 2.9).

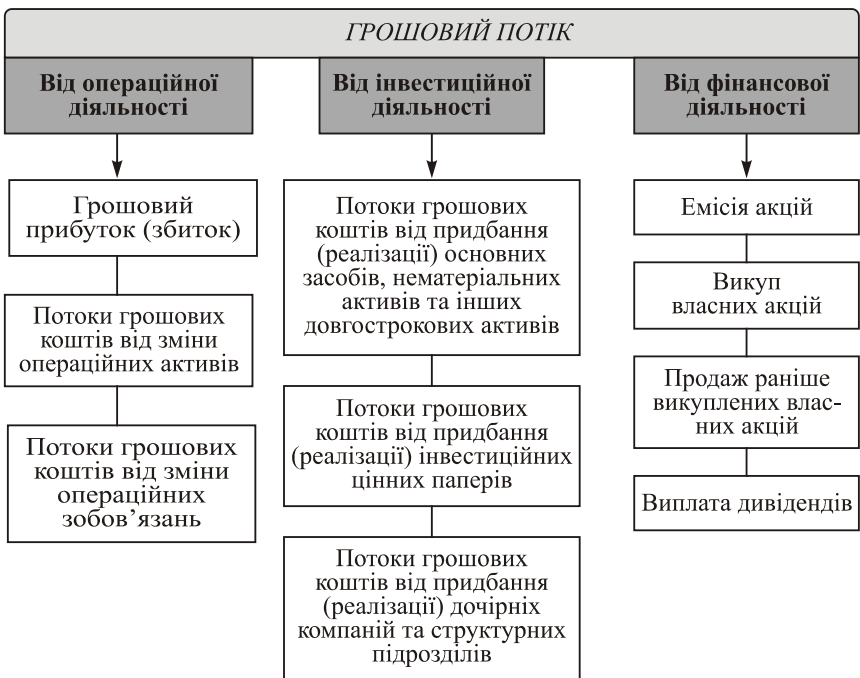


Рис. 2.9. Грошовий потік банку

Однак щодо банків постає кілька проблем. На переконання деяких авторитетних фахівців прямий підхід до розрахунку є практично нереальним для застосування в банках. Це пояснюється

ся специфікою банківського бізнесу, де важко точно ідентифікувати борг та платежі за боргом і відокремити операційну та фінансову діяльність [28, с. 771; 190, с. 50]. Крім того, звіт про рух грошових коштів не дає інформації про втрати за кредитами. Як результат, звіти про рух грошових коштів банків є важкими для інтерпретації та порівняння.

У банківській практиці здебільшого використовується непрямий метод розрахунку вільного грошового потоку на власний капітал. Але й при цьому розрахувати  $FCF_e$  банку доволі складно, позаяк при використанні формули (2.20) для оцінки банку виникає проблема визначення чистих капітальних витрат та негрошового оборотного капіталу.

Порядок розрахунку вільного грошового потоку на власний капітал, що базується на фінансовій звітності банку, зображено на рис. 2.10. Його загальний алгоритм можна подати формулою

$$FCF_e = \begin{array}{l} \text{Грошовий потік від основної діяльності} + \\ + \text{ Джерела грошових коштів} - \\ - \text{ Використання грошових коштів} \end{array} \quad (2.21)$$

Перш за все визначається грошовий потік від основної діяльності банку. Він являє фактичний приплив та відплив грошових коштів і розраховується за даними Звіту про фінансові результати банку за винятком двох позицій: амортизації та резервів на покриття безнадійної заборгованості. Багато фахівців вважають за потрібне при розрахунку грошового потоку від основної діяльності банку віднімати резерви на покриття безнадійних боргів. Дамодаран пояснює таку необхідність тим, що формування банком резервів під нестандартну заборгованість зменшує базу оподаткування [28, с. 775]. Коупленд та інші мотивують подібний підхід тим, що фінансова звітність не дає інформації про грошовий потік з урахуванням непогашених кредитів [54, с. 501]. Після цього до скорегованого на резерви під безнадійні борги чистого прибутку додається амортизація. У цьому разі важливо враховувати амортизацію як основних засобів, так і гудвілу та інших нематеріальних активів. За своєю економічною суттю одержаний грошовий потік від основної діяльності банку являє кошти, що покривають діючі кредити та інші розміщені кошти, котрі генерують доходи.

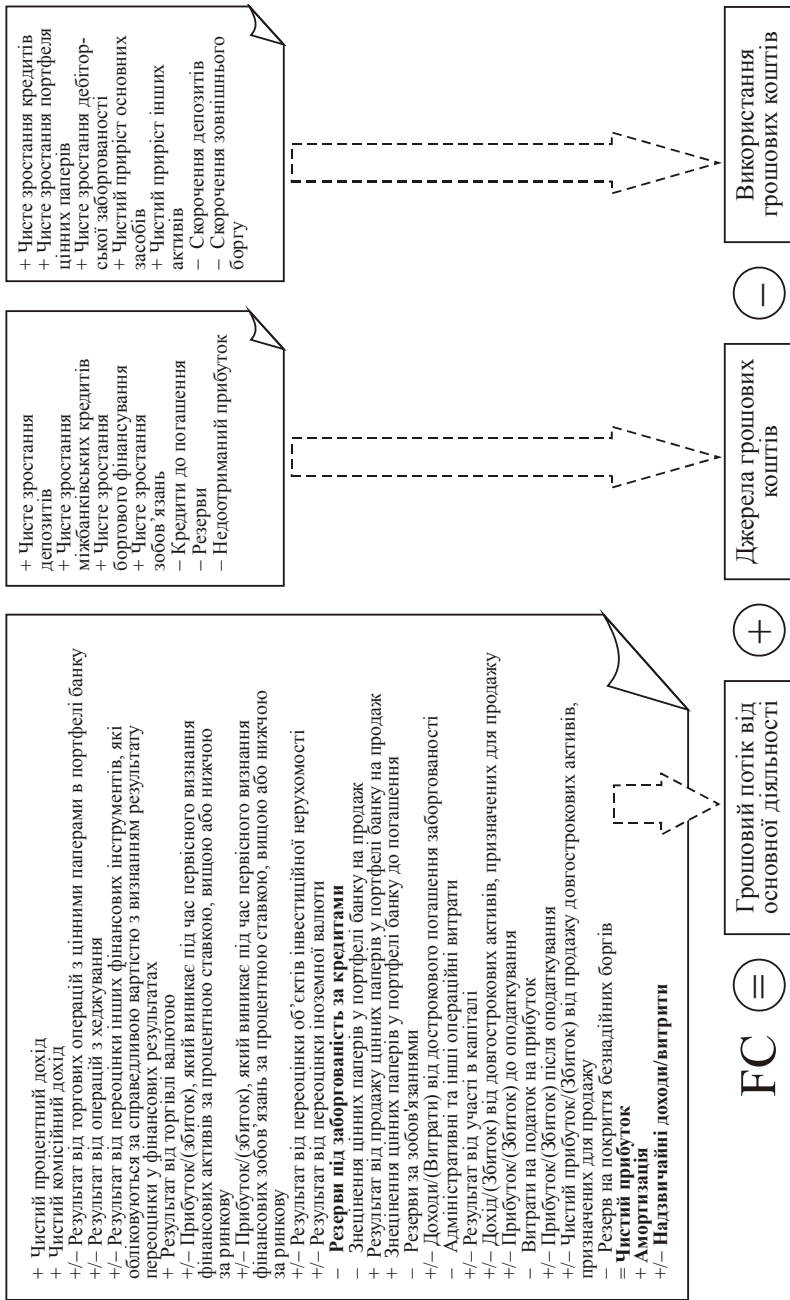


Рис. 2.10. Порядок розрахунку вільного грошового потоку на власний капітал банку

На другому та третьому етапах визначення вільного грошового потоку на власний капітал до грошового потоку від основної діяльності додають чисте зростання боргу як вхідний потік і віднімають чисті інвестиції як вихідні потоки. Інакше кажучи, додають прогнозовані джерела грошових коштів та віднімають використання грошових коштів, причому дані за цими позиціями беруть з обох боків балансу банку. На боці зобов'язань до складу  $FCF_e$  беруть зміни у зобов'язаннях банку, що мають борговий характер і не враховують рух коштів, пов'язаний із власним капіталом, як-от: збільшення капіталу, зворотне викуплення акцій, сплата дивідендів, позаяк ці операції відбивають використання вартості акціонерів банку. Використання грошових коштів передбачає такі напрями: нові кредити, приріст цінних паперів, дебіторської заборгованості, чистий приріст основних засобів та інших активів.

Одержаний показник  $FCF_e$ , по-суті, тотожний дивідендам, які банк міг би виплатити своїм акціонерам, хоч може не збігатись із фактичними дивідендними виплатами, розмір яких, крім рівня чистого прибутку, залежить від дивідендної політики. За економічним змістом вільний грошовий потік на власний капітал являє грошові потоки, що залишились у інвесторів після виплат за боргом і задоволення потреб у реінвестиціях [28, с. 785—786].

Проблема реінвестицій є ключовою у розумінні підходу, орієнтованого на грошові потоки, якому можна протиставити підхід, орієнтований на прибуток. І знову ми наштовхуємось на проблему, породжену специфікою банківського бізнесу: визначити реінвестиції банків набагато складніше, оскільки банки здебільшого інвестують у нематеріальні активи та регулятивний капітал. Інвестиції в нематеріальні активи, такі як бренд чи людський капітал, зазвичай обліковуються як операційні витрати. Особливо складно капіталізувати витрати в людський капітал, бо ці витрати, наприклад витрати на заробітну плату чи витрати на підвищення кваліфікації, відображаються на різних рахунках. Індикаторами вартості людських ресурсів є розмір витрат на підготовку, перепідготовку та підвищення кваліфікації працівників, а також коефіцієнт плинності кадрів: збільшення першого показника загалом підвищує вартість людських ресурсів<sup>8</sup>, тоді як зростання коефіцієнта плинності кадрів їх зменшує.

---

<sup>8</sup> Цей зв'язок не є абсолютним, оскільки, на відміну від низки інших нематеріальних активів, наприклад патентів, ліцензій, що перебувають у власності банків, працівники більш мобільні і за бажанням можуть змінити місце роботи і працювати на конкурентів банку. На цю проблему звертають увагу Дамодаран [28, с. 786—787] та Гросс [190, с. 56—57].

Реінвестиції банку в регулятивний капітал визначаються нормативом адекватності капіталу. Цей показник фактично обмежує частку чистого прибутку, що виплачується акціонерам. Справді, власний капітал необхідний для розширення інвестицій банку і безпосередньо обмежує обсяги його ділової активності. Утримання прибутку таким способом являє реінвестиції банку нарівні з інвестиціями, одержаними ззовні. Доцільно зауважити, що це буде справедливим за умови зростання ділової активності банку. В іншому разі нерозподілений прибуток набиратиме форму ліквідних активів, що з економічного погляду не можна вважати реінвестуванням. Також утримання прибутку, яке виражається у вигляді надбавки до нормативу адекватності капіталу, дозволяє створити банкам певний фінансовий потенціал, який дозволяє реагувати на сприятливі інвестиційні можливості. Наприклад, у період 1990—1998 рр. така надбавка в Deutsche Bank становила 2 % [190, с. 58].

Для того щоб визначити, яким способом використовується чистий прибуток, доцільно проаналізувати норматив адекватності капіталу, а також коефіцієнт утримання прибутку банку, який виражає ту частку прибутку, яка не розподіляється у формі дивідендів, а реінвестується. Зіставивши фактичний і плановий нормативи, можна дійти висновку, що в разі перевищення фактичного нормативу адекватності капіталу необхідних вимог банк не використовує утримання з капіталу в цілях реінвестування. Ще один підхід, на наш погляд, полягає в розрахунку потрібного економічного капіталу, після чого аналізуються періоди, коли економічний капітал перевищував необхідний рівень регулятивного капіталу.

Однією з проблем оцінки бізнесу за допомогою дисконтування грошових потоків є вибір грошового потоку. Як було показано раніше, як теперішня вартість може розглядатись вільний грошовий потік на власний капітал. Інший метод полягає у взятті дивідендів у вигляді очікуваних грошових потоків банку. Цей підхід, як ми визначили в попередньому підрозділі, застосовується в моделі дисконтування дивідендів.

Наступна проблема управління вартістю банку полягає у визначенні планового горизонту. Це питання й досі недостатньо теоретично обґрунтовано. Взагалі, будь-яка модель оцінки вартості за дохідним підходом характеризується двома періодами<sup>9</sup> *прогнозного*

---

<sup>9</sup> Існує й альтернативний спосіб визначення планового горизонту, за яким складається прогноз грошового потоку на 100 років, позаяк після даного періоду дисконтована вартість буде мізерною. Однак такий підхід натикається на труднощі довгострокового прогнозування діяльності компанії.

*горизонту* (forecasting horizon): перший ми називаємо *визначеним прогнозним періодом* (Explicit forecasting period — EFP), на кінець якого складається *термінальна вартість* (terminal value) фірми, а вартість фірми в постпрогнозний період називаємо *періодом продовженої вартості* (Continue value period — CVP):

$$\text{Вартість банку} = \text{Вартість банку протягом визначеного прогнозного періоду} + \text{Вартість банку в період продовженої вартості}. \quad (2.22)$$

Під визначеним прогнозним періодом розуміють проміжок часу, протягом якого компанія демонструє стійкі темпи розвитку. Цей період має бути настільки тривалим, щоб на час його закінчення компанія змогла досягти стійкого стану, що виражається в постійних темпах розвитку, стабільному реінвестуванні прибутку, забезпеченні постійної рентабельності нових інвестицій. Довжина даного періоду визначається компромісом між точністю, яка забезпечується детальними прогнозами і зростанням непевності через нижчу якість довгострокового прогнозування. Для компаній виробничого сектору тривалість прогнозного періоду, наприклад, становить 5—10 років [242; 54]. Банки, навпаки, характеризуються коротшим прогнозним періодом. Основна причина цього — сильна залежність банків від макроекономічних чинників. Також потрібно взяти до уваги мінливість середовища, яке оточує банк, що ускладнює процес стратегічного планування в банківській сфері. Вибір же короткострокового горизонту здатен призвести до істотних спотворень через екстраполяцію позитивних чи негативних періодів на дальшу діяльність банку. Також, на відміну від нефінансових компаній, індикатором прогнозного періоду не можна вибрати життєвий цикл продукту. У зв'язку з цим погляди деяких авторів щодо вибору прогнозного періоду для розрахунку вартості банку на рівні 15—20 років ми вважаємо надто перебільшеними [93, с. 48]. У цьому зв'язку Ш. Гросс здійснив огляд низки спеціалізованих праць, автори яких установлюють прогнозний період для банків у інтервалі від трьох (Кріс Мартен) до десяти (Кай Гьохман) років. Середнє значення прогнозного періоду для банків за даними згаданого дослідження становить п'ять років [190, с. 237]. Передбачається, що протягом такого періоду, тобто 3—10 років, поточна заборгованість клієнтів за кредитами буде погашена, відкриті філії та відділення будуть принаймні беззбитковими тощо. Разом з тим такий інтервал дозволяє врахувати в процесі оцінки вплив економічного циклу на вартість компанії.

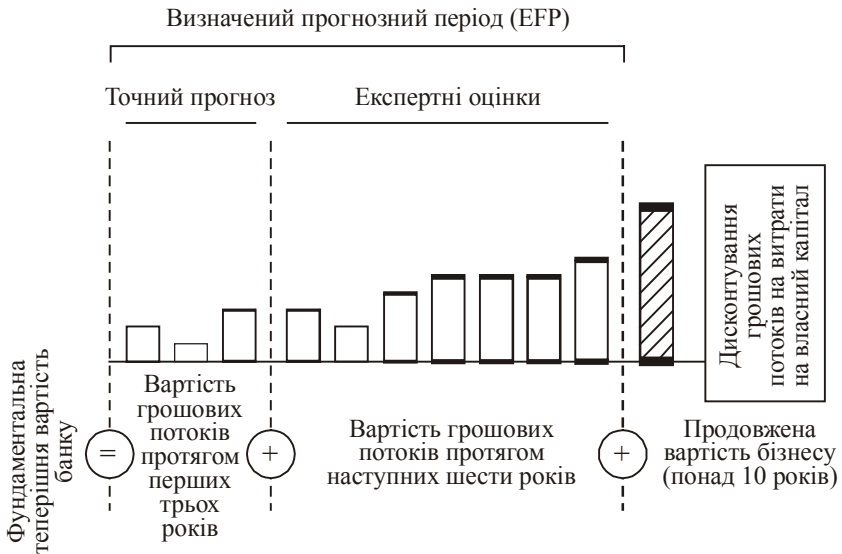


Рис. 2.11. Прогнозовий горизонт у моделі дисконтованого грошового потоку банку

Ми проілюстрували застосування прогнозного горизонту при використанні методів грошових потоків для визначення вартості банку рис. 2.11. З нього видно, що прогнозовий період розбивається на дві фази. Перша з тривалістю до трьох років виражає точний прогноз. Відповідно, за вибраного десятирічного періоду планування друга фаза триває шість років і виражає експертні оцінки основних параметрів діяльності: зростання доходності, динаміку витрат, достатність власного капіталу.

Говорячи про вартість банку і плановий горизонт, зазначимо, що важливим питанням є частка, яку має термінальна вартість у загальній вартості банку. Щодо цього питання немає однозначної думки, ми ж вважаємо, що ця частка становить приблизно 75—85 %.

Як правило, термінальна вартість розраховується на основі припущення, що банк працюватиме нескінченно довго. Основними чинниками термінальної вартості є очікувані грошові потоки на власний капітал та очікувані темпи зростання грошових потоків після закінчення прогнозного періоду, що ілюструє таке рівняння:

$$TV_T = \frac{FCF_{e,T+1}}{k_e - g}, \quad (2.23)$$

де  $FCF_{e,T+1}$  — грошові потоки на власний капітал протягом періоду  $T+1$  і після нього;  $k_e$  — витрати на акціонерний капітал;  $g$  — очікувані темпи приросту;  $T$  — тривалість прогнозного періоду в періоді точного прогнозу.

Однак універсального методу розрахунку та набору параметрів у оцінці вартості банку не існує. Грошовий потік на власний капітал в окремий рік періоду  $T$  далеко не точно визначає результативність банку в довгостроковій перспективі, тому краще брати середньозважене значення даного показника за весь період  $T$ . У свою чергу, темпи приросту залежать від галузевої структури і конкурентних переваг компанії на ринку. Оцінка темпів зростання може бути спрощена, якщо врахувати основні чинники грошових потоків:

$$TV_T = \frac{NOPAIT_{T+1}(1-g/ROIC)}{k_e - g}, \quad (2.24)$$

де  $NOPAIT_{T+1}$  — чистий операційний прибуток після оподаткування в період  $T+1$ ;  $ROIC$  — рентабельність інвестованого капіталу.

Доволі дискусійним є також питання долучення до показника  $g$  рівня інфляції. На наш погляд, такий підхід є доволі сумнівним, зважаючи на те що банки, на відміну від нефінансових компаній, мають справу з грошовими, а не матеріальними цінностями. Тому інфляція не відбиває якісних параметрів вартості банку і, хоч опосередковано впливає на вартість банку, не є скільки-небудь важливим вартісним чинником, яким є, наприклад, процентна ставка.

Також, на нашу думку, недоцільно ґрунтуватись на припущенні про нескінченне зростання бізнесу, що можливо за умови, що банк зберігатиме свої конкурентні переваги. Насправді лише поодинокі компанії можуть розраховувати на зростання свого бізнесу більшими темпами, ніж темпи зростання економіки, а дохідність у довгостроковій перспективі звичайно відповідає середньогалузевим темпам зростання [242]. Тому найбільш правдоподібним буде припущення, що банк зароблятиме на своїх інвестиціях на рівні середньозважених витрат на капітал. Тому із запровадженням у формулу (2.24) показника  $ROIC$  можна уникнути врахування темпів зростання, так що

$$TV_T = \frac{FCF_{e,T+1}}{k_e}. \quad (2.25)$$

Важливим етапом оцінки за методами грошових надходжень є розрахунок ставки дисконтування. Специфіка банків, як уже зазначалось, полягає в тому, що дисконтним фактором є не середньозважена вартість капіталу (WACC), а вартість акціонерного (власного) капіталу. Вартість власного капіталу є розрахунковим, оцінним показником і не може визначатися за допомогою спостережень чи ринкового аналізу. Крім того, в управлінні вартістю банку мінімальну віддачу акціонерам являє не регулятивний, а економічний капітал, що ускладнює розрахунок дисконтного фактора. Для оцінки мінімального рівня віддачі акціонерам у банківській практиці використовуються кілька основних підходів, які ми розглянемо на предмет їх застосування для оцінки банків.

Найбільш поширеним підходом оцінки ризику та дохідності є модель капітальних активів (Capital Asset Pricing Model — CAPM), яка широко застосовується в практиці оцінки як банків, так і нефінансових компаній. CAPM визначає, що очікувана вартість акції тождна дохідності вільного від ризику цінного папера плюс систематичний ризик компанії (бета), помножений на премію за ризик:

$$k_e = r_f + [E(r_m) - r_f] \times \beta, \quad (2.26)$$

де  $r_f$  — безризикова ставка дохідності;  $E(r_m)$  — очікувана ставка дохідності ринкового портфеля  $m$ ;  $E(r_m) - r_f$  — премія за ринковий ризик;  $\beta$  — систематичний ризик акції.

Премія за ринковий ризик є платою, яку вимагають інвестори за інвестування не в безризикові активи, а в ринковий портфель. Вона дорівнює різниці між очікуваними рентабельністю власного капіталу та безризиковою ставкою. Бета визначається як коваріація між дохідністю окремої акції та ринковим портфелем і демонструє ризик, яку додає інвестиція до ринкового портфеля. Проте слід зазначити, що стосовно складників CAPM — безризикової ставки, премії за ризик, бети — існує чимало теоретичних розбіжностей.

Перш за все звернемося до безризикової ставки. Основними вимогами до її вибору є відсутність ризику дефолту та можливість рефінансування. При цьому, як справедливо зауважує Дамодаран, для кожного періоду та різних очікуваних доходів потрібно вибирати різні безризикові ставки [28, с. 202]. Наприклад, за трирічного планового горизонту ставка за інструментом з погашенням через рік не може вважатись безризиковою навіть за браку ризику дефолту для даного інструменту, оскільки ставка за аналогічними інструментами в другий та третій роки зараз неві-

дома. Більш доцільно в такому випадку вибирати трирічний інструмент. Крім того, має враховуватись і валюта, в якій здійснюється оцінка грошових потоків банку; безризиковий актив, відповідно, має бути деномінований у аналогічній валюті.

Що стосується інструменту, що вибирається як безризиковий актив, то найбільш поширеним у практиці інвестиційної діяльності є взяття як безризикового активу довгострокових державних облігацій. Гросс пропонує як орієнтир десятирічні державні облігації [190, с. 77], тоді як Дамодаран, хоч також вважає безризиковим активом державні облігації, але, як ми вже зазначали, застосовує більш гнучкий підхід до вибору інструментів з відповідними термінами погашення.

Особливо непростим є вибір безризикової ставки для країн з нерозвинутим фондовим ринком та нестабільною економікою. Зокрема, Дамодаран для таких умов пропонує вибирати як безризиковий актив державні облігації, ставку за якими корегувати на спред дефолту відповідно до рейтингу країни. Як альтернатива може використовуватися ставка за корпоративними запозиченнями найнадійніших компаній країни, зменшена приблизно на 1 %, що відповідає спреду дефолту AA в США [28, с. 205—207]. Ми теж вважаємо такий підхід найбільш оптимальним. Однак при цьому не слід думати, що довгострокові облігації повністю позбавлені ризику дефолту. Так, Дж. Петті встановив, що значення бета довгострокових облігацій, оціненої за теперішньою вартістю 0,25, насправді коливались у межах від  $-0,1$  до  $0,4$  [235, с. 6].

До альтернатив державним облігаціям як безризиковий актив відносять використання офіційної ставки рефінансування, ставки за довгостроковими депозитами у надійних зарубіжних банках, ставку LIBOR. Використання ставки рефінансування, що рекомендують деякі російські фахівці [87, с. 107; 101, с. 72], на наш погляд, є методом, хоч і доволі простим, однак непрактичним. Прикладом може бути ситуація в Україні у 2007 р., коли облікова ставка НБУ була на рівні  $8—8,50\%$ , а розмір інфляції становив  $16,6\%$  [99], тож корегування ставки рефінансування на індекс інфляції мало від'ємне значення. Так само сумнівними здаються як безризиковий актив банківські депозити, оскільки, як ми з'ясували раніше, ставки грошового ринку, включаючи ставки за депозитами банків, взаємозв'язані та орієнтуються на ставку за державними цінними паперами [42]. Тож використання корпоративних ставок, в яких міститься ризик дефолту, замість державних цінних паперів є не зовсім логічним. Більш об'єктивно від-

бивають специфіку банків ставка LIBOR та аналогічні міжбанківські ставки, виражені у вільноконвертованих валютах. У використанні на практиці ці ставки, однак, потрібно також корегувати на спред дефолту відповідно до рейтингу країни.

Премія за ризик може визначатись із використанням двох підходів. Перший підхід має назву історичного і ґрунтується на минулих цінах на акції. Другий підхід називається перспективним і полягає в проектуванні на майбутнє поточних ринкових цін на акції. При використанні історичного підходу премія за ризик перебуває в межах 3—8 % залежно від припущень, покладених в основу розрахунку. На практиці застосовують більш вузький діапазон — від 3,5 до 5 %.

Значення бета сильно відрізняється в розрізі різних типів банків та їх регіонального розташування. Зокрема, за даними Ш. Гросса найвище значення бета притаманне інвестиційним банківським фірмам, проте в іпотечних фінансових компаніях воно, як правило, найнижче. Також слід зазначити, що бета азійських банків перевищує аналогічні значення європейських і північноамериканських банків [190, с. 241—243]. Крім того, значення бета залежить і від методології його визначення. Наприклад, розглянувши показники бета, установлені трьома відомими провайдерами — BARRA, Bloomberg та Datastream, можемо відзначити відхилення в розрізі окремих банків. Особливо суттєвим воно є, наприклад, для Commerzbank станом на грудень 2003 р., варіюючись від 1,11 в інтерпретації BARRA до 1,28 у Bloomberg і аж 1,69 у Datastream [286; 284; 285]. Отже, визначення бета для банків є завданням доволі непростим.

Загалом теоретичні припущення, на яких базується CAPM, можна піддати критиці. Основний недолік цього методу полягає в тому, що він мало придатний для банків, акцій яких немає в обігу на фондовому ринку<sup>10</sup>. Цей недолік може бути нівельований використанням бета певного банку-аналогу, акції якого перебувають в обігу. Однак потрібно мати на увазі труднощі з підбором банку з аналогічними діловими ризиками, невідповідністю активів та пасивів.

Важливим недоліком CAPM є також те, що в цьому методі чутливість дохідності капіталу є єдиним джерелом ризику власного капіталу банку. Ця проблема розв'язується в іншій поширеній на практиці моделі, яка має назву *теорії арбітражного ціноутво-*

---

<sup>10</sup> У. Шарп визначав умовою використання CAPM наявність розвинутого фондового ринку та наявність ринку акцій відповідної компанії або її аналогів.

рення (Arbitrage Pricing Theory — АРТ). Ця модель використовує багатфакторну модель визначення ризику власного капіталу:

$$k_e = r_f + \gamma_1\beta_1 + \dots + \gamma_n\beta_n, \quad (2.27)$$

де  $r_f$  — безризикова ставка дохідності;  $\gamma_n$  — премія за ризик фактора  $n$ ;  $\beta_n$  — чутливість ризику власного капіталу до фактора  $n$ .

У моделі АРТ кожна бета вимірює чутливість дохідності компанії до окремого фактора. До основних макроекономічних факторів, що включаються в АРТ, відносять обсяги виробництва, зміни в продуктивності праці, темпів інфляції, кредитному ризику. Тож можна говорити про те, що з погляду теорії метод АРТ є більш досконалим проти САРМ. Основною його перевагою є той факт, що він розкриває систематичний ризик на основі багатьох факторів. З іншого боку, досі остаточно не з'ясовано, які фактори важливі і який їхній вплив на вартість капіталу компанії, у тому числі банків. Можна навіть наголосити — особливо банків. Параметри моделі мають відображати також фактори, породжені специфічними ризиками банку, які входять до вартості власного капіталу банку. Це зумовлює основний, на наш погляд, недолік АРТ, котрий полягає у складності даної моделі. Що стосується її результативності, то в цьому питанні немає однозначної відповіді. Коупленд та інші з'ясували, що вартість власного капіталу, визначеного за методом АРТ, на 1 % вища, ніж визначена за методом САРМ [54, с. 278]. Проте відносно банків ця різниця нижча, ніж в інших галузях [190, с. 83].

Хоч САРМ і АРТ є найбільш поширеними підходами до визначення вартості власного капіталу, існує й низка альтернативних підходів, зокрема *модель зростання Гордона* (Gordon Growth Model), котра порівнює вартість акції з дивідендами на неї, та використання *ставки можливості* (opportunity rate), яка відображає вартість власного капіталу як безризикову ставку плюс премію за ризик, що базується на специфічних альтернативах інвестора. Однак переваги їх використання в процесі оцінки й управління вартістю банків є доволі дискусійними.

Що стосується моделі зростання Гордона, або, як ще її називають, моделі постійного зростання Гордона, то вона застосовується для оцінки компаній, котрі, як прогнозується, демонструватимуть постійні, стабільні темпи зростання. У нашому випадку це буде зростання грошового потоку на власний капітал, який приблизно дорівнює темпам зростання прибутку банку. При використанні моделі дисконтування дивідендів урахувуватимемо темпи зростання дивідендів.

Базовою ідеєю моделі дисконтування дивідендів є припущення, що єдині грошові потоки на користь акціонерів у публічній компанії — це дивіденди. Тому, коли очікувані темпи зростання дивідендів будуть стабільними, формулу (2.9) можна трансформувати у модель зростання Гордона:

$$V^{\text{DDM}} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{d_i}{(k_e - g)^i}, \quad (2.28)$$

де  $g$  — очікувані темпи зростання.

Звичайно, припущення про стабільність темпів зростання дає вельми наближені до реальних оцінки показники. Більш прийнятним, на наш погляд, є підхід, за яким плановий період розбивається на дві фази: період швидкого зростання та період стабільного зростання. Перший період характеризується ненормально швидкими темпами зростання, коли  $g$  перевищує  $k$ . Однак припускається, що в другій фазі темпи зростання стануть стабільними. Тому й розрахунок вартості банку складатиметься з приведеної вартості дивідендів у перший період, а також приведеної вартості дивідендів за другий період, розрахованої за моделлю Гордона:

$$V^{\text{DDM}} = \sum_{i=1}^n \frac{d_i}{(1 + k_{e,hg})^i} + \frac{d_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)^i} \times \frac{1}{(1 + k_{e,hg})^n}, \quad (2.29)$$

де  $n$  — кількість років, коли матимуть місце надзвичайні темпи зростання;  $k_{e,hg}$  — вартість залучення власного капіталу у період надзвичайного зростання;  $k_{e,st}$  — вартість залучення власного капіталу у період стабільного зростання.

У період першої фази потрібно дисконтувати очікувані дивіденди на вартість залучення власного капіталу банку. Тривалість даного періоду визначається розміром банку та конкурентним середовищем. Зокрема, великі банки на практиці демонструють менші можливості підтримувати високі темпи зростання, так само як і важко утримати такі темпи за наявності високої конкуренції. Ми вважаємо, що середня тривалість періоду надзвичайного зростання дорівнює приблизно п'яти рокам.

Для другої фази визначається приблизне значення дивідендів, сплачених після визначеного прогнозного періоду, з використанням середнього значення дивідендів, сплачених протягом першої фази. При цьому прогнозування дивідендів найдоцільніше здійснювати на основі передбачень очікуваного прибутку і так званого коефіцієнта виплат, що розраховується діленням дивідендних виплат на прибуток. Що стосується темпів зростання, то ми є прихильниками

консервативного підходу, що ґрунтується на ідеї про те, що банк не здатен довго зберігати свої конкурентні переваги. Тому середні темпи зростання у другій фазі ми обмежуємо максимум трьома відсотками. Зауважимо, що зростання зовсім не береться до уваги, коли середній темп приросту дивідендів у першій фазі є негативним.

Зрештою, використання моделі дисконтування дивідендів має об'єктивне обмеження. Зрозуміло, що вона доволі складна для оцінки банків, котрі не виплачують дивіденди, що характерно, наприклад, для більшості банків України. Частина з них є не публічними компаніями, а частина реінвестує прибуток для підтримання свого зростання. Якщо йдеться про публічні компанії, то аналітик у таких випадках змушений внести в модель очікувані темпи зростання, зважаючи на те, що при зниженні темпів зростання компанії збільшуватиме дивідендні виплати. Подібний підхід описано у праці А. Дамодарана [28, с. 783—784]. Однак, судячи з вітчизняних банків, проблема реінвестування дивідендів зумовлена не тільки чи не стільки фінансовими міркуваннями, скільки породжена специфікою корпоративного управління. Ураховати цю специфіку зовнішньому аналітикові досить складно. Також з практичного погляду досить складним є розрахунок поточної вартості нескінченного потоку дивідендів з огляду на серйозні припущення, які бере аналітик щодо дисконтного фактора та прогнозу дивідендних виплат.

Говорячи про моделі, які ми об'єднали під назвою методів грошових потоків, потрібно звернути увагу на ту емпіричну очевидність, що дуже часто реальний кінцевий результат не відповідає результату на момент оцінки. Це трапляється в основному через численність припущень щодо основних параметрів моделей. І якщо, незважаючи на це, той самий Дамодаран вважає дані методи як такі, що «забезпечують глибокий і вичерпний аналіз усіх різноманітних способів, які дозволяють фірмі збільшувати вартість» [28, с. 1150], то Дж. Рош пише про них як про «колективний міф, тобто добровільний самообман», який результативний тільки тоді, коли в нього вірять усі зацікавлені сторони [90, с. 100—101].

З іншого боку, важко ігнорувати той факт, що коливання фондового ринку в короткостроковій перспективі здатні спотворити висновки щодо результативності менеджменту. У наш час, коли винагорода праці топ-менеджерів часто прив'язана до результативності компанії, виникла потреба в моделях оцінки вартості, які б не залежали від ринкових флуктуацій та були б більш простими у використанні. Це обумовило появу таких інструментів, як EVA<sup>™</sup>, CFROI, котрі ґрунтуються на моделі залишкового прибутку.

Розрахунок вартості банку за моделлю залишкового прибутку базується на двох показниках:

- 1) розмірі акціонерного капіталу;
- 2) очікуваних залишкових прибутках.

У цьому зв'язку має місце кілька проблем.

Перша проблема полягає у визначенні акціонерного капіталу банку. Для цього можна використовувати кілька підходів. Дамодаран пропонує замінювати значення акціонерного капіталу банку балансовою вартістю власного капіталу, мотивуючи такий підхід тим, що у фінансових інститутах балансове значення капіталу набагато ближче до реального акціонерного капіталу, ніж у фірмах виробничого сектору [28, с. 789—790]. Проте Гросс вбачає необхідність у корегуванні акціонерного капіталу через додавання до нього відстрочених податкових платежів та необлікованого гудвілу [190, с. 126].

Друга проблема стосується визначення залишкового прибутку. Аналогічно до моделей грошових потоків для оцінки банків найбільш прийнятний капітальний, а не операційний підхід, котрий, як свідчить рис. 2.8, виражає модель дисконтування залишкового чистого прибутку. Формула (2.14) демонструє, що значення залишкового прибутку базується на прибутку банку за даними звітності. З іншого боку, раніше ми неодноразово вказували на недосконалість бухгалтерського підходу. Отже, об'єктивність оцінки залежатиме від корегування даних бухгалтерської звітності банку<sup>11</sup>, зокрема корегування чистого прибутку. У науковій літературі проблема корегування чистого прибутку досить широко обговорюється. Наприклад, Штерн Стюарт для розрахунку EVA<sup>TM</sup> пропонує здійснити приблизно 150 корегувань звітності, що дозволить позбутись дефектів стандартної фінансової звітності [259, с. 112—115]. Тому ми подамо формулу залишкового прибутку (2.14) в іншому вигляді, а саме:

$$RI = NOPAT_{adj} - k_e \times \text{Equity}, \quad (2.30)$$

де  $NOPAT_{adj}$  — скорегований чистий прибуток після сплати податків;  $\text{Equity}$  — акціонерний капітал.

Чистий прибуток банку корегується додаванням до нього резервів на випадок можливих втрат, відстроченого податку на прибуток, амортизації гудвілу. Також скорегований  $NOPAT$  має виражати операційні доходи та витрати і не повинен враховувати

---

<sup>11</sup> При цьому ми розуміємо відносність поняття об'єктивності оцінки, яка за своєю суттю не може бути позбавленою суб'єктивності.

надзвичайні прибутки і збитки. Звичайно, така інформація не завжди є доступною для зовнішнього аналітика.

Ще одна проблема моделей залишкового прибутку стосується визначення термінальної вартості. Специфіка даних моделей полягає в тому, що в них, на відміну від моделей грошових потоків, термінальна вартість не виражає вартості банку після визначеного прогнозного періоду. Утім вона демонструє нарощену вартість інвестованого банком капіталу наприкінці визначеного прогнозного періоду. Розрахунок термінальної вартості залишкового прибутку подано такою формулою:

$$TV_T = \frac{RI_{T+1}}{k_e} + \frac{NOPAIT_{T+1}(g/ROIC)(ROIC - k_e)}{k_e(k_e - g)}. \quad (2.31)$$

Незважаючи на зазначені відмінності, як і в моделях грошових потоків, термінальна вартість у моделях залишкового прибутку залежить від конкурентних переваг банку і структури банківської системи. Якщо припустити, що банк після визначеного прогнозного періоду зароблятиме середню величину витрат на залучення капіталу, то друга частина формули (3.31) дорівнюватиме нулю. Крім того, варто припустити, що банк не має змоги підтримувати теперішні конкурентні переваги тривалий час, а тому вартість, створена після визначеного прогнозного періоду, як і залишковий прибуток, зменшуватиметься. Тому доцільним здається долучити швидкість цього зменшення до розрахунку термінальної вартості:

$$TV_T = \frac{RI_{T+1}}{k_e - d}, \quad (2.32)$$

де  $d$  — норма зменшення залишкового прибутку.

Норма зменшення залишкового прибутку сильно залежить від репутації та бренду банку. На практиці для банків використовуються норма зменшення у розмірі 5—10 % [131, с. 19].

Залишковий прибуток використовується для вимірювання вартості, котру банк у процесі операційної діяльності створює для своїх акціонерів. Отже, залишковий прибуток є показником результативності банку і пов'язаний з ринковою вартістю банківської фірми, про що свідчить:

$$\begin{aligned} \text{Market value added} = & \text{Ринкова вартість} - \\ & - \text{Акціонерний капітал} = \\ & = \text{Present value (PV)} \\ & \text{очікуваних майбутніх RI.} \end{aligned} \quad (2.33)$$

Звідси

$$\text{Ринкова вартість} = \frac{\text{Акціонерний капітал} + \text{PV очікуваних майбутніх RI}}{\quad} \quad (2.34)$$

де Market value added — ринкова додана вартість.

Виражаючи результативність діяльності банку, ринкова додана вартість включає очікування майбутніх залишкових прибутків компанії, або, іншими словами, поточної вартості всіх майбутніх залишкових прибутків, очікуваних ринком. Це дозволяє нам запропонувати виразити фундаментальну вартість банку  $i$  в році  $t$  такою формулою:

$$V_t^{\text{RI}} = EC_{it} + \sum_{f=1}^{f=5} \text{RI}_{i,t+f} \times \left[ \frac{1}{(1+k_e)^f} \right] \frac{\text{RI}_{i,t+1/t+5}}{k_e + d} \times \frac{1}{(1+k_e)^5}, \quad (2.35)$$

де  $EC_{it}$  — економічний капітал банку  $i$  в році  $t$ .

Наша модель оцінки вартості власного капіталу банку на базі моделі залишкового прибутку проілюстрована на рис. 2.12. За структурою ця модель складається з двох фаз. У першій фазі визначається залишковий прибуток банку від операційної діяльності протягом  $t + 1$  та  $t + 5$  років. Відтак знаходиться теперішня вартість одержаного значення способом дисконтування залишкового прибутку, здобутого протягом даного періоду.

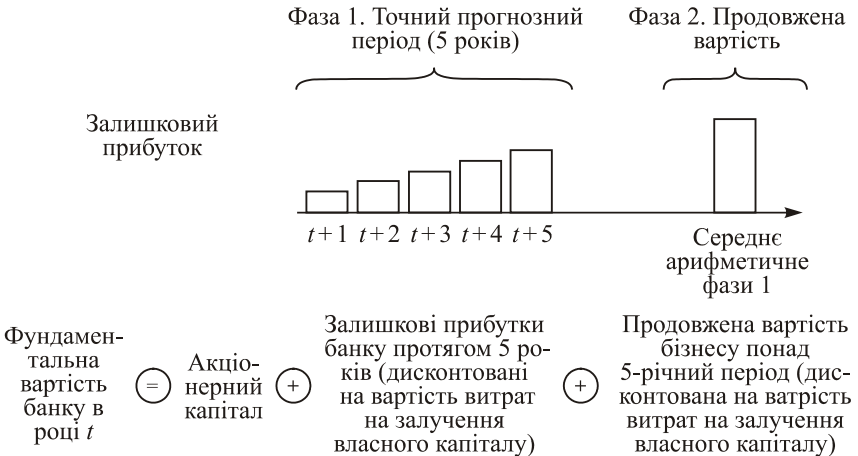


Рис. 2.12. Модель оцінки вартості власного капіталу банку на базі моделі залишкового прибутку

У даній моделі прогностичний горизонт складається з п'ятирічного періоду точного прогнозу, а також періоду продовженої вартості, який триває понад даний п'ятирічний період. Підхід, що базується на періоді в п'ять років, часто зустрічається у літературі, зокрема у Гросса [190, с. 122], Раппопорта [242, с. 44]. Цей підхід добре кореспондує з довжиною стратегічного горизонту та тривалістю економічних циклів.

У багатьох моделях у фазі продовжена вартість розраховується як константа, або ж зростаюча у часі. Це фактично тотожно припущенню, що конкурентні переваги фірми триватимуть вічно. У банківській сфері, де конкурентні переваги швидко руйнуються, такий підхід неприйнятний. Тому ми пропонуємо взяти як продовжену вартість середнє значення залишкових прибутків, визначених у першій фазі. Припускаючи, що конкурентні переваги банку, котрі привели до створення залишкового прибутку з першої фази, поступово нівелюються, ми використовуємо норму зменшення  $d$ .

Отже, розгляд стандартних підходів до оцінки вартості бізнесу показав, що для оцінки банків застосовуються моделі, які виражають порівняльний, витратний та дохідний підходи. При цьому методи, що ґрунтуються на аналізі коефіцієнтів, та меншою мірою методи чистих активів відіграють в оцінці банків підпорядковану роль. Що стосується домінантного дохідного підходу, оцінка банків має свою специфіку. Крім застосування капітального підходу до оцінки існує потреба адаптації для банків стандартних моделей дисконтування грошових надходжень та залишкового прибутку. Зокрема, в оцінці грошових потоків банку доцільно здійснити корегування на вартості резервів на випадок можливих втрат, а також скоротити термін визначеного прогностичного періоду та зменшити темпи зростання при визначенні термінальної вартості банку.

Оцінюючи прийнятність різних моделей для оцінки банку, найбільш доцільними ми вбачаємо моделі дисконтування дивідендів, дисконтування вільного грошового потоку на власний капітал та залишкового прибутку. При цьому найбільш прийнятною для банків ми вважаємо модель залишкового прибутку, хоч дане твердження поки й не має достатніх емпіричних підтверджень.

## Розділ 3

### **СТВОРЕННЯ ВАРТОСТІ БАНКУ В ПРОЦЕСІ УПРАВЛІННЯ РИЗИКОМ**

---

#### **3.1. Ризик-менеджмент та його зв'язок зі створенням вартості банку**

Як ми з'ясували, основною метою управління компанією є максимізація її вартості. Ми також зробили висновок, що банки в цьому плані не відрізняються від інших підприємницьких структур, хоч і є специфічними діловими інститутами. Відповідно, банки повинні розміщати ресурси лише в проекти з позитивною чистою теперішньою вартістю, або з прибутковістю, вищою за граничну ставку дохідності, котра відповідає профілю ризику проекту. При цьому стейкхолдери компанії вимагають, щоб її менеджери приймали рішення, які б урівноважували свої інтереси з інтересами не тільки акціонерів, але й інших зацікавлених осіб, включаючи й регулятивні органи. Оскільки менеджери приймають рішення щодо розміщення коштів на основі критерію позитивної чистої теперішньої вартості, орієнтуючись при цьому на інтереси акціонерів, максимізація вартості фірми виявляється корисною для всіх зацікавлених сторін.

Насправді дана логіка не може автоматично поширюватись на банки, адже в банківському бізнесі різноманітність інтересів зацікавлених сторін набагато більш виражена. Банківський бізнес є одним з найрегульованіших секторів економіки, тож банківські регулятори від імені певних членів суспільства, зокрема власників банківських депозитів, намагаються уникнути системного ризику в банківському секторі і захистити кошти клієнтів банків. У багатьох випадках максимізація вартості компанії передбачає нарощування менеджментом грошових потоків у контексті стратегії зростання бізнесу, що практично тотожно взяттю додаткових ризиків. Зрозуміло, що певні групи, котрі

особливо чутливі до будь-якого підвищення ймовірності банкрутства, будуть стурбовані таким узяттям додаткових ризиків. Зокрема, з погляду власників банку вартість їхніх інвестицій у капітал банку може бути знищена навіть за настання симптомів негараздів, бо в разі банкрутства вони не можуть розраховувати на відшкодування коштів. Власники боргу банку, які найбільш чутливі до кредитного ризику, не мають змоги диверсифікувати ризик банкрутства банку, а тому критично зацікавлені у збереженні їхніх коштів. Серед кредиторів банку це особливо стосується власників депозитів, котрі взагалі не хочуть, щоб банк наражався на ризик дефолту. Тож це є додатковим аргументом на користь висунутої нами тези щодо підвищеної чутливості до ризиків як специфічної особливості банківського бізнесу. Зацікавлені сторони банку набагато більше стурбовані ризиком банкрутства, ніж стейкхолдери нефінансових компаній, що також відбивається на діяльності органів банківського регулювання.

З іншого боку, якщо повернутись до формули вартості фірми у контексті моделі дисконтування грошових потоків [див. (2.11)], можна зробити висновок, що крім максимізації грошових потоків (чисельник формули) створення вартості можливе завдяки управлінню ризиками, поданими у знаменнику даної формули. І це справедливо не лише з позиції теорії. На практиці банки розглядають управління ризиком як критичний чинник, який використовується з метою створення вартості. Іншими словами, реальна практика банківського бізнесу схиляється до позитивного зв'язку між ризик-менеджментом та вартістю банку, що ми називаємо *позитивною теорією управління ризиком*. Ця теза обґрунтована, зокрема, Л. Примосткою, яка зазначає: «Оскільки між прибутковістю та ризиком існує пряма залежність, то ринкова оцінка вартості банку підвищується за двох обставин: підвищення прибутків за постійного рівня ризику або зниження ризику за умови стабілізації прибутковості» [82, с. 16]. Більш загально аналогічна думка висловлена К. Фрутом та Дж. Штейн: «...банки, котрі максимізують вартість, повинні мати обґрунтовану зацікавленість у ризик-менеджменті» [183, с. 55].

Проблема полягає в теоретичному обґрунтуванні позитивної теорії управління ризиком. Досі найпоширенішим є обґрунтування ризик-менеджменту, яке полягає в запобіганні банкрутству банку, що відображається в регулярних обмеженнях для банківського бізнесу. Річ у тім, що традиційний вартісний підхід ґрунтується на неокласичній теорії фінансів, а отже, на її найбільш обмежених припущеннях, таких як досконалість ринків, інфор-

маційна прозорість, відсутність трансакційних витрат, регулятивних обмежень, податків тощо. Це призводить до того, що деякі фундаментальні зв'язки і дії у сфері створення вартості в банках виявляються проігнорованими. Для розв'язання даної проблеми насамперед розглянемо поняття «ризик» та «ризик-менеджмент», а відтак повернемося до проблеми управління ризиком у контексті створення банком вартості.

Ризик ми визначаємо як непевність або як відхилення від очікуваного результату. Загалом непевність можна диференціювати в такий спосіб:

1. *Загальна непевність*: повне незнання про який-небудь потенційний результат робить неможливим як прийняття раціонального рішення, так і будь-яке вимірювання цього результату.

2. *Специфічна непевність*: імовірність настання потенційних результатів можна визначити об'єктивними або, в крайньому разі, суб'єктивними методами, що, таким чином, дає змогу здійснити їх вимірювання.

Термін «ризик» звичайно використовується як синонім «специфічної непевності», тому що статистичні методи дозволяють кількісно виразити цю специфічну непевність за допомогою використання дисперсійного аналізу. Змінюваність очікуваної або середньої вартості активу звичайно вимірюється за допомогою розрахунку невідповідності чи стандартного відхилення, яке у фінансовій теорії часто називають *волатильністю*. У контексті бізнесу ризик звичайно виражає тільки негативні відхилення від очікуваної вартості і тому асоціюється з потенційними втратами, тоді як позитивні відхилення розглядаються з метою з'ясувати потенційні можливості.

Щодо видів економічних ризиків виділяють специфічні ризики фірми і протилежні їм ринкові ризики, а також постійний ризик та протилежний йому ризик певної події.

*Специфічні ризики* є особливими для конкретної фірми або галузі, в якій ця фірма здійснює свою діяльність. Як приклад можна навести ймовірність того, що запровадження нової системи оцінки кредитоспроможності або реклами нового банківського продукту буде невдалим. Для інвесторів даний вид ризику не є серйозною перепоною, позаяк він може бути мінімізований диверсифікацією їхнього портфеля. Так, диверсифіковані акціонери не платитимуть премію за акції з нижчим специфічним ризиком, тому що такий ризик буде компенсуватись специфічним ризиком інших акцій портфеля. Тож узяття компанією специфічного ризику не винагороджується інвесторами.

*Систематичні, або ринкові, ризики* — це ризики, які не можна диверсифікувати, і не можна точно виразити невідповідність відхилення зі змінами в діяльності компанії, бо вони викликані загальноекономічними чинниками, наприклад коливанням процентних ставок, тож не зникають навіть у диверсифікованих портфелях<sup>1</sup>. Інвестори стурбовані цими системними ризиками і тому вимагають премії за їх узяття.

*Постійний ризик* (continuous risk) викликаний чинником, який може змінюватись безперервно (наприклад, процентні ставки чи обмінні курси валют). Проте *ризик певної події* (event risk) виникає через специфічну (дискретну) подію, наприклад, землетрус, пожежу тощо.

У контексті банківського бізнесу ризик можна визначити як результат якої-небудь операції або управлінського рішення, яке містить непевність стосовно кінцевого результату. Оскільки фактично кожна банківська операція пов'язана з певним рівнем непевності, це означає, що кожна транзакція банку сприяє *загальному ризику* банку. Ризики призводять до можливих коливань у потоках прибутку банку або прибутковості, а отже, у вартості банку. Взагалі, ризик певної події має набагато більший вплив на грошові потоки фірми і вартість, ніж постійний ризик.

Поняття ризик-менеджменту також неоднозначне. З одного боку, ризик-менеджмент часто асоціюється з організаційною одиницею, яка в ідеалі підпорядкована безпосередньо спостережній раді. Наявність такої інституції дозволяє компанії реалізувати стратегію управління ризиками в централізованій формі, а також здобувати вигоди від спеціалізації, маючи у штаті відповідних фахівців. Однак на практиці управління конкретними ризиками зустрічається частіше, ніж централізований підхід, що пояснюється високою вартістю запровадження централізованого ризик-менеджменту або законодавчими обмеженнями.

З функціонального погляду ризик-менеджмент може бути визначений як особливий процес, або як сукупність взаємозв'язаних заходів, що здійснюються у певній послідовності:

1. **Визначення, ідентифікація, класифікація ризику** фірми і встановлення факторів ризику.

2. **Розрахунок схильності до ризику**, тобто вимірювання того, якою мірою грошові потоки перебувають під впливом того чи іншого чинника ризику.

3. **Розподіл капіталу між бізнес-одиницями** згідно з типом ризику і розподіл витрат, що відображає вартість капіталу.

---

<sup>1</sup> Як назву таких ризиків використовують поняття «недиверсифіковані ризики».

4. **Рішення щодо схвалення трансакції** чи відмову від неї.

5. **Лімітування взятого ризику**, що дозволяє гарантувати постійний рівень ризику за допомогою його зниження. Здійснення таких активних заходів з управління ризиком найчастіше й асоціюється з ризик-менеджментом. Відхилення між цілями і фактичними результатами піддаються аналізу з метою ідентифікації чинників, які призводять до відповідних помилок.

6. **Контроль над ризиком**, який виражається в документуванні і контролі заходів з управління ризиком з метою гарантування досягнення встановлених цілей.

7. **Вартісна оцінка**, яка пов'язує діяльність ризик-менеджменту зі стратегічними корпоративними цілями. Менеджмент компанії розробляє стратегічні цілі для різних сфер ризику, які спрямовані на забезпечення загальної мети — максимізації вартості фірми. При цьому дані цілі не передбачають ні уникнення ризику, ні навіть мінімізації взятого фірмою ризику. Ідеться, швидше, про пошук оптимального балансу між прийнятими ризиками та прогнозованими доходами через зосередження на конкурентних перевагах компанії. Це докорінно змінює роль ризик-менеджменту: від простого хеджування до більш складної діяльності, спрямованої на максимізацію вартості.

Отже, ризик-менеджмент у сучасних умовах є стратегічним процесом, який включає як оцінку, так і зниження ризику, і спрямований на максимізацію вартості компанії одночасно з мінімізацією ризику її банкрутства. Інвестиційні, фінансові і дивідендні рішення пов'язані з вартістю, оскільки вони можуть впливати на поточні грошові потоки, очікувані доходи і ризик. Тож зниження ризиків за допомогою запровадження більш ефективної системи ризик-менеджменту є резервом збільшення вартості банку навіть за поточного рівня грошових потоків. Отже, ризик-менеджмент потрібно розглядати як елемент системи вартісно-орієнтованого банківського менеджменту.

Усе викладене безпосередньо стосується банків, позаяк впливає із самої природи банківського бізнесу. Розміщуючи кошти у кредитування ризикових проєктів, банки можуть використовувати ефект диверсифікації ризиків, що дозволяє їм поглинати дані ризики зсередини. Однак банки можуть також переміщувати ризики і таким способом поширювати їх через різних учасників фінансового ринку. Саме тут — ключова особливість банків щодо створення вартості, яка полягає у здатності ефективно розподіляти ризик через продаж ризиків у формі різних фінансових контрактів. Крім цього, банки створюють фінансові продукти з

відносно стабільними потоками доходів і, значить, постійним профілем ризику, які можуть знизити витрати інших ринкових агентів.

Виходячи з того факту, що банки створюють і обслуговують фінансові активи, вони здійснюють трансформацію, управління і страхування ризиків. І хоч, на нашу думку, твердження, що ризик-менеджмент є основною функцією банківського менеджменту [119], здається сильно перебільшеним, концентрація банків та інших фінансових компаній на торгівлі активами і трансформації ризику, безсумнівно, демонструє важливість ризик-менеджменту. Звідси робимо висновок, що управління ризиком виконує провідну роль у фінансовому посередництві, є ключовою сферою банківського бізнесу й має розглядається як одна з найважливіших цілей банківського менеджменту. Разом з тим ризик-менеджмент у банках є одним із джерел створення вартості.

На практиці ризик-менеджмент традиційно розглядається на-самперед як засіб зменшення волатильності грошових потоків та доходів фірми. Зокрема, у банківському бізнесі ризик-менеджмент спрямований на:

1) захист від втрат, які мають монетарну природу, наприклад, змін в обмінних курсах, а також на захист грошових потоків банку проти фінансової нестабільності, вираженої через коливання процентних ставок і валютних курсів, кредитного ризику [249];

2) зменшення в короткостроковій перспективі волатильності операційних доходів та прибутку;

3) зменшення волатильності грошових потоків. Здійснюючи ризик-менеджмент, компанія повинна добиватись доступності ліквідних коштів, необхідних для здійснення інвестицій, котрі забезпечують зростання вартості, про що йдеться, зокрема у праці Фрут та інших. Ідея цих дослідників базується на М&М-теорії, за якою внутрішні джерела грошових коштів є найдешевшими джерелами ресурсів. Тому ризик-менеджмент має усунути волатильність грошових потоків, щоб компанія не втратила вигідних економічних можливостей [202];

4) зменшення волатильності ринкової вартості фірми, а отже, волатильності її акцій. Метою ризик-менеджменту в цій царині є ізоляція ціни акцій від негативних економічних та фінансових чинників;

5) зростання доходності, яке здебільшого пов'язується з використанням інструментів ризик-менеджменту для спекулятивних операцій;

6) стабілізацію прибутковості капіталу;

7) мінімізацію вартості залучення ресурсів.

У процесі досягнення даних цілей менеджмент банку може керуватись багатьма стратегіями, які перебувають між двома крайніми: цілковитим усуненням ризиків та повним їх ігноруванням. До таких стратегій можна віднести:

- ✓ усунення всіх ризиків, або *повне хеджування* (complete hedging);
- ✓ вибіркоче усунення ризиків, або *селективне хеджування* (selective hedging).
- ✓ взяття ризику для одержання прибутку, або *вибіркова спекуляція*;
- ✓ активний пошук прибутку, або *неприхована спекуляція*;
- ✓ ігнорування ризиків, яке виражається в позиції не управління ризиками взагалі.

На наш погляд, метою банківського ризик-менеджменту не можна вважати цілковитий захист від ризику, повну ізоляцію банку від ризику, оскільки це виключає всі можливості створювати вартість. У контексті ризик-менеджменту потрібно казати про реалізацію заходів із захисту від ризику на основі аналізу граничних доходів і витрат на такий захист. Лише такий підхід, на наше переконання, пов'язаний зі створенням вартості. При цьому, навіть здійснюючи подібні заходи, банк і надалі перебуватиме під впливом волатильності своїх доходів, прибутковості капіталу і, отже, акцій. Це відбувається, тому що значна частина ризиків банку просто є поза зоною впливу його менеджменту. Наприклад, у разі погіршення економічної кон'юнктури біржові індекси можуть знизитись, що викличе зниження ціни акцій банку, попри всі зусилля ризик-менеджменту. Тому ризик-менеджмент, як і вартісно-орієнтоване управління взагалі, не може призначатись для страхування зацікавлених сторін банку від ризику, бо він априорі притаманний підприємницькій діяльності, особливо банківському бізнесу.

Конкретні напрями здійснення ризик-менеджменту в банках, як видно з рис. 3.1, передбачають три підходи, котрі містять у собі набір різних інструментів. Тому, по-перше, банку необхідно визначити підхід, який він застосовуватиме в управлінні ризиками і, по-друге, вибрати інструменти, за допомогою яких буде здійснюватись фактичне управління ризиками. Розглянемо ці підходи та інструменти.

Ігнорування або уникнення ризику відбувається, коли банк вирішує виключити певні ризики, що не співвідносяться з бажаними фінансовими характеристиками. Від небажаних чинників ризику можна позбавитись за допомогою їх продажу на грошово-

му ринку або хеджування через використання похідних інструментів, наприклад ф'ючерсів, форвардів або свопів. Крім того, банк може застосувати диверсифікацію портфеля або використати страхування у формі опціону або актуарного страхування, як наприклад, у разі ризиків, викликаних настанням певної події. Крім цього, банк може уникати ризику за допомогою регламентації відповідних процедур, наприклад, методики оцінки кредитоспроможності, моніторингу, процедури дюдиліженс тощо.



Рис. 3.1. Загальні підходи до здійснення ризик-менеджменту в банках

Переміщення ризику є зворотним підходом щодо рішення банку просто уникати якогось ризику. Переміщення ризику виключає або істотно скорочує ризик за рахунок купівлі-продажу фінансових вимог, що передбачає як операції на ринку спот, так і хеджування через похідні інструменти, страхування, як уже зазначалось. Якщо фінансові ризики того чи іншого активу добре зрозумілі ринку, вони легко можуть продаватися на відкритому ринку за справедливою ринковою ціною. Якщо банк не має ні-

якої конкурентної переваги в управлінні певним видом ризику, то в нього немає жодної причини здійснювати управління ним, оскільки ці ризики не здатні додавати вартість. Отже, в такому разі банк повинен перемістити ці ризики.

Здебільшого ризики мають піддаватись управлінню з боку банківського менеджменту. Визначити такі ризики можна за критерієм того, що вони мають одну або більше таких характеристик:

- вони не можуть бути об'єктом торгівлі;
- існують труднощі у хеджування таких ризиків;
- вони мають настільки складну природу, яку неможливо або надто дорого виявити іншим ринковим агентам;
- вони є предметом морального ризику;
- вони є частиною основного бізнесу.

За наявності зазначених характеристик відбувається управління ризиком з використанням одного з трьох інструментів: диверсифікації, внутрішнього страхування, управління капіталом.

Однією з причин існування фінансового посередництва є наявність у фінансових інститутів, зокрема банків, конкурентних переваг, які стосуються того, що вони можуть забезпечити диверсифікацію ризиків у більш дешевий та ефективний спосіб, ніж якби індивідуальні інвестори робили це самотужки. Також банки допомагають диверсифікувати ризики й у тих сферах, де акціонери не можуть їх хеджувати самостійно, наприклад, за недостатньої ліквідності ринків. Утім відомо, що банки приділяють значну увагу диверсифікації своїх портфелів, особливо в процесі управління кредитним портфелем. Диверсифікація дає змогу скоротити частоту як найгірших, так і найкращих результатів, що загалом скорочує ризик банкрутства банку.

Незаперечним фактом є також те, що, перебуваючи у бізнесі фінансового ринку, банки спеціалізуються на управлінні ризиками, тому з економічного погляду їм вигідніше самим контролювати рівень ризиків, ніж звертатись до зовнішнього страхування.

Для тих ризиків, які банк не може диверсифікувати, або здійснити внутрішнє страхування, банк має утримувати адекватну кількість капіталу, який би гарантував низький рівень імовірності дефолту. Рішення поглинути ризики зсередини має ґрунтуватись на конкурентних перевагах, які забезпечують вищу дохідність, ніж пов'язані з цим витрати. При цьому повне хеджування всіх ризиків практично не розглядається як варіант стратегії, бо, як зазначають К. Калп та М. Міллер, «більшість фірм, що максимізують вартість, не здійснюють хеджування» [158, 122].

Отже, ризик-менеджмент є багатограним процесом, який не можна ототожнювати виключно з хеджуванням. Ключовим завданням банківського менеджменту є забезпечення конкурентних переваг на ринку, що дає можливість створювати вартість, а також вибирати інструменти управління з оптимальним співвідношенням між витратами та доходами.

Однак позитивний зв'язок між ризик-менеджментом та вартістю банку далеко не очевидний з огляду на сучасну теорію фінансів. Згідно з аргументами Міллера та Модільяні інвестори не винагороджують фірми за зміни в їх фінансовому важелі, дивідендну політику, управління ризиками. З іншого боку, існують теоретичні і практичні аргументи на користь позитивної теорії ризик-менеджменту. Їх ми й розглянемо далі.

### 3.2. Позитивна теорія ризик-менеджменту

Відповідно до неокласичної теорії кінцевою метою будь-якої господарської діяльності є максимізація добробуту (вигоди) індивіда, що визначається потоком прибутку, доступного для споживання. Вигода інвестора характеризується трьома аспектами:

- ✓ абсолютною вартістю;
- ✓ періодом настання (часовою структурою);
- ✓ невизначеністю, тобто ризиком.

Описуючи ці аспекти, неокласична теорія оперує низкою спрощених умов, які передбачають таке:

- 1) економічні агенти діють лише виходячи з інтересів максимізації своєї вигоди;
- 2) усі наявні ресурси перебувають у приватній власності;
- 3) економічні агенти мають стабільні переваги;
- 4) немає трансакційних витрат;
- 5) немає податків.

За таких ідеальних умов ринки капіталу характеризуються як досконалі і повні.

**Досконалий ринок** (perfect market) можна визначити як конкурентний ринок без тертя. При цьому під **конкурентним ринком** (competitive market) розуміють сукупність відносно багатьох інвесторів з приблизно однаковими капіталами, які мають можливість здійснити необхідну їм кількість трансакцій за ринковою ціною. **Ринок без тертя** (frictionless market) характеризується браком трансакційних витрат і податків, обмежень на торгівлю

без покриття (тобто на т.з. коротку позицію — short-selling), а ціни на ринку є однаковими як для покупців, так і для продавців.

**Повний ринок** (complete market) — поняття, запроваджене в моделі Ерроу—Дебре, визначається наявністю таких умов:

а) усі грошові потоки є ринковими, тобто якими можна торгувати на ринку незалежно від їх суми, строковості, профілю ризику;

б) існує безризиковий актив, процентна ставка за яким є однаковою для усіх учасників ринку незалежно від того, чи це позичальник, чи продавець;

в) на ринку є повна інформація, яка призводить до однорідних очікувань і відсутності можливостей для арбітражу.

Варіантом неокласичної теорії фінансів є теорія Міллера та Модільяні, яка моделює світ з досконалими, повними та ефективними ринками<sup>2</sup> та запроваджує додаткові теоретичні припущення:

- ✓ фірми мають незмінну інвестиційну програму;
- ✓ фірми мають вільний доступ до ринків капіталу;
- ✓ на ринках немає ризику дефолту;
- ✓ податки є нейтральними.

Однорідні очікування, досконалі, повні й ефективні фінансові ринки в рамках світу неокласичної теорії дозволяють ігнорувати всі нефінансові очікування учасників ринку, позаяк вони не впливатимуть на ціноутворення і не можуть бути продані на ринках капіталу. Навіть якщо індивідуальні інвестори спробують максимізувати свою вигоду в довгостроковій перспективі, вони все одно характеризуються як такі, що несхильні до ризику. Характеристика активів у неокласичній теорії може бути обмежена до ризику і дохідності, тому що дохідність активу характеризується нормальним законом розподілу.

Незважаючи на те що припущення неокласичної теорії доволі сумнівні, її спрощення привели до певних корисних практичних результатів, наприклад, створення відомої моделі капітальних активів (САРМ — Capital Asset Pricing Model). Згідно з цією моделлю несхильні до ризику індивідуальні інвестори віддають перевагу безпечним рішенням над ринковим ризиком. У крайньому разі, коли йдеться про значні фінансові кошти, вони віддають перевагу визначеному потоку прибутку над сумнівним потоком з однаковою очікуваною вартістю. Так, ці несхильні до ризику

---

<sup>2</sup> Це справедливо навіть з огляду на те, що поняття ефективного ринку, або ринку, на якому ціни активів відображають усю інформацію про ці активи, Ю. Фама запровадив 1970 року, тобто вже після появи М-М-теорії.

агенти намагаються знайти компроміс між ризиком і дохідністю у сфері дії систематичних ризиків:

а) вимагаючи додаткової премії за взяття додаткових систематичних ризиків;

б) застосовуючи стратегію диверсифікації портфеля з метою захисту від систематичних ризиків.

Управляючи систематичним ризиком, неохильні до ризику індивідуальні інвестори водночас знижують очікувану дохідність, причому використання стратегії диверсифікації коштів на цьому рівні є достатнім для досягнення оптимального співвідношення між ризиком та дохідністю.

Якщо застосування ризик-менеджменту на рівні індивідуальних інвесторів та малого бізнесу достатньо теоретично обґрунтовано, то подібна аргументація щодо корпорацій з широким колом учасників не спрацює. Відповідно, постає питання про причини зацікавленості компаній управляти своїми ризиками, адже організаційно-правова форма сучасної корпорації була створена саме для того, щоб дати можливість підприємцям розпорозувати ризики серед великої кількості акціонерів, кожен з яких бере лише незначну частку ризику. Якщо інвестори, як ми з'ясували, можуть управляти ризиками самостійно, то причин для здійснення ризик-менеджменту на корпоративному рівні просто немає. Несхильність інвестора до ризику, як одне із припущень неокласичної теорії, є недостатньою причиною для існування корпоративного ризик-менеджменту. За неокласичною теорією компанії не можуть заробляти гроші за допомогою управління ризиками, відповідно, вони повинні поводитись як нейтральний до ризику агент.

На ефективних ринках капіталу управлінські рішення у сфері корпоративних фінансів здатні лише перегрупувати грошові потоки серед інвесторів. Оскільки управлінські рішення у сфері ризик-менеджменту є елементом корпоративних фінансів, ризик-менеджмент не шкодить, але й не може створювати вартість. Згідно з теорією Міллера—Модільяні вартість може бути створена виключно на лівому боці балансу завдяки ефективним інвестиціям, які приводять до нарощування операційних грошових потоків. З яких джерел фірми, у тому числі банки, фінансують ці інвестиції на правому боці балансу — через борг, акціонерний капітал або нерозподілений прибуток — у цій теорії є несуттєвим.

Бачимо, що за умови існування досконалих і повних ринків не було б місця фінансовому посередництву, зокрема банківському бізнесу, адже кожен ринковий агент міг би безпосередньо укла-

дати контракти. Також не існувало б потреб для різноманітних фінансових інструментів, позаяк на всі активи ринок установив би справедливу ціну, а обмін різних інструментів був би безкоштовним. Справедливі ринкові ціни банківських продуктів, або фінансових інструментів (що є одним із припущень неокласичної теорії), були б однаковими як для всіх банків, так і для всіх інвесторів, оскільки на них впливає лише коваріантність доходу з ринковим портфелем, який не залежить від портфеля банку або від портфеля інвестора. Отже, банки не мали б можливості створювати додаткову вартість через здійснення ризик-менеджменту.

Не варто забувати, що, як правило, у великої компанії існують численні власники, котрі мають власні переваги щодо структури термінів і профіля ризику грошових потоків, які генеруються фірмою. Для того щоб приймати управлінські рішення, їм потрібно домовитися про єдину структуру грошових потоків, яка відповідала б інтересам усіх власників, що на практиці, однак, малоймовірно. Один з варіантів розв'язання цього конфлікту полягає у припущенні, що всіма грошовими потоками можна торгувати на досконалих та повних фінансових ринках, про що йшлося раніше. За таких ідеальних умов, коли немає трансакційних витрат, кожен із власників може продати свої вимоги до фірми та придбати грошові потоки, які найкраще відповідають його перевагам щодо термінів і ризику. Отже, у неокласичному світі рішення компанії щодо бюджетування та структури капіталу не матимуть жодного впливу на вартість фірми. Як зазначали в цьому зв'язку Р. Брілі та С. Маєрс, немає значення, що пиріг порізаний на тонкі скибочки серед різних утримувачів вимог фірми, тому що розмір самого пирога при цьому не змінюється (під пирогом мається на увазі вартість фірми. — *Авт.*) [146, с. 401].

Виходячи з припущень неокласичної теорії ризик-менеджмент охоплює виключно фінансові операції, які не впливають на вартість операційних активів компанії. Тому заходи з фінансового хеджування не мають ніякого впливу на вартість фірми, позаяк вони нейтральні стосовно до граничних доходів та витрат фірми. Якщо допускається, що використання похідних інструментів може допомогти індивідуальним інвесторам досягти компромісу між ризиком та доходністю, щодо фірм використання деривативів для створення вартості вважається недоречним. Для прикладу: коли компанія використовує опціонний контракт, це ніяк не вплине на її вартість, оскільки індивідуальні інвестори, котрі є акціонерами компанії, можуть самі купувати і продавати такі самі контракти на аналогічних умовах. До того ж потреба управля-

ти ризиком на корпоративному рівні усувається через те, що інвестори самі мають доступ до фінансових ринках і мають можливості для арбітражу.

Отже, не виходячи за рамки неокласичної теорії фінансів, ми можемо зробити висновок, що банки не можуть створювати вартість за допомогою управління ризиками на корпоративному рівні. На досконалих ринках корпоративний ризик-менеджмент марний, непотрібний, а іноді може навіть знищити вартість.

Тож неокласична теорія фінансів не надає теоретичного обґрунтування використання ризик-менеджменту з метою створення вартості фірми. Однак, як тільки в аналізі ми ослабляємо жорсткі неокласичні припущення, з'являються свідчення, що ризик-менеджмент потенційно має можливість позитивно впливати на створення вартості. Це видається особливо справедливим з огляду на те, що багато припущень неокласичної теорії фінансів суперечать тому, що ми маємо змогу спостерігати в економічній дійсності. Зупинімося на цих суперечностях.

За припущеннями неокласичної теорії існування банків та інших фінансових посередників стає зайвим, адже всі ринкові агенти можуть укласти контракти безпосередньо один з одним на досконалих фінансових ринках. Навіть якщо за даних умов банки й мають можливість існувати, вони не здатні створювати вартість завдяки реалізації своїх продуктів, бо ціни на ефективних ринках визначені справедливо і є однаковими для всіх учасників незалежно від структури їхніх портфелів.

Однак на практиці банківський бізнес та фінансове посередництво існує та пропонує різноманітні продукти, за які клієнти навіть сплачують премії. Насправді неінформовані інвестори можуть дістати доступ до ринків тільки за допомогою послуг посередника, що дозволяє створювати вартість через скорочення накладних витрат цих інвесторів.

Також спостерігаємо, що банки активно застосовують ризик-менеджмент і розглядають управління ризиком як одну зі своїх основних компетенцій. Як установили Д. Шимко та Б. Гамфрейз, ризик-менеджмент доволі важливий у довгостроковій перспективі, позаяк уникнення компанією збитків позитивно впливає на динаміку курсу її акцій. Вони дійшли висновку, що ефективний ризик-менеджмент підвищує вартість фірми [253, с. 33]. У зв'язку з тим, що на практиці банки здійснюють оцінку ризикованості своїх активів — або за власним вибором, або через вимоги регуляторів, наявна структура портфеля безпосередньо впли-

ває на їхню політику та поточні управлінські рішення. У реальності в банківській діяльності відіграє серйозну роль не тільки систематичний ризик, але й загальний, який включає і специфічний ризик, навіть якщо банк здійснює диверсифікацію свого портфеля.

Неокласична теорія надто ідеально описує реальність, тому лише врахування чинників недосконалості ринку може допомогти нам відповісти на питання щодо позитивного впливу ризик-менеджменту на вартість банку.

Для розв'язання суперечності між неокласичною теорією та банківською практикою ми звернемося до неоінституційної теорії фінансів. Ця теорія, в якій фактор ринкової недосконалості є наріжним каменем, пом'якшує жорсткі припущення неокласичного світу. Також, на відміну від неокласичної теорії, неоінституціоналізм ураховує інтереси не тільки акціонерів, але й різноманітних зацікавлених сторін фірми, а також такі чинники, як трансакційні витрати, обмеженість зовнішніх джерел фінансування, податки, витрати дефолту, конфлікти інтересів, заснованих на тому, що кожен зі стейкхолдерів націлений на максимізацію власної вигоди. Разом з тим неоінституційна теорія фінансів повністю не відкидає і постулати неокласичної парадигми.

Як наукова доктрина неоінституційна теорія доволі неоднорідна, в її межах існують різні теоретичні підходи, котрі акцентують увагу на взаєминах між різними складовими фірми. Узагальнено ці підходи можна поділити на такі, що базуються на стимулах, і такі, що ґрунтуються на трансакційних витратах (рис. 3.2).

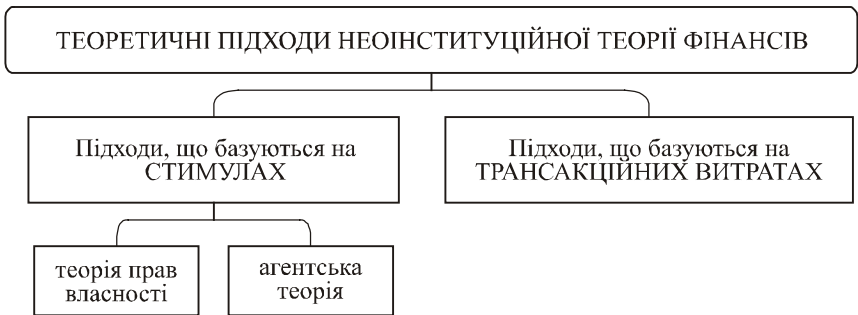


Рис. 3.2. Найвні теоретичні підходи неінституційної теорії фінансів

Основною ідею *підходів, що базуються на стимулах* (incentive-based approaches), є відокремлення у сучасній фірмі права власності від безпосереднього управління бізнесом. Можна виділити два різновиди таких підходів:

**Теорія прав власності** (property rights theory) визначає, що розподіл ресурсів може бути ефективним і оптимальним, лише коли всі права власності точно визначені й можуть бути в обігу на відповідних ринках. Хоч даний підхід перебуває в рамках вартісно-орієнтованого розуміння бізнесу, бо намагається пояснити вплив законодавчих і інституційних норм на поведінку різних елементів фірми, він не дає змоги відповісти на наше питання щодо того, як ризик-менеджмент може створювати вартість. На практиці багатоваріантність розвитку подій робить або малоімовірним, або ж надто дорогим укладання такого контракту між принципалом та агентом, за яким агент відповідає за всі наслідки своїх рішень. У результаті того, що повні контракти між агентом та принципалом не можуть бути укладені та проконтрольовані без витрат, виникають агентські проблеми [111, с. 25].

**Агентська теорія** (agency theory) свідчить, що делегування прав від принципалів до агентів робить необхідним вирівнювання різнорідних інтересів. Ця різнорідність викликана асиметричністю інформації, тим фактом, що одержання інформації небезкоштовне, а також невизначеністю. У результаті так звані *агентські витрати* (agency costs) можуть бути мінімізовані за допомогою певних договорів. Ці витрати, з одного боку, поділяються на *агентські витрати акціонерного капіталу* (agency costs of equity), які можна пом'якшити за допомогою фінансового важеля, який змушує агентів (у даному разі менеджмент) генерувати достатні грошові потоки, щоб фірма була здатна відповідати за своїми борговими зобов'язаннями. Це особливо важливо, коли жоден впливовий акціонер не контролює безпосередньо дії менеджменту або не виконує активну роль в управлінні фірмою. З другого боку, існують *агентські витрати боргу* (agency costs of debt), які зростають разом зі зростанням фінансового важеля. Вищий левередж збільшує ймовірність дефолту і підвищує (хоч і непрямо) вартість дефолту, знижуючи фундаментальну вартість фірми. Крім цього, вищі процентні ставки, яких вимагатимуть утримувачі боргу для відшкодування своїх додаткових витрат, зокрема на управління ризиком, які залежать від рівня ризиків фірми та її фінансового важеля, також матимуть вплив на вартість фірми.

Мінімізацію обох видів агентських витрат менеджери забезпечують, вибираючи оптимальний рівень левереджу [201, с. 344], а також використовуючи інструменти ринку корпоративного контролю.

**Підхід, що ґрунтується на трансакційних витратах** (transaction-cost-based approach), визначає, що трансакційні витрати є результатом асиметричності інформації, яка призводить до морального ризику і несприятливого вибору, а також обмеженої раціональності ринкових агентів. Дані проблеми на практиці розв'язуються через формування наглядових органів. Це пов'язано зі значними витратами, тому часто зазначені інформаційні та спонукальні проблеми просто ігнорують. Аналіз цих витрат може визначити (базуючись на різниці у трансакційних витратах), в яких випадках потрібно змінити взаємини між елементами фірми. Залежно від специфіки і частоти відповідна трансакція може бути більш ефективною відносно витрат, чи здійснювати її на відкритому ринку або в межах фірми.

Якщо ринки капіталу не відповідають вимогам досконалого ринку, що нам демонструють перелічені аспекти неоінституційної теорії, гіпотезу марності ризик-менеджменту можна відкинути. Так, вартість фірми можна підвищити, коли взятий нею ризик принесе більшу винагороду, ніж та, що може бути одержана за допомогою продажу ризику на ринку капіталу (тобто, якщо порівняти з тією сумою, яку ще хтось був готовий заплатити за взяття такого самого ризику).

Відповідно, можна зробити висновок, що в неоінституційній теорії захист фірми проти коливання її ринкової вартості не вважається метою ризик-менеджменту. Згідно з неоінституційною доктриною в разі настання цих коливань акціонери можуть пристосуватись до різних чинників ризику згідно зі своїми перевагами. Мета ризик-менеджменту, таким чином, полягає у скороченні витрат на здійснення угод, або так званих *витрат змазування* (frictional costs), які пов'язані зі змінами в ринковій вартості, а також у створенні додаткової вартості. Ці витрати, пов'язані із здійсненням ризик-менеджменту, розглядають як трансакційні витрати, котрі безпосередньо пов'язані з діями ризик-менеджменту. «Витрати змазування» викликані наявністю недосконалої ринку, тобто передбачають ослаблення чи відхід від припущень М-М-теорії.

Однак, навіть якщо прийняти чинники, котрі ослабляють неокласичні припущення, основні ідеї неокласичної теорії залишаються все одно дійовими. Це означає, що власники фірми можуть са-

можливо управляти ризиками, що є альтернативою корпоративному ризик-менеджменту, а останній не зможе впливати на знаменник формули (2.1) через зміну систематичного ризику. Щоб збільшити вартість фірми, ризик-менеджмент має наростити грошові потоки фірми за допомогою зменшення «витрат змазування». Однак така ситуація можлива лише за обставин, які абсолютно перевертають гіпотезу М-М, тобто коли рішення у сфері корпоративних фінансів, зокрема щодо ризик-менеджменту, справляють вплив на трансакційні витрати, податки, інвестиції фірми (ці чинники на рис. 3.3 заштриховані). Серед інших спонукальних причин існування ризик-менеджменту — такі ослаблення неокласичних припущень, як несхильність менеджменту до ризику та ефекти присутності недиверсифікованих інвесторів.

Ефективність ризик-менеджменту пов'язана не тільки з економічним ефектом, який він справляє, але й витратами на управління ризиком. Про доцільність ризик-менеджменту можна говорити лише за умови, коли його економічний ефект перевищує відповідні витрати. На рис. 3.3 показано три сфери, де згідно з неінституційною теорією може виявлятися ефективність ризик-менеджменту:

- 1) агентські витрати;
- 2) трансакційні витрати;
- 3) податки та інші вияви ринкової недосконалості.

Проаналізуємо дані аспекти докладніше.

З рис. 3.3. ми бачимо, що ймовірність дефолту посідає центральне місце в нашому дослідженні ролі ризик-менеджменту у створенні вартості. Як тільки фірма, у тому числі банк, починає фінансувати себе через залучення боргу, зростання її фінансового важеля одночасно збільшує ризик дефолту. Як показано на рис. 3.4, розподіл активів фірми за браку ризик-менеджменту (суцільна лінія) ширший, а ділянка, яка розташована нижче від точки дефолту  $DP$  (тобто ймовірність  $p_1$ ), відносно велика. Завдяки застосуванню ризик-менеджменту фірма може звузити розподіл активів (пунктирна лінія). Оскільки очікувана вартість розподілу нижча, ніж у ситуації відсутності ризик-менеджменту, ділянка ліворуч точки дефолту (на рисунку заштрихована)  $p_2$  значно менша, ніж  $p_1$ .

Скорочення ймовірності дефолту від  $p_1$  до  $p_2$  безпосередньо не здатне збільшити вартість фірми, однак може знизити агентські і трансакційні витрати, які є наслідком імовірності дефолту. Тому саме в цих сферах криються можливості для ризик-менеджменту створювати вартість.



кають після укладання контрактів. Оскільки агентські витрати спричиняють зменшення ринкової вартості капіталу та (або) боргу банку, ми поділили їх на агентські витрати акціонерного капіталу і агентські витрати боргу. Ми припускаємо, що зменшення цих витрат за допомогою запровадження ризик-менеджменту потенційно може підвищувати вартість банку.

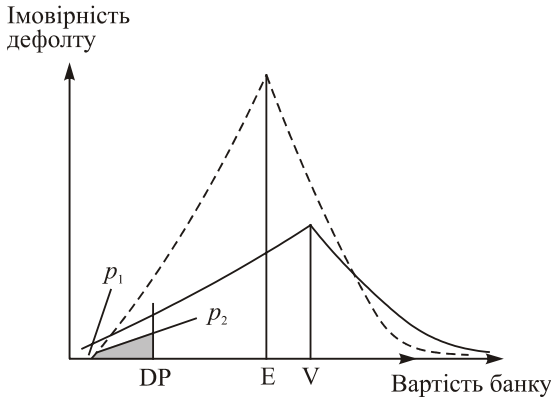


Рис. 3.4. Вартість банку і точка дефолту

*Агентські витрати акціонерного капіталу* поділяються на три групи, які подано на рис. 3.3 ліворуч у вигляді незаштрихованих прямокутників:

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

*Проблема надмірних інвестицій* пов'язана з конфліктом інтересів між акціонерами банку і його менеджерами: менеджери можуть приймати рішення щодо ухвалення проектів з від'ємним NPV, маючи на меті власні інтереси, або намагаючись збільшити розмір організації<sup>3</sup>.

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

<sup>3</sup> В англomовній літературі такий мотив визначають поняттям «empire building».

*Проблема схильності фірми до ризику.* З позиції 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 зі стейкхолдерів заходів з управління ризиком не здатне стати альтернативою корпоративному ризик-менеджменту. Коли банк хеджуватиме свої специфічні ризики, стейкхолдери не зможуть вимагати компенсації за взяття таких ризиків, що вони робили б у протилежному випадку. Оскільки ці компенсації, які є формою агентських витрат, знижують вартість акціонерного капіталу, уникнення їх приводить до зростання вартості банку. Тому несхильність стейкхолдерів до ризику може стимулювати банк здійснювати ризик менеджмент, навіть коли ризику дефолту, спричиненого зростанням частки боргу в структурі ресурсів, немає.

*Проблема схильності до ризику менеджерів* пов'язана з двома причинами. З одного боку, менеджери зацікавлені в корпоративному ризик-менеджменті через власні інтереси, бо вони апріорі відчують антипатію до ризику, а з другого 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 те, 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 [265]. 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 ймовірність дефолту, що спричиняє 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. Отже, зростання вартості банку пов'язане зі зростанням добробуту його топ-менеджерів, а тому є бажаним для них навіть з егоїстичних мотивів.

Крім цього, зростання вартості банку може бути «прив'язане» до компенсаційних пакетів топ-менеджерів у вигляді заробітної

плати, премії за успіх, компенсації у вигляді акцій або опціонів на акції тощо. Топ-менеджери приймають рішення управляти ризиками також для того, щоб скоротити волатильність своєї компенсації, що узгоджується з їх індивідуальною антипатією до ризику. Тому рішення менеджерів у сфері ризик-менеджменту узгоджуються з відповідними інтересами акціонерів.

Залежно від форми компенсації менеджерам (або премії за результатами зростання вартості капіталу, або компенсації у вигляді акцій чи опціонів на акції) існують різні структури мотивації. Як правило, менеджери, котрі є власниками акцій, віддаватимуть більшу перевагу ризик-менеджменту порівняно з менеджерами, які володіють опціонами на акції. Це пояснюється тим, що акції забезпечують лінійні виплати, які є результатом ціни акції, а опціони забезпечують нелінійну виплату. Отже, менеджери, які володіють опціонами, зацікавлені збільшити ризики банку через відмову від управління ризиком, позаяк вищий ризик збільшує волатильність і, відповідно, вартість очікуваної корисності опціонного контракту.

Зацікавленість топ-менеджерів у ризик-менеджменті є також демонстрацією їхніх управлінських якостей. Делегування повноважень щодо прийняття управлінських рішень і контролю від принципала до агента доцільна, поки агент має більше інформації або вищу кваліфікацію, ніж принципал. Проте за рахунок невизначеності і асиметричності інформації принципал не може досконало спостерігати, чи є результат рішень агента наслідком його здібностей і досягнень або наслідком обставин, невідконтрольних агентом. Тож агенти зацікавлені використовувати ризик-менеджмент з метою скорочення асиметричності інформації, що, таким чином, відрізняє їх управлінські навички від сприятливих випадковостей.

Крім акціонерів і топ-менеджерів специфічний ризик 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 в банк, котрий відчуває фінансові проблеми або має значну ймовірність дефолту, чи вони вимагатимуть додаткової компенсації за взяття додаткових ризиків. Наприклад, працівники, котрі не є акціонерами, але інвестували значну кількість свого людського ресурсу у фірму за високої ймовірності дефолту, вимагатимуть вищої компенсації за роботу в такій фірмі, інакше вони скоротять

свою трудову віддачу та лояльність організації. Отже, зростання ймовірності дефолту матиме вплив на вартість укладання контрактів зі стейкхолдерами, що зменшить грошові потоки банку, тому що банки, які відчувають фінансові проблеми, більше платять за надані їм послуги і змушені знижувати ціни для клієнтів. Сюди входить і ефект погіршення відносин із зацікавленими сторонами, які цінують тривале співробітництво з фірмою. Усе це призводить до агентських витрат, які знижують вартість акціонерного капіталу банку. Тому банк може дістати вигоду від запровадження ризик-менеджменту, оскільки останній може використовуватись як інструмент для зниження агентських витрат і поліпшити умови договорів з різними групами зацікавлених сторін.

*Агентські витрати боргу* є витратами, які пов'язані з конфліктом інтересів між акціонерами й утримувачами облігацій. Вони поділяються на дві групи, зображені на рис. 3.3: заміщення активів і недостатні інвестиції. Обидві групи є наслідком імовірності дефолту. Дані агентські витрати зменшують вартість боргу, відповідно, їх зниження за допомогою ризик менеджменту приводить до збільшення вартості банку.

Усі кредитори банку володіють фіксованими вимогами до нього, позаяк вони надають кошти, очікуючи, що проекти, реалізовані банком, матимуть певний рівень ризику, і, відповідно, установлюють винагороду за своїми вимогами, наприклад, у вигляді процентної ставки за облігаціями. Проте акціонери є залишковими претендентами. Вони володіють вимогами до компанії, вартість яких фактично рівноцінна кол-опціону на вартість фірми, оскільки вони мають право вступити у власність фірми за допомогою викупу всього боргу в будь-який момент часу. Як і щодо опціону, вартість капіталу акціонерів підвищується, коли коливання доходності покладених в основу активів зростає. Інакше кажучи, зростання волатильності грошових потоків банку збільшить вартість його акцій. Тому акціонери, а отже, і підконтрольні їм топ-менеджери зацікавлені переходити від інвестиційних проектів з низьким коливанням, що обіцяють боргові зобов'язання, до проектів з високим коливанням. Ця поведінка називається заміщенням активів, або переміщенням ризику всередині компанії. Вона збільшує вартість вимог акціонерів і знижує вартість фіксованих вимог. Заміщення активів викликає переміщення багатства від утримувачів боргу до акціонерів і є не вигідним для компанії в цілому.

Раціональні утримувачі 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 брати участь у розподілі вигід, викликаних зростанням ринкової вартості акцій. Такі обмежувальні умови можуть призвести до неефективної інвестиційної політики, усунути гнучкість у прийнятті інвестиційних рішень і, взагалі, підвищити 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 — утримувач облігацій. Ці конфлікти спричиняють зменшення вартості фірми за рахунок агентських витрат, пов'язаних з ними. Ця проблема особливо показова в питанні недостатніх інвестицій, яке має два аспекти:

По-перше, банк не генерує достатнього рівня внутрішніх грошових потоків, які потім можна використати для реалізації інвестиційних проектів, котрі створюють вартість. Це приводить до менших інвестицій, ніж ті, що, інакше, були б можливі (underinvestment).

По-друге, проблема недостатніх інвестицій через надмірний левередж. Проблема недостатності інвестицій є результатом конфлікту інтересів між акціонерами й утримувачами облігацій. Як зазначає в цьому зв'язку У. Маєрс, акціонери можуть вирішити не реалізовувати проект, в якому непропорційна частка грошових потоків дістається власникам облігацій як пріоритетним претендентам [227].

У разі підвищення 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 дохідності за своїми облігаціями. Завдяки скороченню коефіцієнта *борг/акціонерний капітал* проблема недостатніх інвестицій поступово зникає, позаяк з'являється ймовірність, що акціонери одержать усю належну їм частку грошових потоків, які генеруються проектами з додатною NPV.

За умови існування досконалих і повних ринків капіталу збитки фірми призводять до скорочення грошових потоків, що спричиняє необхідність звертатись до зовнішніх джерел фінансування і не впливає на інвестиційні витрати фірми: Однак, як ми з'ясу-

вали, насправді ринки недосконалі. Недосконалість ринків може спричиняти неефективні інвестиції, оскільки за умови неефективності ринки капіталу не зможуть справедливо оцінювати інвестиційні проекти, що пояснюється агентськими проблемами й асиметричністю інформації. Відповідно, фірма не зможе забезпечити фінансування з зовнішніх джерел для перспективних інвестиційних проектів, або ж забезпечуватиме його за високою ціною. Теза неокласичної теорії, що зовнішні джерела фінансування є менш доступними та взагалі дорожчими для компаній, ніж внутрішні джерела ресурсів, дає нам ще одне пояснення позитивного впливу ризик-менеджменту на вартість банку: ризик-менеджмент може приводити до зростання вартості банківської фірми на недосконалих ринках у разі координації попиту та пропонування ресурсів, що дозволяє банку завжди мати достатні внутрішні джерела фінансування і дає змогу реалізовувати ефективні інвестиційні проекти, які у протилежному разі були б знехтувані.

Однак чому зовнішні джерела фінансування дорожчі за внутрішні? Пояснення слід шукати в недосконалості ринків, які спричиняють три види додаткових витрат, а саме: витрати реакції фондового ринку, витрати через недостатні інвестиції, емісійні витрати.

Найбільш логічний аргумент для пояснення даного питання є той, що за емісії нових акцій ринкам капіталу подається негативний сигнал з боку інвесторів компанії. Часто акціонери компанії намагаються випустити акції, коли вважають, що фірма переоцінена ринком, тобто використовують свої інформаційні переваги перед новими акціонерами. Оскільки інвестори передбачають цю поведінку, спостерігається тенденція до падіння ціни акцій у середньому на 3 % після оголошення про додаткову емісію. Через наявність таких непрямих витрат фірми часто вважають акціонерний капітал надто дорогим, а тому намагаються уникати фінансування через зовнішній ринок цінних паперів. Тут правомірно говорити про реакцію фондового ринку на агентські витрати. Крім цього, агентські витрати виникають, коли має місце емісія додаткових акцій за наявності у фірми непогашеного боргу зі значним рівнем ризику. При цьому відбувається перерозподіл вартості від акціонерів до власників боргу.

Ці «сигнальні витрати» стосуються акціонерного капіталу і практично не зачіпають емісії боргових зобов'язань. Однак існує ще один вид непрямих витрат, пов'язаний з потенційною ймовірністю банкрутства банку, що асоціюється з випуском боргу. Їх

можна назвати витратами недостатніх інвестицій, бо за умови відсутності внутрішніх джерел фінансування банк не зможе реалізувати проекти з позитивною чистою теперішньою вартістю, що призведе до появи вже прямих витрат.

Крім цього, залучення коштів із зовнішніх джерел спричиняється до емісійних витрат. Ці витрати можуть бути доволі суттєвими, становлячи приблизно 5 % вартості випущених цінних паперів.

Загалом ризик-менеджмент фірми справляє позитивний ефект через координацію інвестування і фінансування. За допомогою скорочення змінюваності внутрішніх грошових потоків ризик-менеджмент забезпечує компанію достатніми внутрішніми джерелами ресурсів, що дає можливість реалізовувати привабливі інвестиційні проекти. При цьому фірма уникає витрат недоінвестування, а значить, збільшує грошові потоки і, відповідно, вартість фірми. Даний висновок справедливий не тільки для нефінансових компаній, але й певною мірою для банків. Річ у тім, що банки основну частку своїх ресурсів одержують саме із зовнішніх джерел, тому для них захист від витрат недоінвестування більше пов'язаний з імовірністю дефолту. Для забезпечення своєї фінансової стійкості банкам необхідно формувати достатній власний капітал, розмір якого залежить як від загальної ризикованості банківського портфеля, так і від потенційних інвестиційних можливостей.

Як видно з рис. 3.3, існує принаймні чотири види трансакційних витрат, які могли б розглядатись як обґрунтування 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 раніше, тому зосередимося на трьох інших видах трансакційних витрат.

Насамперед звернімося до витрат фінансових проблем, котрі являють собою витрати, що виникають через труднощі фірми в обслуговуванні боргу. Як уже зазначалось, багато хто вважають акції надто дорогим джерелом фінансування і часто намагаються уникати його. Однак фінансування за рахунок боргу також пов'язане з витратами, адже залучення надто великого боргу об-

межує здатність компанії надалі залучати додаткові ресурси й може спричинити ситуації, коли фірма стикнеться з дефіцитом ресурсів, що загрожуватиме фінансовими проблемами і навіть банкрутством.

У неокласичній теорії, зокрема в М-М-теорії, немає будь-яких витрат, пов'язаних із ситуаціями, коли фірма відчуває фінансові проблеми, тож у неокласичному світлі вони не впливають на вартість фірми. Увівши в аналіз витрати фінансових проблем, ми констатуємо, що вони можуть бути доволі значними, а це стимулює банки зменшити ймовірність їх настання, тобто звузити коливання вартості компанії, позаяк ці коливання призводять до нелінійного взаємозв'язку між вартістю компанії до і після витрат фінансових проблем. Це може збільшити вартість фірми, яка може бути визначена так:

$$\text{Вартість фірми} = \frac{\text{Вартість фірми без трансакційних витрат} - PV(\text{очікувані витрати фінансових проблем})}{}, \quad (3.1)$$

а також:

$$\begin{aligned} E(\text{витрати фінансових проблем}) &= \\ &= p(\text{дефолт}) \times E(\text{витрати дефолту}). \end{aligned} \quad (3.2)$$

Отже, ризик-менеджмент може скоротити очікувані витрати фінансових проблем через скорочення ймовірності одержання збитків, котрі будуть настільки значні, щоб фірма наразилась на фінансові проблеми. Формула (3.2) визначає вартість серйозних фінансових проблем тоді, поки вони турбують, але не призводять до дефолту банку. У ній містяться два аспекти: ймовірність  $p$  виникнення ситуацій фінансових проблем і очікуваних витрат  $E$  (витрат дефолту), пов'язаних з такими ситуаціями. Розглянемо ці аспекти.

Ймовірність дефолту, тобто ситуації, коли компанія не має змоги обслуговувати свої фінансові зобов'язання, являє собою функцію двох чинників:

1. Співвідношення боргу та інших фіксованих витрат до грошових потоків. Що більше дане співвідношення, то вищою буде ймовірність 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 характеру, консультативні виплати, пов'язані з банкрутством, а також з реорганізацією, ліквідацією і продажем активів. Такі витрати, за даними К. Джеймса, становлять приблизно 10 % проблемних активів банків [199, с. 1228], що дещо менше від їх аналогічного розміру в компаній нефінансового сектору.

Однак основною причиною фінансових труднощів банку слід вважати непрямі, або приховані, витрати. Імовірність їх настання вища, ніж імовірність дефолту. Значною мірою приховані витрати належать до агентських проблем, пов'язаних з фінансовими ускладненнями. Зокрема, непрямі витрати стимулюють проблему недостатніх інвестицій, яка в умовах фінансових труднощів посилюється, наприклад, через перепони в одержанні додаткових ресурсів, що призводить до раціонування капіталу, а в перспективі — до недоінвестування. Ще одним прикладом впливу непрямих витрат є запровадження обмежень під час фінансових труднощів банку на дії менеджменту, що спричиняє відхилення проектів, котрі створюють додаткову вартість. Крім того, в результаті загрози банкрутства акціонери і підконтрольний їм менеджмент не матимуть стимулів і далі інвестувати в банк через сумніви щодо прийнятної дохідності, а також через те, що в разі банкрутства вигоди від попередньо прийнятих проектів з позитивною чистою теперішньою вартістю дістануться власникам боргу. 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 імовірність дефолту, а також витрати на підтримання довірливих відносин із цими зацікавленими сторонами. Непрямі витрати вищі у фірм, які реалізують продукцію чи послуги з тривалим строком (а саме до таких фірм належать 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 разі забезпечуватиметься лише вищою оплатою праці, що також стане чинником знищення вартості фірми.

Банки внаслідок своєї специфіки мають додаткові аспекти непрямих витрат. Оскільки вони побудовані на довірі, будь які проблеми можуть відносно швидко знищити бізнес банків. Особливо це стосується проблеми фондування, бо рішення клієнта щодо розміщення коштів на депозит (відкриття поточного рахунку) значною мірою залежить від репутації банку. Тому після настання 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 середньоринкові 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. до середини 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 становлять у середньому 30 % активів банків у стані банкрутства [199, с. 1225, 1228]. Проте малоімовірно, що балансова вартість відбиває реальну вартість активів і є об'єктивним показником. Подібні дослідження, описані в праці М. Онг, свідчать, що сума прямих і непрямих витрат банку в середньому дорівнює 27 % [231, с. 56]. Це означає, що вартість активів напередодні дефолту може бути набагато нижчою, ніж балансова вартість.

Оскільки витрати фінансових ускладнень викликають зменшення вартості фірми, акціонери і власники боргу не зацікавлені в імовірності негативних відхилень у результатах діяльності банку, які підвищують можливість його банкрутства. При цьому не має значення, чи є ризики, викликані цими негативними відхиленнями, специфічними або систематичними, адже обидва впливають на вартість фірми. І жоден з інвесторів не може здійснювати управління цими ризиками самостійно, для того щоб уникнути витрат фінансових ускладнень на рівні компанії. А коли витрати фінансових ускладнень значні, банк провадитиме більш обережну політику. Ризик-менеджмент може збільшити вартість банку за допомогою скорочення волатильності грошових потоків, а отже, зменшення змінюваності вартості фірми в майбутньому. Це скорочує ймовірність дефолту, а значить, поточну

вартість прямих і непрямих трансакційних витрат, пов'язаних з фінансовими проблемами. Це, у свою чергу, збільшить вартість банку і принесе вигоду акціонерам, власникам боргу та іншим його стейкхолдерам. Оскільки волатильність вартості фірми викликана загальним ризиком, уникнення специфічного ризику, який є його частиною, на корпоративному рівні може збільшити вартість фірми.

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 [217, с. 31]. Недиверсифіковані стейкхолдери, розглядаючи інвестиційні альтернативи, 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 в 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 аналізу є податки. Через те що податки є важливим компонентом ведення бізнесу, то їх заощадження може істотно вплинути на вартість фірми, і оптимально всі оцінки потрібно проводити на основі результатів після оподаткування. За рахунок зменшення поточної вартості податкових платежів можна підвищити вартість фірми. Питання в тому, як ризик менеджмент може допомогти в цьому? Як зазначають Ч. Смітсон та інші, для цього існують способи:

- ✓ шкала оподаткування має бути опуклою;
- ✓ частина доходів до оподаткування має перебувати в межах опуклої шкали оподаткування [257, с. 366—367].

Опукла шкала оподаткування передбачає, що середнє значення ефективної податкової ставки фірми зростає, коли зростають доходи до оподаткування, тобто коли гранична ставка оподаткування перевищує середню податкову ставку. За системи оподаткування з лінійною шкалою оподаткування ризик-менеджмент не може мати жодного впливу на вартість фірми, доки

$$E[g(X)] = g[E(X)], \quad (3.3)$$

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 грош. од. або матиме збиток 80 тис. грош. од. з рівною ймовірністю і за умови фіксованої ставки оподаткування на рівні 50 %, то:

$$g(X) = 0,5X, \text{ тобто}$$

$$E[g(X)] = g[E(X)] = 50.$$

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

$$E[g(X)] \geq g[E(X)]. \quad (3.4)$$

Отже, фірма заощаджує різницю у податках між очікуваними податковими платежами без ризик-менеджменту і нижчих податків за рахунок хеджування.

Також скорочення волатильності прибутку до оподаткування може скоротити очікувану вартість податкових платежів. Проте хеджування прибутку не рівнозначно хеджуванню вартості фірми, тож скорочення волатильності прибутку може вимагати зовсім іншої стратегії ризик-менеджменту, ніж скорочення волатильності вартості фірми. Це особливо справедливо для банків, чії позиції хеджування переоцінюються за ринковими цінами, але покладені в основу балансові активи і пасиви залишаються оціненими за балансовою вартістю. Скорочення волатильності вартості банку в цьому зв'язку може призвести до збільшення волатильності прибутку до оподаткування. Тому навіть якщо податки і є важливим джерелом 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 малоімовірно. Цей висновок підтверджується дослідженнями Дж. Фена та інших [179], а також С. Мейсона [217], в яких доводиться, 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 додержуватись 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 ліквідувати або скоротити дане помилкове сприйняття, скоротивши ймовірність фінансових проблем і підвищуючи вартість банку.

Отже, ми з'ясували, що згідно з неоінституційною теорією фінансів основною причиною застосування ризик-менеджменту на корпоративному рівні є наявність агентських і трансакційних витрат. Знижуючи поточну вартість агентських і трансакційних витрат, податкових платежів, ризик-менеджмент може скоротити очікувані платежі до різних стейкхолдерів фірми і додатково гарантувати здійснення ефективних інвестицій, які приводять до підвищення вартості банку. Це дозволяє застосувати альтернативу зовнішнім джерелам фінансування, які згідно з неоінституційною теорією фінансів можуть виявитись недоступними або більш дорогими для компанії. Однак для банків, чії ресурси майже цілком походять із зовнішніх джерел, це не так актуально, як для нефінансових компаній. Ключове значення для обґрунтування необхідності ризик-менеджменту в банках має аргумент уникнення фінансових проблем, зокрема ймовірності економічного дефолту.

Крім того, з неоінституційної парадигми випливає, що корпоративний ризик-менеджмент може допомогти збільшити фінансовий важіль банку до його оптимального рівня (коефіцієнта боргу), що позитивно позначиться на вартості капіталу.

Якщо неокласична теорія акцентує увагу на систематичних ризиках, то неоінституційна теорія свідчить, що важливим фактором збитків банку можуть стати також і специфічні ризики. Звідси випливає, що корпоративний ризик-менеджмент має на меті захистити банк від загального ризику, який охоплює системну та специфічну складові (табл. 3.1), та максимізувати вартість фірми. Саме з цією метою банки здійснюють скоординовану політику у сфері ризик-менеджменту, управління структурою капіталу та бюджетування капіталу.

Таблиця 3.1

**ПОРІВНЯННЯ ПІДХОДІВ НЕОКЛАСИЧНОЇ ТА НЕОІНСТИТУЦІЙНОЇ  
ТЕОРІЙ ФІНАНСІВ ДО РОЛІ РИЗИК-МЕНЕДЖМЕНТУ  
У СТВОРЕННІ ВАРТОСТІ ФІРМИ**

Критерії	Неокласична теорія фінансів	Неоінституційна теорія фінансів
Корпоративний ризик-менеджмент	Несуттєвий для створення вартості	Може підвищувати вартість
Об'єкт	Системний ризик	Загальний ризик
Заходи з бюджетування капіталу, управління структурою капіталу, ризик-менеджменту	Окремі	Інтегровані
Основні підходи	Дисконтування грошових потоків Традиційні методики вартості акціонера	Методики максимізації вартості стейкхолдера RAROC

Ослаблення жорстких неокласичних припущень та аналіз неоінституційної теорії дозволив нам підтвердити тезу, висловлену нами в першому розділі монографії, про те, що максимізація вартості фірми щодо вартості стейкхолдерів є провідною метою банківського менеджменту порівняно з максимізацією вартості акціонера, оскільки витрати, спричинені максимізацією вартості акціонерів, можуть мати несприятливий вплив на інтереси всіх стейкхолдерів.

Отже, хоч уникнення економічного дефолту залишається основною причиною здійснення ризик-менеджменту на корпоративному рівні, зміна традиційної ролі фінансового посередництва привела 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 з його здатності брати та утримувати ризики. Відповідно, ті ризики, які банки розуміють і якими ефективно управляють, створюватимуть вартість, тоді як ризики, що їх банки не усвідомлюють, будуть знищувати вартість. Саме тому нам вкрай потрібно знайти спосіб вимірювання загального ризику банку, визначити вплив розміру цього ризику на обсяг і структуру капіталу.

### 3.3. Управління структурою капіталу банку

Як ми з'ясували, узяття ризику виражає сутність банківського бізнесу, однак управління загальним ризиком компанії не може априорі визначатись як завдання банківського менеджменту. Беручи ризик, банки підвищують свій фінансовий важіль, що зумовлює зростання ймовірності виникнення фінансових проблем та дефолту. Тому підтримання на балансі відповідної частки капіталу дозволяє компенсувати частину ризиків і може розглядатись як альтернативна форма ризик-менеджменту. Дана теза цілком узгоджується з позиціями як банківських регуляторів, так і фінансової теорії. Що стосується теорії, то представники вітчизняної наукової школи професора А. Мороза виділяють три функції банківського капіталу: оперативну, захисну та регулятивну [8; 2], серед яких дві останні безпосередньо стосуються предмета нашого обговорення.

Проте на практиці між різними групами зацікавлених осіб виникають різні думки стосовно кількості капіталу, що його повинен утримувати банк, тобто стосовно питання про достатність (адекватність) капіталу. Проблема адекватності капіталу постає, тому що і надто великий, і надто малий розмір капіталу може знищувати вартість банку. Відповідно, існує економічно обумовлена потреба у капіталі банку. Не зачіпаючи проблеми конструювання оптимальної структури пасивів банку, ми лише зазначимо, що дане питання в банківському бізнесі далеко не однозначне. Так, потреба банку в капіталі зростає зі збільшенням ризиків, котрі загрожують фінансовим проблемам, і може зменшуватися через наявність податкового чинника (враховуючи, що більшу частину ресурсів банку становлять зобов'язання, виплата процентів за якими за законодавством включається до складу витрат банку) та наявність державного регулювання (яке ізолює банк від ринкової дисципліни). Невеликі банки взагалі мають менший фінансовий важіль проти більших банків. Це пояснюється тим, що вони мають менше можливостей провадити професійний ризик-менеджмент, а також слабкою диверсифікацією їхніх кредитних портфелів у плані географічної та галузевої концентрації.

Повертаючись до інтересів різних груп зацікавлених осіб, можна стверджувати, що найбільш зацікавленою у фінансовій стійкості банку групою є його вкладники, котрі не заінтересовані в жодному ризику, пов'язаному з поверненням їхніх депозитів. Дана група стейкхолдерів підвищує роль корпоративного ризик-

менеджменту і, відповідно, капіталізації банку. Власники боргу не настільки чутливі до фінансової стійкості банку, як вкладники, оскільки їхні ризики частково компенсуються пріоритетністю їхніх вимог до банку. Акціонери, як власники залишкових вимог до банку, найбільше пов'язані з ризиками банку, хоч зацікавлені у прибутковості компанії, котра безпосередньо пов'язана зі взяттям ризиків. Регулятори покликані гарантувати безпеку та стійкість банківської системи. Загалом ефективна система банківського регулювання підвищує стійкість банківської системи, у тому числі за рахунок вимог до адекватності капіталу банків. Тож наявність системи банківського регулювання впливає на вимоги інших груп зацікавлених сторін банку до адекватності капіталу банку, скорочуючи їх. При цьому встановлений норматив адекватності капіталу, як зазначають А. Бергер та інші, перебуває на вищому рівні за той, який вимагають незастраховані власники боргу, і дещо нижчому рівні порівняно з вимогами вкладників [134, с. 400—401].

Наявність такого зовнішнього ефекту, як регулювання, впливає на визначення економічно обґрунтованої потреби в капіталі банку, хоч інколи й ігнорується в наукових дослідженнях. На практиці наявність нормативу адекватності капіталу призводить до завищення банками розміру їх регулятивного капіталу порівняно з економічно обґрунтованими потребами. Таку ситуацію можна пояснити відносно слабкою прозорістю банківського бізнесу, що робить неможливим для аутсайдерів, включаючи й регуляторів, визначити реальні потреби в капіталі. Це спонукає регуляторів установлювати надто високі вимоги до капіталу. Також завищені вимоги регуляторів до капіталу банків пояснюються «узагальненим» підходом до оцінки банків, адже, навіть урахувавши запровадження підходів, передбачених угодою Базель-II, потрібно визнати, що регуляторні вимоги до капіталу поки не можуть бути до кінця пристосованими до рівня ризиків кожного окремого банку. Як заявляють А. Бергер та інші, оптимальне значення коефіцієнта адекватності регулятивного капіталу виражатиме компроміс між граничними доходами від зниження ризику банкрутства та граничними соціальними витратами на посередництво<sup>4</sup> [134, с. 425]. Відхилення нормативу адекватності регулятивного капіталу від оптимального значення означатиме порушення даного компромісу і скорочуватиме вартість банку.

---

<sup>4</sup> Регуляторні обмеження для банків спричиняють додаткові витрати, які банки переносять на своїх клієнтів.

Отже, різні інтереси зацікавлених сторін банку, частина з яких може прямо (як, наприклад, акціонери) чи опосередковано (регулятивні органи) впливати на величину капіталу, ускладнюють розрахунок економічно обґрунтованого розміру капіталу банку. Крім цього, виникає суперечність між оцінкою капіталу з позиції інтересів різних стейкхолдерів, що виливається в наявність різних методик оцінки банківського капіталу: метод балансової вартості, метод ринкової вартості, регулятивний капітал. Однак якщо проаналізувати порядок розрахунку регулятивного капіталу, бачимо, що він все одно базується на балансовій оцінці. Це є перевагою даного методу оцінки, котра полягає у простоті і ясності розрахунку, однак містить усі недоліки, визначені нами для бухгалтерського підходу. Зокрема, об'єктивна оцінка капіталу, який є залишковою вимогою до банку, залежить від того, наскільки об'єктивно оцінені активи та зобов'язання банку, а балансовий капітал, який є базою для розрахунку регулятивного капіталу, вимірює активи та зобов'язання на основі їх первинної вартості, яка може істотно відхилитись від фактичної ринкової вартості

Утім ринкова оцінка вартості капіталу банку не відповідає цілям регуляторів. На це є кілька причин. По-перше, ринкову вартість капіталу, обчислену як різницю між ринковою вартістю активів та зобов'язань, визначити доволі складно. Більшістю активів банку не торгують або вони характеризуються низькою ліквідністю з позиції ринку. Це пояснюється тим, що банк володіє специфічною інформацією і має інформаційні переваги, тому зовнішні інвестори, зважаючи на асиметричність інформації, не готові придбавати його активи. Отже, для багатьох банківських активів ринкова вартість не може бути визначена об'єктивно.

Другою причиною того, що показник ринкової вартості капіталу не відповідає цілям регулятивних органів, є той факт, що ринкова капіталізація акцій банків характеризується порівняно високою волатильністю, яка пояснюється тим, що банківський бізнес пов'язаний з узяттям ризику. Наприклад, під час так званої російської кризи 1998 р. ринкова капіталізація британського банку Barclays, кредитні вкладення якого в економіку Російської Федерації становили 300 млрд ф. ст., знизилась на 2 млрд ф. ст. [127]. За шість місяців 2007 р. у результаті кризи на ринку іпотечного кредитування США ринкова вартість акцій Citigroup знизилась із близько 55 дол. у червні до 30 дол. у листопаді, що відобразило загальні збитки банку в період кризи, котрі сягнули 11 млрд дол. [152].

На практиці багато банків утримують надлишкову кількість капіталу порівняно з нормативними вимогами, розглядаючи його як додатковий буфер проти санкцій регулятивних органів, які можуть призвести до обмеження їхньої ділової активності. Однак загалом формування банками капіталу має здійснюватись на основі економічного, а не регулятивного погляду на достатність капіталу. Щодо цього погляду, як уже зазначалось, існують відмінні думки різних груп зацікавлених сторін.

Якщо пристати на думку Р. Мертона та А. Перолда, капітал банку забезпечують усі його стейкхолдери, яких можна розглядати як свого роду продавців страховки активів банку. «Внесок» вкладників у страхування активів доволі малий, або його навіть немає; більша частина страховки вноситься утримувачами боргу й акціонерами [222, с. 23]. Якщо всі зацікавлені сторони мають намір убезпечити свої інвестиції від ризику дефолту, банку потрібно формувати капітал у розмірі 100 % потенційних втрат. Проте, зважаючи на те що власні кошти є дорогим джерелом банківських ресурсів, такий підхід був би надто витратним. Як альтернативу до цього підходу банк міг би розподілити втрати так, щоб кожна група стейкхолдерів досягла необхідного рівня довіри, однак повинна була б нести певні витрати. Для того щоб описати цей підхід, скористаємося поняттям *ризик-капіталу* (risk capital).

Під *ризик-капіталом* розуміють мінімальну суму капіталу, яку доведеться інвестувати, щоб захистити вартість чистих активів банку від зниження їх вартості таким способом, щоб можна було одержати вільне від ризику дефолту фінансування цих активів. Фактично ризик-капітал являє частку капіталу банку, яку акціонери готові піддати ризику (тобто втратити) протягом певного періоду часу за умови продовження ведення бізнесу. Цим ризик-капітал відрізняється від регуляторного капіталу, який призначений для вимірювання ризик-капіталу за особливим стандартом звітності.

Усі стейкхолдери домовляються про розмір ризик-капіталу, котрий необхідний для того, щоб компенсувати суму збитків, що можуть бути генеровані активами банку. Даний розмір розподіляється між різними зацікавленими сторонами в процесі переговорів, аж поки не буде досягнуто економічної рівноваги. Для ілюстрації, коли кредитори банку вирішать узяти ризик збитків, вони можуть виявитись не готовими також узяти прогнозовані витрати фінансових проблем. Як результат, кредитори вимагатимуть компенсації за ризик у формі вищих процентних ставок за

борг і переміщуватимуть витрати фінансових проблем до акціонерів. Останні можуть вирішити скоротити ці витрати за допомогою зменшення левереджу. Тож, важіль банку може зменшитись, для того щоб запевнити кредиторів у фінансовій стабільності установи, а також для вирівнювання інтересів акціонерів і власників боргу.

Навіть якщо всі групи зацікавлених сторін беруть відповідну частку потенційних втрат банку, усі вони зацікавлені в тому, щоб банк не стикнувся з масовим вилученням коштів, котре призводить до припинення діяльності банку. Отже, усі стейкхолдери зацікавлені в досягненні банком граничного рівня фінансової стійкості й у наявності в банку тієї мінімальної кількості капіталу, яка дозволяє уникнути масового вилучення коштів з банку.

Однак дефолт банку не обов'язково пов'язаний з масовим вилученням коштів. Він може настати, наприклад, у результаті дефолту так званих молодших зобов'язань банку, тобто його субординованого боргу. Виходячи з того, що з позиції регуляторів цей субординований борг є буфером для захисту від збитків інших стейкхолдерів і набирає форму додаткового капіталу, можна дійти висновку, що банки повинні гарантувати продовження своєї діяльності навіть після дефолту їх субординованого боргу.

Кредитний рейтинг банку, який виступає основою для прийняття ділових рішень ринковими агентами щодо відносин з банком, як правило, виражається рейтингом боргу банку, котрий виплачується у першу чергу. Отже, критичний поріг, за яким починається «втеча клієнтів», досягається, коли розмір втрат перевищує субординований борг і наближається до рівня боргу, котрий виплачується у першу чергу. Це означає, що банк повинен формувати капітал на рівні, який відповідає безпечному рівню його боргу, котрий виплачується в першу чергу, або залежно від його цільового кредитного рейтингу.

На практиці рейтингові агентства, установлюючи рейтинг банку, ураховують набагато більше чинників, ніж лише достатність його капіталу. Для прикладу: компанія Standard & Poor's більш важливими в оцінці вважає обсяг і стабільність активів, якість кредитного портфеля, географічну і ресурсну диверсифікацію, прибуток. Компанія Fitch у здійсненні рейтингового аналізу акцентує увагу на кредитному, ринковому, юридичному, оперативному ризиках, які пов'язані із залученням ресурсів, капіталом, прибутком, ринковим оточенням, перспективами банку. Тому,

для того щоб визначити потребу банку в капіталі, який виражається пороговим рівнем ризик-капіталу, ми використовуємо поняття *економічний капітал*.

**Економічний капітал банку** — це загальний розмір капіталу, оцінений як необхідний рівень для того, щоб гарантувати платоспроможність банку, що відповідає цільовому кредитному рейтингу боргу банку. Іншими словами, економічний капітал — це ризик-капітал, оцінений до порогового рівня і забезпечений акціонерами і власниками субординованого боргу.

Як впливає з даного визначення, економічний капітал, як і ризик-капітал, є теоретичною конструкцією, тому відрізняється і від бухгалтерського капіталу, і від регулятивного капіталу, хоч і близький за сутністю до останнього. На цю близькість справедливо звертає увагу Г. Бортніков, зазначаючи, що «Базельський комітет у новій угоді про капітал (Базель-II) дає визначення регулятивного капіталу, яке дуже схоже з визначенням економічного капіталу банку, тоді як формула розрахунку економічного капіталу для кожного конкретного банку може відрізнитися від формули розрахунку регулятивного капіталу» [13, с. 50]. М. Тіссет, Ф. Труссард пишуть, що нарахування економічного капіталу встановлюється кожною установою як функція, що враховує середовище, в якому вона оперує [273, с. 62].

Економічний та регулятивний капітал — це два терміни, якими часто послуговуються у фаховій літературі для аналізу Угоди про банківський капітал, більш відомої як Базель-II. Зокрема, чимало досліджень присвячено проблемі зближення концепцій регулятивного та економічного капіталу. Так, М. Горді та Б. Гоувелз уважають, що основною метою Базеля-II є «вирівнювання потреб у регулятивному капіталі з економічним капіталом, який потребують інвестори і клієнти» [188, с. 396]. А. Елізальде та Р. Репулло висловлюють поширену думку, що «економічний капітал — це капітал, який акціонери утримували б за браку регулювання» [173, с. 23]. Згадані дослідники дійшли висновку про відсутність прямого взаємозв'язку між обома рівнями капіталу. По-перше, економічний і регулятивний капітал не залежать від однакових чинників. Регулятивний, але не економічний капітал, залежить від рівня довіри, визначеного регулятором, тоді як економічний (але не регулятивний) капітал залежить від посередницької маржі та витрат на залучення банківського капіталу. Ці чинники відіграють ключову роль у визначенні відмінностей між ними. Економічний капітал перевищує регулятивний капітал за низького

значення витрат на залучення капіталу. По-друге, чинники, що впливають і на економічний, і на регулятивний капітал, як наприклад, імовірність неповернення кредитів і втрати, завдані дефолтом, позитивно позначаються на обох видах капіталу. Але коли вони досягають певних критичних значень, то їхній вплив на економічний капітал стає негативним, збільшуючи розрив з регулятивним капіталом [173, с. 23—24].

Незважаючи на проблеми оцінювання, економічний капітал є єдиним адекватним методом оцінки необхідності капіталу, поза як використання даного показника дає змогу уникати деталізації комплексного процесу переговорів, як буває з ризик-капіталом, а врахування ринкових перспектив дає більш об'єктивний результат, ніж за використання методики регулятивного капіталу. Крім цього, економічний капітал є величиною, яка порівнянна з рівнем дійсного капіталу.

Під дійсним капіталом (actual capital) ми маємо на увазі акціонерний капітал, вибраний акціонерами, коли їх вибір обмежується двома правилами: початковий капітал перевищує або дорівнює мінімуму, що його вимагають регулятивні органи, а також правилом закриття критично недокапіталізованих банків. Перше правило лише змушує дійсний капітал дорівнювати максимуму економічного і регулятивного капіталу і згідно з результатами досліджень Елізальде та Репулло майже завжди збігається з останнім (за винятком малих значень витрат на залучення капіталу). Отже, щоразу, коли дійсний капітал вищий, ніж регулятивний капітал, це, ймовірно, пояснюється другим правилом [173, с. 23—24].

Основною, на наш погляд, відмінністю економічного капіталу від інших його концепцій є те, що він є показником ризику, а не наявного капіталу, хоч, як ми зазначили, за розмірами є порівнянним з ним. Розмір економічного капіталу виражається обсягом капіталу, необхідним для компенсації взятих банком ризиків. На відміну від традиційних моделей, пов'язаних із порівнянням відповідних видів капіталу з активами, певною мірою скорегованих на ризики, економічний капітал передбачає порівняння капіталу з ризиками незалежно від наявних активів. Тому застосування моделей, що ґрунтуються на економічному капіталі, дозволяє банку бути більш захищеним від потенційних проблем.

Перевагою економічного капіталу є також те, що він показує критичний поріг щодо неочікуваних втрат, наприклад від масового вилучення коштів, а значить, необхідний розмір капіталу в майбутньому за певного рівня довіри, як це показано на рис. 3.5.

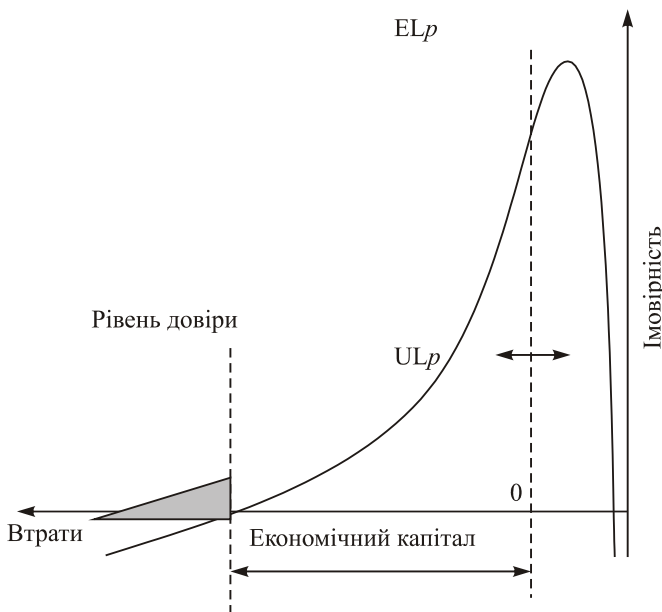


Рис. 3.5. Економічний капітал

Під **очікуваними збитками** (Expected Losses — EL) маються на увазі прогнозовані середні збитки протягом певного періоду. Передбачається, що ці збитки не є критичними і покриватимуться за рахунок оперативних доходів. Наприклад, коли банк прогнозує збитки за кредитними операціями, їх ураховують для встановлення плати за позицією і для нарахування резервів на випадок можливих втрат за кредитами.

**Непередбачені збитки** (Unexpected Losses — UL) — це неочікувані можливі збитки, які перевищують очікувані збитки і виступають мірою невизначеності, притаманній оцінці збитків. Узяття таких збитків передбачає необхідність формування додаткового капіталу з метою захисту банку.

**Рівень довіри** (confidence level) виражає ризик неплатоспроможності протягом певного періоду, вибраного керівництвом банку. Вище значення вибраного рівня довіри означатиме нижчу ймовірність дефолту. Наприклад, за вибраного рівня довіри 99,97 % керівництво передбачає, що ймовірність того, що банк опиниться у стані дефолту протягом наступних 12 місяців, становить три з 10 000. Багато банків, котрі взяли на озброєння модель економічного капіталу, вибрали рівень довіри в межах 99,96 % та

99,98 %, що тотожно вірогідності дефолту, яка виражається кредитним рейтингом AA- або Aa.

Економічний капітал виступає як різниця між заданим квантилем (процентилем) розподілу збитків і очікуваними збитками. Також його можна визначити як неочікувані збитки за заданого рівня довіри.

Ще одна перевага економічного капіталу в тому, що він показує критичний поріг щодо масового вилучення коштів, а отже, необхідний розмір капіталу. Рейтинги спеціалізованих компаній є індикатором імовірності того, що борг банку, який виплачується в першу чергу, зіткнеться із втратами. Рейтингові агентства регулярно відображають імовірність дефолту у своїх рейтингах. Водночас керівництво банків установлює рівень економічного капіталу з метою досягти цільового значення зовнішнього кредитного рейтингу для своїх запозичень. Повертаючись до нашого прикладу, що борг банку, який виплачується в першу чергу, з рейтингом AA-, як правило, має ймовірність дефолту між 1 і 3-м базовими пунктами. Це означає, що критичний поріг, як точка розподілу з рівнем довіри, де борг, котрий виплачується в першу чергу і не наражатиметься на втрати, становить 99,97 % для річного горизонту.

Визначення економічного капіталу безпосередньо пов'язано зі схильністю банку до ризику. Принциповим є те, що економічний капітал розраховується для кожного типу ризику. Тому для нашого дальшого обговорення принципово важливо класифікувати ризику, з якими стикаються банки у своїй діяльності. Дане питання, однак, далеко не однозначне. Так, Національний банк України з метою нагляду за банківською діяльністю виділяє дев'ять категорій ризику, а саме: кредитний; ліквідності; зміни процентної ставки; ринковий; валютний; операційно-технологічний; репутації; юридичний та стратегічний [63]. Ми виходимо з того, що існує дві широкі групи банківських ризиків — балансові та трансакційні, котрі, як зображено на рис. 3.6, охоплюють:

1. **Процентний ризик** — пов'язаний з рухом процентних ставок.

2. **Валютний ризик** — є результатом коливань курсів валют.

3. **Ризик ліквідності** — виникає через ситуації, коли одна зі сторін, яка зацікавлена у торгівлі активом на певних умовах, не може здійснити трансакцію, через те що на ринку немає іншої сторони, яка готова до такої трансакції на таких умовах. У результаті банк, для того щоб відповісти за своїми зобов'язаннями, може бути змушений залучати кошти за ціною, вищою за звичайну.

4. **Кредитний ризик** — ризик збитків через погіршення кредитоспроможності боржників (включаючи трансфертний ризик та ризик країни).

5. **Ринковий ризик** — ризик збитків за рахунок непередбачених змін у ринкових цінах або ліквідності (сюди відносимо всі балансові ризики).

6. **Оперативний ризик** — ризик збитків унаслідок:

✓ **ділового ризику** — ризику непередбачених змін в обсягах діяльності, маржі і витрат (зокрема юридичні і регуляторні ризики);

✓ **ризик події** — одноразових (нерегулярних) подій, які не пов'язані з ризиками операційної діяльності (зокрема політичні ризики і природні лиха).

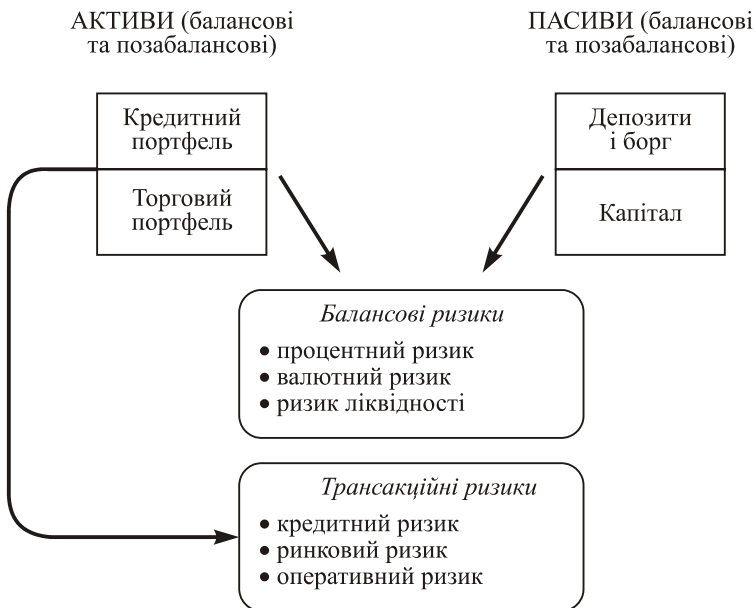


Рис. 3.6. Види банківських ризиків

Оскільки більшість цих ризиків, зокрема, кредитний і ринковий, є постійними фінансовими ризиками, існує можливість генерування стандартизованих моделей їх вимірювання, а також визначення відповідних інструментів хеджування на ринках капіталу. Проте це не стосується оперативних ризиків, котрі є непостійними.

Ключовим чинником для визначення достатності капіталу банку є схильність останнього до ризику. Застосування в банку ри-

зик-менеджменту, спрямованого на максимізацію вартості компанії, вимагає визначення способу вимірювання ризику. Насправді адекватна величина ризику банку відповідає ймовірності, що банк утратить бізнес через наявний кредитний ризик, який генерується загальним ризиком банківського портфеля. Слід зауважити, що ймовірність негативної зміни у вартості активів (тобто збиток), що може створити проблеми для банку, не може бути зменшена до нуля. Мета ризик-менеджменту полягає в утриманні ймовірності настання подібної події на такому низькому рівні, як це тільки можливо, у крайньому разі на рівні, на якому в клієнтів не виникає занепокоєння. Для того щоб реалізувати це на практиці, керівництво банку повинно конкретизувати для себе критичний розмір втрат і ймовірність того, що він буде (або не буде) перевищений.

Розмір ризику, який обчислюється як певна втрата у відповідній грошовій одиниці<sup>5</sup>, яка буде перевищена з заданою ймовірністю ( $\alpha$  %) за певний період вимірювання, заведено називати *value at risk* (VaR).

Метод VaR має кілька перекладів на українську мову, котрі вживаються у фахових публікаціях, зокрема «вартість ризику», «вартість під ризиком», «значення ризику», «міра ризику». Ми вважаємо цілком раціональною позицію О. Васютовича та Ю. Сотникової, які зазначають, що подібні терміни слід запроваджувати у вжиток із застосуванням латинських аббревіатур [17] або користуватись терміном «вартість ризику».

Появу VaR-методу як прикладної моделі відносять до 1980—1990-х років, хоч теоретичні його розробки було здійснено ще наприкінці 1950-х років Марковичем, а загальний опис методу містився у докторській (PhD) дисертації В. Шарпа та його праці 1963 р. [251], яка сприяла появі моделі CAPM. Авторство ж терміна *value at risk* приписують фахівцям банку JP Morgan, приблизно датуючи його 1985 р. [195]. Фактично VaR можна виразити таким формулюванням: існує впевненість з імовірністю  $X$  %, що втрати банку не будуть вищими за  $Y$  доларів протягом наступних  $N$  днів. Невідома величина  $Y$  у даному разі і буде VaR. При цьому існує три параметри, котрі характеризують VaR:

- **Часовий горизонт**, який за базельськими рекомендаціями становить 10 днів (за методикою Risk Metrics — один день).

- **Рівень довіри**, який відповідно до базельських документів установлюється на рівні 99 % (у системі RiskMetrics — 95 %). Пі-

---

<sup>5</sup> Ці втрати звичайно беруться як додатна величина.

вень довіри виражає ймовірність, з якою втрати банку не перевищують VaR.

- **Базова валюта**, в якій провадиться вимірювання VaR.

Отже:

$$p(\Delta V \leq -\text{VaR}) \leq \alpha \%, \quad (3.5)$$

де  $p$  — ймовірність;

$\Delta V$  — зміна вартості  $V$  (а фактично втрати).

VaR за можливого рівня  $\alpha \%$  еквівалентне  $\alpha$ -квантиль кумулятивного розподілу ймовірності  $F$  зміни вартості портфеля (див. рис. 3.6) між даним періодом і датою  $H$ , що є кінцевою датою наперед визначеного періоду вимірювання. Отже, без створення яких-небудь припущень про форму функції розповсюдження, ми можемо переформулювати:

$$F(-\text{VaR}) = \alpha \%, \text{ або } -\text{VaR} = F^{-1}(\alpha). \quad (3.6)$$

Отже, банк може бути на  $(1 - \alpha \%)$  упевнений, що втрати не перевищать VaR, тобто за рівня довіри  $(1 - \alpha \%)$  максимальною втратою буде VaR.

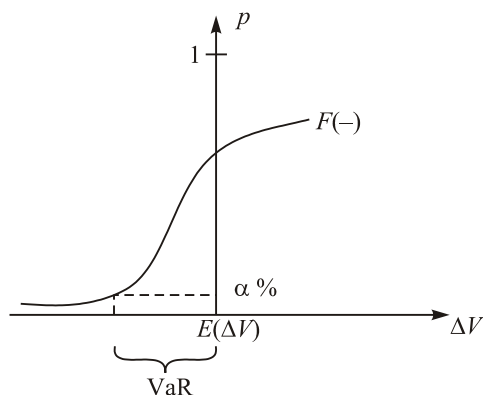


Рис. 3.7. Вартість ризику (Value at Risk)

Незважаючи на деякі теоретичні проблеми, VaR-метод має низку суттєвих переваг, будучи універсальним підходом до оцінки ризику. Він відображає ризики банку щодо такого розміру збитків, який може створити проблеми для банку, тоді як показник волатильності не забезпечує такої інформації. Щоб проілюструвати цю думку, скористаємося таким прикладом. Банк може придбати лотерейний квиток з малою ймовірністю виграшу. Включення лотерейного квитка до портфеля активів збільшить

волатильність потенційних прибутків та збитків у вартості портфеля банку. Якщо банк вибирає волатильність як показник ризику, то він повинен відмовитись від придбання лотереї. Однак володіння лотереїним квитком не збільшить VaR банківського портфеля, а тому з економічного погляду існує сенс у придбанні лотереї. Цей приклад наочно демонструє, що волатильність мало придатна для оцінки ризику, на відміну від VaR-методу. Ці показники мало пов'язані між собою, тож існує можливість, що за зростання волатильності фінансових активів з портфеля банку VaR портфеля одночасно знижуватиметься.

Як видно з рис. 3.7, VaR вимірює ризик як від'ємне відхилення від очікуваного результату і, значить, є мірою для загального ризику банку. Отже, VaR можна використовувати як універсальний показник для вимірювання основних видів ризику способом:

- 1) оцінки розподілу зміни вартості для специфічного ризику в кінці горизонту вимірювання  $H$ ;
- 2) оцінки рівня довіри для банку;
- 3) вимірювання різниці між очікуваним результатом і вибраним рівнем довіри.

Нагадаємо, що VaR звичайно обчислюється з певним довільно вибраним рівнем довіри<sup>6</sup> (як правило, 95 або 99 %). Повернімося до розглянутого раніше галузевого стандарту, який ми назвали економічним капіталом. Економічний капітал приводить рівень довіри VaR до критичного порогового рівня, щоб уникнути масового вилучення коштів з банку за допомогою визначення такого розміру капіталу, який би зміг захистити банк від несприятливих подій. Економічний капітал, таким чином, є функцією ризикованості діяльності банку і бажаної ймовірності платоспроможності банку:

$$p[(X_H - E(X_H)) \geq \text{економічний капітал}] \leq \alpha \%. \quad (3.7)$$

Це означає, що ймовірність того, що відстань між очікуваним (позитивним) результатом  $X$  і непередбаченими (негативними) відхиленнями  $E(X)$  не перевищить економічний капітал, який гарантує певну платоспроможність з  $\alpha$  % до періоду  $H$ . У даному разі ми припускаємо, що не потрібно формувати економічний капітал для забезпечення позитивної очікуваної дохідності  $X_H$  до кінця періоду вимірювання, тому що вона зреш-

---

<sup>6</sup> Статистична міра кількості випадків, коли можна очікувати, що результати експерименту перебуватимуть усередині деякого інтервалу (напр., рівень довіри 95 % означає, що результат дії відповідатиме очікуванням у 95 % випадків).

тою також буде використовуватись як буфер проти втрат. Отже, економічний капітал є зручним підходом для визначення капіталу під ризиком. На відміну від VaR, який набуває певний рівень довіри загального розподілу, економічний капітал виражає кількість ризику в рівні довіри, який відіграє суттєву роль саме для банків і полягає в забезпеченні траншів боргу, який виплачується в першу чергу.

Проте це лише загальний погляд на проблему визначення економічного капіталу. Далі ми зупинимось на особливостях визначення економічного капіталу для кожного з трьох основних банківських ризиків: кредитного, ринкового, оперативного. По-перше, треба визначити економічний капітал для кожного виду ризику у відповідному часовому горизонті ( $H$ ) і рівні довіри. По-друге, слід знайти кореляцію між видами ризику.

Почнемо з кредитного ризику, під яким ми розуміємо ризик таких подій:

- 1) імовірність невиклати за боргом перед банком;
- 2) імовірність зміни графіка платежів за боргом перед банком (обидва пункти пов'язані з можливим дефолтом клієнта);
- 3) імовірність непередбачених негативних змін у кредитоспроможності боржника.

Наведені ймовірності охоплюють події, які є результатом внутрішніх змін у суб'єктів кредитування, а також зміни у характеристиках країни. Зрозуміло, що кредитний ризик — явище складне і багатогранне. І. Гуцал пропонує деталізовану класифікацію кредитного ризику, виділяючи в його складі системні, регіональні, галузеві, юридичні, суб'єктивні, форс-мажорні ризики, пов'язані із забезпеченням позик [27, с. 253—255]. Однак наш інтерес до кредитного ризику обмежується формуванням відповідного рівня капіталу.

Оскільки втрати за кредитами є невід'ємним і прогнозованим елементом кредитної діяльності, при визначенні ризикованості кредитного портфеля банку, а отже, і розміру необхідного економічного капіталу, варто диференціювати так звані очікувані втрати, а також непередбачені втрати від надання кредитів. Це важливо також з огляду на необхідність визначення внеску непередбачених витрат.

**Очікувані втрати (EL)** — це витрати банку від його кредитної діяльності, котрі піддаються передбаченню. Річ у тім, що, кредитуючи клієнтів, банк може передбачити, що втратить певну частину коштів за наперед визначений період часу. Ці втрати, таким чином, не повинні стати несподіваними для банку, а з позиції

розсудливого управління банки формують відповідні резерви на випадок можливих втрат за кредитами, які покликані покрити ці втрати. Навіть ураховуючи той факт, що рівень втрат за кредитами коливається з року в рік, існує їх певний середній рівень, який може бути визначений за допомогою статистичних методів. Цей середній рівень кредитних втрат і називається очікуваними втратами (EL), і може розглядатись як відрахування у резерви; обчислюється він, як правило, методом «знизу вверх» (bottom up), тобто операція операцією, і відшкодовується через відповідне кредитне ціноутворення.

Існують три чинники, що визначають EL:

1. **Ймовірність дефолту** (PD), тобто ймовірність того, що боржник оголосить дефолт<sup>7</sup> до кінця встановленого наперед періоду часу (хоч може бути вибраний довільний період, на практиці звичайно горизонт вибирається на один рік) або перед погашенням кредиту. Фактично означає оцінку позичальника, виражену через його рейтинг. Зростає зі зростанням строку позики, зокрема, PD позичальника на другий рік користування кредитом, як правило, вищий, ніж у першому році.

2. **Незахищена сума кредиту** (EA — the exposure amount of the loan) на час дефолту, тобто прогнозована сума незахищених кредитів, наданих клієнтові на час дефолту. Ця сума включає всі невиконані зобов'язання перед банком, включаючи й несплачені відсотки.

3. **Коефіцієнт втрат** (LR — the loss rate), тобто частка суми кредиту, яка втрачена внаслідок дефолту (мається на увазі сума, що не відшкодована після реалізації кредитного забезпечення). Коли позичальник оголошує дефолт, банк не обов'язково втрачає всю суму позики. LR відображає співвідношення фактичних втрат від дефолту (зокрема всі витрати, пов'язані зі стягненням і продажем забезпечення) до EA. LR є, таким чином, значною мірою функцією забезпечення. Отже, незабезпечені кредити зазвичай мають набагато вищі загальні втрати, ніж забезпечені позики.

Оскільки випадок дефолту  $D$  — це змінна Бернуллі, тобто  $D$  дорівнює 1 в разі дефолту і 0 в інших випадках, ми можемо визначити очікувану суму втрат (EL) у разі дефолту, як показано на рис. 3.8:

---

<sup>7</sup> Дефолт, як правило, визначається як відмова від зобов'язань здійснювати платежі чи виплачувати відсотки, або реструктуризація зобов'язань (у т. ч. облігацій) без відмови від оплати.

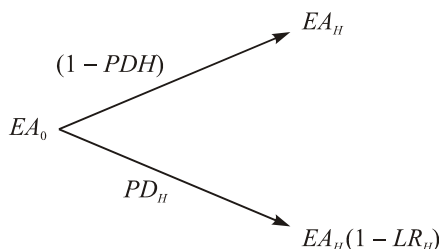


Рис. 3.8. Структура очікуваних втрат

Значить:

$$EL_H = EA_H - E(EA_H);$$

$$EL_H = EL_H - [(1 - PD_H) \times EA_H + PD_H \times (EA_H \times (1 - LR_H))];$$

$$EL_H = PD_H \times EA_H \times LR_H, \quad (3.8)$$

де  $PD_H$  — імовірність дефолту в період  $H$ ;

$EA_H$  — незахищена сума в період  $H$ ;

$LR_H$  — коефіцієнт втрат у період  $H$ ;

$E(-)$  — очікувана вартість  $(-)$ .

Очікувані втрати, які мають місце в період  $H$  ( $EL_H$ ), тобто в кінці визначеного наперед періоду — це різниця між незахищеною сумою ( $EA_H$ ) у цей період (включаючи відсотки за кредитом) і сумою, яку банк очікує одержати в цей період з певною ймовірністю дефолту ( $PD_H$ ) в термін між 0 і  $H$ , коли будуть одержані втрати ( $EA_H \times LR_H$ ).

Однак очікувані витрати не є джерелом ризику. Якщо б реальні втрати завжди відповідали б їх очікуваному рівню, не мало б сенсу додатково формувати капітал проти кредитного ризику. Ризик з'являється внаслідок відхилень у рівні збитків. Тому саме **непередбачені втрати** ( $UL$  — unexpected losses) є основним рушієм формування економічного капіталу проти кредитного ризику. Непередбачені втрати є середнім відхиленням кредитних втрат і можуть обчислюватись як на операційному, так і на портфельному рівнях. Подібно до  $EL$ ,  $UL$  також можна розрахувати за різні часові проміжки, хоч на практиці майже завжди використовується річний інтервал.

І хоч, як і очікувані втрати,  $UL$  є невід'ємною частиною кредитної діяльності банку, проте вони не можуть бути прогнозовані, а отже, не можуть бути адекватно виражені у процентній ставці за кредит. Тому  $UL$  потребують буферу у вигляді економічного капіталу, який потрібно диференціювати характеристиками ризику окремої позики.

Непередбачені втрати перекладаються на економічний капітал для кредитного ризику в три етапи: по-перше, розраховуються непередбачені втрати за окремим кредитом; по-друге визначається внесок окремих непередбачених витрат в непередбачені витрати всього банківського портфеля, по-третє, даний внесок непередбачених витрат перекладається на економічний капітал через визначення інтервалу між EL і рівнем довіри.

Ми зазначили, що UL є середнім відхиленням витрат за кредитами, тобто середнім відхиленням фактичних кредитних витрат, які охоплюють і середні очікувані втрати (EL). UL окремої позики без урахування ефектів диверсифікації може походити від чинників EL. Так само, як і EL, що обчислюється як засіб розподілу, UL обчислюється як середнє відхилення такого самого розподілу.

Нагадаємо, що EL — це продукт трьох чинників: PD, EA і LR. Для індивідуальної позики PD не залежить від EA і LR, тому що дефолт — це бінарна подія. Крім того, у більшості ситуацій EA і LR можуть розглядатись як незалежні. Тому ми можемо дістати середнє відхилення продукту трьох незалежних чинників у такий спосіб:

$$UL = EA \sqrt{PD \cdot \sigma_{LR}^2 + LR^2 \cdot \sigma_{PD}^2}, \quad (3.9)$$

де  $\sigma_{LR}$  — середнє відхилення коефіцієнта витрат LR;

$\sigma_{PD}$  — середнє відхилення ймовірності дефолту PD.

Оскільки очікуваний розмір незахищеної суми за кредитом EA може змінюватись, але не підлягає змінам залежно від характеристик кредиту, UL залежить від імовірності дефолту PD, коефіцієнта витрат LR, а також їх відповідних відхилень  $\sigma_{LR}$  та  $\sigma_{PD}$ . Якщо б не було жодної невпевненості у настанні дефолту і жодної невпевненості щодо норми відшкодування, обидва відхилення дорівнювали б нулю і, значить, UL також дорівнював би нулю, вказуючи на відсутність кредитного ризику. Для простоти ми знехтували індексом часу в цьому висновку. Але всі параметри обчислені, як і раніше, у період  $H$ .

Оскільки дефолт є змінною Бернуллі з двочленним розподілом  $B(1; PD)$ , то

$$\sigma_{PD}^2 = PD \cdot (1 - PD). \quad (3.10)$$

На практиці звичайно важко виміряти відхилення норми витрат  $\sigma_{LR}$  через брак достатніх історичних даних, тому нам доведеться здебільшого взяти на себе справедливий розподіл для коефіцієнта витрат. На жаль, на відміну від розподілу для PD, розподіл коефіцієнта витрат за кредитом має кілька альтернатив, зокрема, це мо-

же бути біноміальний (двочленний) розподіл, рівномірний, або нормальний, розподіл (розподіл Гаусса). Тоді як біноміальний розподіл вищий за відхилення LR (коли клієнт оголошує дефолт, втрачається або вся сума експозиції, або нічого), рівномірний розподіл припускає, що всі боржники, що оголосили дефолт, мали таку саму ймовірність втрати між 0 % і 100 %. Тож найоптимальнішим вибором є нормальний розподіл.

На відміну від ринкового ризику, кредитний ризик не можна цілком усунути, використовуючи стратегії хеджування. Річ у тім, що кредитний ризик має тільки потенціал зниження вартості і не має перспектив додаткового прибутку, позаяк жорстко пов'язаний з графіком погашення. За допомогою кредитних деривативів і сек'юритизації активів можливо лише перемістити кредитний ризик до інших ринкових гравців. Ці заходи не усувають ризику зазначити збитків, однак вони можуть перемістити кредитний ризик до ринкового учасника, який візьме цей ризик. Способом скорочення кредитного ризику є диверсифікація кредитного портфеля. Тому нам потрібно розглянути кредитний ризик у контексті портфеля.

Очікувані втрати кредитного портфеля прості для обчислення, тому що EL є лінійним. Тому

$$EL_p = \sum_{i=1}^n EL_i = \sum_{i=1}^n EA_i \cdot PD_i \cdot LR_i, \quad (3.11)$$

де  $EL_p$  — очікувані втрати портфеля  $n$  кредитів.

Проте для вимірювання непередбачених втрат на рівні портфеля нам потрібно розглядати ефекти диверсифікації. У найзагальнішому вигляді ми можемо визначити непередбачені втрати портфеля  $UL_p$  так:

$$UL_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \omega_i \cdot \omega_j \cdot \rho_{ij} \cdot UL_i \cdot UL_j}, \quad (3.12)$$

де

$$\sum_{i=1}^n \omega_i = 1 \text{ та } \omega_i = \frac{EA_i}{\sum_{i=1}^n EA_i}; \quad (3.13)$$

$\omega_i$  — питома вага в портфелі  $i$ -го кредитного активу;

$\rho_{ij}$  — кореляція, що дефолт або кредитна міграція в одному напрямі активу  $i$  та активу  $j$  відбуватиметься за такий самий установлений наперед період часу (як правило, між часом 0 і  $H$ );

$UL_i$  — непередбачені втрати  $i$ -го кредитного активу, визначені раніше у формулі (3.9).

Розглядаючи позику на портфельному рівні, ми бачимо, що частка непередбачених втрат  $UL_i$  в сукупному ризику портфеля є функцією: 1) очікуваних втрат кредиту; 2) ЕА, тобто частки кредиту в портфелі; 3) кореляції незахищеної суми кредиту до решти частини портфеля. Щоб розрахувати внесок непередбачених втрат  $ULC_i$  окремої позики  $i$ , нам насамперед необхідно визначити вплив долучення цієї позики до загального ризику кредитного портфеля:

$$\begin{aligned}
 ULMC_i &= \frac{\partial UL_p}{\partial UL_i} = \frac{\partial (UL_p^2)^{1/2}}{\partial UL_i} = \left(\frac{1}{2}\right) \cdot (UL_p^2)^{-1/2} \cdot \frac{\partial (UL_p^2)}{\partial UL_i} = \\
 &= \left(\frac{1}{2UL_p}\right) \cdot \frac{\partial \left(\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n UL_j \cdot UL_k \rho_{jk}\right)}{\partial UL_i} = \frac{\sum_{j=1}^n UL_j \rho_{ij}}{UL_p},
 \end{aligned} \tag{3.14}$$

де  $ULMC_i$  — це граничний внесок позики  $i$  до непередбачених втрат загального портфеля.

Зазначимо, що в наведеній формулі граничний внесок залежить лише від  $(UL_p)$  частки різних позик у портфелі, а не від розміру портфеля. Для того щоб обчислити волатильність портфеля, в який входить позика  $i$ , ми використовуємо таку властивість граничних змін волатильності портфеля:

$$dUL_{\text{portfolio}} = \sum_{i=1}^n \frac{\partial UL_p}{\partial UL_i} \cdot dUL_i = \sum_{i=1}^n ULMC_i \cdot dUL_i. \tag{3.15}$$

Граничні внески кожної позики є константою, якщо частка кожної позики в портфелі також є константою. Отже, об'єднавши згадану раніше тотожність, ми дістанемо:

$$UL_{\text{portfolio}} = \sum_{i=1}^n ULMC_i \cdot UL_i. \tag{3.16}$$

Тож  $UL$  портфеля може розглядатися для розподілу  $n$  компонентів, кожний з яких відповідає волатильному внеску граничних втрат кожної позики, помноженому на його власну волатильність втрат. Тобто ми визначаємо загальний внесок в  $UL$  портфеля так:

$$ULC_i = ULMC_i \cdot UL_i = \frac{\sum_{j=1}^n UL_j \rho_{ij}}{UL_p} \cdot UL_i. \tag{3.17}$$

ULC має ту важливу властивість, що сума  $ULC_s$  усіх позик дорівнюватиме UL на рівні портфеля (тобто сума частин дорівнює цілому):

$$\sum_{i=1}^n ULC_i = \sum_{i=1}^n UL_i \frac{\sum_{j=1}^n UL_j \rho_{ij}}{UL_p} = \frac{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n UL_i \cdot UL_j \cdot \rho_{ij}}{UL_p} = \frac{UL_p^2}{UL_p} = UL_p. \quad (3.18)$$

Тепер припустимо, що портфель складається з  $n$  позик, які мають приблизно такі самі характеристики і розмір ( $1/n$ ), тож ми можемо встановити  $\rho_{ij} = \rho = \text{const}$  (для всіх  $i \neq j$ ). Переписавши формулу (3.12) відповідно до стандартної портфельної теорії, дістанемо:

$$UL_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \text{cov}_{i,j}} = \sqrt{\sum_{i=1}^n \text{var}_i + \sum_{j,i \neq j}^n \text{cov}_{i,j}}, \quad (3.19)$$

де  $\text{cov}_{i,j}$ , визначається як коваріантність, а  $\text{var}_i$  — як відхилення втрат. Звідси можна дістати:

$$\begin{aligned} UL_p &= \sqrt{\sum_i^n UL_i^2 + \sum_{j,i < j}^n \text{cov}_{j,i}} = \sqrt{\sum_i^n UL_i^2 + \sum_{j,i < j}^n \rho UL_i UL_j} \approx \\ &\approx \sqrt{n \cdot UL_i^2 + 2 \frac{n(n-1)}{2} \cdot \rho \cdot UL_i^2} = \sqrt{[n + \rho n (n-1)] \cdot UL_i^2}, \end{aligned} \quad (3.20)$$

а отже:

$$UL_p = UL_i \sqrt{n + \rho(n^2 - n)}. \quad (3.21)$$

Використавши припущення схожих кредитів у межах наперед описаного портфеля, можемо переписати:

$$ULC_i = \frac{UL_p}{n} = \frac{1}{n} UL_i \sqrt{n + \rho(n^2 - n)} = UL_i \sqrt{\frac{1}{n} + \rho(1 - \frac{1}{n})}, \quad (3.22)$$

який скорочується для великих  $n$  до

$$ULC_i = UL_i \sqrt{\rho}. \quad (3.23)$$

Об'єднавши формулу (3.17) з (3.23) і змінивши умови, дістанемо:

$$\sqrt{\rho} = \frac{\sum_{j=1}^n UL_j \rho_{ij}}{UL_p}, \quad (3.24)$$

що ясно показує, що  $\rho$  є середньою кореляцією між позиками в портфелі.

Звідси можна зробити висновок, що якщо спробувати оцінити портфель  $UL$  за допомогою формули (3.12), потрібно оцінювати  $[n\{n - 1\}] / 2$  парні кореляції дефолту. Ураховуючи, що звичайно кредитні портфелі містять тисячі кредитів, це зробити неможливо. Проте, формула (3.23) є практичним способом розрахунку  $ULC$ , хоч вона нехтує фактом, що кредити мають різні розміри і демонструють різні кореляції (напр., галузеві, географічні тощо), отже, не виявляє потенційної концентрації в межах кредитного портфеля. Однак на практиці банки намагаються уникати такої концентрації, більше того, цьому сприяють нормативні вимоги центральних банків. Тому використання цього підходу більш ефективне як порівняти з непрактичним підходом, продемонстрованим формулою (3.12). Також кореляції дефолту малі, але позитивні, що свідчить про значні вигоди від диверсифікації кредитних портфелів.

Як уже зазначалось, розмір необхідного економічного капіталу є інтервалом між очікуваним результатом і непередбаченим негативним результатом на певному рівні довіри. Так, непередбачені результати на рівні портфеля визначаються  $UL_p$ , передбачувана волатильність приблизно дорівнює очікуваним втратам. Знаючи форми розподілу втрат,  $EL_p$ , і  $UL_p$ , можна виразити інтервал між очікуваним результатом і вибраним рівнем довіри як мультиплікатор  $UL_p$ , який часто називають мультиплікатором капіталу, або  $CM$ .

Оскільки сума всіх  $ULC_i$  дорівнює  $UL_p$ , ми можемо визначити необхідний економічний капітал на рівні окремої операції за формулою

$$\text{Economic capital} = UL_p \times CM. \quad (3.25)$$

Отже,

$$\text{Economic capital} = ULC_p \times CM, \quad (3.26)$$

тобто необхідний економічний капітал на рівні окремої кредитної операції безпосередньо пропорційний його внеску в кредитний ризик сукупного портфеля.

Ринковий ризик — це ризик одержання втрат за рахунок непередбачених і несприятливих змін у чинниках ринкової ціни, на-

приклад процентних ставок, обмінних курсів, курсів акцій і ціни товарів, які викликають переоцінку вартості певної торгової позиції банку або його загального торгового портфеля в бік зменшення. Це передбачає вплив як балансових, так і позабалансових активів, що може призводити до дефолту банку в будь-який проміжок часу між теперішнім періодом ( $t = 0$ ) і встановленим наперед часом закінчення періоду в часовому горизонті  $H$  (який, як правило, вибирається в межах річного горизонту).

Як і щодо кредитного ризику, необхідно визначити кількість економічного капіталу, потрібного для гарантування платоспроможності банку понад однорічний горизонт. Для цього знов доцільно розглядати окрему операцію в портфельному контексті.

Визначення необхідної суми економічного капіталу для банківської установи, яка відчуває вплив ринкового ризику, потребує методики, що моделює рівень ринкового ризику, взятого цією установою. На сьогодні галузевим стандартом, що використовується для вимірювання ринкового ризику, є згадуваний раніше VaR-метод. VaR є основою для визначення потрібної кількості капіталу, але має низку фундаментальних відмінностей від економічного капіталу:

1) VaR для ринкового ризику, як правило, передбачає щоденне вимірювання, тоді як економічний капітал здебільшого визначається в однорічному інтервалі;

2) VaR і економічний капітал визначаються на різних рівнях довіри (на рис. 3.9 це зображено порівнянням  $\alpha_1$  з  $\alpha_2$ );

3) VaR для ринкового ризику звичайно ґрунтується на відносно жорстких припущеннях про розповсюдження прибутку (як правило, торгових результатів), тоді як обчислення економічного капіталу може ослабити деякі з цих припущень.

Отже, у процесі управління ринковим ризиком банки використовують VaR, який, на нашу думку, є найоптимальнішим методом вимірювання ринкового ризику, позаяк поєднує і величину втрат, і ймовірність їх настання. VaR визначається як втрати в портфелі, що мають місце внаслідок непрогнозованого і несприятливого руху одного або кількох чинників ринкового ризику, які перевищують з заданою ймовірністю  $\alpha$  % у наперед визначений період часу. Стосовно торгових позицій банку часовий інтервал вибирається, як ми зазначали, як одинденний період. VaR є, таким чином,  $\alpha$ -квантиль кумулятивного розподілу ймовірності змін вартості портфеля понад період вимірювання  $H$ , і  $\alpha$  звичайно дорівнює 2,5 % або 1 %. Отже, є  $(1 - \alpha)$  % ймовірність, що критичні порогові втрати не будуть перевищені.

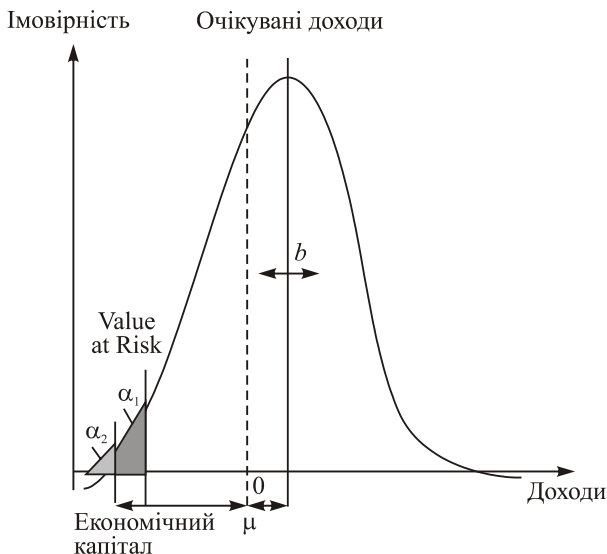


Рис. 3.9. Типовий розподіл для ринкового ризику

Математично ми можемо виразити ймовірність, що втрати перевищать VaR за наперед визначений період часу і що це відбудеться менше ніж  $\alpha$  % від часу:

$$p\{\Delta V_H - E(R_H) \leq \text{VaR}_H\} \leq \alpha\% \Leftrightarrow \int_{-\infty}^{\text{VaR}} f(R_H) dR_H \leq \alpha\%, \quad (3.27)$$

де  $p$  — ймовірність;

$\Delta V_H$  — зміни у вартості портфеля  $V$  за період  $H$ , який дорівнює  $R_H$ ;

$E(R_H)$  — очікувана (або середня) дохідність портфеля протягом горизонту  $H$ ;

$\text{VaR}_H$  — VaR для періоду  $H$ , який є від'ємним числом;

$\alpha$  — рівень довіри для того, щоб не перевищити порогу  $\text{VaR}_H$ ;

$f(R_H)$  — ймовірний розподіл доходів портфеля в часовому горизонті  $H$ .

Тепер припустимо, що щоденні доходи, як це передбачено в сучасній теорії фінансів, особливо для ліквідних ринкових інструментів, як правило, розподіляються із середньою дохідністю  $\mu$  і середнім відхиленням дохідності  $\sigma_R$ , яка є  $f(R) \sim N(\mu; \sigma_R)$ . Після цього можна переставляти умови і зрештою дістати для VaR суму в грошових одиницях:

$$\text{VaR} = ([\Phi^{-1}(1 - \alpha)\sigma_R] - \mu) \cdot V = (c \cdot \sigma_R - \mu) \cdot V, \quad (3.28)$$

де  $\Phi^{-1}$  — інверсивна стандартизована нормальна кумулятивна функція розподілу ймовірностей;

$c$  —  $(1 - \alpha)$ -квантиль стандартного нормального розподілу ( $c \in$ , наприклад, для  $\alpha = 2,5\%$  приблизно 1,96, для  $\alpha = 1\%$  приблизно 2,33 і для  $\alpha = 0,03\%$  приблизно 3,43, як можна бачити у статистичних таблицях стандартного нормального розподілу);

$V$  — вартість портфеля.

Оскільки було вибрано одинденний період, ми знехтували часовим індексом  $H$  у формулі (3.28). З цієї ж причини очікувані доходи  $\mu$  будуть дуже малими і тому при обчисленні щоденної VaR майже завжди ігноруються. Тож VaR зменшується до  $c \cdot \sigma_R \cdot V$ . Припущення, що доходи позицій, які формують портфель, мають нормальне розповсюдження, дає змогу здійснити обчислення  $\text{VaR}_p$  загального портфеля:

$$\text{VaR}_p = \sqrt{\sum_i \sum_j \text{VaR}_i \text{VaR}_j \rho_{ij}} = \sqrt{\text{VaR}^T \cdot \Sigma \cdot \text{VaR}}, \quad (3.29)$$

де  $\rho_{ij}$  — кореляція між змінами вартості активів  $i$  та  $j$ ;

$\Sigma$  — матриця кореляції змін вартості в позиціях портфеля;

$\text{VaR}$  — вектор окремої транзакції VaR.

Цей підхід називається параметричним і демонструє, що бере до уваги тільки граничний внесок (виражений кореляцією із залишком портфеля) окремої позиції в загальний ризик портфеля. Однак припущення нормальності є лише наближенням до реальності, а превалювання втрат над VaR трапляються частіше, ніж передбачається нормальним розподілом. Крім того, параметричний підхід не завжди можна поширити на нелінійні позиції, наприклад на опціони. Тому банки також застосовують історичні симуляції і так звані симулятори Монте-Карло, щоб урахувати як нелінійні позиції, так і відхилення від нормального рівня.

Звичайно інтервал довіри  $(1 - \alpha)$ , що вибирається для управління ринковим ризиком у кредитній організації, перебуває на рівні 97,5% або 99%. На цьому рівні ми очікуємо, що VaR буде перевищений у середньому від 5 до 6 днів на рік при 97,5% рівні довіри і від 2 до 3 днів щороку для 99% рівня довіри. Навіть якщо розрахунки на цих рівнях довіри є надійними, формування капіталу на основі цих оцінок може виявитись недостатнім, і це може призвести до банкрутства банку через збитки, пов'язані з ринковим ризиком, які часто порівнюються з цільовою платоспроможності банку.

Іншою проблемою є те, що VaR обчислюється в одноденному горизонті, який припускає, що в разі несприятливої ситуації всі позиції портфеля можуть бути продані на ринку в межах одного дня. Проте розмір окремої позиції і (або) зміни в ліквідності ринків можуть завадити реалізувати активи, або ж продати їх можна буде тільки за ціною, не модельованою в похідній від щоденної VaR.

Обидві проблеми — рівень довіри і моделювання горизонту (ліквідності) — турбують банківських регуляторів. Останні, незважаючи на дозвіл банкам використовувати свої власні моделі, вимагають від банків розширювати щоденний VaR такими способами:

- $\alpha$  має бути 1 % ( $\alpha_R$ ) незалежно від рівня довіри банку, вибраного у внутрішніх моделях банку;

- період володіння визначається як десять операційних днів і ґрунтується на припущенні, що акуратна ліквідація позицій ринкового ризику може взяти аж до десяти робочих днів, які є найконсервативнішою оцінкою для позицій, котрими торгують на ліквідних ринках. Трансформація з одноденного горизонту до декадного здійснюється множенням щоденного VaR на  $\sqrt{10}$  з припущенням, що зміни у вартості портфеля серійно некорельовані та однаково і незалежно розподіляються. Таким чином, сума відхилення за дні  $t \in t \cdot \sigma_R^2$ , і середнє квадратичне відхилення для  $t$  днів  $\sqrt{10} \cdot \sigma_R$ ;

- регулятори вимагають від банків множити декадну VaR на «консервативний» фактор CF, який перебуває між 3 і 4.

Отже, щоденна VaR ( $= (\Phi^{-1}(1 - \alpha_1) \sigma_R) / I$ ) трансформується в регуляторний VaR<sub>R</sub> так:

$$\text{VaR}_R = \text{VaR} \cdot \sqrt{10} \cdot \text{CF} \cdot \frac{\Phi^{-1}(1 - \alpha_R)}{\Phi^{-1}(1 - \alpha_1)}, \quad (3.30)$$

що є результатом множення  $\sigma_R$  на чинник між 22,07 і 29,43.

Зауважимо, що цей підхід, навіть за розрахунків у межах довгострокового періоду, нехтує фактором очікуваної дохідності портфеля, яка скорочує потребу в капіталі. Проте з позиції регуляторів очікувана дохідність не може розглядатись як капітальний ресурс, тобто, обчислюючи VaR<sub>R</sub>, треба мати на увазі, що  $E(R) = 0$ .

Економічний капітал для ринкового ризику виражає розмір віртуального капіталу, який потрібен для гарантування певного рівня платоспроможності банку протягом однорічного горизонту на

відповідному рівні довіри. Цей рівень довіри звичайно відрізняється від вибраного банком для внутрішніх цілей і зображений на рис. 3.9 як  $\alpha_2$ .

Однак щодо перетворення VaR на економічний капітал потрібно зробити два зауваження. Так, як уже зазначалось, VaR звичайно обчислюється на 97,5 % (або 99 %) рівні довіри, тоді як економічний капітал розраховується на 99,97 % рівні. Також, як бачимо на рис. 3.9, очікувана дохідність  $\mu$  в однорічному горизонті може бути доволі істотним чинником, а тому повинна братися до уваги у розрахунку економічного капіталу. Оскільки середньодобові виторги можуть створювати додаткову подушку капіталу проти потенційних майбутніх втрат, вони зменшують потребу в розмірі економічного капіталу. Але економічного капіталу не існує в матеріальній формі, бо не існує ніяких бухгалтерських рахунків економічного капіталу. Прибуток або втрати, що генеруються банківською установою, насправді не збільшують і не зменшують економічний капітал цієї установи. Тому ми повинні зробити відповідне корегування в перетворенні VaR на економічний капітал.

Отже, економічний капітал для ринкового ризику ( $VaR_{EC}$ ) може бути одержаний через перетворення щоденного або регуляторного VaR:

$$\begin{aligned} VaR_{EC} &= VaR \cdot \frac{\Phi^{-1}(1 - \alpha_2)}{\Phi^{-1}(1 - \alpha_1)} \cdot \sqrt{250} - \mu_{year} = \\ &= VaR_R \cdot \frac{\Phi^{-1}(1 - \alpha_2)}{\Phi^{-1}(1 - \alpha_K)} \cdot \frac{\sqrt{250}}{\sqrt{10}} - \mu_{year} \end{aligned} \quad (3.31)$$

де  $\mu_{year}$  — сума середньоденного доходу за 250 операційних днів.

За 99,97 % рівень довіри  $\Phi^{-1}(1 - \alpha_2) = 3,43$ . Помноживши його надалі на  $\sqrt{250}$  (тобто на кількість операційних днів у році), дістанемо 54,26, що більше ніж удвічі перевищує регуляторні вимоги.

Незважаючи на те що VaR-метод широко застосовується і в банківській практиці управління ризиком, і в методиках Базельського комітету, він має певні обмеження. Так, формула (3.31) враховує нормальний розподіл ринкового ризику. На практиці, однак, розподіл змін вартості портфеля часто є ненормальним, і мають місце випадки перевищення нормального розподілу. Тому VaR не дає змоги точно спрогнозувати те, що трапиться під час кризи. Як зазначають з цього приводу деякі фахівці, «...коли ви

справді має потребу в ньому (мається на увазі потреба у VaR. — *Авт.*), він не працює» [158, с. 11]. За спостереженнями Калпа і Міллера, VaR мав обмежене значення під час криз [158, с. 26], тому його використання варто доповнювати іншими заходами, наприклад, тестування сценаріїв (scenario tests) або стрес-тестингом.

Ще одним обмеженням даного методу є те, що VaR залежить від стійких кореляцій між чинниками ринкового ризику і припущенням, що портфель залишається незмінним до кінця горизонту  $H$ , тобто не матиме місця втручання менеджменту і відбуватиметься пов'язане з цим закриття позицій.

Розглянувши методики одержання економічного капіталу під кредитний та ринковий ризику, ми підійшли до останнього з трьох визначених нами ризиків, а саме — до оперативного. Загальноприйнятого визначення оперативного ризику немає. Наприклад, Дж. Лем і Г. Камерон визначають оперативний ризик як «залишковий» ризик, тобто будь-який ризик, що не належить до кредитного чи ринкового ризиків [210, с. 94]. Під **оперативним ризиком** ми розуміємо ризик одержання непередбачених фінансових втрат за рахунок збоїв у системах управління персоналом, операційних процесах і системах, внутрішніх засобах контролю або зовнішніх подіях. Ці ризики можуть призводити до банкрутства банку в будь-який час між теперішнім періодом ( $t = 0$ ) і наперед вибраним періодом закінчення часу в часовому горизонті  $H$ .

Як бачимо, дана дефініція не обмежується лише фінансовими ризиками і пов'язана з набагато більшою кількістю чинників, що впливають на грошові потоки банку та його вартість. Крім того, існують дві складові оперативного ризику: ризик події і діловий ризик.

**Ризик події** (event risk) — це ризик втрат банку, які викликані несистематичними подіями, наприклад, відмовою управлінських чи комп'ютерних систем, помилками, зловживаннями, шахрайством, законодавчими змінами, стихійним лихом тощо.

**Діловий ризик** (business risk) — це ризик того, що банк одержить втрати внаслідок непередбачених змін у майбутніх доходах або витратах, які породжені не кредитним чи ринковим ризиком, а фундаментальними і непередбаченими змінами в конкурентному оточенні банку, наприклад, появою нових конкурентів.

Перед дальшим аналізом вимірювання оперативного ризику, підхід до якого багато в чому аналогічний кредитному та ринковому ризикам, потрібно зауважити, що чинники оперативного ризику, на відміну від кредитного та ринкового, мають здебіль-

шого якісний, а не кількісний характер і, приміром, використовуються в оцінках внутрішнього аудиту.

Широке трактування оперативного ризику відбиває труднощі в управлінні ним, у тому числі в його вимірюванні. Досі управління оперативним ризиком здійснюється за допомогою традиційних підходів, наприклад, через формалізацію процедур, внутрішній аудит. Розрахунок і формування економічного капіталу під оперативний ризик здійснюють здебільшого банки-лідери. Між цими двома крайніми підходами існують і інші засоби, одним з яких може бути страхування. Підхід, заснований на формуванні економічного капіталу, може не бути оптимальним, хоча б через свою високу вартість. З іншого боку, такими ризиками, як стихійні лиха, не можна управляти через посилення контрольних процедур, а використати опції не завжди раціонально, бо вони придатні не для кожної події. Тому на практиці доцільно використовувати комбінацію різних підходів.

Розглянемо проблему вимірювання ризику події. Особливістю цього ризику є те, що він не має ніякого потенціалу одержання прибутку. Тому методологія визначення економічного капіталу для ризику події має бути подібна тій, що й для визначення економічного капіталу для кредитного ризику, особливо з огляду на факт, що подія може відбутися з імовірністю  $PE_H$  або не відбутися з імовірністю  $(1 - PE_H)$  у межах наперед визначеного горизонту часу  $H$ . Як і стосовно кредитного ризику, ми також можемо оцінити очікуваний розмір втрат у період  $H$  і, відповідно, визначити очікувані втрати в грошовому виразі для ризиків події  $EL_{ER}$ . Щодо  $EL$  для кредитного ризику банк повинен сформувати резерви під втрати, яких він очікує зазнати в середньому внаслідок ризиків події, і враховувати їх у своєму ціноутворенні.

Проблема, що постає під час оцінки розміру економічного капіталу під ризику події, полягає в дефіциті інформації щодо втрат від цих ризиків. Через брак достатніх даних для історичного аналізу базою для такого аналізу стають різноманітні припущення, що робить цей підхід доволі суб'єктивним. Здебільшого банки не матимуть достатнього досвіду великих втрат від ризику події, позаяк такі події самі по собі не є частими. Тому, щоб збільшити масив інформації, створюються так звані бази даних втрат події, в яких містяться дані про негативні події з кредитними інститутами по всьому світові. Оскільки банк може наражатись на багато різних видів ризику події, корисно створити різні категорії таких подій і перед здійсненням кількісного аналізу пристосувати їх відповідно до профілю ризику банку у двох аспектах:

1) корегування потенційного розміру втрат за рахунок ризику події;

2) оцінка ймовірності появи в банку події.

У кінцевому підсумку завдання полягає в регулюванні середньої ймовірності в базі даних подій. Це робиться за формулою:

$$PE_j = \frac{E_j}{n_j \cdot a_j}, \quad (3.32)$$

де  $PE_j$  — ймовірність появи події в категорії  $j$ ;

$E_j$  — загальна кількість подій у категорії  $j$ , за якими ведеться спостереження;

$n_j$  — сукупна кількість банків у базі даних події в категорії  $j$ , що є сумою банків, зважених за розміром і ризикованістю (класифікованих, наприклад, за індексом ризику);

$a_j$  — кількість років історії даних в базі даних події у категорії  $j$ .

Маючи дані щодо розміру та ймовірності подій, що з'являються в банку, ми можемо оцінити очікувані втрати за рахунок ризику події в категорії  $j$  ( $EL_{ER,j}$ ). Як і для кредитного ризику, ми можемо скласти ці очікувані втрати й одержати  $EL_{ER,P}$  за всіма категоріями  $j$ :

$$EL_{ER,P} = \sum_j EL_{ER,j}. \quad (3.33)$$

Непередбачені втрати за рахунок ризику події ( $UL_{ER,P}$ ) на рівні портфеля можна розрахувати за аналогією до  $UL$  для кредитного ризику:

$$UL_{ER,P} = \sqrt{\sum_i \sum_j \omega_i \omega_j \rho_{ij} UL_i UL_j}, \quad (3.34)$$

де  $\omega$  — вага подій у категорії в портфелі (зважена відповідно до їх  $EL_{ER,i}$ );

$\rho_{i,j}$  — кореляція між ризиком події  $i$  та події  $j$ ;

$UL$  — непередбачені втрати, визначені як середнє квадратичне відхилення подій навколо очікуваної вартості ( $EL_{ER}$ ).

Усі події можуть прогнозуватись так, щоб бути незалежними одна від одної, а також від подій в інших категоріях ризику події: ймовірність відмови систем життєзабезпечення, пожежі або шахрайства; ці події майже завжди не пов'язані. Отже,  $\rho_{ij}$  передбачається на нульовому рівні, і формула (3.35) скорочується:

$$UL_{ER,P} = \sqrt{\sum_i \omega_i^2 UL_i^2}. \quad (3.35)$$

Знову, як і в разі кредитного ризику, ми дістаємо необхідний розмір економічного капіталу для ризику події за допомогою використання форми портфельного розподілу подій. Ми можемо визначити мультиплікатор капіталу за допомогою оцінки інтервалу між очікуваним рівнем втрат і крайньою точкою розподілу, яка визначається вибраним рівнем довіри, вираженим як кратне число середнього відхилення втрат. Проблема лише в непросто-му зведенні цих результатів до рівня окремої операції.

Діловий ризик полягає в тому, що очікувані доходи банку можуть стати недостатніми, для того щоб покрити прогнозовані постійні витрати і змінні витрати, не пов'язані з ринковим або кредитним ризиком, що може викликати недостатню кількість капіталу в період  $H$ . Питання зводиться до змінюваності доходів порівняно з відповідними нееластичними витратами, котрі, якщо не будуть покриті, можуть спричинити збитки, під які банкам необхідно формувати економічний капітал. Отже, діловий ризик має три основні чинники, які потрібно моделювати в процесі визначення розміру необхідного економічного капіталу. *По-перше*, діловий ризик виникає від волатильності доходів. Обсяги трансакцій і маржа банку можуть змінюватись під дією різних факторів, які не завжди можуть бути під контролем банківського менеджменту. *По-друге*, діловий ризик має тенденцію зростати пропорційно до фіксованих витрат банку, тож вищі фіксовані витрати потребуватимуть додаткової кількості капіталу для ділового ризику. *По-третє*, важливим драйвером ділового ризику є волатильність змінних витрат. Непередбачені коливання змінних витрат можуть не бути безпосереднім наслідком коливання доходів і не можуть бути зменшені за допомогою банківських процедур контролю за витратами. Сума фіксованих та змінних витрат формує пороговий рівень, за яким банкам необхідно формувати економічний капітал.

На практиці використовуються два основних підходи для визначення розміру економічного капіталу для ділового ризику:

- 1) історичний підхід на базі звітності банку;
- 2) метод імітаційного моделювання Монте-Карло.

Сутність історичного підходу полягає у такому. Після визначення рівня прогнозованих доходів та витрат, інформація про які одержується на основі історичних даних, ці дані мають бути скореговані: з розрахунку вилучаються доходи та витрати від кредитних та торгових операцій. У результаті ми можемо дістати уявлення щодо волатильності залишкових ділових доходів та прогнозного рівня «фіксованих» витрат. Якщо припустити, що

залишкові ділові доходи нормально розподіляються і що ми можемо кількісно оцінити значення «фіксованих», можна визначити необхідну кількість економічного капіталу для ділового ризику. Як і в попередніх прикладах, ми визначаємо  $\alpha$ -квантиль розподілу доходів, який узгоджується з вибраним стандартом платоспроможності банку:

$$\Phi - 1(1 - \alpha) \cdot \sigma \cdot E \text{ (Доходи)}. \quad (3.36)$$

Проте нам не потрібно формувати економічний капітал на всю цю суму. Оскільки банк піддається лише непередбаченим втратам, то якщо ці витрати не можуть бути зменшені нижче від ідентифікованого порогового рівня, правомірно відняти різницю між очікуваними доходами і цим пороговим рівнем від потреби в капіталі так, що:

$$\begin{aligned} & \text{Економічний капітал для ділового ризику} = \\ & = \Phi^{-1}(1 - \alpha) \cdot \sigma \cdot E \text{ (Доходи)} - E \text{ (Фіксовані витрати)}. \end{aligned} \quad (3.37)$$

Незважаючи на видиму простоту цього підходу, він сильно залежить від наявності бази даних за значний проміжок часу. Безпосередній аналіз цих даних у процесі оцінки капіталу під діловий ризик може бути важким через необхідні корегування. Також дані звітності можуть бути тенденційними внаслідок маніпуляції бухгалтерськими процедурами. Крім того, цей підхід припускає, що історичні тенденції триватимуть, не враховуючи динаміку економічного циклу та зміни в конкурентному оточенні.

Коли розглядати модель Монте-Карло, то, хоч у процесі симуляції потенційних доходів та витрат також використовуються історичні дані, все ж вона, на відміну від попереднього підходу, менш залежна від звіту про фінансові результати. Ще однією її перевагою є те, що модель Монте-Карло прив'язує маржу, фіксовані і змінні витрати до певної макроекономічної моделі. Симуляційний підхід, на якому ґрунтується метод Монте-Карло, може також розглядати фундаментальні зміни в конкурентному оточенні і стані ринку. Оскільки всі ці фактори впливу, особливо їх загальна динаміка, можуть моделюватися набагато точніше, ніж з відображенням на основі виключно історичних даних спостережень на основі балансової оцінки, ми можемо оцінити розподіл як чистих ділових доходів, так і порогового рівня фіксованих витрат довірою. Щоб визначити необхідний економічний капітал для ділового ризику з бажаним стандартом платоспроможності банку, ми можемо точно слідувати наперед описаній процедурі і

визначати відразу  $\alpha$ -квантиль розподілу доходів, віднявши від нього симульований рівень фіксованих витрат.

Обидва підходи забезпечують установлення необхідної кількості капіталу для ділового ризику в одному контексті. На практиці корисно використовувати комбінацію двох підходів для того, щоб краще використати доступні дані. Також отримані результати за будь-яким з перелічених підходів можна порівнювати з доступними даними щодо капіталізації інших банків. Це особливо корисно, коли дані самого банку не дають достатньої інформації, щоб визначити потребу в ризик-капіталі.

Одержана інформація щодо кількості економічного капіталу під окремі види ризиків може піднятися на вищий рівень і перейти до визначення потреби в капіталі для всього банківського портфеля. Знайти цю потребу можна на основі кореляції між видами ризику. При цьому доцільно застосувати дві матриці кореляції: одну в межах окремого виду ризику і другу — між видами ризику. Другий варіант є більш складним, тому часто на практиці цими кореляціями просто нехтують, а потреби в капіталі за окремими типами ризику просто підсумовуються, і таким способом визначається загальна кількість капіталу, необхідного для покриття ризиків. При цьому правомірно говорити про перевищення реальної потреби в капіталі настільки, наскільки кореляції менші за одиницю.

На практиці для визначення потреби банку в капіталі економічний капітал розподіляється між ризиками так, як показано в табл. 3.2. При цьому розподіл економічного капіталу залежить від вибраного рівня довіри.

*Таблиця 3.2*

**РОЗПОДІЛ ЕКОНОМІЧНОГО КАПІТАЛУ**

Ризик	Частка потреб в економічному капіталі в сукупному економічному капіталі, %
Кредитний	53
Ринковий	17
Оперативний	30

Більшість авторів зазначають, що підхід до оцінки економічного капіталу, який здійснюється за методом «знизу вверх» є найбільш прийнятним з погляду управління ризиками, а також з позиції вимог банківського регулювання. При цьому ми не мо-

жемо ігнорувати того, що існують труднощі в об'єктивній оцінці точного співвідношення між різними видами ризику, а також моделювання ризиків, зокрема оперативного ризику, результати якого зазвичай є неоднозначними. Однак, незважаючи на проблеми як теоретичного, так і практичного порядку, ми вважаємо, що економічний капітал доцільно використовувати як загальну міру для загального ризику банку.

### **3.4. Бюджетування капіталу в банку**

Специфіка банків порівняно з нефінансовими компаніями, крім зазначених раніше аспектів, також виявляється у вимірюванні результативності, інакше кажучи, економічної прибутковості бізнесу, особливо у випадках, коли цей критерій має показати зв'язок ризик-менеджменту з максимізацією вартості банку. Ми говорили про еволюцію в розумінні результативності банківського бізнесу, що пройшла від панування бухгалтерського підходу, який стимулював банки нарощувати свої активи, використання коефіцієнта рентабельності активів, котрий поступився місцем показнику рентабельності акціонерного капіталу, до підходу, пов'язаного зі зважуванням активів на ризики, запропонованого базельськими рекомендаціями 1988 р. (Базель-II), аж до концентрації менеджменту на створеній вартості. Стало очевидним, що ні рентабельність капіталу, ні регулятивний капітал не виражають потенціалу створення банком вартості, позаяк вони не здатні охопити наявні ризики бізнесу, виявити вартість майбутніх грошових потоків і акціонерного капіталу банку, які є основними чинниками результативності банківського бізнесу. До певної міри це стосується і традиційних вартісних підходів, наприклад моделі дисконтування дивідендів, яка теж не може врахувати всі ризики, з якими стикається банк. Проте економічний капітал дозволяє відобразити ризики як окремих банківських операцій, так і загальний ризик банку. Тому саме на економічному капіталі ґрунтується поширений метод визначення економічної прибутковості банку, який розраховує прибуток на економічний капітал і має назву RAROC.

Результативність діяльності банку виражається економічною прибутковістю окремих операцій на зіставній, скорегованій на ризик основі. Необхідно виявити внесок окремої операції у створення банком доданої вартості, для того щоб із набору альтернатив вибрати ті операції, котрі забезпечать банку конкурентну пе-

ревагу. Цій меті цілком відповідає метод RAROC, бо він дає змогу менеджменту приймати стратегічні рішення в процесі вибору між альтернативними сценаріями, а також здійснювати оцінку результативності діяльності як банку, так і його окремих підрозділів.

Існує кілька визначень RAROC. Не вдаючись до дискусії, ми визначаємо RAROC (Risk-Adjusted Return on Capital) як скореговану на ризик прибутковість економічного капіталу, котра визначається у такий спосіб:

$$\text{RAROC} = \frac{\text{Скорегований на ризик чистий прибуток}}{\text{Економічний капітал}}. \quad (3.38)$$

Фактично RAROC можна трактувати як модифікований показник ROE, тобто як рентабельність економічного капіталу. У формулі (3.38) до складу скорегованих на ризик доходів, виражених у грошових одиницях, включаються:

- + очікувані доходи (процентні та непроцентні);
- вартість ресурсів;
- непроцентні витрати;
- очікувані збитки;
- + прибуток.

Розрахунок RAROC може провадитись як на рівні банку, так і на рівні окремої операції. RAROC вимірюється за певний період, а оскільки економічний капітал зазвичай розраховується за однорічний період, то й скорегований прибуток визначається на такий самий період.

Окремим питанням є взяття до розрахунку RAROC чистого прибутку. Ми виходимо з того, що для визначення RAROC береться до уваги прибуток до сплати податків. Це можна пояснити кількома причинами. Так, при розрахунку RAROC на операційному рівні досить важко оперувати показником податків. Що ж стосується розрахунку на рівні банку, то, як ми з'ясували, немає достатньо вагомих причин для використання податкового фактора в управлінні ризиками для створення додаткової вартості. Також у банків, які працюють у глобальному просторі, податки можуть спричинити значні відхилення при порівнянні отриманих результатів. Через це багато з них використовують для оцінки підрозділів, що працюють у різних податкових юрисдикціях, дані RAROC до оподаткування.

Оскільки RAROC використовує однорічний горизонт, його часто називають по-іншому, як-от економічний прибуток чи за-

лишковий прибуток (наприклад у розрахунку EVA). Під економічним прибутком мають на увазі:

$$\text{Економічний прибуток} = \frac{\text{Скорегований на ризик чистий прибуток} - \text{Вартість економічного капіталу}}{\text{Вартість економічного капіталу}} \quad (3.39)$$

де

$$\text{Вартість економічного капіталу} = \frac{\text{Економічний капітал} \times \text{Порогова ставка}}{\text{Вартість економічного капіталу}} \quad (3.40)$$

У свою чергу, порогова ставка (мінімальний рівень прибутковості) тотожна відповідній ставці прибутковості інвестицій ( $R_E^h$ ), яка визначається, наприклад, за допомогою CAPM, та яку вимагають інвестори (акціонери).

Це означає, що скорегований на ризик чистий прибуток достатньо відображає вільні грошові потоки акціонерам на кінець 1-го періоду і що економічний капітал являє акціонерний капітал у відповідній операції. При цьому економічний прибуток не слід ототожнювати ні бухгалтерським прибутком, ні з грошовими потоками. Скоріше, він є певним внеском операції у вартість фірми, якщо брати до уваги альтернативну вартість ресурсів, які фінансують дану операцію. Коли економічний прибуток має додатне значення, то ця операція створює вартість, в іншому разі вартість фірми знижується.

Виразивши RAROC через економічний прибуток, ми через перестановку термінів можемо побачити, що для того щоб визначити, чи створює окрема операція вартість, достатньо порівняти її RAROC з пороговою ставкою: якщо RAROC її перевищує, то операція створює вартість для банку, і навпаки.

Відносна простота та наочність RAROC сприяла широкому застосуванню даного методу в банківській практиці. На базі RAROC-методу можна будувати політику управління ризиками на рівні банку, адже RAROC розподіляє банківську діяльність на ризики, які підлягають управлінню на рівні окремого підрозділу, а всі інші ризики передає відповідним спеціалізованим підрозділам банку. Це стимулює підвищення якості роботи персоналу та позбавляє функціональних працівників необхідності працювати з ризиками, котрі є поза межами їх компетенції. Для прикладу: застосовуючи RAROC, кредитний підрозділ має повноваження

працювати з неліквідним кредитним ризиком та специфічним операційним ризиком, а процентний та валютний ризики, які можуть бути продані на відкритому ринку, передаються казначейству банку. Якщо ж казначейство вирішить не продавати ці ризики, то вони мають приносити прибуток.

Крім того, використання RAROC дозволяє уникати потреби розраховувати бета-величину для кожної окремої операції в процесі визначення необхідної порогової рентабельності через CAPM. RAROC припускає, що одне значення порогової рентабельності може використовуватися для всіх операцій банку, оскільки розмір необхідного економічного капіталу скорегований відповідно до ризиків. З іншого боку, у методі RAROC капітал розміщується відповідно до внутрішньої бета проекту, а не відповідно до систематичного чи цінового ризику, що може породжувати проблеми, які ми розглянемо згодом.

Аргументи, якими ми послуговуємось, порівнюючи RAROC з пороговою ставкою банку в процесі визначення того, чи створює окрема операція вартість, базуються на кількох припущеннях. Для того щоб їх розглянути, ми використаємо модель RAROC, запропоновану М. Кругі та ін. [157]. Ця модель базується на підході Мертона і вважається однією з найбільш узагальнених, оскільки відбиває параметри ринкової вартості, а також бере до уваги ризики боргу, а отже, ризик дефолту. З іншого боку, ця модель базується на неокласичних припущеннях, а саме на припущеннях про наявність ринку без тертя, відсутність податків, та марність рішень щодо структури капіталу.

Припустимо, що існує лише один клас боргу з нульовим купоном  $D$ , який підлягає оплаті в час  $T$  з номінальною вартістю  $F$  та поточною ринковою вартістю  $V_{D,t}$  у час  $t$ :

$$F / (1 + R_D)^{(T-t)},$$

де  $R_D$  — обіцяна дохідність до погашення боргу. Ринкова вартість активів  $A$  та акції  $E$  на час  $t$  позначаються  $V_{A,t}$  та  $V_{E,t}$ .

Оскільки RAROC вимірюється на один період, ми беремо, що  $T$  дорівнює однорічному терміну. Вартість акції та боргу на кінець оцінюваного періоду  $T$  дорівнює:

$$V_{D,t} = \frac{F}{(1 + R_f)^{(T-t)}} - p[V_{A,t}; F], \quad (3.41)$$

а також

$$V_{E,t} = c [V_{A,t}; F], \quad (3.42)$$

де  $p$  і  $c$  — вартість європейських опціонів покупця та продавця за покладеним в основу активу  $A$  з ціною купівлі-продажу опціону  $F$ .

Оскільки за нашими припущеннями структура ресурсів не має значення, ринкова вартість активу  $A$  виражається формулою

$$V_{A,t} = V_{E,t} = V_{D,t}. \quad (3.43)$$

Відповідно, ймовірність дефолту банку виражається:

$$p(\text{default}) = p[V_{A,t} \leq F] = N(-d_2), \quad (3.44)$$

де

$$d_2 = \frac{1_n \left( \frac{V_{A,0}}{F} \right) + \left( \mu_A - \frac{\sigma_A^2}{2} \right) \times T}{\sigma_A \times \sqrt{T}}, \quad (3.45)$$

а  $N(-)$  є стандартною функцією нормальною розподілу ймовірності, яка оцінює ймовірність дефолту.

Необхідність RAROC полягає в тому, щоб здійснити розрахунок економічного капіталу так, щоб на відповідному рівні довіри ймовірність дефолту банку була у вигляді константи. Тому величина  $d_2$  у наведених раніше рівняннях має бути фіксованою. Для цього нам потрібно змінити структуру капіталу, тобто  $V_{A,T} / F$  і, відповідно,  $D/E$  або змінити ризикованість окремої операції. Однак, якщо ми змінимо структуру капіталу, це призведе до змін рентабельності акціонерного капіталу. Так, рівень  $D/E$  у 11,5 відповідає частці в акціонерному капіталі на рівні 8 %, 15,67 — 6 %, та 24 — 4 %. Звідси можна зробити висновок про наявність значних варіацій рентабельності капіталу в результаті порівняно невеликих змін у структурі капіталу.

Оскільки те саме відбувається, коли кореляція активу з ринковим портфелем ( $\rho_{A,M}$ ) зростає, ми можемо підсумувати здобуті висновки у вигляді табл. 3.3.

Таблиця 3.3

**ВПЛИВ НАЯВНОСТІ ЙМОВІРНОСТІ ДЕФОЛТУ ЯК КОНСТАНТИ**

$\sigma_A$	$\rho_{A,M}$	D/E	E(R <sub>A</sub> )	E(R <sub>E</sub> )
↑	Const	↓	↑	↑
Const	↑	↑	↑	↑

Тут  $E(R_A)$  — очікувана рентабельність активів (визначається через модель CAPM);

$E(R_E)$  — очікувана рентабельність акціонерного капіталу (теж визначається через модель CAPM);

↑ та ↓ — вектори збільшення (зменшення) відповідних показників.

Підбиваючи підсумок у розгляді даної проблеми, можна висновувати, що існує можливість зафіксувати або ймовірність дефолту, або порогову ставку  $R_E^h$ , однак, не те й те одночасно. До цієї тези ми повернемося пізніше, а зараз визначимо RAROC за аналогічним підходом, щоб мати можливість порівняти його з пороговою ставкою, що базується на CAPM.

Візьмемо для прикладу окрему інвестицію  $A$  банку строком один рік. Нехай  $I$  — інвестиційні витрати активу  $A$ , котрий є NPV = 0 операції, а  $V_{A,t}$  — ринкова вартість інвестиції на час  $t$ . Звідси випливає, що  $V_{A,0} = I$ . Припустимо, що економічний капітал ЕС необхідний для створення резервного фонду, який інвестовано у безризикові облігації з метою встановлення ймовірності дефолту на попередньо визначеному рівні. На практиці це є звичайною передумовою для розрахунку RAROC.

Отже, для того щоб фінансувати  $A$ , ми повинні наростити ресурси таким способом:

$$I + EC = V_{D,0} + V_{E,0}. \quad (3.46)$$

На даний момент розходження між фінансуванням боргу ( $V_{D,0}$ ) та акціонерного капіталу ( $V_{E,0}$ ) не береться до уваги. Оскільки ми інвестували ЕС за безризиковою ставкою, то одержуємо додаткові грошові ресурси, доступні в кінці горизонту вимірювання. Тому ймовірність дефолту визначається трохи інакше:

$$p(\text{default}) = p[V_{A,t} \leq F - EC(1 + R_t)]. \quad (3.47)$$

Вважатимемо, необхідна кількість економічного капіталу є такою, що ймовірність дефолту залишатиметься константою, що вона враховує всі можливі джерела ризику і що не існує будь-яких дій, які призведуть до визначення хибної величини ЕС. Відповідно, ми можемо змоделювати вартість акціонерного капіталу на кінець періоду вимірювання таким способом:

$$V_{E,t} = V_{A,t} + EC(1 + R_t) - V_{D,t}, \quad (3.48)$$

а очікувана рентабельність акціонерного капіталу буде:

$$E(R_E) = \frac{E(V_{A,T}) + EC(1 + R_t) - V_{D,0}(1 + R_D)}{V_{E,0}} - 1, \quad (3.49)$$

де  $R_D$  — обіцяна дохідність до погашення боргу ( $> R_t$ ).

Даний вираз може бути трансформований у RAROC лише за умови додедання таких припущень:

1)  $I = D_{v,o}$ , тобто що інвестування повністю фінансується боргом, що є звичайною практикою у банківській діяльності;

2)  $EC = V_{E,O}$ , тобто що економічний капітал повністю наданий акціонерами (принаймні на початковому етапі).

Тоді ми дістанемо:

$$\begin{aligned} \text{RAROC} &= \frac{E(V_{A,T}) + EC(1 + R_t) - V_{D,O}(1 + R_D)}{EC} - 1 = \\ &= \frac{E(V_{A,T}) - V_{D,O}(1 + R_D) + EC \cdot R_t}{EC}. \end{aligned} \quad (3.50)$$

Отже, скорегований на ризик чистий прибуток визначається способом, показаним раніше, де  $V_{D,O}(1 + R_D)$  — вартість ресурсів, а  $EC \cdot R_t$  — прибуток з капіталу, котрий є сумою коштів, зароблених завдяки інвестуванню економічного капіталу у безризикові активи до кінця періоду вимірювання. За таких умов RAROC виражатиме ROE і може порівнюватися з пороговою ставкою, визначеною за методом CAPM.

Отже, RAROC може застосовуватися тільки за дуже обмежених умов. Тому існує потреба трансформувати RAROC так, щоб порогову ставку можна було застосовувати як безризикову ставку. Для цього формулу розрахунку RAROC зменшимо:

$$\text{RAROC} = \frac{V_{E,O}(1 + R_t)}{V_{E,O}} - 1 = R_t = R_E. \quad (3.51)$$

Дана модель дозволяє порівняти RAROC з вартістю акціонерного капіталу, яка визначається, наприклад, через модель CAPM. Тоді управлінські рішення, котрі ґрунтуються на RAROC, на відміну від порогової ставки, є сумісними з максимізацією вартості. Однак це передбачає, що ризикованість економічного капіталу є такою самою, як і ризикованість акціонерного капіталу банку, і що економічний капітал забезпечуватиме такі самі доходи, як і акціонерний капітал. Усе це малоймовірно і до певної міри зменшує практичне значення RAROC.

Також за уважного розгляду можна помітити й низку інших недоліків RAROC. Зокрема, перевага моделі RAROC базується на тому, що вона робить зайвим оцінювання бета-величин трансакції. Одночасно, з таким підходом пов'язані дві проблеми.

Перш за все капітал банку призначений для того, щоб поглинати втрати в межах визначеного рівня довіри, отже, може розглядатись як мірило загального ризику банку. Вплив на ризик за-

гальних трансакцій базується на внутрішніх бета-величинах, які розраховуються відповідно до наявного портфеля банку. Оскільки ці результати порівнюються з зовнішніми пороговими ставками, то логічно припустити, що портфель банку значною мірою відповідає ринковому портфелю. Це може відповідати дійсності, позаяк зазвичай бета-величини банку перебувають у межах 1,0, а тому можна вважати, що внутрішні бета-величини практично дорівнюють зовнішнім бета. Проте насправді загальний ризик відрізняється від ринкового ризику, а в RAROC немає вартісних моделей, що не дає змоги відповідно класифікувати трансакції.

Друга із зазначених проблем полягає в тому, що неможливо одночасно встановити ймовірність дефолту та рівень порогової ставки. Тому можна припустити, що за зміни фінансового важеля, який фіксує ймовірність дефолту, неможливо використовувати для всіх трансакцій єдину порогову ставку.

Крім цього, на відміну від розглянутої раніше моделі, у реальній банківській практиці не всі трансакції фінансуються винятково через борг, а економічний капітал не обов'язково відповідає дійсному капіталу. Проте існують трансакції, які взагалі не потребують інвестицій капітал у грошовій формі, прикладом чого можуть служити свопи. При цьому подібні трансакції можуть потребувати певної суми економічного капіталу. Однак у RAROC береться до уваги лише економічний капітал, а рішення щодо структури капіталу ігноруються. Тому RAROC можна вважати адекватним лише за умови, що банк не використовує трансакцій, котрі не потребують грошових інвестицій у капітал. Тому в процесі оцінки економічної ефективності трансакції необхідно зважати не тільки на ризик-капітал, призначений для забезпечення її ризиків, але й на капітал у грошовій формі.

Отже, ми дійшли висновку, що інвестований у банк капітал у грошовій формі та економічний капітал можуть значно різнитися, тому RAROC неможливо ефективно використовувати для грошового капіталу й економічного капіталу одночасно. Тому ототожнення економічного капіталу з капіталом, наданим акціонерами, ігнорує ризик дефолту, а тому є наближенням.

Ще одна проблема стосується встановлення порогової ставки, яка повинна об'єктивно свідчити про те, створює банк вартість чи її знищує. Якщо вибір порогової ставки ґрунтується на необхідній доходності відповідно до CAPM, то це може призвести до неточностей. Продемонструємо це на прикладі.

Як ми встановили, економічний капітал є мірилом загального ризику банку, який включає як систематичний, так і несистема-

тичний ризику. Відповідно до рекомендацій, наданих у попередньому підрозділі монографії, ми для нашого прикладу розподілимо економічний капітал між окремими ризиками в такий спосіб: кредитний ризик — 50 грош. од., ринковий ризик — 20 грош. од., операційний ризик — 30 грош. од. Операційний ризик банку можна вважати переважно специфічним ризиком. Те саме стосується і кредитного ризику, позаяк у нашому прикладі кредитний портфель банку повністю не диверсифікований і він містить ризики, пов'язані з регіональним аспектом кредитних вкладень, а також ризики, пов'язані з конкретними клієнтами. Оскільки ринковий ризик диверсифікований більшою мірою, ми в контексті CAPM розглядаємо такий розподіл між систематичним та ринковим ризиками (табл. 3.4):

Таблиця 3.4

**РОЗПОДІЛ ЕКОНОМІЧНОГО КАПІТАЛУ МІЖ СИСТЕМАТИЧНИМ ТА СПЕЦИФІЧНИМ РИЗИКАМИ**

Ризик	Систематичний ризик, %	Специфічний ризик, %	Систематичний ризик, грош. од.	Специфічний ризик, грош. од.
Кредитний	70	30	35	15
Ринковий	95	5	19	1
Операційний	10	90	3	27
			<b>57</b>	<b>43</b>

Відповідно до методології RAROC необхідна сума економічного капіталу повинна заробляти потрібні доходи. Якби безризикова ставка  $R_t$  дорівнює 6 %, премія за ринковий ризик ( $R_m - R_t$ ) також дорівнює 6 %, а бета банку буде на рівні 1,0, то порогова ставка визначатиметься:

$$\text{Порогова ставка} = R_t + \beta \cdot (R_m - R_t) = 6 \% + 1 \cdot 6 \% = 12 \%. \quad (3.52)$$

Отже, прибуток у грошових одиницях становитиме 12 грош. од. ( $12 \% \cdot 100 = 12$ ).

Проте в моделі CAPM специфічний ризик не оцінюється, а компенсується за безризиковою ставкою. Відповідно, економічний капітал для покриття специфічного ризику буде здійснено лише на рівні 6 %, а не 12 %. За цим підходом необхідний прибуток розраховується так:

$$57 \cdot 12 \% + 43 \cdot 6 \% = 9,42 \text{ (грош. од.)}$$

Це на 21,5 % менше, ніж потрібно у моделі RAROC.

Даний приклад наочно демонструє вади RAROC у визначенні вартості, яку утворює трансакція. Так, порогова ставка за методом CAPM ураховує лише систематичний ризик, тоді як економічний капітал є мірилом загального ризику. Також економічний капітал вимірює внесок загального ризику в банківському портфелі (внутрішнє бета) і не завжди відображає залежність від зовнішнього бета, як це передбачено CAPM.

Навіть якщо врахувати той факт, що числитель формули розрахунку RAROC пов'язаний з очікуваними грошовими потоками, що зближує його з вартісним підходом, насправді RAROC не демонструє безпосереднього зв'язку зі створенням вартості. І хоч RAROC претендує на те, щоб стати певним еталоном у банківському секторі, замінивши показник рентабельності капіталу, він, як ми з'ясували, є неточним, бо порівнює непорівнянне і не дає змоги надійно визначити розмір необхідного прибутку. З одного боку, RAROC відображає загальний ризик банківського портфеля, а з другого — порівнює загальний ризик зі складовими, котрі включають лише чинники систематичних і ринкових ризиків. Тож економічний капітал має розглядатись як буфер проти непередбачених втрат, який інвестується у безризикові активи і потребує відшкодування, а також як такий, що пов'язаний зі своїм внеском у загальний ризик банку. RAROC, як однофакторна модель, не може охопити ці два фактори, їх може відобразити лише модель, котра використовує дві змінні. Відповідно, існує потреба в розширенні традиційних методів бюджетування капіталу.

Усвідомлення того, що економічний капітал пов'язаний з витратами, а порогова ставка, котра базується на CAPM, не відображає витрат на покриття загального ризику, відбилось у працях низки фахівців ще на початку 1990-х років, зокрема Т. Вілсона [279], К. Джеймса [200], К. Фрута і Дж. Штайна [183]. Обидві ці проблеми були поєднані в двофакторній моделі Мертона та Перолда [222], запропонованій 1993 року. Логіка цієї моделі полягає в тому, що інвестований грошовий капітал має приносити прибуток відповідно до порогової ставки, визначеної в рамках CAPM, оскільки це є адекватною платою за ризик. Мертон та Перолд показали, що витрати на формування ризик-капіталу впливають з агентських та інформаційних витрат, що робить витрати фінансових проблем основним спонукальним мотивом для здійснення ризик-менеджменту на корпоративному рівні. Вони розглядають ризик-капітал як своєрідну страховку активів, і доти, доки така страховка придбавається за справедливою ринковою ціною, з нею не будуть пов'язані ніякі економічні витрати. Однак через

інформаційну асиметрію та агентські непорозуміння між різними стейкхолдерами банку згадана страхівка може бути одержана лише через сплату спреду понад справедливую ринкову вартість. Ці витрати насправді будуть для банку економічними витратами на ризик-капітал. Проблема розглядуваної моделі полягає якраз у визначенні цих витрат на покриття загального ризику, для чого потрібно мати відповідну теоретичну модель, щоб порівняти здобути на її основі результати з наявними ринковими цінами і, врешті, визначити витрати на покриття загального ризику. Це дуже важко, якщо взагалі можливо, здійснити в розрізі різних активів.

Двофакторна модель, запропонована Фрутом та Штайном, доводить, що ринкові коливання роблять структуру капіталу та ризик-менеджмент значимими для створення вартості [183]. В даній моделі внесок окремої транзакції у варіативність банківського портфеля впливатиме на порогову ставку транзакції в такий спосіб:

$$\text{Порогова ставка}_i = R_i + \beta_i \cdot (RM - R_i) + \lambda \cdot \sigma_{i,P}, \quad (3.53)$$

де  $\lambda$  — одиниця витрат волатильності банківського портфеля:

$$\lambda = \frac{R_P - R_i}{\sigma_P^2};$$

$\sigma_{i,P}$  — коваріантність транзакції  $i$  з портфелем банку  $P$ .

Порогова ставка транзакції відображає ринковий ризик, оцінений, наприклад, методом CAPM, плюс внесок проекту до загальної волатильності грошових потоків банку, які не піддаються хеджуванню. Ціна специфічного банківського ризику змінюватиметься прямо пропорційно вартості зовнішнього фінансування і залежатиме від поточної структури банківського капіталу. Однак, на нашу думку, модель Фрута і Штайна надмірно передбачає, що банк повинен хеджувати всі свої ризики, котрі мають можливість бути проданими на ринку. Насправді ціна утримування таких ризиків для банку перевищуватиме ринкову ціну ризиків через включення ризику хеджування до варіативності банківського портфеля. Тобто єдині ризики, що їх візьме банк, будуть неліквідні, що не відповідає реальності.

Двофакторна модель Штульца [264], подібно моделі Мертона та Перолда, ґрунтується на визначенні порогової ставки на основі грошового капіталу банку. Оскільки економічний капітал вимірює загальний ризик банківського портфеля, він повинен відображати не тільки витрати на бюджетування капіталу, але й витрати впливу такого проекту на загальний ризик банку. Ігнорування таких витрат призведе до помилки у процесі бюджетування

капіталу. Тому вартість проекту для банку — це традиційний неокласичний NPV за мінусом витрат загального ризику.

І хоч у моделі Штульца фактично немає відповіді на питання, як можна розрахувати витрати загального ризику, але порівняно з іншими переліченими моделями нам вона видається найбільш практичною, позаяк поєднує економічний капітал, який нині широко використовується в банківській практиці, із сучасними підходами до бюджетування капіталу. Загалом же двофакторні моделі, особливо модель Штульца, розширюють модель RAROC, яка сама по собі не спроможна продемонструвати, де банк одержить прибуток, тобто мають конкурентні переваги, а також які інструменти ризик-менеджменту здатні максимізувати вартість банку. Тому існує потреба накреслити нові підходи, які б могли розв'язати ці завдання.

Згідно з моделлю Штульца необхідна для трансакції  $i$  порогова ставка обчислюється як сума порогової ставки (визначається за методом CAPM) дохідності  $R_{E,i}$  інвестованого акціонерного капіталу  $V_{E,i}$  і витрат загального ризику банку. Останні, у свою чергу, залежать від відповідного економічного капіталу трансакції  $EC_i$  та витрат фінансових проблем банку FDC. Звідси дістаємо:

$$\text{Необхідна дохідність}_i = R_{E,i} \cdot V_{E,i} + \text{FDC} \cdot EC_i. \quad (3.54)$$

Як бачимо, за цією моделлю утримувати в портфелі ризик є завжди витратним. Тому за логікою ризик-менеджмент може створювати вартість, зменшуючи такі витрати. Це можна зробити, зменшивши ризики свого портфеля, відповідно скоротивши розмір необхідного економічного капіталу, а отже, зменшивши витрати на покриття загального ризику. Іншим способом є зменшення витрат на покриття загального ризику для даного рівня економічного капіталу.

Розглядаючи перший спосіб, доходимо висновку, що його застосування передбачає вкладення коштів у безризикові активи, що для банківського бізнесу є неприйнятним, позаяк природа банківництва якраз і полягає у взятті певних ризиків. Тож на практиці може бути реалізовано лише другий із зазначених нами способів. При цьому існує три можливості, які ми послідовно розглянемо.

Перша можливість полягає у збільшенні наявного капіталу. Зрозуміло, що власний капітал банку нерозривно пов'язаний з наявними кредитними ризиками. Коли банк нарощує свій капітал задля нарощування обсягів своєї діяльності, то за того самого рівня ризиків йому не вдасться скоротити витрати на покриття за-

гального ризику. Тому капітал банку має інвестуватись у проекти, котрі мають від'ємне внутрішнє бета до наявного портфеля. Ні інвестування коштів у безризикові активи, ні повернення кредитів не змінять розміру необхідного економічного капіталу, хоч змінять витрати загального ризику, якщо решта операцій залишаться незмінними. Але утримування власного капіталу пов'язане з альтернативними витратами і не може замінити ризик-менеджмент.

Друга можливість полягає у відборі проектів залежно від їхнього впливу на загальний ризик. Такий відбір дозволяє диверсифікувати банківський портфель, однак він пов'язаний із певними витратами. Як свідчать дані досліджень, диверсифікаційна знижка універсальних установ, якщо порівняти зі спеціалізованими інститутами, становить приблизно 14 % [263, с. 25]. З іншого боку, проникнення в інші сектори ринку пов'язано з додатковими витратами, зокрема витратами на управління, або неочікуваними втратами від кредитних ризиків. У нашій моделі ці витрати балансуються за рахунок економії на втратах, спричинених загальним ризиком. Ця теза підтверджується даними досліджень Е. Заїк та інших, які стверджують, що диверсифікація портфеля дає економію на витратах, незважаючи на те що вона сама пов'язана з додатковими витратами [282].

Третя можливість пов'язана з використанням похідних фінансових інструментів для хеджування ризиків. Такий підхід є найбільш ефективним з фінансового погляду і здійснюється методом зниження загального ризику, однак за умови функціонування ліквідного ринку. Крім цього, витрати на застосування цих інструментів мають бути нижчими від витрат на покриття загального ризику.

Отже, використання двофакторної моделі дає змогу банку дістати низку переваг:

1. Двофакторна модель демонструє, де банк має конкурентні переваги і де він може створити вартість. Поки банк одержуватиме надбавку від інформаційних переваг, яка перевищує обидва компоненти витрат з формули (3.54), у результаті взяття ризиків збільшуватиметься вартість банку. Особливо це стосується неліквідних ризиків, зокрема операційного і частково кредитного. Це пояснюється тим, що про ліквідність ринку можна говорити в разі, коли його агенти мають однакові очікування і жоден з них не має інформаційних переваг. Тому коли банк вирішує взяти ліквідний ринковий ризик, необхідно, щоб ціна принаймні покривала і ринкові витрати, і витрати на покриття загального ризику. У цьому

разі банк створюватиме вартість. У іншому разі вартість буде знищуватись.

2. Банк повинен продати ризики, якщо він не має інформаційних чи конкурентних переваг, які компенсуватимуть обидва витратні компоненти формули (3.55) за умови, що витрати на реалізацію не перевищують витрат загального ризику. Утримуючи такі ризики, банк знищуватиме вартість.

На ліквідних ринках найбільш ефективним є використання похідних інструментів, оскільки витрати на них, як правило, нижчі, ніж витрати загального ризику, котрі виникають від наявності відповідних трансакцій у портфелі банку. На неліквідних ринках доцільно застосовувати інші інструменти, такі як сек'юритизація, внутрішня диверсифікація, страхування, за умови, що витрати на них не перевищуватимуть витрат загального ризику відповідних трансакцій.

3. Хеджування специфічних ризиків та диверсифікація портфеля можуть створювати вартість, навіть якщо вони спричиняють витрати. Тобто доки витрати на, наприклад, диверсифікацію кредитного ризику та управління оперативним ризиком будуть меншими, ніж витрати загального ризику, такі дії будуть вигідними для банку. Зауважимо, що наш висновок суперечить неокласичній теорії стосовно того, що витрата часу та фінансових ресурсів на уникнення специфічних ризиків фірми завжди руйнує вартість.

Отже, ясно видно, що коли в банку є загальний ризик, він може нарощувати вартість через здійснення ризик-менеджменту. Останній, у свою чергу, невіддільний від процесу бюджетування капіталу. Застосування запропонованої нами двофакторної моделі дозволяє запобігти передчасному інвестуванню коштів у проекти з некомпенсованими ризиками, котрі пов'язані з реальними витратами, а отже, зі знищенням вартості.

З іншого боку, витрати загального ризику банку, як зазначалось, обумовлюються структурою його ресурсів. Відповідно, ні рішення щодо ризик менеджменту, ні процес бюджетування капіталу не можуть реалізовуватись без огляду на структуру ресурсів. Наша модель передбачає, що і капітал, наданий акціонерами, і загальний ризик пов'язані з витратами. Зниження фінансового важеля, тобто нарощування власного капіталу, зменшує витрати загального ризику, однак збільшує витрати на залучення капіталу. Якщо збільшення капіталу для зменшення вартості загального ризику є витратним для банку, то витрати загального ризику повинні дорівнювати витратам на залучення капіталу, а структура

капіталу має бути скорегована, аж поки не буде досягнуто рівноваги. Однак це не означає, що економічний капітал і реальний капітал також повинні бути тотожними, тож, знаючи необхідний розмір економічного капіталу, не завжди можна автоматично застосувати його до реального власного капіталу. З огляду на те що зростання загального ризику призводить до витрат, нарощування частки капіталу у структурі ресурсів може бути не таким дорогим, як вважається, за умови, що воно приводить до зниження витрат загального ризику.

Утім, незважаючи на наявність низки недоліків, RAROC на сьогодні може використовуватись у практиці бюджетування капіталу банку. Запропонована нами модель здатна стати фундаментом нормативної теорії ризик-менеджменту в банках, хоч потребує проведення додаткових досліджень, щоб стати більш дієвою на практиці.

Запропонована нами модель дозволяє також сформулювати висновки, основний з яких полягає в тому, що ризик-менеджмент може створювати вартість. У цьому процесі може використовуватись низка наявних фінансових інструментів за умови, що витрати на операції з ними будуть нижчими, ніж витрати загального ризику, які належать до відповідних трансакцій.

Управлінські рішення у сфері управління структурою ресурсів, бюджетування капіталу та ризик-менеджменту мають бути взаємозв'язаними, а не відокремленими, як це передбачається неокласичною теорією фінансів.

Якщо загальний ризик банку стає суттєвим для нього, спричиняючи значні витрати, то до нього не можна ставитись як до простого управління систематичним чи специфічним ризиками. Питання потрібно ставити під таким кутом: чи завдяки своїм конкурентним перевагам банк, беручи ризики, генерує достатній прибуток, який здатний компенсувати витрати і ринкового, і загального ризику? За наявності в банку конкурентних переваг взяття ризиків може створювати вартість навіть на неліквідних ринках.

Менеджмент банку має зосередитись на наявних конкурентних перевагах, усвідомити, звідки вони з'являються і за рахунок чого існують. Ризик-менеджмент дозволяє банку зосередитись так званих хороших ризиках, позаяк у процесі бюджетування капіталу через двофакторну модель дозволяє позбутися усіх інших ризиків, доходи від яких не покривають обидва витратні компоненти формули (3.54). Тож у портфелі банку мають залишатись тільки ті ризики поза сфери конкурентних переваг банку, котрі мають незначний вплив на загальний ризик банку.

## Розділ 4

### **НЕМАТЕРІАЛЬНІ АКТИВИ В ПРОЦЕСІ СТВОРЕННЯ ВАРТОСТІ В БАНКУ**

---

#### **4.1. Корпоративне управління в системі вартісно-орієнтованого банківського менеджменту**

Про перехід банківської системи нашої країни на якісно новий щабель розвитку свідчить актуалізація тих проблем, котрі ще недавно були або взагалі невідомими, або розглядались лише в контексті ознайомлення з іноземним досвідом. Серед цих «проблем росту» для вітчизняних банків чимале значення має корпоративне управління.

Проблема корпоративного управління в банках є актуальною не тільки для України, але й для розвинутих країн, хоч навіть там це питання почали широко обговорювати приблизно з середини 1990-х років. Ще в той час широкий загаль асоціював термін «корпоративне управління» з управлінням фірмою, а сьогодні мало в кого викликає сумнів, що воно є важливим чинником, який впливає на ринкову вартість акцій компанії.

Незважаючи на велике значення корпоративного управління, сучасні теорія та практика не виробила загальноприйнятого визначення цього поняття. Так, за Х. Матізеном, «корпоративне управління є сферою економіки, котра досліджує, як забезпечити ефективне управління корпорацією» [218, с. 9]. А. Шляйфер і Р. Віші вважають, що «корпоративне управління є домовленостями, за якими постачальники коштів корпораціям запевняють себе у поверненості їхніх інвестицій» [254, с. 737]. Президент Світового банку Й. Вульфенсон зазначив, що «корпоративне управління є підвищенням корпоративної чесності, прозорості і відповідальності» [281]. Відповідно до Принципів корпоративного управління ОЕСР «корпоративне управління —

внутрішні засоби, які використовуються для управління та контролю за діяльністю компаній» [83, с. 2]. Заступник Генерального секретаря цієї організації С. Кондо визначив корпоративне управління як «групу поведінкових стосунків, якими підприємства керуються і контролюються» [36]. У корпоративному нормативному акті Європейського банку реконструкції та розвитку зазначається, що корпоративне управління виявляє «форми і можливості контролю акціонерів за діяльністю керівництва і участі у прийнятті ключових рішень» [86, с. 5]. У Принципах корпоративного управління, ухвалених ДКЦПФР України, корпоративне управління визначено як «система, за допомогою якої спрямовують та контролюють діяльність товариства» [84, с. 4]. Згідно з даним документом «сутністю корпоративного управління є система відносин між інвесторами — власниками товариства, його менеджерами, а також заінтересованими особами для забезпечення ефективної діяльності товариства, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин» [84]. Національний банк України визначає корпоративне управління як процес, що застосовується для спрямування діяльності установи й управління нею з метою гарантування її безпеки та надійності, а також підвищення її вартості [64].

Як свідчить аналіз наведених дефініцій, перелік яких далеко не повний, корпоративне управління можна трактувати у широкому та вузькому значенні. Так, корпоративне управління визначає розподіл повноважень між органами управління компанією, іншими словами, організаційну модель, за допомогою якої компанія реалізує та захищає інтереси своїх інвесторів. З іншого боку, корпоративне управління нами розглядається як системне поняття, що охоплює не тільки взаємовідносини всередині корпорації, але і її зв'язки з іншими зацікавленими особами.

На наш погляд, **корпоративне управління** є системою відносин між власниками, органами управління компанією, а також її клієнтами, працівниками, кредиторами, інвесторами, органами влади з метою забезпечення добробуту власників та суспільства в цілому. Наш підхід базується на усвідомленні того, що зростання ринкової вартості компанії можливе не тільки за умови якісного управління, стабільного фінансового стану та грамотної стратегії. Успіх компанії передусім залежить від взаємозв'язків з визначеними групами зацікавлених осіб. Лише за їх наявності постачальники ресурсів довірять свої кошти компанії, що зможе забезпечити позитивний ефект для всіх учасників корпоративних відносин.

Отже, роль корпоративного управління полягає у приверненні уваги суспільства до діяльності компанії. Відповідно, якість корпоративного управління є важливим фактором, який формує вартість компанії. Під якістю корпоративного управління розуміють міру чесності та відкритості процедур управління компанією, їх відповідність інтересам акціонерів і інших учасників корпоративних відносин.

Банківський бізнес — особливий вид підприємницької діяльності. Проблема асиметричності інформації між учасниками основних корпоративних відносин: власниками, менеджерами, вкладниками, кредиторами, регулятивними органами — посилює значення корпоративного управління у банках порівняно з нефінансовим сектором економіки. Цим обумовило те, що ОЕСР у своїх Принципах корпоративного управління дає окреме визначення корпоративного управління для банківських установ, а саме як «низку взаємовідносин між органами управління компанією, її акціонерами та іншими зацікавленими сторонами. Корпоративне управління також задає схему визначення цілей компанії та визначає способи їх досягнення та моніторингу діяльності» [83, с. 8].

Як зазначає Базельський комітет з питань банківського нагляду, «з позиції банківської галузі корпоративне управління включає спосіб, в який бізнес і справи індивідуальних інститутів управляються радами директорів і правлінням, що впливає на те, як банки:

- визначають корпоративні цілі (у тому числі надання економічних прибутків власникам);
- управляють щоденними операціями банку;
- враховують інтереси визнаних учасників;
- узгоджують корпоративну діяльність і поведінку з очікуванням, що банки працюватимуть надійно і безпечно, а також з дотриманням відповідних законів і нормативних актів, а також захищають інтереси вкладників» [81, с. 4].

Захист вкладників та кредиторів банку, котрі найбільше страждають від «несприятливого вибору» і «моральної небезпеки» [43, с. 86], здійснюється регулятивними органами передусім такими інструментами, як нормативне регулювання, страхування депозитів, вимоги до розкриття інформації тощо. У сучасних умовах генезис у банківському нагляді виявляється в зміщенні акцентів від державного втручання на користь заходів з боку самих банків, покликаних створити ефективну систему управління. За словами А. Гріспена, голови Федеральної резервної системи США: «ми маємо провадити політику, в якій приватний контр-

партнерський контроль розглядається як перша лінія оборони безпечної та надійної банківської системи» [110, с. 3]. Таке розуміння виявилось і в рекомендаціях Базельського комітету, зокрема у нових стандартах банківського капіталу (BASEL II), а також в інших документах цієї організації, які стосуються корпоративного управління в банківському секторі: Принципах управління процентним ризиком, Положенні про внутрішні системи контролю у банківських організаціях, Підвищенні транспарентності банків, Принципах управління кредитним ризиком [175, с. 3], а також у найновішому документі — Практичному керівництві з управління і контролю у сфері операційних ризиків, ухваленому 2003 року. Ідеологія даних документів полягає в тому, що функцією регулятивних органів є моніторинг ризиків, тоді як управління банківськими ризиками здійснюють відповідні органи управління банком.

У праці Ж. Капріо та інших досліджено дані щодо власності 244 банки в 44 країнах світу. Автори виявили, що за винятком небагатьох країн з дуже жорсткими законами щодо захисту прав акціонерів банки не є у власності широкого кола осіб. Швидше, банки мають тенденцію бути родинним бізнесом або перебувати в управлінні державою [149, с. 30—31].

Що стосується державної форми управління банками, то в цьому зв'язку науковці додержуються різних поглядів. Відповідно до так званого «політичного» погляду, апологетами якого виступали, наприклад, А. Гершенкрон, У. Льюїс, Р. Х'ютрі, держава повинна поширювати власність на стратегічні сфери економіки, зокрема банки. Це перегукується з відомим висловом В. Леніна, який відразу після жовтневих подій 1917 р. заявив: «Без великих банків соціалізм був би неможливий... Єдиний великий... державний банк... — це вже дев'ять десятих соціалістичного апарату» [56]. Подібні ідеї було широко запроваджено на практиці, коли уряди в Африці, Азії і Латинській Америці протягом 1960—1970 рр. провадили політику націоналізації наявних комерційних банків та утворення нових.

Альтернатива «політичному» погляду вбачає у державному втручанні в банківський сектор бажання політиків досягати не стільки соціальних, скільки політичних завдань щоб забезпечити зайнятість, субсидії та інші блага прихильникам, котрі повертатимуть прихильність у вигляді голосів, політичних дивідендів, хабарів тощо. Про це йдеться, зокрема, у праці А. Шляйфера та Р. Віші [255], а також у відомому дослідженні державного управління банками Р. Ла-Порта та інших [208]. Спираючись на дані

цих досліджень, можна зробити висновки, що державна власність на банки:

- є значною в глобальному масштабі навіть у наш час;
- превалює в країнах з низькими доходами на душу населення;
- пов'язана з більш повільним дальшим фінансовим розвитком і більш повільним приростом продуктивності і доходів на душу населення.

Однак Дж. Стігліц та С. Сепінгтон вважають проблему власності у сфері корпоративного управління вторинною. Більш важливою, на їхню думку, є конкуренція на ринку. Саме конкуренція слугує джерелом вищої ефективності і нижчих цін, але вона також є важливою складовою корпоративного управління... [247]. Ми також додержуємося такої думки.

Стосовно України об'єктивні висновки можна робити лише щодо державної власності на банки. Зокрема, на сьогодні функціонують два державні банки у формі відкритого акціонерного товариства — Укресімбанк та Ощадний банк України, частка яких у активах банківської системи поступово зменшується. Так, якщо станом на початок 2001 р. частка в активах банківської системи одного лише Укресімбанку становила 7,8 %, то вже на початок 2005 р. аналогічна частка обох державних банків була 7,7 % (з них Укресімбанку — 3,9 %), несуттєво підвищившись на початок 2008 р. до 8 % [6, с. 71].

Щодо структури власності на інші банки України дані доступні лише за організаційно-правовою формою. Кінцеві ж власники українських банків, як правило, залишаються невідомими, незважаючи на намагання Національного банку України змусити банки надавати інформацію щодо цього.

Говорячи про корпоративне управління в банківському секторі України, потрібно зазначити, що більшість власників і керівників вітчизняних банків усвідомлюють його важливість для банківського бізнесу та ознайомлені з вітчизняними принципами корпоративного управління. Однак загальний рівень корпоративного управління в банках нашої країни поки залишається невисоким. У цій царині, на наш погляд, домінують такі вузлові проблеми:

1. Недосконалість розподілу повноважень між органами управління банком.

2. Недостатній захист прав акціонерів.

3. Недостатня відкритість інформації про діяльність банків.

У процесі роботи органів управління банком з-поміж інших проблем найбільш складним та невіршеним досі питанням є

взаємодія спостережної ради та правління. Повноваження цих органів визначаються у статуті банку і можуть бути делеговані лише за умови відповідної фіксації у протоколі того органу, котрому надаються зазначені повноваження, разом з зазначенням терміну закріплення повноважень. У разі коли повноваження делегуються від спостережної ради на користь правління банку, то згідно з загальноприйнятими принципами корпоративного управління вони несуть спільну відповідальність за вирішення відповідних завдань перед загальними зборами акціонерів.

Слід зазначити, що в міжнародній практиці існує дві моделі організації управління компанією: однорівнева та дворівнева<sup>1</sup>. В однорівневій моделі, яку вибрали, зокрема, США, Великобританія, Італія, Бельгія, Швейцарія, Швеція, створюється єдиний орган управління компанією — рада директорів, до складу якої входять як менеджери компанії, так і незалежні представники. Як правило, кількісний склад ради директорів становить 11—13 осіб.

Дворівнева модель, яка функціонує в Австрії, Німеччині, Нідерландах, а також в Україні, передбачає створення спостережної ради та виконавчого органу — правління (рада директорів). Наглядова рада (її кількісний склад зазвичай — у межах 14—16 осіб) формується з незалежних осіб, а до правління входять менеджери компанії. На відміну від нефінансових компаній, де акціонерні товариства з кількістю акціонерів менше від 50 осіб можуть не створювати спостережної ради, банки повинні мати цей орган незалежно від кількості акціонерів. Однак в Україні спостережні ради банків поки не набули належної їм функціональної ролі. Зокрема, у багатьох вітчизняних банках, особливо закритої форми власності, не бачать жодної різниці між спостережною радою та загальними зборами. Навіть трапляється, коли члени спостережної ради безпідставно втручаються в операційну діяльність банку, привласнюючи собі повноваження правління.

Відповідно до загальноприйнятих стандартів корпоративного управління основоположним принципом функціонування спостережної ради є її незалежність. Саме тому українськими принципами корпоративного управління визначено, що кількість незалежних членів у раді має бути принаймні 25 % [84;

---

<sup>1</sup> У деяких країнах, зокрема Франції, Росії, Фінляндії, компанії можуть вибирати модель управління самостійно. Приміром, у Франції 80 % компаній вибрали однорівневу модель і 20 % — дворівневу.

с. 18]. Крім того, частину цих членів за міжнародними нормами мають становити фізичні особи. Утім, як свідчать дані Міжнародної фінансової корпорації, у половині українських банків до складу спостережної ради входить 3 або 4 особи і лише 30 % банків мають одного або кількох незалежних членів ради [32, с. 12].

Подібною незначною кількістю членів спостережної ради можна пояснити і практичну відсутність комітетів у структурі даного органу, хоч українські та міжнародні принципи корпоративного управління вважають доцільним формування таких структур, а також рекомендують запроваджувати в спостережній раді посаду корпоративного секретаря [84, с. 20, 22]. Більше того, Базельський комітет з банківського нагляду визначає, що у складі спостережної ради доцільно організовувати не менше від чотирьох комітетів: з аудиту, винагород, призначень, управління ризиками [176, с. 6—7]. Інформацію про реалізацію цієї вимоги банками США та ЄС, що входять до 10 найбільших за обсягом активів, подані в табл. 4.1.

*Таблиця 4.1*

**КОМІТЕТИ У СКЛАДІ РАДИ ДИРЕКТОРІВ У БАНКАХ  
США ТА ЄС, ЩО ВХОДЯТЬ ДО TOP-10 [120]**

Регіон	Наявність комітетів та кількість банків з 10 найбільших			
	Аудит	Винагороди	Призначення	Управління ризиками
США	10	10	7	1
ЄС	10	5	4	5

З цього приводу ми розглянули шість великих банків на предмет структури їх спостережних рад, послуговуючись інформацією, що міститься на офіційних веб-сторінках цих банків. Як свідчить проведений аналіз (табл. 4.2), у всіх банках, котрі розглядалися, наглядові ради містять у своєму складі окремі комітети: від двох, як у нідерландському ABN AMRO, до п'яти у Bank of America. Усі банки мають комітети з аудиту, і більшість з них виокремлюють комітети з винагород. Разом з тим функції з управління ризиками можуть бути розподілені між кількома структурами. У трьох із розглядуваних банків, а саме у Bank of America, UBS, Credit Suisse, створено комітети з корпоративного управління.

Таблиця 4.2

**НАЯВНІСТЬ КОМІТЕТІВ У СТРУКТУРІ СПОСТЕРЕЖНИХ РАД  
ПРОВІДНИХ БАНКІВ РОЗВИНУТИХ КРАЇН**

Банк	Комітет з аудиту	Комітет з винагород	Комітет з призначень	Комітет з управління ризиками	Загальна кількість комітетів
Bank of America	+	+	-	-	5
Deutsche Bank	+	-	+	+	4
HBOS	+	+	+	-	3
UBS	+	+	+	-	4
Credit Suisse	+	+	-	+	4
ABN AMRO	+	+	+	-	2

Суперечить принципу незалежності спостережної ради поширена у вітчизняних банках практика, коли великі акціонери безпосередньо призначають членів і ради, і правління, тож ці особи здійснюють діяльність передусім на користь даних акціонерів, а не банку загалом. Так, за даними Міжнародної фінансової корпорації у 38 % досліджуваних банків членом спостережної ради був представник трьох найбільших акціонерів; у 64 % банків великі акціонери призначають усіх членів спостережної ради, а в 72 % банків члени ради володіють акціями банків [32, с. 36]. Аналізуючи освітні та кваліфікаційні характеристики членів спостережних рад українських банків (табл. 4.3), складається враження, що основним критерієм призначення членів спостережної ради є не наявність «необхідних знань, навичок та досвіду виконання своїх функцій», як того вимагають принципи корпоративного управління [32, с. 18], а відданість великим акціонерам.

Таблиця 4.3

**ХАРАКТЕРИСТИКА ЧЛЕНІВ СПОСТЕРЕЖНИХ  
РАД УКРАЇНСЬКИХ БАНКІВ [32, с. 36]**

Показник	Організаційно-правова форма банку			
	ВАТ	ЗАТ	ТОВ	Разом
Середня кількість членів спостережної ради	5,63	4,55	3,00	5,18
Середня кількість членів спостережної ради з вищою освітою у сфері економіки, права чи управління	3,75	1,63	2,00	3,24
Середня кількість членів спостережної ради з досвідом роботи у фінансовій сфері	1,60	1,45	0,75	1,50

Аналіз становища, яке склалось у правліннях українських банків, дозволяє зробити висновок, що діяльність цього органу управління банком найбільш формалізована. Як правило, в Україні членів правління банків вибирають великі акціонери або голова правління, а затверджує їх спостережна рада. Загалом такий підхід відповідає міжнародній практиці. Цілком прийнятними, як свідчать дані табл. 4.4, є й наявні кваліфікаційні характеристики членів правлінь українських банків. Більше турбує перетинання повноважень, що існує між правлінням та спостережною радою. Наприклад, у 58 % українських банків стратегію та місію розробляє правління, хоч це є прерогативою спостережної ради.

*Таблиця 4.4*

**ХАРАКТЕРИСТИКА ЧЛЕНІВ ПРАВЛІНЬ УКРАЇНСЬКИХ БАНКІВ [32; С. 36]**

Показник	Організаційно-правова форма банку			
	ВАТ	ЗАТ	ТОВ	Разом
Середня кількість членів правління	7,06	5,82	6,75	6,76
Середня кількість членів правління з вищою освітою у сфері економіки, права чи управління	6,54	5,18	5,75	6,18
Середня кількість нерезидентів серед членів правління	0,06	0,18	0,25	0,10

У сфері захисту прав акціонерів значна увага як міжнародних, так і національних принципів корпоративного управління прикута до захисту так званих дрібних акціонерів. Нині 82 % українських банки мають дрібних акціонерів [32, с. 15]. Історично склалося так, що більшість цих осіб не сплачували грошових коштів за акції банку, які є в їхньому розпорядженні. Найчастіше такими акціонерами виступають працівники банків, яким роздавали акції з метою концентрації контролю над банком, або ж для оптимізації оподаткування. У результаті лише у 22 % банків загальні збори відвідує хоча б половина дрібних акціонерів [32, с. 61]. Низькою є й ліквідність акцій українських банків, хоч за вимогами Нових стандартів банківського капіталу банк не матиме права показувати у звіті більше ніж 70 % номінальної вартості акцій, якщо він понад рік не котирує їх на біржі і невідомою є їхня ринкова вартість. Сьогодні ж ситуація склалася таким чином, що лише 56 % банків надають право своїм акціонерам продавати акції на позабіржовому ринку, у 76 % банків акціонери можуть

продавати акції іншим акціонерам, а в 60 % — самому банку. При цьому лише у 12 % з останніх випадків купівля акцій відбувалась за ринковою ціною, а у 64 % випадків — за номіналом [32]. Такий підхід свідчить про низьку зацікавленість банків у дрібних акціонерах. На практиці це виявляється у поширеній тепер практиці скуповування акцій у власників дрібних пакетів з метою концентрації капіталу.

Важливим завданням корпоративного управління є створення інформаційної прозорості щодо діяльності компанії. Особливо це стосується банків, оскільки їхні взаємини з клієнтами ґрунтуються на довірі. Саме тому питанню розкриття інформації, тобто транспарентності, приділяється значна увага, насамперед у середовищі банківських регуляторів. Виходячи з рекомендацій Базельського комітету з банківського нагляду [175] банки повинні розкривати інформацію щодо:

- ✓ структури спостережної ради;
- ✓ структури правління, а саме: складу, кваліфікаційних характеристик;
- ✓ організаційної структури банку;
- ✓ системи оплати праці та матеріального заохочення;
- ✓ характеру й обсягів операцій з пов'язаними особами.

В Україні 76 % досліджуваних банків публікують свою фінансову звітність за нормами МСФЗ [32, с. 53], хоч здебільшого перехід українських банків на міжнародні стандарти обліку відбувся лише в межах вимог НБУ, котрі не містять низки міжнародних стандартів.

Основним джерелом інформації про банки в Україні є річні звіти, хоч їх поки не можна порівняти щодо обсягу і повноти інформації з аналогічними документами банків розвинутих країн. Зокрема, лише 8 % досліджуваних банків подають інформацію про операції з пов'язаними особами, 30 % — щодо членів спостережної ради, 4 % — про найбільших позичальників банку [32, с. 50—52]. Такий стан заважає об'єктивній оцінці зацікавленими особами фінансового становища банків і не сприяє залученню додаткових ресурсів до банківської системи.

Аналіз стану корпоративного управління в банківському секторі України свідчить, що нині за рівнем корпоративного управління банки випереджають нефінансові організації. Разом з тим ще далеко не повністю сформовані системи розподілу повноважень між органами управління банків, у тому числі повноважень щодо корпоративного управління, системи захисту прав акціонерів, особливо власників дрібних пакетів акцій, а також системи

розкриття інформації. З метою дальшого вдосконалення практики корпоративного управління видається доцільним здійснити цілу низку заходів.

Нагальною потребою є створення в Україні уніфікованої авторитетної методики оцінки якості корпоративного управління в банках. Організаційно таку оцінку може здійснювати незалежний інститут.

Доцільно запровадити у системі нормативного регулювання банківської діяльності механізми врахування ризиків, пов'язаних з недоліками корпоративного управління, що стимулювало б банки вдосконалювати внутрішні процедури корпоративного управління.

У даному контексті банкам треба виділити у структурі спостережної ради комітет, завданням якого було б удосконалення корпоративного управління у даних компаніях, зокрема створення інформаційних потоків, котрі забезпечували б внутрішні потреби банку та необхідний для зовнішніх контрагентів рівень прозорості банку.

Ми переживаємо цікавий період, стоячи на порозі реструктуризації банківської системи нашої країни. Теперішня та майбутня конкурентоспроможність вітчизняних банків не в останню чергу залежатиме від якості корпоративного управління. Крім того, уже сьогодні банкам слід звертати увагу на якість корпоративного управління в компаніях, що є його клієнтами, як важливий чинник у системі управління банківськими ризиками.

## **4.2. Транспарентність банківської діяльності та її вплив на вартість банку**

У сучасній економічній теорії та в практиці регулювання фінансових ринків неабияка роль відводиться прозорості бізнесу. Для банківського бізнесу проблема прозорості взагалі має критичне значення, адже, з одного боку, їх бізнес ґрунтується на довірі клієнтів, котрі зацікавлені у прозорій діяльності банку, а з другого — клієнти висувають вимоги до конфіденційності ділової інформації щодо своєї діяльності, яку вони надають банкам. Отже, поняття прозорості бізнесу набуває вкрай важливого значення й переміщується з площини філософської категорії до інструментарію управлінців та регуляторів.

У фізичному значенні прозорість означає, що спостерігач може бачити наскрізь певний об'єкт. В українській мові прикмет-

ник «прозорий» має також переносні значення, зокрема, «доступний для сприймання; зрозумілий, ясний, дохідливий», «...явний, неприхований» [18]. Англійський відповідник слова «прозорість» — transparency — походить від лат. trans... — крізь, через і agency — видимий.

Оксфордський фінансово-банківський словник тлумачить прозорість (транспарентність) як суттєву умову функціонування вільного ринку цінних паперів, на якому ціни трансакцій і обсяги торгів видимі для спостереження [115]. Отже, прозорість визначається як одна з теоретичних умов ефективності вільного ринку, зокрема ринку цінних паперів.

У більш широкому розумінні транспарентність означає наявність ефективних комунікацій та взаємодії між керівництвом банку, з одного боку, та акціонерами, кредиторами, засобами масової інформації, іншими ринковими агентами і навіть суспільством у цілому — з другого.

Як бачимо, наведені тлумачення прозорості означають можливість спостереження за кимсь (чимось) і є близькими до поняття «відкритий» (англ. disclosure), тобто «який можна бачити без перешкоди; доступний зорові» [18]. Таке розуміння прозорості довгий час було панівним, поки в минулому столітті, принаймні в англійській мові, відбулась докорінна зміна розуміння транспарентності. Якщо раніше визначення цього поняття у плані можливості спостерігати відображало пасивний стан, то у теперішньому широкому суспільному контексті транспарентність набуває нового значення: активна відкритість, яка приводить до того, що зацікавленим особам стає зрозумілою політика компанії. До цих змін спричинилися численні фактори, однак головними, на нашу думку, стали:

- інтенсивне втручання медіа в ділове і приватне життя;
- розвиток інтернет-технологій та здешевлення каналів одержання інформації;
- поширення у глобальному масштабі переконання, що суспільство має право на інформацію, поряд з поширенням інших ідей ліберального суспільства.

Виявом цієї активної відкритості, або, як її називає Р. Олівер, «нової транспарентності» [229, с. 3], стало те, що в сучасних умовах прозорість стає провідним елементом стратегії компанії з її зв'язків із зацікавленими особами. Д. Тепскотт та Д. Тікол взагалі заявляють, що західне суспільство вступило «в нову незвичайну еру — еру транспарентності», де домінують так звані голі корпорації [268, с. 5—8].

Для того щоб заявляти, що банки стали «голими», потрібно бути переконаним в їхній цілковитій відкритості. Поняття «прозорість» та «відкритість» насправді є доволі близькими, однак не тотожними. Навіть за доступності значного масиву інформації про діяльність компанії можуть виникнути запитання: чи є ця інформація достатньо зрозумілою для зацікавлених осіб? чи цілісну картину того, що відбувається з компанією, вона дає? наскільки вона є дозованою? Тому, на відміну від відкритості, транспарентність передбачає не тільки доступність інформації, але і її зрозумілість для зацікавлених осіб.

Отже, на нашу думку, транспарентність — це середовище, в якому банк надає всім зацікавленим особам необхідну їм для прийняття раціональних рішень інформацію у відкритій, повній, своєчасній і зрозумілій формі.

Важливо також розуміти, що насправді сама прозорість є поняттям доволі складним і суперечливим [44; 45].

Як справедливо вважав засновник концепції відкритого суспільства Карл Поппер, інформаційна прозорість є явищем, притаманним ліберальному суспільству з його домінантою вільного підприємництва [80]. Справді, у тоталітарному суспільстві прозорість завжди однобічна: держава намагається добитись інформаційної прозорості від своїх громадян для того, щоб їх поневолити, сама ж залишається інформаційно закритою. Суперечність полягає в тому, що ліберальне суспільство — цей антипод тоталітаризму — також культивує дещо однобічну прозорість, коли, проголошуючи принцип транспарентності бізнесу, визнає і захищає право окремої особистості на закритість (тобто непрозорість) її приватного життя. Однак межа між підприємництвом і приватним життям окремого індивіда є доволі хиткою. Наприклад, коли якась особа надає певні послуги чи продає певний актив своїм знайомим, це може бути розцінено як підприємницька діяльність із усіма наслідками, що звідси випливають: ведення звітності, сплата податків тощо. Захищаючи право на недоторканність приватного життя особистості, держава в сучасну епоху повинна водночас забезпечити розподіл приватних та економічних взаємин членів суспільства, сприяти прозорості їхньої економічної діяльності. На практиці це зробити вкрай важко.

Наведена суперечність ставить під сумнів можливість забезпечення абсолютної прозорості бізнесу і, відповідно, справедливості наведеного раніше порівняння сучасних компаній з «голими корпораціями» Цю тезу підтверджує і дослідження філософських та економічних доктрин минулого століття.

Ще у Євангелії від Матфея міститься повчання Ісуса Христа: «Хай буде ваше слово: Так, так; Ні, ні, — а що більше цього, те від лихого» [35, Мт. 5-37], — що можна розтлумачити так: багатослівність та складні мовні конструкції є джерелом неправди. На початку ХХ ст. Людвіг Вітгенштейн писав, що з мови потрібно виключити усі двозначності та недомовки для того, щоб вона стала повністю транспарентною. Вітгенштейнівська формула висловлювання передбачала, що будь-яку думку можна і треба подавати просто і зрозуміло, на зразок: «справа є такою-то і такою-то» і «про що не можна говорити, про те слід мовчати» [19]. Логічні позитивісти, зокрема члени віденського логічного гуртка М. Шлік, Р. Карнап, О. Нейрат, у руслі ідей Л. Вітгенштейна висунули принцип верифікації, за яким кожне твердження має бути сформульовано так, щоб його істинність можна було перевірити дедуктивним способом або експериментально, а твердження, які не можна віднести ні до істинних, ні до хибних, є марними.

У дальшому ідеї логічних позитивістів було піддано критиці. Так, відомий математик К. Гедель, який теж був членом віденського гуртка, у 1930-х роках довів теорему про неповноту дедуктивних систем. Вона визначала, що будь-яка логічна теорія є або неповною, або недоказовою. Німецький учений Г. Фреге стверджував, що тільки прямі контексти, як-от «транспарентність впливає на вартість банку», можуть мати характер істинності чи хибності. Проте непрямі контексти, які становлять значну частину людського спілкування, наприклад «я впевнений, що підвищення транспарентності вплине на вартість банку», не є ні істинними, ні хибними, а є, за словами В. Куайна, референтно непрозорими, оскільки істинність або хибність притаманна лише тій частині твердження, що є прямим контекстом.

Ще далі у своїх висновках зайшов Д. Росс, який переконував, що будь-який прямий контекст насправді виявляється непрямим, оскільки інформація виходить від того, хто її поширює, і лише від суб'єктивних характеристик даної особи залежить істинність чи хибність цієї інформації. Ідея Росса під назвою «перформативна гіпотеза» означала, що людська мова, людське спілкування, а відповідно, і ділова інформація є нетранспарентними за своєю природою.

Певним компромісом між двома крайнощами — переконаннями логічних позитивістів та перформативною гіпотезою Росса — можна вважати ідею основоположників теорії семантики можли-

вих світів С. Кріпке і Я. Хінтікка. Вони встановили, що всі твердження можуть бути істинними за одних обставин (в одному можливому світі) та хибними за інших обставин (в інших можливих світах). Тільки логічні тавтології на зразок «два помножити на два дорівнює чотирьом» є істинними за всіх обставин (в усіх світах), утім такі твердження неінформативні й тривіальні, а отже, марні.

Дж. Сорос взагалі пропонує вийти за рамки існуючого розуміння істинності і доповнює наявні категорії істинності та хибності новою категорією «рефлексивності»<sup>2</sup>. «Істинність рефлексивних тверджень завжди залишається невизначеною», — зауважує Сорос і стверджує, що хоч «міра їх істинності залишається невизначеною, вони аж ніяк не марні» [97, с. 6], як це вважали логічні позитивісти. Щоб пояснити цю тезу, потрібно звернутися до іншої засадничої тези Сороса про те, що неприпустимо автоматичне перенесення канонів, які застосовуються у сфері природничих наук, на науки, що вивчають людські взаємовідносини, насамперед на економіку. На відміну від природничих наук, де існує чітка послідовність фактів, у реальному житті економічні рішення ринкових агентів часто приймаються під впливом нераціональних чинників, наприклад, їхніх відчуттів, інтуїтивних передбачень, традиційних уявлень, помилкових переконань тощо. Відповідно, у відносинах між людьми наявний елемент невизначеності, якого немає (не враховуючи квантової фізики, де ця невизначеність іншого походження) у природних явищах. І тому економічна теорія, як і інші суспільні науки, не може обійтись без рефлексивних тверджень. Наприклад, якщо заявити про те, що прозорість підвищує фінансову стійкість, а отже, і вартість банку, то це не означатиме, що вартість інформаційно непрозорих банків не може зростати, чи їхня стабільність априорі нижча, ніж у більш прозорих конкурентів. Вибір між низькою і високою відкритістю та прозорістю банку з нашого прикладу має рефлексивний характер. Саме в цьому і полягає практичне значення концепції рефлексивності Сороса, оскільки насправді рефлексивні твердження беруть активну участь у творенні світу.

Парадоксально, але коли до початку 70-х років минулого століття<sup>3</sup> філософська думка схилилась до ідеї про референтну не-

---

<sup>2</sup> Рефлексивність означає механізм взаємодії двох змінних, де кожна з них і впливає на іншу, і перебуває під її впливом. У своїй «Алхімії фінансів» Дж. Сорос так визначив рефлексивність: «це — наш з вами вплив на наше майбутнє через нашу повсякденну діяльність згідно з нашим уявленням про дійсність, а не згідно з нею самою» [98].

<sup>3</sup> Перформативна гіпотеза Джона Росса була сформульована в 1970 р.

прозорість природи людського спілкування, одночасно набула поширення економічна доктрина, в якій інформаційна прозорість була наріжним каменем. Ідеться про теорію раціональних очікувань. Розробники та послідовники цієї теорії — представники неокласичного напрямку в економічній теорії, зокрема Р. Лукас, Т. Саргент, Р. Берроу, Л. Лейдерман, П. Мінфорд, Н. Воллес, виходили з того, що на економічний розвиток справляють вплив суб'єктивні очікування і прогнози ринкових агентів. Такого ж погляду додержувались і їхні попередники — монетаристи. Однак якщо ідеї останніх, разом з М. Фрідменом, базувались на гіпотезі адаптивних очікувань, то неокласики свою теорію побудували на гіпотезі раціональних очікувань. Згідно з гіпотезою адаптивних очікувань ринкові суб'єкти приймають економічні рішення на основі минулого досвіду та інформації. Утім Дж. Мут запроваджує поняття «раціональних очікувань», тобто таких очікувань ринкових агентів, які складаються під впливом не тільки минулого досвіду, але й усієї інформації, що доступна у даний період і яка характеризує сучасний стан та перспективи економічного розвитку.

Р. Лукас, якого вважають засновником теорії раціональних очікувань, у своїй праці «Економічна оцінка політики: критика» (1976) висловив думку, що всі очікування ринкових агентів у довгостроковій перспективі є раціональними і можуть передбачити економічні рішення державних органів. Будучи апологетом ідеї ринкового саморегулювання і невтручання держави в економічний процес, Лукас пов'язує циклічні коливання виробництва з помилками в економічній політиці держави та помилковими — у короткостроковій перспективі — рішеннями ринкових агентів. Помилки останніх, на переконання неокласиків, викликані недосконалою, обмеженою чи викривленою інформацією, яка не дає змоги ринковим агентам виробити об'єктивні прогнози. Навпаки, коли ринкові агенти розуміють цілі економічної політики держави, то їхні очікування, а отже, й економічні рішення сприятимуть цим цілям [213]. Саме тому забезпечення учасників ринку достовірною інформацією, прозорість діяльності державних органів та бізнесу, створення рівного доступу до інформації теорія раціональних очікувань розглядає як передумову економічної стабільності та розвитку.

Сучасна економіка не дає підстав уважати раціональні очікування реальними на практиці. Само їх існування передбачає наявність ідеальної економічної системи, створити яку можна лише у вигляді математичної моделі. Нереальною на практиці, на наш

погляд, є й повна інформаційна прозорість, що пов'язано не тільки з асиметричністю інформації, але й з обмеженістю людських можливостей до раціональної поведінки, у тому числі в економічній сфері, з нездатністю людини генерувати абсолютно істинні твердження, а також адекватно сприймати навіть таку інформацію, яка, здавалося б, виключає її неправильне трактування<sup>4</sup>. У цьому зв'язку нам близьке уявлення Д. Сороса про кількісну рівновагу ринку, де очікування економічних суб'єктів за будь-яких обставин не відображають реального стану справ. Разом з тим не можна погодитись із твердженнями про практичну непридатність теорії раціональних очікувань, яка, нагадаємо, постулює необхідність відкритості та прозорості держави і бізнесу [68, с. 6]. Перед нами типовий приклад рефлексивного твердження, практичне значення якого виявилось хоча б у тому, що спонукало значну кількість фахівців звернутись до проблеми відкритості та прозорості в управлінні і привело до появи численних законодавчих директив у даній царині.

Розуміння того, що поняття прозорості банківського бізнесу є рефлексивним за своєю природою, не означає марності спроб її впровадження у практику. Навпаки, проблеми та невдачі на цьому тривалому і важкому шляху є закономірними і не повинні заперечувати тих переваг, які дістає суспільство від того, що може спостерігати за діяльністю банківського менеджменту і розуміти його політику. Саме на досягнення більшого розуміння зацікавленими особами політики компанії і спрямована «нова транспарентність» Олівера, покликана, як уважають М. Демерціс і А. Галетт, відокремлювати «потребу знати» від «потреби розуміти» [162, с. 2]. Показовою в цьому контексті є думка Б. Вінклера, який визначив транспарентність як «міру спільного знання чи спільного розуміння політики різними агентами» [280, с. 13].

Отже, в економічній теорії прозорість показує ступінь публічності компанії, готовності надавати допуск до інформації, що стосується її функціонування, акціонерам, аудиторам, потенційним інвесторам, іншим зацікавленим особам. Інакше кажучи, прозорість передбачає надання можливості всім, хто бажає, одержувати інформацію щодо функціонування бізнесу. У цьому ми, як у фізиці, також можемо скористатися метафорою світла: на світлі важче обманювати, ніж у темряві, оскільки світло створює сприятливі умови для спостереження. Натомість за браку прозо-

---

<sup>4</sup> Як ілюстрацію даної тези можна навести один із широко відомих законів Мерфі: «Навіть якщо ваше пояснення настільки ясне, що виключає всіляке хибне трактування, все одно знайдеться людина, яка зрозуміє вас неправильно». [39, с. 7].

рості вкладення коштів у бізнес нагадуватиме лотерею чи азартну гру. Саме тому концепцію прозорості бізнесу, або транспарентність, покладено в основу теорій ринкового саморегулювання і забезпечення ринкової стабільності.

Проблема транспарентності банківського бізнесу практично розробляється з 80-х років ХХ ст. в контексті розвитку теорії та практики корпоративного управління. Основоположником концепції транспарентності вважають Роберта Лукаса, котрий 1976 року у своїй праці «Економічна оцінка політики: критика» розглянув взаємозв'язок економічних рішень та очікувань ринкових агентів [213]. З 1980-х років проблема транспарентності активно досліджувалась у контексті прозорості діяльності центрального банку та його грошово-кредитної політики, що було відображено у частково згаданих працях Б. Вінклера [280], П. Гераатс [185], Дж. Перлмана [233], А. Поусена [237] та інших авторів, а серед вітчизняних учених — у О. Романченка [88]. Учені дійшли висновку, що реалізація принципу прозорості щодо центрального банку допомагає знизити асиметричність інформації і загалом є корисною для суспільства, хоч може й не збігатися з інтересами керівників центральних банків.

Удосконалення механізмів регулювання банківської діяльності та поширення вартісного мислення у середовищі корпоративного керівництва спричинили запровадження принципів транспарентності й на мікрорівні, зокрема в банківському бізнесі. Паралельно з'явилась низка наукових праць, присвячених впливу ефекту транспарентності на фінансові інститути.

Д. Даймон і Р. Вереші довели, що розкриття фірмою інформації щодо своєї діяльності знижує асиметричність інформації і приводить до підвищення її вартості з боку великих інвесторів, а отже, підвищує ліквідність цінних паперів компанії і знижує вартість залучених коштів [166]. М. Барклей і К. Сміт продемонстрували позитивний зв'язок між рівнем розкриття інформації і зміною ринкової мікроструктури й виявили відношення між асиметрією інформації, що має місце між ринковими агентами, та приходом на ринок нових інвесторів [126]. Д. Афлек-Грейвз, С. Каллан і Н. Чіпалкатті показали, що біржові ціни на цінні папери компанії залежать від інформації фінансової звітності. Зокрема, у компаній, які у своїх річних звітах інформували про нижчу прибутковість, розрив між ціною купівлі та продажу акцій був більшим, ніж у компаній з вищою прибутковістю [117]. М. Ленг і Р. Ландхольм надали свідчення, що компанії з вищою інформа-

ційною відкритістю можуть бути більш точно проаналізовані, прогноз рівня доходності таких компаній теж буде точнішим. Крім того, у таких компаній будуть менші відхилення між окремими прогнозами щодо показників діяльності, що підвищуватиме попит на їхні цінні папери [211]. Зрештою, у вересні 1998 р. Базельським комітетом з банківського нагляду було ухвалено документ під назвою «Підвищення транспарентності банків», в якому сформульовано вимоги до публічної відкритості банків, котрі рекомендовані до використання національним органам банківського нагляду [175].

Принциповим, однак, є питання сумісності транспарентності з банківським бізнесом. У цьому аспекті можна висунути два застереження. Перше стосується того, що діяльність банків пов'язана з використанням конфіденційної інформації. Фактично, частина доданої вартості банку забезпечується завдяки його вмінню оцінити й управляти активами, які важко піддаються оцінці. Особливо це стосується такого напряму банківського бізнесу, як кредитування. Інвестори та вкладники банку не можуть бути допущені до конфіденційної інформації й не мають змоги реально оцінити якість кредитного портфеля банку. Тому, на нашу думку, для того щоб забезпечити транспарентність банків, будь-яка банківська система повинна мати розвинуту систему банківського нагляду, в якій відповідні посадові особи наділені повноваженнями перевіряти реальність відображення даних у звітній інформації та яка забезпечує кількісні і якісні стандарти інформації, що підлягає оприлюдненню.

Інше застереження впливає з тієї економічної ролі, яку відіграють банки. Нагадаємо, що банки надають суспільству послугу, трансформуючи активи, тобто зв'язуючи заощадження та інвестиції. Тож, маючи ліквідні зобов'язання та неліквідні активи, банки наражаються на ризик і є чутливими до економічних та соціальних потрясінь. І якщо ендегенні ризики банківський менеджмент має можливість і повинен контролювати, то на ризики екзогенного характеру його вплив обмежений. Тому навіть максимальна інформаційна відкритість не здатна усунути банківські ризики. Прикладом можуть служити банківські кризи, які трапились у США — визнаного лідера у сфері транспарентності, у 80-х роках минулого століття<sup>5</sup>, а також у 2007—2008 рр.

---

<sup>5</sup> Так, наприкінці 1980-х років лише в Новій Англії збанкрутувало 79 із 509 банків, що було викликано значним зниженням цін на нерухомість і, як наслідок, вартості банківського забезпечення.

Більше того, деякі дослідники, зокрема Дж. Фурман і Дж. Стігліц, упевнені, що транспарентність навіть здатна поглибити банківську кризу [184]. У дослідженні Т. Корделла та Е. Йейаті зазначено, що коли рівень ризику починає виходити з-під контролю банку, як наприклад, за макроекономічного потрясіння, транспарентність знижує банківську стабільність, оскільки приводить до того, що інвестори вимагають вищих прибутків у відповідь на потрясіння, які відбуваються в банку [156]. Останнє твердження потребує більш детального розгляду, однак не заперечує нашого висновку, що транспарентність має доповнюватися заходами держави у сфері грошово-кредитної, регуляторної, фінансової політики, які підвищують стабільність банківської системи загалом та кожного банку зокрема. А якщо ні, транспарентність не здатна запобігти проблемам банків. Інше питання — чи здатна транспарентність їх зменшити і чи підвищує транспарентність вартість банків?

З цього приводу розглянемо проблему під кутом зору зацікавлених сторін. З позиції акціонерів прозорість дозволяє здійснювати моніторинг справедливості їхньої винагороди за ризик втрати вартості вкладених коштів у капітал банку і впливати на управління компанією у своїх інтересах. Найбільш зацікавленими у прозорості компанії є так звані міноритарії, тобто дрібні акціонери, тоді як інтереси великих утримувачів акцій можуть бути іншими. Так само зацікавлені у прозорості бізнесу потенційні інвестори, оскільки відкритість компанії полегшує прийняття слушних інвестиційних рішень. Інші пріоритети у незалежних оцінювачів, котрі вважають первинним індикатором діяльності банку максимізацію його вартості, а прозорість у ланцюжку створення нової вартості вони розглядають як похідний чинник. Необхідність прозорості очевидна для аудитора, оскільки тільки за умови відкритості інформації він може з'ясувати об'єктивні результати і надати власникам рекомендації щодо максимізації вартості банку. Це саме стосується і рейтингових агентств, які вважають відкритість компанії показником того, що вона налаштована на роботу у тривалій перспективі.

Ми вважаємо, що транспарентність банку, зокрема розкриття ним інформації щодо своєї діяльності, надає зацікавленим сторонам кількісну характеристику банку і позитивно впливає на його вартість. Проілюструємо цю тезу. На рис. 4.1 ми зобразили три канали, через які інформаційні потоки здійснюють вплив на результати діяльності банку.



створюються умови, щоб фінансові ресурси прямували на створення нової вартості, що на схемі зображено стрілкою 1А. Зниження ризику в оцінці перспектив вкладення коштів сприяє скороченню вартості ресурсів для банку (стрілка 1Б), що також дає можливість для зростання його економічного капіталу. Це пояснюється тим, що якщо інвестори та вкладники можуть спостерігати рівень ризику, вибраного банком, то банк вибирає низькі рівні ризику, а інакше він зазнав би втрат за рахунок більш високої процентної ставки за залучення ресурсів. А якщо рівень ризику не може спостерігатися, банк не має жодного стимулу знизити цей рівень.

Проектна роль транспарентності доповнює інформаційну роль, яку відіграє показник ринкової вартості акцій банку. Порівнявши ці два індикатори, ми дійшли висновку, що розкриття банком інформації, особливо фінансової звітності, є навіть важливішим для потенційних інвесторів і вкладників, оскільки, на нашу думку, фінансова інформація є первинною стосовно до показника вартості акцій. Так, дослідження Б. Блека [139] доводить, що наявність розвинутої системи фінансової звітності і розкриття інформації є передумовою існування розвинутого ринку цінних паперів. Нагадаємо, що одним з показників розвитку фондового ринку слід уважати об'єктивність ціноутворення на акції компаній. Отже, на розвинутих фондових ринках ціни акцій відображають наявну інформацію про вартість компанії і роблять цю інформацію доступною для зацікавлених осіб (стейкхолдерів).

Дж. Тобін пояснює інформаційну ефективність фондового ринку швидкістю і точністю, з якою інформація про компанії відбивається в цінах на їхні акції. Він визначає функціональну ефективність ринку цінних паперів тривалістю, з якою ринок спрямовує фінансові ресурси в об'єкти з найбільшою віддачею [275].

У цьому зв'язку являє інтерес модель спрямованої ролі інформації стосовно до цін на акції, подана в праці Р. Дая і С. Шридхара [172]. У цій моделі вартість акцій «вбирає» у себе важливу для прийняття інвестиційних рішень інформацію, інвестиційні рішення реагують на цю інформацію за допомогою ціни попиту на ці акції, а ринок використовує інвестиційні рішення для встановлення ціни пропонування акцій.

Ще однією причиною більшої ролі розкриття інформації порівняно з індикативною роллю вартості акцій є те, що для багатьох країн, у тому числі, на жаль, і України, розвинутий ринок акцій — віддалена перспектива, тому в таких умовах саме фінансова ін-

формація є чи не єдиним засобом впливу на інвестиційні рішення і запорукою ефективного розподілу фінансових ресурсів.

Другий канал на нашій схемі відображає *управлінську роль транспарентності*. Річ у тім, що, хоч демонстрація інвестиційних можливостей зацікавленим особам і необхідна, проте для ефективного розподілу фінансових ресурсів її недостатньо. Це пояснюється наявністю асиметричності інформації і можливості того, що менеджери діятимуть у власних інтересах, а не в інтересах власників. Відома агентська теорія постулює, що тиск зовнішніх інвесторів потрібний для того, щоб спонукати менеджмент здійснювати вартісно-орієнтовану політику. Крім того, наявність об'єктивної та достовірної інформації полегшує власникам моніторинг фінансового стану банку і дозволяє їм захистити власні інтереси за допомогою реалізації своїх прав на управління компанією. Розкриття інформації, таким чином, сприяє підвищенню ефективності корпоративного управління в банку та вдосконаленню системи стимулювання праці управлінського персоналу.

Цікаву думку з цього приводу висловив Р. Бол. Він у контексті агентської теорії описує можливість, коли менеджери вкладатимуть кошти у довгострокові проекти, які мають від'ємну чисту теперішню вартість (NPV) і передаватимуть у спадщину проблеми зі зниженням вартості інвестицій наступним поколінням менеджерів. Проте за умови розкриття інформації менеджмент відчуває персональну відповідальність за неправильні інвестиційні рішення і вкладення коштів у проекти з від'ємним NPV [124, с. 15].

Управлінська роль транспарентності спрямована на стимулювання менеджменту ефективно управляти активами та зобов'язаннями банку та на запобігання присвоєнню менеджерами коштів, які належать власникам. Цей ефект розкриття інформації на рис. 4.1 зображено стрілкою 2А. Інший ефект управлінської ролі розкриття інформації досягається через зниження премії, який вимагають інвестори і вкладники банку за ризик можливих зловживань з боку менеджерів, що, у свою чергу, призводить до зменшення вартості залучення банком ресурсів (стрілка 2Б на рис. 4.1).

Третій канал впливу транспарентності на вартість банку виявляється через зменшення несприятливого вибору (*adverse selection*) і ризику ліквідності (стрілка 3 на рис. 4.1). Чимало наукових досліджень доводять, що ліквідність акцій справляє суттєвий вплив на вартість залучення ресурсів, зокрема праці Аміуда та Мендельсона [122], Даймонда та Вереккі [166], Ботосана [143]. Основний компонент ліквідності — це витрати несприятливого

вибору, тобто ситуації, коли одна сторона ринкових відносин не може спостерігати за якістю товарів та послуг, що надаються іншою стороною. Оприлюднення банками та іншими компаніями фінансової інформації щодо своєї діяльності скорочує ризик втрат інвесторів, спричинених участю у торгах більш поінформованих учасників, залучає на фінансовий ринок більше коштів і знижує ризик ліквідності інвесторів. Це в сукупності підвищує вартість банку.

Повертаючись до впливу прозорості на банки, які відчувають зовнішні шоки, потрібно ще раз наголосити на тому, що прозоріші банки мають більше стимулів управляти ризиками. Однак у разі кризи банківська система зіткнеться з проблемою відпливу депозитів. Більш прозорі банки здатні менше постраждати від цієї загрози і навіть можуть здобути певну користь, оскільки ресурси перерозподілятимуться всередині банківської системи й мігруватимуть до більш надійних і прогнозованих банків. І навпаки, за умов низької прозорості вкладники не зможуть ідентифікувати нездорові банки, посилюватиметься асиметричність інформації і криза поширюватиметься від одного банку до іншого. Прозорість здатна усунути цю «інформаційну інфекцію», зменшити суспільні витрати, пов'язані з банківськими кризами. Ці витрати, зокрема, оцінюються в межах 16 % ВВП, а застосування запобіжних заходів, поряд з підвищенням відкритості банків, дозволяє заощадити до 0,5 % ВВП [267, с. 17].

Загалом, на наш погляд, зацікавлені сторони банку виграють від прозорості банківського бізнесу, оскільки можуть використовувати інформацію для прийняття ефективних економічних рішень, знижуючи в такий спосіб ринкову невизначеність. Прозорість сприяє й підвищенню ринкової дисципліни, оскільки ринок вимагатиме від банків, котрі беруть додаткові ризики, вищого доходу на капітал. Акціонери таких банків почнуть позбуватись акцій, що негативно позначиться на вартості залучення капіталу компанією. І навпаки, спотворена, неповна або незрозуміла інформація загрожує нормальному функціонуванню фінансового ринку, призводить до нераціонального розподілу фінансових ресурсів, до підвищення вартості капіталу.

Для оцінки впливу прозорості на результати банківської діяльності доцільно оперувати кількісними показниками, які б виявляли міру банківської прозорості і могли б потім бути правильно інтерпретовані. На практиці вимірювання прозорості є доволі складним завданням. Зокрема, існує кілька каналів розкриття банками інформації. Насамперед це опублікування рі-

чного звіту. Однак інформація може розкриватись через медіа-канали, фінансових аналітиків, біржі тощо. Крім того, деякі елементи, що застосовуються у розрахунках, мають різні форми вираження, які важко звести до одноманітної величини, наприклад, періодичність, кількість, якість, своєчасність інформації.

На нашу думку, якщо порівняти з транспарентністю, більш зручна для кількісної оцінки відкритість банку. Нагадаємо, що поняття транспарентності є ширшим за відкритість, позаяк передбачає не тільки розкриття інформації, але і її повноту, достовірність і зрозумілість для користувачів. Як влучно висловились з цього приводу член Ради директорів ФРС США Д. Хенкок: «„Енрон” був дуже відкритий, але інвестори перебували в темряві» [192]. Тобто відкритість базується на кількості інформації, що надається банком, а транспарентність — на її якісних характеристиках, таких як зрозумілість, доречність, достовірність, зіставність, суттєвість.

Відкритість насамперед ґрунтується на розкритті банками фінансової звітності, яка легше піддається стандартизації, бо сама базується на стандартах, наприклад, національних (НСБО), міжнародних (МСБО). Вибравши найбільш суттєві елементи фінансової звітності, група дослідників на чолі з Рафаелем Ла Порта 1998 року розробила *індекс відкритості* (disclosure index) для окремих країн. На основі їхньої методики Центр міжнародного фінансового аналізу і досліджень (CIFAR) запровадив індекс відкритості для країн, який розраховується як середнє арифметичне 90 елементів, які входять до фінансових звітів компаній цих країн, — так званий CIFAR Index. Цікаво, що близько 30 % компаній, що долучаються до розрахунку цього індексу, є фінансовими.

Фактично CIFAR Index — це оцінка відкритості компаній тієї чи іншої країни, яка базується на кількісних та якісних аспектах фінансової звітності цих компаній, що підлягає розкриттю. Даний індекс часто застосовують не тільки для оцінювання відкритості компаній країн, але й для аналізу інших економічних характеристик тієї чи іншої країни. Так, у працях А. Белвер і Д. Кауфмана [132], У. Баумана і Е. Ніра [129] наведено переконливі докази того, що CIFAR Index тісно співвідноситься з іншими показниками всередині країни, зокрема рівнем корупції, корпоративного управління, зростання ВВП і навіть політичними правами та рівнем людського розвитку. Крім того, методика розрахунку CIFAR Index стала базою для дальших розробок у царині оцінювання відкритості та транспарентності. Ці дослідження ма-

ють на меті вдосконалити методологію кількісного вираження відкритості та транспарентності, зменшивши недоліки CIFAR Index. До цих недоліків можна віднести недостатнє врахування якісних аспектів фінансової звітності компаній, що включаються до оцінки, а також те, що даний індекс вимірює загальну корпоративну відкритість і не повністю відображає відкритість банків унаслідок специфічності їх бізнесу, про що вже йшлося. У цьому зв'язку цікавою є розробка У. Баумана і Е. Ніра, котрі запропонували індекс відкритості для банківського сектору країни, який базується на оприлюднених показниках банківської інформації щодо 17 категорій відкритості, наприклад, стосовно процентного, кредитного, ринкового ризиків, ризику незбалансованої ліквідності, капіталу, позабалансових статей, непроцентних доходів тощо [129]. Як і CIFAR Index, індекс Баумана—Ніра узагальнює оприлюднену у фінансовій звітності інформацію на рівні країни, але, на відміну від першого, адаптований для банківських компаній. На жаль, дослідники обмежили свій аналіз лише 31 країною, і до цього переліку не потрапили ні Україна, ні її найближчі сусіди (крім Польщі), що робить їх індекс обмеженим для практичного використання.

Іншим недоліком індексу Баумана—Ніра, як і CIFAR Index, є те, що він демонструє стан відкритості на рівні країни і не дає інформації щодо окремої бізнес-одиниці. Спроби розробити скорингові моделі для розрахунку індексу відкритості промислових компаній здійснили М. Заржескі у 1996 р. [283] та К. Ботосан у 1997 р. [143]. Серед подібних розробок, що стосуються банків, інтерес являє ВТІ — Індекс транспарентності банку (Bank Transparency Index) Н. Чіпалкатті з університету Огайо (США) [150]. ВТІ розраховується на базі рекомендацій Підгрупи транспарентності Базельського комітету банківського нагляду, ухвалених 1998 року. Базельський комітет визначив шість широких категорій інформації, які банк повинен надавати, ясно і відповідним способом деталізуючи, для того щоб досягти критичного рівня прозорості. До цих категорій належать:

- ✓ фінансова діяльність;
- ✓ фінансовий стан;
- ✓ політика ризик-менеджменту;
- ✓ розкриття ризиків (включаючи підкатегорії кредитного, процентного, операційного, правового ризиків, ризику ліквідності);
- ✓ виконання схваленої політики.

Крім того, Рада директорів Федеральної резервної системи США оприлюднила в березні 2000 р. Положення щодо вдоскона-

лення розкриття інформації, спрямоване на те, щоб одержати додаткові елементи розкриття інформації, які підвищують транспарентність. Дане положення об'єднало рекомендації Базельського комітету, а також результати серій опитувань аналітиків ринку цінних паперів, інституційних інвесторів і рейтингових агентств, щоб визначити, які додаткові елементи розкриття інформації підвищують прозорість фінансової звітності банку. Зокрема, докладніше порівняно з рекомендаціями Базельського комітету ці ринкові агенти вважають за доцільне розглянути:

1) інформацію про кредитні ризики, у т. ч.:

а) ризик, що з'являється при сек'юритизації;

б) оприлюднення інформації про активи, що належать до категорій високого ризику;

в) пояснення відрахувань у резерви на випадок можливих втрат за кредитами;

г) інформацію щодо концентрації кредитних ризиків;

2) розкриття ринкового ризику, наприклад через VaR-метод, стрес-тестинг (stress-testing) тощо;

3) додаткове розкриття інформації щодо окремих видів діяльності банку.

На основі даної інформації Чіпалкатті створив перелік зі 153 позицій, які підвищують транспарентність банків. Оцінюючи річні звіти і форми обов'язкової звітності, що надаються наглядовим органам, він виставляє оцінки за кожною позицією і підсумовує їх у вигляді індексу банку. Такий підхід, на наш погляд, хоч і не позбавлений суб'єктивізму, дозволяє дати загальну оцінку транспарентності банку.

На суб'єктивних оцінках значною мірою побудований індекс інформаційної прозорості банків компанії Standard & Poor's. Їх дослідження враховує інформацію, яка міститься у трьох основних відкритих джерелах: річних звітах, офіційних веб-сторінках, звітності, що надається регулятивним органам [40]. Незважаючи на презентативність їхнього дослідження, воно стосується лише інформаційної прозорості банків.

Для зменшення впливу суб'єктивних факторів на загальну оцінку Національному банку України, на наш погляд, доцільно формалізувати критерії розкриття банком інформації у річному звіті, на офіційній веб-сторінці, а також розробити для банків особливу форму звітності, яка має характеризуватись доступністю сприйняття, наочністю і підлягати оприлюдненню. Оприлюднення фінансової звітності може здійснюватися спеціальним веб-сайтом, створеним НБУ чи незалежною організацією у

партнерстві з Національним банком за запитом зацікавленої особи, як це відбувається, наприклад у США. Це дасть змогу підвищити прозорість банківської системи України, а також, урахувавши наше переконання, що прозорість банків залежить і від прозорості їх клієнтів [44], підвищити загальну прозорість корпоративного сектору України. Ідеться саме про прозорість, а не відкритість, позаяк банківський бізнес на сьогоднішній день є чи не найбільш відкритим сектором економіки України. Наступним етапом має стати підвищення якості фінансової звітності банків у бік їх достовірності, наочності, простоти сприйняття.

Як уже зазначалось, створити повністю об'єктивний показник прозорості банків важко, якщо взагалі можливо. Ми вважаємо, що неточність показників прозорості не означає їх непотрібності, оскільки, незважаючи на свою неточність, вони дають змогу виявити банки, які мають проблеми з розкриттям інформації. Також ці показники можуть використовуватись для аналізу економічних взаємозв'язків, зокрема, прозорості та вартості банку.

З огляду на відносність поняття прозорості навряд чи можна говорити про повну відкритість бізнесу, особливо бізнесу банківського. На наш погляд, на практиці може йтися лише про міру прозорості, визначити яку можна за допомогою порівняння з іншими компаніями галузі чи з компанією, що аналізується, у різні періоди її діяльності. Ще одним підходом є встановлення рамок, за якими компанія повинна здійснювати розкриття інформації та вимог щодо характеру і способів подання такої інформації. До індикаторів прозорості компанії належить відкритість її фінансової документації, особливо фінансової звітності, інформацію щодо всіх масштабних угод, публікацію стратегічних планів розвитку, періодичність процедур незалежного аудиту і незалежної оцінки вартості. Базельський комітет банківського нагляду для досягнення необхідного рівня прозорості рекомендує банкам включати до розкриття шість категорій інформації, висвітленої «чітко, ясно і детально» [175, с. 5]:

- 1) фінансові результати;
- 2) фінансовий стан;
- 3) стратегії ризик-менеджменту;
- 4) вразливість до ризиків;
- 5) стандарти бухгалтерського обліку;
- 6) основну інформацію про бізнес, менеджмент і корпоративне управління.

Безперечно, прозорість бізнесу тісно пов'язана із засобами масової інформації, однак її не можна зводити до PR-технології і прихованої реклами, коли менеджмент здійснює політику «контрольованої прозорості», акцентуючи увагу громадськості на вигідних моментах діяльності банку і завуальовуючи інші — «незручні» для себе і банку. Тому забезпечення транспарентності банків потребує розробки уніфікованих підходів. Цю роль значною мірою мають перебирати на себе регулятивні органи, у тому числі Національний банк України та Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

Фахівці Базельського комітету банківського нагляду виділяють такі основні проблеми у забезпеченні транспарентності банків [175, с. 8]:

- реальної оцінки діяльності банку;
- порівнянності фінансової інформації;
- захищеної законом приватної інформації про клієнтів банку, що не може бути розголошена;
- проблему своєчасності інформації, зумовлену швидкими змінами банківських ризиків.

Принцип повної відкритості інформації, який, до речі, закріплений у вітчизняному законодавстві з цінних паперів, здавалося б, мав цілком розв'язати зазначені проблеми. Однак цей принцип потрібно трактувати значно ширше, ніж як наявність законодавчих вимог до оприлюднення інформації за певними статтями чи формами звітності. Саме керівники банків повинні усвідомити важливість оприлюднення інформації як важливого чинника, що привертає увагу потенційних інвесторів. Для банківського бізнесу це тим більш важливо, оскільки у структурі його пасивів основна частка припадає на залучені кошти. І транспарентність, а не просто відкритість, інформації дозволяє перемогти у конкурентній боротьбі за ці ресурси.

Дане твердження можна проілюструвати прикладом з вітчизняної практики. Так, дев'ять українських банків за підсумками 2004 р. у декларації про податок на прибуток задекларували збиток. Натомість у звітності, що надається Національному банку і публікується у засобах масової інформації, шість із них зазначили прибуткову діяльність. Різниця між цими даними перевищила 40 млн грн [58]. І хоч інформація про це через прес-службу НБУ дійшла до громадськості, Національний банк України так і не оприлюднив назв цих банків.

На нашу думку, вітчизняним банкам потрібно виробити стратегію у сфері інформаційної політики, нарощувати свою інфор-

маційну активність, бути більш відкритими до інвесторів та клієнтів. Що ж має перебувати у центрі уваги під час надання інформації щодо банку? Ми вважаємо, що це інформація про місію і стратегічні цілі банку, його основні завдання, структуру і політику корпоративного управління, фінансові результати та всі значні події, наприклад, зміни у структурі капіталу, клієнтській базі, масштабні угоди тощо. Водночас ця інформація має готуватися, перевірятися та розкриватися відповідно до міжнародних стандартів, підтверджуватися незалежним аудитором, поширюватися користувачам через канали, що забезпечують рівноправність доступу, своєчасність одержання, та не бути пов'язаною з надмірними витратами.

Для забезпечення зрозумілості інформації, що розкривається банком, важливе значення має її оптимальний відбір та формалізація. Взагалі, усю інформацію щодо діяльності банку поділяють на структуровану і неструктуровану. Під структурованою розуміють інформацію, яка подається у формах обов'язкової звітності. В Україні склад такої інформації, її форма і порядок оприлюднення визначаються Інструкцією про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України [47]. Утім неструктуровану інформацію компанія може визначати самостійно і розкривати на власний розсуд, лише намагаючись слідувати загальноприйнятим принципам. Однак саме ця неструктурована інформація може бути суттєвою, тобто такою, що впливає на економічні рішення зацікавлених осіб. Тому основні зусилля відповідних посадових осіб банку мають бути спрямовані на визначення того, чи є інформація суттєвою, а також на подання її у зручному для розуміння вигляді. У цьому зв'язку перед банком може постати проблема оптимізації обсягу інформації.

Іншим крім зрозумілості критичним аспектом прозорості бізнесу є правдивість інформації, що розкривається компанією. Під правдивістю ми розуміємо міру, з якою подання інформації, що використовується в зовнішній комунікації, відповідає фактичній структуризації інформації, ухваленій всередині банку. Забезпечення правдивості інформації породжує перед банком проблеми оптимізації якості інформації, що розкривається, та форми комунікації. Зокрема, можуть виникнути конфлікти між внутрішніми і зовнішніми потребами комунікації, недооцінки суттєвості інформації.

Тож намагання банку бути прозорим породжує низку внутрішніх конфліктів, що точаться, як справедливо вважає Вінклер, у триаді «Ясність — Інформаційна ефективність — Чесність» [280,

с. 20]. Тому транспарентність банку має забезпечуватись завдяки постійному і не вибірково розкриттю суттєвої інформації. Цьому, на нашу думку, сприятиме:

- вироблення вищим керівництвом банку політики розкриття інформації, яка в ідеалі може бути сформульована у вигляді корпоративного нормативного акта;

- створення в банку спеціального комітету, що відповідатиме за розкриття інформації, у склад якого доцільно ввести керівників юридичної служби банку та служби зі зв'язків із громадськістю;

- визначення керівництвом посадових осіб, уповноважених виступати від імені банку при зв'язках із зацікавленими особами.

Логіка розвитку сучасного банківництва не залишає альтернатив утвердженню принципу прозорості бізнесу. Однак, як показало наше дослідження, практичне впровадження транспарентності пов'язано з цілою низкою проблем, що випливають зі складності самої категорії прозорості, причому ці проблеми мають як ендогенний, так і екзогенний характер. Разом з тим вигоди суспільства від прозорості банків викликають необхідність дальших зусиль і на мікро-, і на макрорівні, спрямованих на утвердження транспарентності у банківській практиці.

### **4.3. Відносини з інвесторами в процесі управління вартістю банку**

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

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

Проте на наших очах відбуваються серйозні зміни в інтер'єрі банківського сектору України. Експансія іноземного капіталу загострює конкуренцію на банківському ринку. Для того щоб ви-

жити в конкурентній боротьбі, вітчизняним кредитним інститутам необхідно нарощувати власну капіталізацію, удосконалювати систему управління, вести бізнес більш прозоро. Тим більше, що в цьому напрямку вже рухаються їхні потенційні зарубіжні конкуренти. Саме на це спрямовані і рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду, і принципи зміни до Закону «Про банки та банківську діяльність», унесені відповідно до Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного капіталу» від 14.09.06 [38].

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

Термін «зв'язки з інвесторами» (IR — investor relations) став уживатись у 60-х роках минулого століття, набув поширення у 1970—1980-х роках, а в останнє десятиліття поняття IR міцно ввійшло в управлінську практику компаній розвинутих країн. Розробленню концепції зв'язків з інвесторами присвячені праці, зокрема, Д. Аллена, К. Деніела, Т. Коллера, Р. Ла Порти, Г. Степлдона, Х. Харпера. В Україні інтерес до IR з'явився зовсім недавно.

Перш за все принципово визначити цільову аудиторію зв'язків з інвесторами. За визначенням А. Азриліяна, інвестори — це юридичні або фізичні особи, котрі здійснюють інвестиції, вкладають власні або залучені кошти в інвестиційні проекти, фінансові або реальні активи [11, с. 301]. Б. Федоров дає схоже трактування інвестора, вважаючи, що це «фізична або юридична особа, яка розміщує свої кошти у фінансові або реальні активи у розрахунок на дохід та (або) приріст капіталу» [106, с. 386].

Наведені визначення спеціально відібрані і відбивають наше уявлення про дві підгрупи зацікавлених сторін, котрих ми вважаємо інвесторами компанії: акціонерів та кредиторів. Такої самої думки додержується група дослідників на чолі з Р. Ла Порто [207, с. 386]. Однак якщо останні розглядають поняття «кредитор» доволі широко, оскільки це їхнє дослідження присвячено захисту інвесторів, то нас такий підхід задовольнити не може. Ми вважа-

ємо, що цільовою аудиторією служби зв'язків з інвесторами, поряд з акціонерами, мають виступати кредитори банку, котрі інвестували кошти в цінні папери банку боргового характеру. Ідеться про привілейовані акції, облігації, у тому числі конвертовані облігації.

Варто, однак, зазначити, що існують і інші підходи до трактування цільової аудиторії зв'язків з інвесторами. Зокрема, автори книжки «Нові підходи до відносин з інвесторами» обмежують свій розгляд лише інтересами акціонерів банку [73]. На нашу думку, це пояснюється тим великим значенням, яке набули в останнє десятиріччя акціонери у сфері корпоративного контролю. Справді, інші групи зацікавлених сторін (стейкхолдери) не мають прямого доступу до контролю над банківською фірмою. Однак ігнорувати кредиторів у процесі створення вартості компанії теж не можна, позаяк частка боргу у структурі ресурсів банку через ефект фінансового важеля також впливає на вартість банку.

За іншим підходом цільовою аудиторією зв'язків з інвесторами виступають інвестори, партнери банку, включаючи фінансових аналітиків, пресу тощо. Отже, зв'язки з інвесторами фактично трактуються як зв'язки з зацікавленими сторонами, що, на нашу думку, є ототожненням IR з паблік-релейшнз. Також цільова аудиторія в цьому разі плутається з об'єктами комунікації. Про зв'язки IR з паблік-релейшнз ітиметься далі, однак у даному контексті вважаємо подібний підхід неправомірним.

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

Національний інститут відносин з інвесторами (NIRI), що розміщений у США, визначає відносини з інвесторами як «стратегічну управлінську функцію, яка має безпосередній стосунок до фінансів, комунікації, маркетингу...» [73, с. 48].

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

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

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

Сучасну економіку можна сміливо назвати економікою нематеріальних активів. Так, середня вартість усіх компаній, акції яких продаються на Нью-Йоркській фондовій біржі, в 2,5 рази вища за їх балансову вартість [4, с. 5]. Різниця між ринковою та балансовою вартістю визначається репутацією компанії. Формувати репутацію банку означає управляти очікуваннями інвесторів, що і є завданням служби зв'язків з інвесторами. Насправді ж очікування інвесторів обумовлюються дисконтованим грошовим потоком, який у довгостроковій перспективі буде генерований банком.

Ринкова вартість банку загалом завжди відображає його реально, на думку керівництва, вартість. Розрив, який часто існує між ними, Т. Коллер пояснює невідповідністю результатів компанії очікуванням ринку [49, с. 43]. Саме на усунення цього розриву й мають бути спрямовані зусилля IR, адже недооцінка банку негативно позначається на його перспективах: банк перебуває під загрозою поглинання, зростає вартість залучення коштів. Однак і переоцінка вартості банку також несе загрози. Така ситуація може стимулювати менеджерів у спробах утримувати вартість, відстрочувати інвестиційні витрати, що негативно вплине на вартість банку в майбутньому. Тому максимізація вартості банку не може розглядатись як завдання служби зв'язків з інвесторами.

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

Фахівець IR повинен бути докладно обізнаним про всі сфери діяльності банку, співпрацювати з керівниками основних функціональних і територіальних підрозділів, бути підпорядкованим безпосередньо голові правління або його заступникові.



Рис. 4.2. Алгоритм програми розвитку зв'язків з інвесторами для банку

Цікаво, що виділивши ІР з паблік-релейшнз, більшість компаній тепер робить кроки щодо координації зусиль обох служб. І тут є логіка, оскільки метою і тих, і тих є підвищення репутації банку як важливого нематеріального активу, що в сучасних умовах формує вартість компанії.

На рис. 4.2 ми запропонували алгоритм програми розвитку зв'язків з інвесторами для банку. Вихідною точкою реалізації програми є позиціонування банку як інвестиційно привабливої компанії. Для цього необхідно зрозуміло донести до інвесторів

концепцію створення банком вартості. Інвестори мають одержати інформацію про стратегію, цілі банку, підтверджені відповідними фінансовими показниками.

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

Наступним кроком є ідентифікація осіб, до яких доцільно донести інформацію. Як уже зазначалось, це і наявні акціонери, і потенційні інвестори. Аналіз наявних акціонерів доволі важливий, бо дозволяє здійснювати групування інвесторів і потім шукати найбільш ефективні механізми комунікації для кожної з груп.

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

1. *Фінансові інвестори*. Придбавають цінні папери, ціни на які зростають. Практично не цікавляться діяльністю компанії. У разі зниження курсу цінних паперів позбавляються цих активів. Перспективи комунікації з такими інвесторами сумнівні.

2. *Інвестори зростання*. Здійснюють моніторинг галузей, що обіцяють стійке зростання. Придбавають цінні папери компаній, що репрезентують такі галузі.

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

Для банку важливо підтримувати баланс між усіма трьома типами інституційних інвесторів, для того щоб зменшити волатильність своїх акцій. Те саме стосується балансу між індивідуальними та інституційними інвесторами. Важливо визначити

ключових інвесторів, тобто тих, від кого залежить вартість банку. Інформація має адресуватись також фінансовим аналітикам, мас-медіа передусім ділового характеру.

Банки повинні своєчасно надавати якнайповнішу інформацію про всі важливі події у своїй компанії, причому робити це одночасно для всіх інвесторів. Професійна етика спонукає працівників IR забезпечувати рівні умови для інвесторів щодо отримання інформації. Принаймні ця інформація повинна бути узгодженою, адже найменші розбіжності даних можуть негативно позначитися на репутації банку.

На думку вітчизняних фахівців, найбільш продуктивними каналами комунікацій з інвесторами служать корпоративний веб-сайт, розсилання новин, річний та фінансовий звіт, організація візитів інвесторів у компанію, проведення щорічних зборів акціонерів [91, с. 62]. Ми поділили канали інформації на три групи: масової, адресної й активної комунікації — і виділили чинники, що визначають враження інвесторів від банку (рис. 4.3). Ґрунтовний аналіз джерел донесення інформації до зацікавлених осіб потребує більш детального дослідження, тому ми обмежимося лише констатацією того, що, на нашу думку, найбільш продуктивними для банку є розвиток корпоративної веб-сторінки, а також розповсюдження річного звіту. Ці джерела інформації мають містити фінансову інформацію, необхідну і зручну для сприйняття різними типами інвесторів.

У процесі реалізації програми зв'язків з інвесторами працівникам служби IR потрібно добре розуміти спонукальні мотиви поведінки тих, на кого розрахована інформація. Річ у тім, що традиційна економічна теорія спрощує аналіз складних економічних явищ. Теорія про ефективність ринку говорить про те, що ринкова інформація швидко обробляється і відображається у вигляді курсу акцій. Утім, у нашій праці ми дійшли висновку про нереальність сподівань на раціональну поведінку економічних агентів на практиці, що підтверджується й наявністю різних відхилень, що постійно спостерігаються при функціонуванні фінансових ринків. Це привело до появи на Заході цілого пласта наукових досліджень у сфері так званого *фінансового біхевіоризму*, тобто поведінки інвесторів. Дослідники, зокрема С. Неєр, А. Оттербах та інші, доводять, що психологічні особливості сприйняття інформації можуть мати значні наслідки для прогнозування дій інвесторів. У реальному житті мотиви інвестиційних рішень часто змінюються в результаті суб'єктивних факторів і мають форму, відмінну від рекомендацій традиційної економіч-

ної теорії. Так, інвестори остерігаються ризику у випадках, коли йдеться про прибутки, однак, готові йти на ризик там, де їм загрожують витрати. Загалом мотиви рішень інвесторів багато в чому залежать від того, в якій фазі життєвого циклу вони перебувають, якими можливостями володіють [72, с. 61].

### **Масова комунікація**

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

### **Адресна комунікація**

- Розсилання інформації контактним особам з урахуванням їхньої специфіки
- Спілкування топ-менеджерів банку з інвесторами

### **Активна комунікація**

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

### **Аналіз банку**

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

### **Оцінка діяльності банку у сфері IR**

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

Рис. 4.3. Канали надання інформації інвесторам та оцінка ефективності зв'язків з інвесторами

У руслі цієї ідеї С. Мішельсан загострює увагу на феномені «емократії» (emocratie), який поширився на фінансові ринки і передбачає значну роль емоцій у сприйнятті економічної дійсності. Так, динамікою фундаментальних показників пояснюється лише одна четверта частина змін у курсах цінних паперів, тоді як решта змін спричинені дією інших чинників, включно з емоціями» [66, с. 55].

Особливості поведінки інвесторів виявляються в тому, що в багатьох випадках вони підміняють раціональну оцінку економічних явищ суб'єктивними побажаннями. Одержуючи масив інформації, інвестори часто вибирають лише ті дані, які вони хочуть знати, позитивну інформацію переоцінюють, а негативну — ігнорують.

Істотно впливає на поведінку інвесторів і вибрана ними стратегія. Інвестори у вартість довго вивчають компанію і тому вважають, що знають про неї все. Вони схильні ігнорувати нову негативну інформацію, не позбуваються цінних паперів після появи перших збитків, часто до того часу, коли продати їх стає вже надто пізно. Інвестори зростання інвестиційні рішення приймають, коливаючись між результатами власного аналізу та поведінкою інших учасників ринку. Тому вони мають схильність до ризику завищеної оцінки перспектив банку. Однак часто цінні папери, курси яких довго зростали і які мають попит у колах інвесторів, містять ризик знецінення. Фінансові інвестори, будучи короткостроковими гравцями, змушені спрощувати інформацію, розглядати її ізольовано від інших економічних явищ. Це призводить до ризику викривлення або ігнорування важливих даних.

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

Отже, ми бачимо, що зв'язки з інвесторами перетворились на важливий елемент стратегії управління вартістю компанії і потребують науково обґрунтованих підходів до розв'язання проблеми комунікацій банку з його інвесторами. Цільовою аудиторією зв'язків з інвесторами виступають акціонери та власники цінних паперів банку боргового характеру. Ігнорування останніх неприпустиме, оскільки через співвідношення капітал / борг вони впливають на вартість банку, а в наступні роки залучення коштів через розміщення євробондів залишатиметься важливим механізмом поповнення ресурсів українськими банками.

Зв'язки з інвесторами не мають на меті максимізацію вартості банку. Завдання IR полягає в усуненні розриву між ринковою вартістю банку та його вартістю, розрахованою керівництвом. У сучасних умовах для налагодження комунікацій з інвесторами банкам доцільно створювати спеціалізовані служби IR. Разом з

тим ефективна діяльність останньої можлива за умови тісної взаємодії з підрозділом паблік-релейшнз.

Робота у сфері IR є не разовою акцією, а потребує системного підходу. Банкам доцільно створювати програми розвитку зв'язків з інвесторами, серед елементів якої важливе місце посідає ідентифікація інвесторів та пошук ефективних каналів комунікацій з ними. Реалізація програми IR має базуватись на вивченні мотивів поведінки інвесторів, що дозволить передбачати їх можливі інвестиційні рішення, більш ефективно доносити інформацію і загалом управляти інвестиційними очікуваннями.

#### **4.4. Ділова етика та корпоративна соціальна відповідальність банківського бізнесу**

Сучасні корпоративні стратегії спрямовані на максимізацію вартості компанії і підвищення добробуту її власників. Поряд із цим в останнє десятиліття значного поширення набула соціальна відповідальність бізнесу, що виразилось у переході від окремих філантропічних заходів до розробки багатогранної політики корпоративної соціальної відповідальності, котра стала елементом бізнес-стратегії компанії. Загалом проблеми соціальної відповідальності бізнесу, що гостро постали перед банками розвинутих країн, на думку деяких дослідників, перетворились на справжню одержимість [256, с. 6]. Хотілося б особливо наголосити, що дані тенденції особливо сильно зачепили банківський бізнес як такий, що ґрунтується на суспільній довірі.

Новий тип економіки, який розвивається фактично на наших очах і який заведено називати *економікою знань* кидає нові виклики перед бізнесом і ставить перед ним дві важливі проблеми: соціальну відповідальність та суспільну довіру. Розв'язання цих проблем забезпечить конкурентоспроможність компанії у сучасних умовах. Проте навіть тепер немає чіткого розуміння того, у чому полягає ділова етика та соціальна відповідальність бізнесу, чи є місце для етики та соціальної відповідальності в умовах гострої конкурентної боротьби, що дає корпоративна соціальна відповідальність бізнесу, зокрема банківському. З'ясування цих питань має неабияку актуальність в умовах нашої країни, оскільки, володіючи чималим досвідом соціальної відповідальності за умов

так званого розвинутого соціалізму та в посткомуністичну епоху, українські підприємці, у тому числі банки, поки не знаходять економічних мотивів здійснювати довгострокову політику у сфері сталого розвитку.

Почнемо з ділової етики, інтерес до якої не знижується вже протягом чотирьох десятиліть. Водночас дехто з бізнесменів і досі не переконався, що вони та їхні компанії повинні відповідати на соціальні потреби. Деінде побутує переконання, що термін «етика бізнесу» — оксюморон, тобто набір взаємовиключних понять. Сучасні дослідження, зокрема, Р. Сімза, М. Пава та Д. Крауша, Р. Френсіса, С. Стрейндж, Ф. Котлера та Н. Лі, Х. Ф. Ор та М. Нотона доводять, що таких думок дедалі меншає.

Не секрет, що діяльність банків у минулому була простішою і більш зрозумілою, ніж нині: інвестори надавали кошти для початку діяльності, вкладники забезпечували банк ресурсами, клієнти придбавали банківські продукти, не маючи особливої можливості вибору, працівники забезпечували функціонування бізнес-процесів. У сьогоdnішньому суспільстві банки стикаються зі складнішим станом речей. Громадськість розуміє, що сьогоdnішня банківська фірма значно еволюціонувала і перестала виражати суто інтереси засновників, їхніх родин або навіть групи власників. Ключем до успіху банку двадцять першого століття є його стратегія, яка ґрунтується на повазі до стейкхолдерів, що мають свої вимоги, права і обов'язки й дедалі більше зацікавлені в етичності бізнесу.

Етика — філософський термін, що походить з грецької мови і буквально означає характер або звичай. А. Шостек визначає етику як теорію моралі [113, с. 9]. Відповідно, етична поведінка — це загальноприйняте моральне «добре» чи «правильне» на противагу «поганому» і «неправильному».

Для кращого розуміння етичності банківського бізнесу розглянемо взаємозв'язок між етикою і моральністю. У нашому розумінні *етика* — це дисципліна, яка має справу з тим, що є добрим і що поганим, а також з моральними обов'язками та зобов'язаннями. Виходячи з дефініції Шостака, етика також може трактуватись як сукупність моральних принципів. *Моральність* — це система моральної поведінки, тобто таких вчинків, що пов'язані з правильністю чи неправильністю в поведінці. Отже, етика і моральність є доволі близькими за значенням термінами, якими описують чесність, справедливість, а також поведінку в бізнесі. Саме поведінка в бізнесі, на наше переконання, є

ключовою проблемою, на яку слід звернути основну увагу, розглядаючи ділову етику.

Американська енциклопедія «Колумбія» дає таку дефініцію ділової етики: «вивчення й оцінка управлінських рішень бізнес-структурами відповідно до моральних концепцій і справедливості»<sup>6</sup>, і відзначає, що коло етичних проблем бізнесу доволі широке — від обов'язку компанії бути чесними з її клієнтами і аж до філософських і соціальних питань, як-от відповідальність за збереження довкілля та захист прав персоналу [269, с. 711]. Отже, ділову етику (етику бізнесу, бізнес-етику) можна визначити як сукупність моральних принципів і норм підприємницької діяльності.

Незважаючи на підвищений інтерес до проблеми етичності бізнесу, сьогодні навколо цього поняття створено чимало міфів. Розглянемо найбільш поширені.

Міф 1. Ділова етика завжди індивідуальна, тобто індивідуальна етика ґрунтується на особистій або релігійній вірі і що лише наодинці з власною совістю можна вирішити, що є правильним, а що неправильним.

Міф 2. Ділова етика і етика не поєднуються, тобто ділові методи в основному аморальні, оскільки бізнес-структури діють на вільному ринку. Менеджмент ґрунтується на науковому, а не релігійному або етичному принципах.

Міф 3. Ділова етика — це більше справа релігії, ніж менеджменту. Наріжний камінь цього міфу — це віра, що зміна людських цінностей або людських душ не є метою етичних програм компаній — цінності менеджерів перебувають з ними в конфлікті.

Міф 4. Ділова етика відносна, тобто ніякого правильного чи неправильного способу, віри або дії не існує. Поняття правди чи неправди залежать від того, хто їх оцінює.

Міф 5. Хороший бізнес означає добру етичність. Якщо особи і компанії підтримують здоровий корпоративний імідж, практикують прекрасну і справедливу роботу, заробляють доходи законними засобами, то вони де-факто можуть уважатись етичними [262, с. 47].

Міф 6. Ділова етика — це все ще примха або дисципліна, що підтримується голосами виборців, філософами, вченими і богословами. Багато хто вірить, що ділова етика — це примха, яка мало пов'язана з діяльністю компанії.

---

<sup>6</sup> Цікаво, що слово «judgments», яке ми тут переклали як «справедливість», має також значення «праведність» і «Божий закон», тобто має теологічний відтінок.

Міф 7. Ділова етика є зайвою, бо вона лише підтверджує очевидне: «Робити добро!» Ті, хто підтримує цей міф, вірять, що корпоративні кодекси етики і етичні норми зайві, тому що вони приписують те, до чого кожен повинен природно прагнути.

Міф 8. Етикою не може управляти. Деякі скептики не вірять, що можна управляти цінностями.

На нашу думку, етика банківського бізнесу розглядає добрі і погані вчинки, правильну і неправильну поведінку посадових осіб та банківських інституцій у контексті їхньої ділової діяльності. При цьому потрібно розрізнати дві складових ділової етики, а саме — нормативну і описову етику. Кожна з них розглядає різні аспекти.

*Нормативна етика* пов'язана пропозицією і підтвердженням цілісної моральної системи мислення та прийняття рішень. Нормативна етика намагається запропонувати, вдосконалити і виправдати основні моральні принципи, які призводять до конкретних дій та вчинків. Нормативну ділову етику, таким чином, ми можемо визначити як сукупність принципів, призначених для того, щоб розрізнати етичні та неетичні вчинки в контексті банківського бізнесу. Нормативна етика націлена на встановлення норм або стандартів, якими провадиться або оцінюється банківський бізнес.

*Описова етика* спрямована на дослідження, опис, характеристику, вивчення етичності людей, організацій, культури або суспільства. Вона порівнює і протиставляє різні системи моральних правил, методів, вірувань, цінностей.

Відмінність між нормативною і наглядною етикою доволі принципова і важлива для практичного розв'язання етичних проблем бізнесу. Описова етика мотивує спостерігати і робити висновки з реальних вчинків представників банківського бізнесу і окремих банків, але при цьому вона «...не прагне вирішувати, що є морально добре, а що погане і чому. Її цікавить тільки те, що в даному середовищі вважають добрим і злим і як ці погляди впливають на діяльність людини» [113, с.23]. Отже, нормативна етика вимагає більших внутрішніх моральних спонукань, позаяк часто певні вчинки та дії не можуть бути видимими для зацікавлених осіб. Цей висновок є принциповим для дослідження корпоративної соціальної відповідальності, яку часто трактують як практичне втілення ділової етики.

Протилежністю ділової етики є неетична поведінка чи неетичний вчинок. Взагалі, вчинок є основним матеріальним предметом етики і означає «свідоме і добровільне діяння людини» [113,

с. 29]. Неетичну поведінку можна визначити як таку, що має небезпечний вплив на інших, морально неприйнятний для більшості громади.

Існує кілька основних рівнів, на яких можуть виникнути етичні проблеми: індивідуальний (особистий), організаційний, галузевий, суспільний і міжнародний.

Етичні виклики особистого характеру зустрічаються доволі часто. Приміром, чи повинен я сказати касиру, що він дав мені зайву решту? Чи треба сповістити банк, що він помилково зарахував мені кошти на мій картковий рахунок? Насправді перед прийняттям рішень кожен індивід зважує свої вчинки з власними етичними мотивами та стандартами.

На організаційному рівні ті самі індивіди, але вже в ролі фахівців чи менеджерів, також протистоять схожим етичним проблемам. Однак ці проблеми можуть загрожувати серйозними наслідками для репутації банку, його корпоративної культури. Наприклад, чи повинен я застосовувати неетичні методи для того, щоб забезпечити ефективність свого структурного підрозділу чи банку в цілому? Чи можу я прийняти подарунок або грошову винагороду за укладання великого контракту від імені банку? При виникненні етичної проблеми на організаційному рівні працівники повинні зважувати свої дії з політикою компанії, кодексом етики, розробленими і рекомендованими процедурами. Перші подібні документи почали запроваджуватись ще в середині 1980-х. Перший корпоративний етичний кодекс приписують американській компанії General Dynamics. 1991 року у США на федеральному рівні було прийнято рішення, що вповноважувало суддів знижувати штрафи компаніям, які слідують етичній поведінці, і підвищити їх тим, хто таку поведінку не практикує. Це викликало справжній бум так званої *етичної індустрії*, поширення нормативних корпоративних документів, присвячених діловій етиці, виникненню такого феномену, як «соціальний аудит».

Індивід та організація впливають і на ділову етику на галузевому рівні, коли має місце зіткнення ділових інтересів та совісті. На галузевому рівні фахівці часто звертаються до відповідного статуту чи кодексу їх професійної асоціації. В Україні подібний документ під назвою «Моральний кодекс банкіра», який окреслив 10 чеснот українського банкіра, було ухвалено ще 1999 року, однак ця подія не набула особливого резонансу [70, с. 5—7]. Насправді подібна практика доволі поширена, хоч, як правило, ініціюється мікрорівнем. Так, улітку 2001 р. група з 14 фінансових компаній з Уолт-Стрит ухвалила набір етичних норм для галузі,

що містив такі пункти, як достовірність оприлюднюваної інформації, доходи керівництва, частка акцій, якими воно володіє.

На суспільному і міжнародному рівнях етичність поведінки визначається законодавством, нормами, традиціями конкретного суспільства. Так, наприклад, ділова практика, узвичаєна в Україні чи Росії, може вважатись аморальною в Норвегії чи США, і навпаки. Однак навіть у таких випадках особисто менеджери та банки можуть вносити високі стандарти поведінки. В останні роки зроблено спроби запровадити міжнародні стандарти етичної поведінки бізнесменів, найбільш відомими з яких є Принципи бізнесу, або Декларація Ко, ухвалена 1994 року у швейцарському місті Ко. На нашу думку, з перелічених рівнів, що стикаються з моральними проблемами, основними є індивідуальний та організаційний рівні.

Цікавою проблемою є зв'язок ділової етики з законом. Ми вважаємо, етична поведінка передбачає вищі стандарти поведінки, ніж це встановлено законом. Закон є втіленням етичних норм суспільства і мінімальних стандартів поведінки. Отже, коли банківський працівник чи сам банк порушує закон чи нормативний документ, він чинить неетично. Крім того, може існувати певний часовий проміжок між виникненням етичної проблеми та реакцією на неї органів влади чи банківських регуляторів. Соціально відповідальні менеджери не повинні в таких випадках користатись ситуацією і вживати заходів перед тим, як це зроблять владні органи.

На жаль, не існує універсального набору стандартів етичної поведінки в банківському бізнесі. Етика банку залежить від етики суспільства, в якому він функціонує. Тому в разі етичних проблем працівники банку повинні зважати на наявні соціальні стандарти, що підходять до їхньої ситуації, а для прийняття рішень зважити на кілька теорій.

*Утилітарна теорія* зосереджується на суспільних наслідках, до яких приводять конкретні вчинки. Вчинки розглядаються як етичні, якщо їхні наслідки для кожного, кого зачепили ці вчинки, є більшими, ніж ті, які були б досягнуті іншими вчинками.

Банки, які додержуються *теорії справедливості*, акцентують увагу на діях, які є справедливими і неупередженими. Вони не розглядають дії менеджменту як такі, що є вигідними, якщо в результаті буде допущено несправедливість стосовно до інших.

*Теорія прав* звертає увагу на поважання прав людини, наприклад, права на свободу совісті, конфіденційність, статеву

рівність тощо. Також вона декларує, що право на власність внутрішньо обмежено. Наприклад, право власності на актив передбачає від власника утримуватись від шкідливого його використання.

За браку єдиних стандартів та розмитість суспільного бачення моральності оцінити етичність банківської фірми доволі важко. М. Пастін виділяє чотири принципи етичної компанії:

1. Вона перебуває у взаємодії із внутрішніми і зовнішніми групами зацікавлених осіб. Основне правило таких компаній: робити добро своїм зацікавленим особам задля власного добра компанії.

2. Вона вважається чесною. Її основні правила визначають, що інтереси інших осіб ураховуються як її власні.

3. Соціальна відповідальність визначається більше індивідуальною, ніж колективною. Така компанія має кодекс правил, за якими індивідууми відповідальні перед самими собою.

4. Вона розглядає свою діяльність у рамках певних цілей, і вони пов'язують компанію з зовнішнім оточенням [232, с. 35].

Як бачимо, принципи Пастіна ввібрали в себе всі згадані нами раніше теорії, але особливо помітний їхній акцент на теорії прав. Саме в теорії прав криються витоки *моделі зацікавлених сторін*, згідно з якою сучасні компанії стали настільки сильними, що жодна з груп інтересів не може домінувати у визначенні стратегічних цілей окремої фірми.

На наше переконання, стратегія сучасного банку повинна спробувати об'єднати інтереси різних груп зацікавлених сторін, а всі управлінські рішення мають бути спрямовані на задоволення їхніх вимог у відповідний спосіб. При цьому банк має зробити такі кроки:

- 1) виявити зацікавлені сторони;
- 2) зрозуміти вимоги стейкхолдерів як такі, що можуть не збігатися з інтересами менеджменту банку чи його акціонерів;
- 3) примирити ці вимоги і призначити пріоритети для них;
- 4) скоординувати вимоги стейкхолдерів осіб з іншими елементами стратегії банку.

Для аналізу зацікавлених сторін ми за допомогою табл. 4.5 подали основних стейкхолдерів банку (лівий стовпчик), а також визначили їхні основні цілі (правий стовпчик), які в процесі самого аналізу можуть бути більш деталізовані.

Таблиця 4.5

**РОЗУМІННЯ ОСНОВНИМИ ГРУПАМИ СТЕЙКХОЛДЕРІВ  
СОЦІАЛЬНОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ БАНКУ**

Група зацікавлених сторін	Вимоги зацікавлених осіб
Акціонери	Участь у розподілі прибутку; додаткове пропонування акцій; право голосування; ревізія звітності; продаж акцій; вибір ради банку; додаткові права, визначені статутом банку
Працівники	Економічне, суспільне і психологічне задоволення на робочому місці. Свобода від свавільної поведінки посадовців банку. Участь у додаткових прибутках, свобода професійних об'єднань. Участь в укладенні колективного договору. Відповідні умови праці
Клієнти	Відповідна якість обслуговування; достатній стандарт банківських продуктів
Вкладники, кредитори	Безпека вкладених коштів. Вчасна і точна виплата відсотків. Визначений пріоритет у період ліквідації банку
Профспілкові об'єднання	Офіційне визнання в ролі агента для ведення переговорів на користь працівників
Конкуренти	Можливість спостерігати норми конкурентної поведінки, установлені суспільством і банківською системою. Наявність рівних умов для конкуренції
Органи влади	Податки. Вірність принципам публічності в діяльності, чесної і вільної конкуренції
Місцеві громади	Роль банку як здорового та продуктивного члена громади. Участь працівників у суспільних справах. Забезпечення робочими місцями. Підтримка місцевого самоврядування. Участь і підтримка культурних і добродійних проєктів
Суспільство	Забезпечення збереженості коштів суспільства. Розвиток сучасних технологій банківського бізнесу. Справедливі ціни на банківські продукти. Великий асортимент фінансових продуктів. Участь в суспільних доброчинних акціях. Корпоративна філантропія

Аналіз груп зацікавлених сторін має велике значення для утвердження етичних принципів у діяльність банку. Ми вважаємо, що сучасний менеджмент перебуває в процесі відходу від *моделі акціонерів*, яка проголошує максимізацію прибутковості акціонерів головною метою управління, саме до утвердження необхідності врахування інтересів усіх суспільних груп, з якими банк взаємодіє чи

стикається в процесі своєї діяльності. Тільки такий підхід у сучасних умовах дозволяє банкам залишатись конкурентоспроможними. А корпоративна соціальна відповідальність (КСВ) є одним з інструментів, за допомогою якого банки балансують між інтересами різних груп стейкхолдерів і, в кінцевому підсумку, домагаються максимізації ринкової вартості банку.

Звище соціальної відповідальності бізнесу відоме під багатьма термінами, які мають більший чи менший ужиток у теорії та на практиці. У праці «Корпоративна соціальна відповідальність: проблемне дослідження» її автор Майкл Хопкінз розглядає цілу низку таких термінів, зокрема, «корпоративна соціальна відповідальність», «корпоративне громадянство», «соціальна відповідальність компанії», «корпоративна соціальна чуйність», «етика» [196, с. 29]. До цього переліку Філіп Котлер та Ненсі Лі додають також терміни «корпоративна філантропія», «корпоративна відповідальність», «глобальне громадянство», «корпоративний суспільний маркетинг» [52, с. 3].

У нашому дослідженні ми послуговуватимемось терміном «корпоративна соціальна відповідальність». Під цим поняттям ми передусім розуміємо вплив бізнесу на суспільство. Дане визначення достатньо широке, тому потребує деталізації. На нашу думку, *корпоративна соціальна відповідальність* (КСВ) — це політика компанії, яка утверджує її відповідальність перед партнерами, споживачами, працівниками, екологічну відповідальність, відповідальність перед суспільством загалом і яка здійснюється без примусу. Слід акцентувати увагу на останній частині нашої дефініції, позаяк вона має принциповий характер, відбиваючи наш підхід до трактування сучасної концепції КСВ, водночас усе ще є приводом для дискусій. Отже, ми вважаємо, що впровадження політики КСВ — і моральний обов'язок компанії, і економічна доцільність. Це твердження слід аргументувати, тому розглянемо еволюцію концепції КСВ.

Після А. Сміта і до 1930-х років побутувало переконання, що єдиним соціальним обов'язком бізнесу є творення ним прибутку. Це дуже схоже на думку, яка панує серед широкого загалу й у нашій країні, коли соціальна відповідальність ототожнюється зі сплатою податків чи створенням нових робочих місць. Найбільш яскравим представником таких поглядів, втілених у *теорії корпоративного егоїзму*, є відомий економіст Мілтон Фрідман. 1970 року в журналі «Нью-Йорк Таймс» він заявив, що «єдина соціальна відповідальність бізнесу — збільшити його прибуток» [236, с. 6]. У своїй праці «Капіталізм і Свобода» М. Фрідман писав:

«...корпорації є інструментом акціонерів, які володіють ними. Якщо корпорація робить пожертви, це перешкоджає індивідуальному акціонеру прийняти рішення, як він має розпорядитися своїми коштами» [Там само]. Звідси Фрідман висновує, що якщо соціальні пожертви й мають бути зроблені, то лише в індивідуальному порядку — акціонерами чи працівниками, але не самою компанією. Схожу думку висловлював Є. Брігхем, який у підручнику «Основи фінансового менеджменту» редакції 1995 р. говорив про нездатність соціально відповідальних компаній конкурувати в галузях з високою конкуренцією і запитував: «...чому акціонери однієї компанії повинні субсидувати суспільство більшою мірою, ніж такі самі акціонери іншої компанії?» [14, с. 40].

Альтернативні думки в науковому середовищі з'явилися ще в 30-х роках минулого століття після дискусії між професором Гарварду М. Доддом та професором Колумбійської школи права А. Берлі. Останній висловлював традиційний на той час погляд, що діяльність менеджменту компанії має бути спрямована на забезпечення прибутку, тоді як Меррік Додд доводив, що управлінці не повинні забувати і про соціальні функції. Переконавання, що частина соціальних функцій має бути перекладена на бізнес (*теорія корпоративного альтруїзму*) наростали у 1950—1960-х роках і особливо набрали силу з початку 90-х років. Приблизно в цей період, на наш погляд, і відбулось формування концепції КСВ.

Характерна риса концепції КСВ полягає в тому, що вона базується на поглядах, які є компромісом названих теорій і можуть бути визначені як *теорія розумного егоїзму* (enlightened self-interest). Інакше кажучи, коли компанія здійснює витрати на соціальні заходи, то дістає додаткові конкурентні переваги, а отже, підвищує свою ринкову вартість. Тож КСВ потрібно розглядати як вдалий бізнес. Такий підхід відображений у директивних документах Європейського Союзу. Зокрема, на думку Єврокомісії, «в умовах економіки, яка глобалізується, соціальна та екологічна ефективність компаній відіграє дедалі більшу роль у формуванні їх позитивного іміджу і, відповідно, довгострокового успіху. Іншими словами, хороша поведінка підвищує вартість акцій». У цьому ж документі підкреслюється, що «розвиток соціальної відповідальності компаній не зводиться до PR-акцій, а означає переоцінку, реорганізацію ядра бізнесу і гарантує, що управління ризиками і змінами відбувається соціально відповідальним способом» [34].

Як бачимо, концепція КСВ заперечує корпоративний егоїзм і разом з тим далека від чистого альтруїзму чи ідей на зразок теорії

Джозефа Галаскевича про те, що спонукальним мотивом благодійності є боротьба за соціальний статус, який здобувається в результаті пожертви. У сучасних умовах КСВ слід розглядати як елемент бізнес-стратегії компанії, симбіоз соціальної відповідальності та підприємницької діяльності. Такий симбіоз М. Портер та М. Крамер у своїй відомій праці «Конкурентні переваги корпоративної філантропії» назвали «стратегічною філантропією» [236, с. 5—6]. Тобто навіть у термінології вчені дистанціюються від традиційного поняття філантропії, яке більше не відображає сутності КСВ.

Що стосується напрямів КСВ, то їх коло протягом останньої третини ХХ ст. значно розширилось, а сама концепція КСВ набула багаторівневого характеру (рис. 4.4).



Рис. 4.4. Рівні корпоративної соціальної відповідальності

Так, сплату податків, створення нових місць праці слід uważати першим — базовим — рівнем КСВ. До другого рівня КСВ належить діяльність компанії, спрямована на забезпечення працівників нормальними умовами праці та життя, що включає заходи з підвищення кваліфікації, соціального забезпечення, створення адекватних житлових умов тощо. Ці заходи об'єднуються під назвою «корпоративна відповідальність». І, нарешті, третім — найвищим — рівнем КСВ є соціальні корпоративні ініціативи компанії, скеровані на забезпечення інтересів суспільства загалом або його окремих груп, природозахисні заходи тощо. У сучасних умовах цей рівень КСВ слід uważати пріоритетним для банків та інших підприємницьких структур.

Отже, можна запропонувати підхід з поділом усіх заходів у сфері КСВ на внутрішні та зовнішні. Як бачимо з табл. 4.6, внутрішні заходи КСВ стосуються корпоративної відповідальності та базового рівня КСВ, тоді як зовнішні заходи КСВ спрямовані на забезпечення інтересів суспільства.

Таблиця 4.6

**ЗАХОДИ КОМПАНІЇ У СФЕРІ КОРПОРАТИВНОЇ  
СОЦІАЛЬНОЇ ВІДПОВІДАЛЬНОСТІ**

Заходи КСВ, що мають ендогенний характер	Заходи КСВ, що мають екзогенний характер
Стабільна та адекватна заробітна плата працівників	Фінансова підтримка соціально значимих акцій
Безпека праці працівників	Природоохоронна діяльність та її фінансова підтримка
Надання допомоги працівникам у разі потреби	Взаємодія з місцевими громадами і органами влади
Додаткове медичне, соціальне та пенсійне страхування працівників	Відповідальність перед споживачами товарів та послуг
Розвиток людських ресурсів компанії	Підтримка соціальних заходів працівників
Брак дискримінації працівників	Пожертва товарів та послуг

Усі заходи з КСВ на практиці здійснюється у формі так званих корпоративних соціальних ініціатив. Ф. Котлер та Н. Лі визначають корпоративні соціальні ініціативи як «основні заходи, які здійснює компанія задля підтримки суспільно корисних справ та виконання зобов'язань щодо корпоративної соціальної відповідальності» [52, с. 4] і виділяють шість типів соціальних ініціатив [52, с. 25—26]:

1) *просування добродійної справи*, як-от надання коштів та інших ресурсів компанії, щоб привернути увагу суспільства до певної проблеми;

2) *доброчинний маркетинг*, коли компанія здійснює відрахування з прибутку чи з обороту на певну добродійну справу;

3) *корпоративний соціальний маркетинг*, тобто підтримка проектів, спрямованих на зміну певних типів поведінки, що дає позитивний соціальний або екологічний ефект;

4) *корпоративна філантропія*, яка означає виділення коштів для реалізації соціальних програм;

5) *волонтерська робота працівників у сфері соціальних ініціатив*, яка організовується та (або) оплачується компанією;

6) *соціально відповідальний характер ведення бізнесу*, коли діяльність компанії сприяє зростанню добробуту суспільства та дає природоохоронний ефект.

Завданням перелічених соціальних ініціатив є підтримка суспільно важливої справи, яку компанія вибрала як пріоритет у сфері КСВ. Послідовність заходів щодо КСВ-менеджменту має такий вигляд. На першому етапі визначається пріоритет, тобто основна суспільно важлива справа, на яку будуть спрямовані зусилля компанії. На практиці компанія може або віддати перевагу одному компоненту КСВ, або намагатись охопити кілька чи навіть усі її аспекти. Останній підхід характерний для великих компаній, тоді як невеликі фірми здебільшого акцентують свою увагу на небагатьох напрямках КСВ. У будь-якому разі ці пріоритети мають відповідати місії компанії. Так, банківський холдинг Citigroup оголосив про виділення 200 млн дол. для реалізації протягом 10 років проектів з фінансової освіти громади, зокрема порад домашнім господарствам щодо заощадження коштів та їх вигідного розміщення [153, с. 14].

Після визначення пріоритету вибирається відповідний тип соціальних ініціатив. При цьому важливо, щоб соціальні ініціативи були пов'язані з основною діяльністю компанії, оскільки в цьому разі, за словами М. Портера та М. Крамера, «корпоративні видатки приносять одночасні соціальні й економічні вигоди, поєднуючи корпоративну філантропію та інтереси акціонерів» [236, с. 14]. Наприклад, нідерландський Rabobank запропонував своїм європейським клієнтам депозит, відсотки за яким сплачувались у вигляді пакетиків кави південноамериканських виробників, що в грошовому еквіваленті на 1 % перевищувало дохідність аналогічного стандартного депозиту [85]. За допомогою цієї ініціативи банк підтримав незалежних виробників кави в Гондурасі, Перу, Ефіопії, де він має бізнес-інтереси.

На наступних етапах КСВ-менеджменту здійснюється розробка програми КСВ, її втілення, моніторинг виконання завдань. На етапі планування можуть бути залучені експерти — представники громадських організацій, визначаються завдання у кількісному виразі. План КСВ можуть розробляти спеціальні проектні групи, або ж це завдання покладається на фахівців служби маркетингу. На завершальному етапі аналізується виконання плану й оцінюється його результативність. Це є функцією топ-менеджменту компанії.

Проте оцінка результативності КСВ і досі являє серйозну й нерозв'язану проблему. Усе ще викликає дискусії навіть економічна доцільність КСВ взагалі. Нагадаємо, що наш підхід до соціальної відповідальності бізнесу ґрунтується саме на економічній доцільності КСВ для бізнесу. На нашу думку, ефек-

тивний КСВ-менеджмент дає компанії цілком відчутні конкурентні переваги, основною з яких ми вважаємо підвищення репутації фірми.

Чому ми наголошуємо саме на репутації? На це є принаймні дві причини, які є породженням нового типу економіки. Перша — це зростання в сучасній економіці ролі нематеріальних активів як складової вартості компанії. Зокрема, якщо 1981 року частка нематеріальних активів у вартості компаній становила у середньому 17 %, то 1998-го — уже 71 % [244, с. 1]. Крім цього, у вартості банківської фірми нематеріальні активи і раніше відігравали чималу роль, а ризик репутації для банків за своїм значенням завжди був набагато небезпечнішим, ніж для інших, особливо нефінансових, компаній.

Другою причиною є те, що в сучасній економіці вибір споживачем товару або фінансового продукту часто обумовлюється думкою оточення або медіа. Дослідження організації Envisionics International CSR Monitor виявило, що факторами, які визначають суспільну думку про компанію, є її соціальна відповідальність (49 % опитаних), якість і репутація бренду (40 % опитаних), фінансові показники (32 % опитаних). В Європі опитування засвідчили, що чимало споживачів готові змінити торговельну марку на користь тієї, яка асоціюється із соціально відповідальною компанією, зокрема, у Великобританії — 86 %, Італії — 75 %, Бельгії — 65 % від кількості опитаних. Тож у розвинутих країнах соціальна відповідальність виходить на чільні позиції серед факторів, що формують суспільну думку про компанію, а значить, впливають на рівень продажу та загальні фінансові результати.

Перевага соціально активної компанії виявляється в підвищенні її репутації в очах зацікавлених сторін. Нагадаємо, що до зацікавлених сторін банку ми віднесли не тільки керівників, регуляторів та клієнтів, тобто ті групи, які традиційно перебувають у центрі наукових досліджень і на яких спрямовані зусилля менеджменту, але й інших представників того середовища, яке оточує банк. Основними з цих зовнішніх стейкхолдерів, на нашу думку, є фінансові аналітики, у т. ч. рейтингові агентства, журналісти, які висвітлюють діяльність банку, а в сучасних умовах — часто й формують суспільну думку про нього, члени громади.

КСВ передбачає проведення топ-менеджментом збалансованої політики з урахування інтересів усіх стейкхолдерів банку, а не тільки діяльність на користь власників, адже в кінцевому підсумку саме збалансована політика забезпечить дивіденди власникам банку в довгостроковій перспективі. Проведені у США дослі-

дження довели, що в компанії, які провадять збалансовану політику стосовно до всіх груп інтересів, у чотири рази вищі темпи зростання продажу й у вісім разів — приріст зайнятості проти фірм, які зосереджені лише на інтересах акціонерів [244, с. 2].

Соціальна активність компанії стає предметом постійного моніторингу та аналізу, а інформація щодо КСВ — дедалі більш транспарентною, тобто доступною і зрозумілою всім зацікавленим особам. Упровадженню КСВ у ділову практику сприяють саморегульовані інститути на кшталт організації *Бізнес для соціальної відповідальності* (Business for Social Responsibility), яка на сьогодні є провідним центром у даному напрямку, — The Conference Board, CSR Europe, Міжнародний інститут бізнесетики та ін. Подібні організації присуджують спеціальні нагороди для компаній — лідерів КСВ-менеджменту, зокрема American Business Ethics Award, організації The American Society of Chartered Life Underwriters & Chartered Financial Consultants за послідовне додержання етичних принципів ведення бізнесу, Awards for Excellence та Company of the Year (Компанія року) британської консультативної компанії у сфері КСВ Business in the Community разом з Financial Times для компаній, які здійснюють удосконалення практики ведення бізнесу для того, щоб бізнес розвивався успішніше та приносив більше користі суспільству. Низка організацій поставили за мету розробити уніфіковані стандарти нефінансової звітності компаній, що включають і звіти щодо соціальної та екологічної корпоративної політики. Найбільш авторитетними є стандарти звітності, що з 1997 р. розробляються організацією «Глобальна ініціатива зі звітності» (The Global Reporting Initiative). Іншими відомими стандартами нефінансової звітності є United Nations Global Compact, що були розроблені 2000 року Організацією Об'єднаних Націй, і стандарт AA1000 — AccountAbility. Нині переважна більшість транснаціональних банків вважає за обов'язок формувати та оприлюднювати свою нефінансову звітність. Зокрема, ми вибірково оглянули веб-сторінки банків з трьох країн, а саме Deutsche Bank, HBOS, Citigroup, і на всіх виявили окремі розділи, присвячені КСВ. Усі банки з нашого переліку опублікували об'ємні за обсягом річні звіти про КСВ з розділами, присвяченими зв'язкам зі стейкхолдерами, описом добродійних акцій тощо [165; 194; 151]. На практиці публікація звітів про КСВ для провідних банків світу вже стала нормою.

З'явилися спеціальні інституції, завданням яких є пошук напрямків ефективних і водночас заснованих на суспільних та еко-

логічних критеріях, напрямів інвестування — так званих *соціально-відповідальних інвестицій* (SRI). Зростання обсягів SRI тільки у США Сара Робертс та інші називають «драматичним», адже лише протягом 1999 — 2001 рр. портфелі подібних інвестицій зросли на 36 %, що відбулось на загальному фоні біржового краху. У 2001 р. загальний обсяг SRI у США сягнув 2,34 трлн дол., що становило 12 % від усіх інвестицій, які перебувають у професійному управлінні в цій країні [244, с. 4]. Про зростання ролі SRI свідчить і поява спеціальних фондових індексів, наприклад, The Dow Jones Group Sustainability Index (DJGSI), який включає перші 10 % найбільш відповідальних компаній з переліку 2500 найбільших компаній, що включені до індексу The Dow Jones Group Index (DJGI), чи індексу FTSE4Good, який охоплює компанії, котрі демонструють соціально відповідальну політику, підтримку прав людини, екології, взаємин зі стейкхолдерами.

Підвищення транспарентності у сфері КСВ-менеджменту дозволяє соціально відповідальним компаніям знизити вартість залучення ресурсів, забезпечити лояльність стейкхолдерів.

Якщо КСВ підвищує конкурентні переваги і, фактично, допомагає заробляти гроші, то чи повинна політика соціальної відповідальності здійснюватись під тиском органів влади — ще одного стейкхолдера? У нашому визначенні КСВ особливо підкреслено самомотивацію компанії на проведення соціально відповідальної політики. Цей висновок викликає заперечення певного кола вчених та підприємців. Особливо це стосується нашої країни, де перспективи поширення соціальної відповідальності бізнесу на теренах України пов'язуються з наданням податкових пільг чи, навпаки, впровадження керівних норм законодавства. Такий погляд висловила більшість учасників однієї з наукових конференцій під час обговорення нашої доповіді на тему КСВ. Подібна позиція час від часу звучить і в засобах масової інформації.

Потрібно визнати, що втручання регуляторів у царину КСВ зустрічається на практиці. Так, Банк Англії розробив форму банківського звіту щодо корпоративного управління, де окремі позиції присвячені КСВ. За державної підтримки в банках України працевлаштувалася значна кількість інвалідів. Утім М. Хопкінз у своїй праці «Корпоративна соціальна відповідальність» наводить переконливі докази шкоди державного регулювання КСВ [196, с. 7—8]. На нашу думку, втручання регуляторів дискредитує саму ідею КСВ, ефективність котрої якраз і полягає у власній ініціативі бізнесу творити добродійні вчинки.

На нашу думку, причиною дискусії щодо державного втручання у КСВ є незрозуміння сутності останньої, ототожнення соціальної відповідальності з філантропією. Але в сучасних умовах, як уже зазначалось, філантропія перетворилась на один з багатьох, причому не провідних, напрямів корпоративних соціальних ініціатив. Окремі ж філантропічні заходи банки, як і інші компанії у розвинутих країнах, намагаються здійснити без широкого розголосу, а якщо й оприлюднюють інформацію про них, то позиціонують її виключно як добровільний акт. А якщо ні, то втрачається бізнес-ефект таких акцій, оскільки, за Т. Фуллером, вимушена доброта не заслуговує на вдячність. І якщо хтось і здійснює тиск на банки щодо підвищення їхньої соціальної відповідальності, то це зацікавлені сторони. Держава є одним з таких стейкхолдерів, тому співпраця підприємців і органів державної влади задля реалізації суспільно значимих проектів може бути об'єктом КСВ. Однак така співпраця дасть позитивний ефект для бізнесу лише за умови співпраці на рівноправних засадах.

Що стосується вітчизняних банків, то потрібно констатувати, що соціальна відповідальність поки тільки починає ставати елементом їхньої стратегії. Бракує загального усвідомлення сутності КСВ, її необхідності для банку. Поширеним є ототожнення соціальної відповідальності зі сплатою податків чи формуванням фондів соціального призначення. Також часто КСВ плутають з парттехнологією або вважають соціальну відповідальність прерогативою великих банків. Однак існують приклади реальної діяльності українських банків у царині соціальної відповідальності. Зокрема, ПроКредитбанк у своїй кредитній політиці задекларував відмову від підтримки проектів, пов'язаних з виробництвом тютюнових і алкогольних виробів; Укрсоцбанк уже двічі провів щорічні всеукраїнські студентські наукові олімпіади; банк «Надра» встановив іменні стипендії для студентів економічних вузів.

Дальше загострення банківської конкуренції здатне докорінно змінити інтер'єр банківської системи України. Майбутнє — за банками, які мають чітку і продуману стратегію своєї діяльності. Саме тому вже тепер керівникам банків доцільно розробляти заходи щодо формування цілісної концепції КСВ. Варто з цією метою створити спеціальні проектні структури, відповідальні за формування самої концепції та механізмів її реалізації. Ураховуючи апробовані напрацювання низки успішних компаній, можна порекомендувати українським банкам фокусуватись на кількох напрямках соціальної діяльності, не розпорюшуючи свою увагу та ресурси.

Недоліком багатьох перелічених, а також деяких інших, не згаданих нами, соціально відповідальних акцій банків, є те, що вони не стали широко відомими, а знають про них тільки у вузьких колах фахівців. Інша помилка — додавати таким заходам рекламного характеру, що ставить під сумнів ширість організаторів. У розвинутих країнах компанії популяризують свою діяльність у царині КСВ за допомогою спеціальних нефінансових звітів. Так, за даними KPMG за 2002 р. кількість компаній з числа Top-250 за версією журналу «Fortunes», які оприлюднюють соціальні звіти (так звані звіти про сталий розвиток), становила 45 %, тоді як 1999 року аналогічна частка була 35 % [204]. Організація «Глобальна ініціатива зі звітності» розробила і опублікувала типові форми корпоративних звітів про сталий розвиток [92], а також спеціальні рекомендації для фінансових організацій [180]. Як уже зазначалось, ці звіти дають можливість рейтинговим агентствам урахувувати КСВ-рейтинг компанії. До речі, першим таким агентством стало Standard & Poor's, яке присвоює кредитний рейтинг і деяким українським банкам.

Інше важливе питання: чи можна вважати поняття корпоративної соціальної відповідальності рівнозначним діловій етиці? Визнаючи, що КСВ сьогодні стала однією з бізнес-стратегій банків, тобто стратегії, яка дозволяє банкам заробляти гроші, це питання можна перефразувати: чи підвищує автоматично утвердження етичних принципів вартість банку? Відповідь на дане питання буде далеко не однозначною.

На нашу думку, КСВ є виявом ділової етики, але сутність останньої значно ширша. І тут нам потрібно повернутись до нашого визначення відмінностей нормативної і описової етики. Нормативна етика передбачає, що суб'єкт чи організація свої вчинки зважає згідно з певним моральним імперативом, який не залежить від кон'юнктури. Описова етика спирається на певні прецеденти. Наприклад, якщо більшість банків у своїй рекламі дають неповну інформацію про вартість власних кредитних програм для фізичних осіб (на кшталт: «...лише за 206 у.о. в місяць»), фактично дезінформуючи споживача, то подібна практика може вважатись нормальною або навіть загальноприйнятною на певному ринку (у нашому випадку це ринок України). Але в плані нормативної етики такий підхід є абсолютно неприйнятний для керівника. Отже, якщо суспільство не висуває вимог до тих чи інших етичних аспектів діяльності банківського бізнесу, то впровадження банком жорстких норм ділової етики за таких умов теоретично навіть здатне зашкодити конкурентоспроможності бан-

ку. Якщо ж суспільство турбують етичні принципи і воно має інструменти впливу на бізнес, неетичні вчинки посадових осіб та банківських інститутів загрожують їм значними фінансовими проблемами.

Безперечно, одержання фінансових переваг від етичної поведінки та КСВ можливе тільки за умови, коли цими проблемами переймається переважна, або хоча б значна, частина суспільства, яка може справляти тиск на бізнес, наприклад, за допомогою вибору споживачів. Чи є така можливість у споживачів банківських послуг в Україні? Відповідь на це питання непросте. Банки України лише порівняно недавно серйозно розвивають свій роздрібний бізнес, хоч частка фізичних осіб у структурі їх ресурсів та кредитних портфелів уже достатньо суттєва і зростає далі. З іншого боку, пересічний українець звик до патерналізму, тому окремі соціальні ініціативи бізнесменів розглядає, скоріше, як закономірність чи як спробу відкупитись від суспільної думки через пожертву частини нечесно одержаного прибутку. В Україні низька прозорість банківської системи, монополізація засобів масової інформації, переконання більшості членів суспільства, що основним мірилом успіху є матеріальні блага, не дозволяють діловій етиці та КСВ серйозно впливати на вартість банку. Разом з тим упровадження концепції корпоративної відповідальності у вітчизняну банківську практику здається доволі перспективним, хоч ми й повинні врахувати той факт, що КСВ деякий час буде лише ерзацом ділової етики в її нормативному розумінні.

Сучасні банки мають бути фінансово успішними і водночас соціально відповідальними. Їхній менеджмент має піклуватися про соціальну відповідальність. Відмова ж від соціальної відповідальності й етичної поведінки за сучасних умов може призвести до їх нездатності підтвердити конкурентні переваги своїх банків.

І насамкінець зазначимо, що глобалізація дедалі більше стирає кордони, а це дає можливість свідомим корпоративним організаціям — банкам та іншим бізнес-структурам — сприяти добробуту народів та й усього людства. Відрадно, що останніми роками така діяльність дозволяє створювати вартість і самим соціально відповідальним банкам, котрі ведуть свій бізнес на етичних принципах. Здійснення соціальних ініціатив сприяє тому, що банк здобуває додаткові конкурентні переваги, породжені новим типом економіки — економікою знань. Це стосується, звичайно, і українських банків, які за умов глобалізації не можуть залишатись осторонь від загальносвітових процесів.



## Література

1. Акерлоф Дж. Рынок «лимонов»: неопределенность качества и рыночный механизм. — Thesis. — 1994. — Вып. 5. — С. 91—104.
2. Алексеевко М. Д. Капітал банку: питання теорії і практики: Монографія. — К.: КНЕУ, 2002. — 276 с.
3. Алле М. Единый критерий истины — согласие с данными опыта // Мировая экономика и международные отношения. — 1989. — № 11.
4. Андриссен Д., Тиссен Р. Невесомое богатство. Определите стоимость вашей компании в экономике нематериальных активов / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. — 304 с.: ил.
5. Аристотель. Никомахова этика: Соч. — В 4 т. — Т. 4. — М., 1984.
6. Асоціація українських банків / Офіційний веб-сайт // [http://www.aub.com.ua/ua/2000.html?\\_m=publications&\\_t=rec&id=436](http://www.aub.com.ua/ua/2000.html?_m=publications&_t=rec&id=436) (станом на 15.03.08)
7. Банківський менеджмент: Навч. посіб. — 3-тє вид., перероб. і доп. / О. А. Кириченко, І. В. Гіленко, С. Л. Роголь та ін.; За ред. О. А. Кириченка. — К.: Знання-Прес, 2002. — 438 с.
8. Банківські операції: Підручник. — 2-ге вид., випр. і доп. / А. М. Мороз, М. І. Савлук, М. Ф. Пуховкіна та ін.; За ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза. — К.: КНЕУ, 2002.
9. Беллон Ж-Б., Пастре О. Банков больше не существует: размышления о банковской деятельности // Банки: мировой опыт. — 2004. — № 6. — С. 13—16.
10. Белоглазова Г. Н. Современные тенденции развития банковского бизнеса // Вестник ОГУ. — 2002. — № 4. — С. 30—34.
11. Большой экономический словарь / Под ред. А. Н. Азрилияна. — 4-е изд. доп. и перераб. — М.: Ин-т новой экономики, 1999. — 1248 с.
12. Бондар М. І. Сучасна концепція вартісної оцінки підприємства // Фінанси, облік і аудит: Зб. наук. пр. Вип. 9 / Відп. ред. А. М. Мороз. — 2007. — С. 156—166; 159.
13. Бортніков Г. П. Сутність економічного капіталу. Управління банківськими ризиками: Навч. посіб. / Л. О. Примостка, П. М. Чуб, Г. Т. Карчева та ін.; За заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Л. О. Примостки. — К.: КНЕУ, 2007. — С. 47—51.

14. *Брігхем С.* Основи фінансового менеджменту: Пер. з англ. — К.: Молодь, 1997. — 1000 с.
15. Бюлетень Національного банку України. — 2008. — № 2.
16. *Васильченко З. М.* Комерційні банки: реструктуризація та реорганізація: Монографія. — К.: Кондор, 2004. — 528 с.
17. *Васютювич А., Сотникова Ю.* Рыночный риск: измерение и управление. — Інтернет-портал «Finances.com.ua». ([http://www.financial.kiev.ua/theory/Obschye\\_voprosy/Rynochnyi\\_rysk\\_.html](http://www.financial.kiev.ua/theory/Obschye_voprosy/Rynochnyi_rysk_.html) — станом на 10.10.07)
18. Великий тлумачний словник сучасної української мови. — К.: Перун, 2005. — 1728 с.
19. *Витгенштейн Л.* Логико-философский трактат // Философские работы. Ч. 1 / Пер. с нем. М. С. Козловой. — М.: Гнозис, 1994.
20. *Виханский О. С., Наумов А. И.* «Другой» менеджмент: время перемен // Российский журнал менеджмента. — 2004. — № 3. — С. 105—126.
21. *Волков Д. Л.* Управление стоимостью компаний и проблема выбора адекватной модели оценки // Вестник С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент (4). — 2004. — С. 79—98.
22. *Волков Д. Л.* Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компаний: проблема совместимости // Вестник С.-Петербург. ун-та. Сер. 8. Вып. 3 (№24). — 2004. — С. 3—36.
23. *Волков Д. Л.* Управление ценностью: показатели и модели оценки // Российский журнал менеджмента. — Т. 3. — 2005. — № 4. — С. 67—76.
24. *Гаєвська О. Б.* Управління як соціальний феномен: Монографія. — К.: КНЕУ, 2000. — 168 с.
25. *Гелд Девід, Мак-Грю Ентоні.* Глобалізація. Антиглобалізація / Пер. з англ. І. Андрущенко. — К.: К.І.С., 2004. — С. 1—2.
26. *Грегори Алан.* Стратегическая оценка компаний / Пер. с англ. — М.: Квинто-Консалтинг, 2003. — 224 с.
27. *Гуцал І. С.* Функціонування кредитного механізму в Україні в перехідний до ринку період. — Тернопіль: Збруч, 1999. — 312 с.
28. *Дамодаран Асват.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Пер. с англ. — 2-е изд., испр. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 1341 с.
29. *Дёриг Х. У.* Универсальный банк — банк будущего. Финансовая стратегия на рубеже века: Пер. с нем. — М.: Междунар. отношения, 1999. — 384 с.
30. *Дзюблюк О. В.* Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. — К.: Поліграф-книга, 2000. — 512 с.
31. *Діба М. І., Зубок М. І.* Рейдерство — як одна із найбільш небезпечних загроз вітчизняному бізнесу // Вчені записки: Зб. наук. пр. — Вип. 9 / Відп. ред. А. Ф. Павленко. — 2007. — С. 67—75
32. Дослідження корпоративного управління в банківському секторі України // Міжнародна фінансова корпорація, США. — 2004.

33. Друкер П. Задачи менеджмента в XXI веке. — М.: Изд. дом «Вильямс», 2003.
34. ЕС: поддержка принципов корпоративной социальной ответственности.
35. Євангелія ГНІ Христа від Матея. — Місіонер, 2005.
36. Євразійський круглий стіл з питань корпоративного управління. — Київ, Україна, 19—20 жовтня 2000 р.
37. Закон України «Про банки та банківську діяльність» від 7 грудня 2000 р. № 2121-III.
38. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного капіталу» від 14.09.06 № 133-V.
39. Законы Мерфи /Сост. С. М. Цветкова — Донецк: МП «Отечество», 1998. — 64 с.
40. Исследование информационной прозрачности российских банков: Недостаточно эффективная практика раскрытия информации. — Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's. 26 октября 2005 г. — 27 с.
41. Івасів І. Б. Кількісні і якісні аспекти відкритості та прозорості банків // Фінанси, облік та аудит: Зб. наук. пр. Вип. 7 / Відп. ред. А. М. Мороз. — К.: КНЕУ, 2006. — С. 60—70.
42. Івасів І. Б. Комерційні банки в інфраструктурі фінансового ринку: Дис. канд. екон. наук. — К., 1997. — 198 с.
43. Івасів І. Б. Регулювання банківського бізнесу та дерегулювання банківської діяльності // Фінанси, облік і аудит: Наук. зб. — Вип. 1 / Відп. ред. А. М. Мороз. — К.: КНЕУ, 2003. — С. 83—98.
44. Івасів І. Б. Прозорість банківської діяльності // Фінанси, облік та аудит: Зб. наук. пр. Вип. 5 / Відп. ред. А. М. Мороз. — К.: КНЕУ, 2005. — С. 77—86.
45. Івасів І. Б. Філософія прозорості банківського бізнесу // Фінанси, облік та аудит: Зб. наук. пр. Вип. 8. / Відп. ред. А. М. Мороз. — 2006. — С. 76—84.
46. Івасів І. Б. Яка банківська система потрібна Україні? // Вісник НБУ. — 1997. — № 4. — С. 50—52.
47. Інструкція про порядок складання та оприлюднення фінансової звітності банків України: Затв. постановою правління Національного банку України 27.12.07 № 480.
48. Катяло В. С. Исходные концепции стратегического управления и их современная оценка // Российский журнал менеджмента. — 2003. — № 1. — С. 7—30.
49. Коллер Т. Истинные цели связей с инвесторами // Вестник McKinsey. — № 06-0305. — С. 40—51.
50. Конкурентное преимущество: Как достичь высокого результата и обеспечить его устойчивость / Майкл Е. Портер; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 715 с.

51. *Корнєєв В. В.* Фінансові посередники як інститути розвитку: Монографія. — К.: Основа, 2007. — 192 с.
52. *Котлер Філіп, Лі Ненсі.* Корпоративна соціальна відповідальність. Як зробити якомога більше добра для вашої компанії та суспільства / Пер. з англ. С. Яринич. — К.: Стандарт, 2005. — 302 с.
53. *Коттл Сидни, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е.* Блок. Аналіз цених паперів Грєма и Додда / Пер. с англ. — М.: Олимп-Бизнес, 2000. — 704 с.: ил.
54. *Коупленд Том, Колер Тим, Мури́н Джек.* Стоимость компании: оценка и управление / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — 576 с.
55. *Круш П. В., Полищук С. В.* Оцінка бізнесу: Навч. посіб. — К.: Центр навч. літ., 2004. — 264 с.
56. *Ленин В. И.* Удержат ли большевики государственную власть? // Полн. собр. соч. — Изд. 5-е. — Т. 34. — С. 287—330.
57. *Лукин С. В.* Библия о стоимости земли. — Проблемы современной экономики. — 2002. — № 3 (11).
58. *Лысенко Е.* Банкиров накажут за двуличность // Деловая столица. — 2005. — 11 квітня. — С. 12.
59. *Маршалл А.* Принципы политической экономии. — М.: Прогресс, 1984. — Т. II. — 352 с.
60. Международная конвергенция измерения капитала и стандартов капитала: новые подходы / Банк международных расчетов. Базель. Июнь, 2004. — 54 с.
61. *Мендрул О. Г.* Управління вартістю підприємств: Монографія. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.
62. *Мескон М., Альберт М., Хедоури Ф.* Основы менеджмента: Пер с англ. — М.: Дело, 2000. — 704 с.
63. Методичні вказівки з інспектування банків «Система оцінки ризиків», затв. постановою Правління Національного банку України 15.03.04 № 104.
64. Методичні рекомендації щодо вдосконалення корпоративного управління в банках України, затв. постановою Правління Національного банку України від 28 березня 2007 р. № 98.
65. *Миркин Я.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина паблишер, 2002. — 624 с.
66. *Мишельсон С.* Влияние СМИ на поведение инвесторов // Банки: мировой опыт. — 2003. — № 5. — С. 53—55.
67. *Мишкін Ф.* Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. — К.: Основи, 1998. — С. 272.
68. *Моисеев С. Р.* Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики // Банковское дело. — 2001. — № 5. — С. 2—6.
69. *Монтано Д.* Биржи и банки XXI века: новая волна. — К.: Амадей, 2001. — 270 с.
70. Моральний кодекс банкіра: Додаток до Енциклопедії банківської справи України / Національний банк України; Інститут незалежних експертів, 1999. — 7 с.

71. Національний банк України: Офіційний веб-сайт / [http://www.bank.gov.ua/Bank\\_supervision/Dynamics/2001-last.htm](http://www.bank.gov.ua/Bank_supervision/Dynamics/2001-last.htm) (станом на 15.03.2008 р.)

72. *Heep S., Otterbach A.* Финансовый бихейверизм: предугадать поведение инвесторов // Банки и мировой опыт. — 2002. — № 2. — С. 61—63.

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

74. *Олексюк О. І., Дзюбенко Л. М.* Прибутковість в управлінні результативністю діяльності сучасних компаній // Фінанси України. — 2006. — № 10. — С. 23—27.

75. *Or X., Hoton M.* Менеджмент, когда вера имеет значение: христианские социальные принципы в управлении современной организацией / Пер. с англ. О. Живица, Ю. Щербинина — К.: Кайрос, 2003. — 356 с.

76. Основні показники діяльності банків України на 1 листопада 2007 р. // Вісник НБУ. — 2007. — № 12. — С. 65.

77. *Пересада А. А., Майорова Т. В.* Проектное финансирование / Под общ. ред. проф. А. А. Пересады. — К.: КНЭУ, 2007. — 767 с.

78. *Плион Д.* Модель банка будущего // Банковское дело: зарубежный опыт. — 2003. — № 3. — С. 29—46.

79. *Полтерович В. М.* Кризис экономической теории: Мат. семинара «Неизвестная экономика», январь 1997 г. — ЦЭМИ РАН, 1997.

80. *Поппер К.* Открытое общество и его враги: В 2 т. / Пер. с англ.; Под ред. В. Н. Садовского. — М.: Феникс: Междунар. фонд «Культурная инициатива», 1992.

81. Посилення корпоративного управління банківських установ. — Базельський комітет з питань банківського нагляду. — Базель. Вересень 1999 р.

82. *Примостка Л. О.* Финансовый менеджмент у банку: Підручник. — 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2004. — 468 с.

83. Принципи корпоративного управління ОЕСР / Організація економічної співробітництва та розвитку.

84. Принципи корпоративного управління, затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 11 грудня 2003 р. № 571.

85. Работбанк платит проценты молотым кофе: Веб-сайт Русской службы ВВС // [newsvote.bbc.co.uk](http://newsvote.bbc.co.uk) (станом на 02.06.03).

86. Рациональные деловые нормы и корпоративная практика. Некоторые принципы / Европейский банк реконструкции и развития. — Сентябрь 1997.

87. *Решеткин К. А.* Оценка рыночной стоимости коммерческого банка. — М.: ТЕИС, 2002. — 286 с.: прил.

88. *Романченко О. В.* Чи потрібна національному банку транспарентність? Інтернет портал «Україна фінансова» // [http://www.ufin.com.ua/04\\_1/fru\\_G1.htm](http://www.ufin.com.ua/04_1/fru_G1.htm) (станом на 15.12.07)

89. *Роуз Питер С.* Банковский менеджмент / Пер. с англ. со 2-го изд. — М.: Дело ЛТД, 1995. — 768 с.
90. *Рош Джулиан.* Стоимость компании: От желаемого к действительному. — Минск: Гревцов Паблишер, 2008. — 352 с.
91. *Рубис И., Марчак В.* Дорогие отношения // Инвестгазета. — 2006. — № 45. — С. 60—63.
92. Руководство по отчётности в области устойчивого развития // Global Reporting Initiative. — 2002. — 106 с.
93. *Рутгайзер В. М., Будницкий А. Е.* Оценка рыночной стоимости коммерческого банка: Метод. разработки. — М.: Маросейка, 2007. — 224 с.
94. *Савчук Н.* Глобалізаційні процеси на світовому фінансовому ринку // Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку: Монографія: У 2 т. — Т. 1 / Д. Г. Лук'яненко, А. М. Поручник, Л. Л. Антонюк та ін.; За заг. ред. Д. Г. Лук'яненка, А. М. Поручника. — К.: КНЕУ, 2006. — 816 с.
95. *Синки Дж.* Финансовый менеджмент в коммерческом банке и в индустрии финансовых услуг / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 1018 с.
96. *Синки Дж., мл.* Управление финансами в коммерческих банках: Пер. с англ. 4-го перераб. изд. / Под ред. Р. Я. Левиты, Б. С. Пинскера. — М.: Catallaxy, 1994. — 820 с.
97. *Сорос Дж.* Мои философские взгляды // Соросовский образовательный журнал. — 1996. — № 2. — С. 4—7.
98. *Сорос, Джордж.* Алхимия финансов. — М.: ИНФРА-М, 1996. — 416 с.
99. Статистичний бюлетень Національного банку України (електронне видання) / Департамент статистики та звітності Національного банку України, січень 2008 р. — 152 с.
100. *Стиглиц Дж.* Quis custodiet ipsos custodies? Неудачи корпоративного управління при переході к рынку // Экономическая наука современной России. — 2001. — № 4. — С. 108—146.
101. Стратегия и стоимость коммерческого банка / И. А. Никонова, Р. Н. Шамгунов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 304 с.
102. Структура активів банків України за станом на 01.10.07 (у розрізі банків) // Вісник НБУ. — 2007. — № 12. — С. 43—47.
103. *Тиркало Р., Ткачук Н.* Проблеми оцінки ринкової вартості капіталу банку // Світ фінансів. — Вип. 3 (12). — 2007. — С. 144—154.
104. *Уоли Кяран.* Ключові фінансові показники. Аналіз та управління розвитком підприємства: Пер. з англ. — К.: Все увито: Наук. думка, 2001. — 367 с.
105. *Федонін О. С., Репіна І. М., Олексюк О. І.* Потенціал підприємства: формування та оцінка: Навч. посіб. — К.: КНЕУ, 2003. — 316 с.
106. *Федоров Б. Г.* Новый англо-русский банковский и экономический словарь. — СПб.: Лимбус Пресс, 2000. — 848 с.

107. Федорченко А. В. Маркетингова стратегія комерційного банку / Нікітін А. В., Бортніков Г. П., Федорченко А. В. Маркетинг у банку: Навч. посіб. / За ред. А. В. Нікітіна. — К.: КНЕУ, 2006. — 432 с.
108. Феррис Кеннет, Пеширо Барбара Пети. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении? / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2005. — 256 с.
109. Фишмен Джей, Пратт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт. Руководство по оценке стоимости бизнеса. — М.: Квинто-Консалтинг, 2000. — 338 с.
110. Чаркман Джонатан. Керівництво для директорів банків / Світовий банк, 2003.
111. Чиркова Е. В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределённости. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — 288 с.: ил.
112. Шапран В. С. Инвестиционная отрасль США: тенденции в развитии // Инвестиционный банкинг. — 2006. — № 1 (1).
113. Шостек А. Бесіди з етики / Пер. з польськ. С. Рудович. — Л.: Свічадо, 1999. — 120 с.
114. Шумпетер Й. А. Капитализм, социализм и демократия: Пер. с англ.; Предисл. и общ. ред. В. С. Автономова. — М.: Экономика, 1995. — 540 с.
115. A Dictionary of Finance and Banking. / Second edition. — Oxford: Oxford University Press, 1997. 378 p.
116. Acharya V., Hasan I., Saunders A. Should Banks Be Diversified? Evidence from Individual Bank Loan Portfolios. — London Business School. February 20, 2004. 72 p.
117. Affleck-Graves J., C. Callahan and N. Chipalkatti. Earnings Predictability, Information Asymmetry and Market Liquidity. — Working Paper: December. 2000.
118. Allen F., Gale D. Comparing Financial Systems. — Cambridge (MA): MIT Press. 2000.
119. Allen Franklin, Santomero Antony. The Theory of Financial Intermediation. — Journal of Banking and Finance. 1997. Volume 21. P. 1461—1485.
120. American Banker — <http://americanbanker.com> (станом на 20.05.2004)
121. Amihud Y., Lev B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. — Bell Journal of Economics. 1981. #12. 605—617 pp.
122. Amihud Y., Mendelson H. The Liquidity Route to a Lower Cost of Capital. — Journal of Applied Corporate Finance 12.— 2000. No. 4: 8—25.
123. Arnold G., Davies M. Value-based Management: Context and Application. — New York: John Wiley & Sons. 2000. 384 p.
124. Ball R. Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure. — Brookings-Wharton Papers on Financial Services: 127-69. — 2001.

125. Bank strategies and challenges in the new Europe / Edward P.M. Gardener and Peter C. — Amsterdam: Palgrave. 2001.
126. *Barclay M. J., Smith C. (Jr.)*. Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus open market repurchases. — *Journal of Financial Economics*, #22, 1988, pp. 61—82.
127. Barclays: Офіційний веб-сайт / <http://www.investorrelations.barclays.co.uk> (станом на 15.11.07).
128. *Barnard Chester Irving*. The Functions of the Executive. — Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1938.
129. *Baumann U., Nier E.* Disclosure, Volatility, and Transparency: An Empirical Investigation into the Value of Bank Disclosure. — FRBNY: Economic Policy Review. — September 2004. P. 31—45.
130. *Beck T., Levine R., Loayza N.* Finance and Sources of Growth. — *Journal of Financial Economics*. No 58. 2000. P. 261—300.
131. *Begley Joy, Chamberlain Sandra L., Li Ying-hua*. Modeling Goodwill for Banks: A Residual Income Approach with Empirical Tests. — University of British Columbia, August 2004, 52 p.
132. *Bellver A., Kaufmann D.* Transparenting Transparency. — [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org) (станом на 19.08 2007).
133. *Berger A. N., DeYoung R.* The Effects of Geographic Expansion on Bank Efficiency. — *Journal of Financial Services Research*. 2001. # 19. 163-184 pp.
134. *Berger Allen N., Herring Richard J., Szego Giorgio P.* The Role of Capital in Financial Institution. — *Journal of Banking and Finance*. 1995. Volume 19. pp. 393—430.
135. *Berle A. A., G. C. Means*. The Modern Corporation and Private Property. — New York, NY: Macmillan. 1932.
136. *Bhattacharya, S., Thakor, A. V.* Contemporary Banking Theory. — *Journal of Financial Intermediation*. 1993. # 3 (1). P. 2—50.
137. *Bhide A.* The Hidden Costs of Stock Market Liquidity. — *Journal of Financial Economics*. 34 (1), August 1993.
138. *Black A., Wright P., Davis J.* In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. — London. Financial Times Prentice Hall. 2001. 366 p.
139. *Black Bernard*. The core institutions that support strong securities markets. — *Business Lawyer* 55, 2000, pp. 1565—1607.
140. *Boatright J. R.* Ethics in Finance — MA : Blackwell Publishing, 2004. — 209 p.
141. *Bodmer Adriana*. Value based management fur Banken. — Bern. Stuttgart, Vienna. 2001. 331 p.
142. *Boot A. W., Schmeits A.* Market Discipline and Incentive Problems in Conglomerate Firms with Applications to Banking — *Journal of Financial Intermediation*. 2000. # 9. 240—273 pp.
143. *Botosan C.* Evidence that Greater Disclosure Lowers the Cost of Equity Capital. — *Journal of Applied Corporate Finance* 12, # 4, 2000, pp. 60—92.

144. *Boyd J., Prescott E.* Financial Intermediary Coalitions. — *Journal of Economic Theory*. 1986. pp. 211—232.
145. *Boyd J. H., Chun Chang, Bruce D. Smith.* Moral hazard under commercial and universal banking. — *Journal of Money, Credit & Banking*. Volume: 30. Issue: 3. 1998. 426—435 p.
146. *Brealey Richard A., Myers Stewart C.* Principles of Corporate Finance: Fourth Edition. — New-York: McGraw-Hill, Inc., 1984.
147. *Bryan Lowell L.* Breaking Up the Bank: Rethinking an Industry Under Siege. — Irwin Professional Pub. 1988. 200 p.
148. Buba: Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2001, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, April 2003, pp. 49—71.
149. *Caprio Gerard, Laeven Luc, Levine Ross.* Governance and Bank Valuation. — World Bank Policy Research Working Paper 3202, February 2004. 49 p.
150. *Chipalkatti Niranjana.* Market Microstructure Effects of the Transparency of Indian Banks. — National Stock Exchange Working Paper, No 17, 2002. 36 p.
151. Citigroup. Citizenship Report. 2006. 92 p.
152. Citigroup: Офіційний веб-сайт / <http://www.citigroup.com/citigroup/fin/index.htm> (станом на 12.12.07).
153. Citigroup Citizenship Report: 2004. — 56 p.
154. *Clemons, E. K., Hitt, L. M.* The Internet and the Future of Financial Services: Transparency, Differential Pricing and Disintermediation. — Working Paper Discussion Draft, Wharton Financial Institution Center, September 2000.
155. *Copeland T., Koller T., Murrin J.* Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. — N.Y. 1995.
156. *Cordella T., Yeyati E. L.* Public disclosure and bank failures. — CEPR Discussion Paper. — 1998. — No. 1886.
157. *Crouhy Michel, Turnbull Steart M., Wakeman Lee M.* Measuring Risk-Adjusted Performance. — *Journal of Risk*. Volume 2. #1. 1999, pp. 5—35.
158. *Culp Christopher L., Miller Merton H.* Hedging in the Theory of Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*. Volume 7, #4. 1995. pp. 63—136.
159. *Damodaran Aswath.* Corporate Finance — Theory and Practice. — New York: John Wiley & Sons, Inc. 1997.
160. *Damodaran Aswath.* Corporate Finance: Theory and Practice: 2nd Edition. — New York: John Wiley & Sons, Inc. 2001. 1008 p.
161. *Davies J.* Cost of equity capital. — The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA). 1999.
162. *Demertzis Maria, Hallett Andrew Hughes.* Central Bank Transparency in Theory and Practice. — University of Amsterdam. November, 2004. 38 p.
163. *Demirgüç-Kunt Asli, Levine Ross.* Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Cultural Comparisons

164. *Deng E., Elyasiani E.* Geographic Diversification and BHC Return and Risk Performance. — Temple University Working Paper. 2005. 35 p.
165. Deutsche Bank. Corporate Social Responsibility. Report 2006. 58 p.
166. *Diamond D., Verrecchia R.* Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital. — The Journal of Finance, Vol. XLVI, No. 4, September 1991, pp. 1325—1340.
167. *Diamond Douglas.* Financial Intermediation and Delegated Monitoring. — Review of Economic Studies. Volume 51. 1984. pp. 393—414.
168. *Diaz-Alejandro C.* Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. — Journal of Development Economics. 1985. Vol. 19. p. 1—24.
169. *Donaldson T., Preston L.* A Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. — Academy of Management Review 20/1, 1995. 65—91 p.
170. *Drucker S., Puri M.* On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting. — Journal of Finance. 2005.
171. *Dufey G.* The blurring borders of banking. / The world's new financial landscape: Challenges for economic policy / Siebert H. (ed.). — 2001. — 117—137 p.
172. *Dye R., Sridhar S.* Strategy-Directing Disclosures. — Working paper. Northwestern University. 2001.
173. *Elizalde Abel, Repullo Rafael.* Economic and Regulatory Capital in Banking: What is the Difference? — CEMFI's Working Paper. Madrid. July 2006. 30 p.
174. *Elsas R., Hackethal A., Holzhäuser M.* The Anatomy of Bank Diversification. — LMU Munich — Institute for Finance & Banking, Ludwigstr. 2004. 30 p.
175. Enhancing Bank Transparency. — Basel Committee on Banking Supervision. — Basel. September 1998. P. 26.
176. Enhancing Corporate Governance for Banking Organisations. — Basel Committee on Banking Supervision. — Basel. September 1999. P. 11.
177. *Evan W., Freeman R.* A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism. — Ethical Theory and Business, 3rd ed.
178. *Feltham G., Ohlson J.* Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. — Contemporary Accounting Research. 1995. #11 (2). P. 689—731.
179. *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. pp. 13—31.
180. Financial Services Sector Supplement. — Global Reporting Initiative, November 2002. — 22 p.
181. *Freeman R. E.* Strategic Management: A Stakeholder Approach.. — London, Pitman Publishing. 1984.
182. *Friedman M.* Capitalism and Freedom. — Chicago: University of Chicago Press, 1962.

183. *Froot K. A., Stein J. C.* Risk Management, Capital Budgeting, and Capital Structure Policy for Financial Institutions: An Integrated Approach. — The Journal of Financial Economics # 47. 1998, pp. 55—82.
184. *Furman J., Stiglitz J. E.* Economic crises: evidence and insights from East Asia. — Brookings Papers on Economic Activity.— 1998. — 136 p.
185. *Geraats Petra M.* Central Bank Transparency. — University of Cambridge. Working Paper, March 2002. 34 p.
186. *Gilligan T., Smirlock M., Marshall W.* Scale and Scope Economies in the Multiproduct Banking Firm. — Journal of Monetary Economics.# 13. 1984. 383—405 pp.
187. *Gordon M., Shapiro E.* Capital equipment analysis: The required rate of profit. — Management Science 3 (1): 102—110. 1956.
188. *Gordy M., Howells B.* Procyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease Without Killing the Patient?», Journal of Financial Intermediation, #15. 2004. P. 395—417.
189. *Graham B., Dodd D. L., S. Cottle.* Security analysis: 4th ed. — N.Y.: McGraw-Hill. 1962.
190. *Gross Stephanie.* Banks and Shareholder Value. An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks — Wiesbaden: GWV Fachverlage GmbH, 2006. 277 p.
191. *Grosse Uhle C.* Effizienzkriterium bei Banken //Die Bank. — Koln, 1993. — n 5. — s.260—264.
192. *Hanckok D.* Discussion: Disclosure, Volatility And Transparency. — [www.bis.org](http://www.bis.org). (станом на 15.11.2007 p.)
193. *Hawley D. D.* Business Ethics and Social Responsibility in Finance Instruction: An Abdication of Responsibility. — Journal of Business Ethics #10, 1991. P. 711—21.
194. HBOSpl. Corporate Responsibility Report. 2006. 56 p.
195. *Holton Glyn A.* History of Value-at-Risk: 1922-1998. — Working Paper: July 25. 2002. 27 p.
196. *Hopkins Michael.* Corporate Social Responsibility: An Issues Paper. — Geneva: International Labour Organization, 2004. — 41 p.
197. *Ioannes Paulus PP.* II. Centesimus annus. (01.05.1991). [http://www.vatican.va/holy\\_father/john\\_paul\\_ii/encyclicals/documents/hf\\_jp-ii\\_enc\\_01051991\\_centesimus-annus\\_en.html](http://www.vatican.va/holy_father/john_paul_ii/encyclicals/documents/hf_jp-ii_enc_01051991_centesimus-annus_en.html) (станом на 31.07.2007 p.).
198. *Iskandar-Datta M., McLuaghlin R.* Global Diversification: New Evidence from Corporate Operating Performance. — Wayne State University Working Paper. 2005. 37 p.
199. *James Christopher M.* The Losses Realized in Bank Failures. — Journal of Finance. Number 4. September 1991. 1223—1242.
200. *James Christopher.* RAROC Based Capital Budgeting and Performance Evaluation: A Case Study of Bank Capital Allocation — Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania. 1996. 34 p.

201. *Jensen Michael C., Meckling William H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. — Journal of Financial Economics. Volume 3. 1976. pp. 305—360.

202. *Kenneth Froot, Scharfstein David S., Stein Jeremy C.* Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies. — Journal of Finance. Volume XLVIII, #5, December 1993, pp. 55—82.

203. *Klein P., Zoeller K.* Universal Bank Underwriting and Conflict of Interest. — University of Missouri, 2002. 64 p.

204. KPMG Survey: More Top U.S. Companies Reporting on Corporate Responsibility. — KPMG, LLP, 2002.

205. *Kroszner R. S., Rajan R. G.* Organisation Structure and Creditability: Evidence From Commercial Bank Securities Activities Before the Glass-Steagall Act. — Journal of Monetary Economics. — 1997. — №39: p. 475—516.

206. *Kung Young, Timewell S.* How The Internet redefines banking — Banker. 1999. — #820. — p. 27—30.

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

208. *La Porta Rafael, Lopez-De-Silanes Florencio, Shleifer Andrei.* Government Ownership of Banks. — Institute of Economic Research in its series Harvard Institute of Economic Research Working Papers 1890. 2000. 50 p.

209. *Laeven, L., Levine, R.* Is there a Diversification Discount in Financial Conglomerates? — NBER Working Paper. 2005. 11499.

210. *Lam James, Cameron Greg.* Measuring and Managing Operational Risk Within an Integrated Risk Framework — Putting Theory into Practice. / Operation Risk and Financial Institutions. — London: Risk Publications. 1999, pp. 81—94.

211. *Lang M., Lundholm R.* Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. — The Accounting Review, Vol. 71, October 1996, pp. 467—492.

212. *Levin Ross.* Finance and Growth: Theory and Evidence. — National Bureau of Economic Research. — Working Paper 10766. September 2004.

213. *Lucas Robert.* Econometric Policy Evaluation: A Critique. — Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1, 1976, pp. 19—46.

214. *Ludwig Von Mises.* The Theory of Money and Credit. / Translated from the German by H. E. Batson — New York: The Foundation for Economic Education, Inc. 1971. 496 p.

215. *Marlin S.* Intelligent telecenters // Bank systems & Technology. — San Francisco. — 2003. V.36. #6. P. 28—34.

216. *Maslow Abraham Harold.* The Maslow business reader / Abraham H. Maslow; with Deborah C. Stephens. — 324 p.

217. *Mason Scott P.* The Allocation of Risk. — Harvard Business School. Working Paper 95-060. 1995.

218. *Mathiesen, Henrik.* «Managerial Ownership and Financial Performance.» Ph.D. dissertation, series 18.2002, Copenhagen Business School, Denmark.

219. Maximising Shareholder Value Achieving clarity in decision-making. / Technical Report. — The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA). 2004. 29 p.
220. *Menger Carl*. Principles of Economics. Trans. J.Dingwall and B.F.Hoselitz. — Glencoe. IL: Free Press. 1950.
221. *Merton R. C., Bodie Z*. A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment // The Global Financial System: a Functional Perspective. / Crane D.B. (ed.) — Boston. 1995.
222. *Merton Robert C., Perold Andre E*. Theory of Risk Capital in Financial Firms. — Journal of Applied Corporate Finance. 1993. Volume 6, Number 3. pp. 16—32.
223. *Mester L*. Traditional and Non-Traditional Banking: An Information-Theoretic Approach. — Journal of Banking and Finance. #16. 1992. 545-566 pp.
224. *Miller M., Modigliani F*. Dividend policy, Growth and Valuation of Shares. — Journal of Business. 1961. Vol. 34. October. P. 411—433.
225. *Moon Woo-Sik*. Does a Universal Bank Specially Promote Economic Growth? — Seoul National University. 2002. — 57 p.
226. *Myers S. C*. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions: Implications for Capital Budgeting. — Journal of Finance. January 1974. p. 1—25.
227. *Myers W*. Determinants of Corporate Borrowing. — Journal of Financial Economics. Volume 5. 1977. pp. 147—175.
228. *Noulas A., Ray S., Miller S*. Returns to Scale and Input Substitution for Large U.S. Banks — Journal of Money, Credit and Banking. 1990. 94—108 pp.
229. *Oliver R. W*. What Is Transparency? — The McGraw-Hill, New York, 2004. 81 p.
230. *Olson M. W*. Are Banks Still Special? — BIS Review, #20, 2006. 4 p.
231. *Ong Michael K*. Internal Credit Risk Model — Capital Allocation and Performance Measurement. — London: Risk Publication. 1999.
232. *Pastin M*. The Hard Problems of Management: Gaining the Ethics Edge. — San Francisco: Jossey-Bass, 1986.
233. *Pearlman Joseph G*. Central Bank Transparency And Private Information In A Dynamic Macroeconomic Model. — European Central Bank. Working Paper Series, No. 455, March 2005. 21 p.
234. *Penman S*. A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model. — Review of Accounting Studies. 1998. N 2. P. 303—323.
235. *Pettit Justin M*. The Equity Risk Measurement Handbook / EVAluation. — Vol. 3, Iss. 3, pp. 1—12.
236. *Porter M. E., Kramer M. R*. The Competitive Advantage Of Corporate Philanthropy. — Harvard Business Review. December 2002. (Reprint R0212D). — P. 5—15.
237. *Posen Adam S*. Six Practical Views of Central Bank Transparency. — Institute for International Economics, May, 2002. 27 p.

238. *Puri M.* The Long-Term Default Performance of Bank Underwritten Security Issues. — *Journal of Banking and Finance*. — №18. — 1999: p. 397—418.

239. *Rajan R.* Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt. — *Journal of Finance*. No 47, 2002.

240. *Rajan R., Zingales L.* Banks and Markets: The Changing Character of European Finance. — National Bureau of Economic Research. Working Paper 9595. 2003.

241. *Rajan R., Zingales L.* The Great Reversals: The Politics of Financial Development In The 20th Century. — OECD, Working Paper No 265. 2000 (38).

242. *Rappaport A.* Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. — Free Press: N. Y. 1986.

243. Reuters // / <http://www.reuters.com/article/mergers/News/idUSL2338082920070423>

244. *Roberts S., Keeble J., Brown D.* The Business Case for Corporate Citizenship. — Arthur D. Little, Limited. Cambridge.

245. *Rogers David.* Universal Banking: Does It Work? / *Creating Value in Financial Services: Strategies, Operations and Technologies* by Edward L. Melnick (ed.). — Boston: Kluwer Academic. 2000. 512 p.; pp. 37—52.

246. *Rolf-E. Breuer.* Banking in the Twenty-First Century: the View from the Deutsche Bank / *Financial intermediation in the 21st century* / edited by Zuhayr Mikdashi. — N.Y., Palgrave Publishers Ltd. 2001. 316 p.

247. *Sapington S., Stiglitz J.* Privatization, Information and Incentives. — *Journal of Policy Analysis and Management*. 1987. 6(4), pp. 567—582.

248. *Saunders Anthony, Walter Ingo.* Universal Banking in the United States: What Could We Gain? What Could We Lose? — New York: Oxford University Press. 1994. 276 p.

249. *Scholtens Bert, Van Wensveen Dick.* A Critique on the Theory of Financial Intermediation. — *Journal of Banking and Finance*. Volume 24, #8. August 2000, pp. 1243—1251.

250. *Shaffer S.* Pooling Intensifies Joint Failure Risk. — *Research in Financial Services*. 1994. 249—280 pp.

251. *Sharpe William F.* A Simplified Model for Portfolio Analysis. — *Management Science*. 1963. # 9. pp. 277—293.

252. *Sheifer A., Vishny R.* Managerial Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments — *Journal of Financial Economics*. 1989. #25. 123—139 pp.

253. *Shimko David, Humphreys Brett.* Voiting on Value. — *Risk Magazine*. December 1998. p. 33.

254. *Shleifer Andrei, Vishny Robert W.* A Survey of Corporate Governance. — *The Journal of Finance*. 1997, LII, 2, p. 737—783.

255. *Shleifer Andrei, Vishny Robert.* Politicians and Firms. — *Quarterly Journal of Economics*, #109, 1994, pp. 995—1025.

256. *Sims R.* Ethics and Corporate Social Responsibility: Why Giants Fall. — Praeger Publishers, 2003. 322 p.

257. *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.

258. *Steve Keen.* Debunking Economics: The Naked Emperor of the Social Sciences. Why have we handed over the running of the world to economists? — Zed Books. 2002.

259. *Stewart G. Bennett.* The Quest For Value: A Guide For Senior Managers. — New York: Harper Business, 1991.

260. *Stewart G. B. III.* How to fix accounting: measure and report economic profit. — Journal of Applied Corporate Finance. 2003. Volume 15, # 3.

261. *Stiglitz J. E.* Credit Markets and Control of Capital. — Journal of Money, credit and Banking. 1985. #17. pp. 133—152.

262. *Stone C. D.* Where the Law Ends. — New York: Harper, 1975.

263. *Stultz Rene M.* Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth — International Review of Finance, 2000, vol. 1, pp. 11—38.

264. *Stultz Rene M.* Rethinking Risk Management. — Journal of Applied Corporate Finance. 1996, Vol. 9, No.3, pp. 8—24.

265. *Stulz Rene M.* Optimal Hedging Policies. — Journal of Financial and Quantitative Analysis. Volume 19. June 1984. pp. 127—140.

266. *Sungho Choi, Iftekhar Hasan, Jarrett Kotrozo.* Diversification, Bank Risk and Performance: A Cross-Country Comparison. — Rensselaer Polytechnic Institute Working Paper. August, 2006. 56 p.

267. *Tadesse Solomon.* Banking Fragility and Disclosure: International Evidence. — Moore School of Business. University of South Carolina. Working Paper. December 2005. 42 p.

268. *Tapscott D., Ticoll D.* The Naked Corporation: How the Age of Transparency Will Revolutionize Business. — FreePress. New York. 333 p.

269. The Columbia Encyclopedia, Sixth Edition. — Columbia University Press. New York. 2004.

270. The Future of Banking / Edited by Benton E. Gup. — Quorum Books, London. 2003. 366 p.

271. The German Financial System. / Edited by Krahen J.P., Schmidt R.H. — Oxford University Press Inc., New York. 2004. 232 p.

272. The Origins of National Financial Systems. Alexander Gerschenkron reconsidered. / Edited by Douglas J. Forsyth and Daniel Verdier. — London and New York: Routledge. 2003. 238 p.

273. *Tiesset M., Troussard P.* Regulatory Capital and Economic Capital. — Banque de France. Financial Stability Review. N0. 7, November 2005: pp. 59—74.

274. *Timmermann V.* Universal Banks — a Reconsideration. // Karmann Alexander. Financial Structure and Stability. — Physica-Verlag Heidelberg; 1 edition. 2000, 249 p.; pp. 139—147.

275. *Tobin James.* On the Efficiency of the Financial System.— Lloyds Bank Review. — July 1982.

276. *Verdier Daniel*. Moving Money: Banking and Finance in the Industrialized World. — Cambridge University Press. 2002. 326 p.

277. *Walter Ingo*. Universal Banking: A Shareholder Value Perspective. / Creating Value in Financial Services: Strategies, Operations and Technologies by Edward L. Melnick (ed.). — Boston : Kluwer Academic. 2000. 512 p.; pp. 53—84.

278. *Williams J*. The Theory of Investment Value. Harvard University Press: Cambridge. MA. 1938.

279. *Wilson Thomas C*. RAROC Remodelled. — Risk Magazine, Vol 5, # 8, September 1992, pp. 112—119.

280. *Winkler B*. Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making // European central bank working paper series. — August 2000. 36 p.

281. *Wolfensohn J*. — Financial Times, June 21, 1999.

282. *Zaik Edward, Walter John, Retting Gabriela, James Christopher*. RAROC at Bank of America: From Theory to Practice. — Journal of Applied Corporate Finance. #9 (2). 1996, pp. 83—93.

283. *Zarzeski M. T*. Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices. — Accounting Horizons, Vol. 10, No. 1, 1996, pp. 18—37.

284. <http://www.bloomberg.com/index.html?Intro=intro3>.

285. <http://www.datastream.com/>

286. <http://www.msctibarra.com/>

# Додатки

Додаток А

## ПОКАЗНИКИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ КРАЇН, ЩО ДАЮТЬ БЛИЗЬКО 90 % СВІТОВОГО ВВП, млрд дол. (2003 р.)

Країна	ВВП	Капіталізація акцій	Заборгованість за цінними паперами	Заборгованість за банківськими кредитами	2/1 %	3/1 %	4/1 %
Австралія	512	585	494	342	114	96	67
Великобританія	1800	2460	1918	2942	137	107	163
Німеччина	2407	1079	4025	3852	46	167	160
Іспанія	842	726	1104	1305	86	131	155
Італія	1471	615	2602	1733	42	177	118
Канада	872	887	981	749	102	113	86
Нідерланди	1471	641	1169	967	125	227	188
США	11004	14266	20838	9845	130	189	89
Франція	1763	1289	2593	2113	73	147	120
Японія	4300	2953	8087	5950	69	188	138
Бразилія	505	226	388	299	45	77	59
Індонезія	239	55	75	117	23	31	49
Індія	576	279	201	347	48	35	60
Китай	1417	513	460	2519	36	32	178
Корея	606	325	510	591	54	84	98
Мексика	639	123	222	184	19	35	29
Польща	210	37	85	81	18	40	39
Росія	430	197	104	124	46	24	29
Туреччина	240	68	167	136	28	70	57
Разом	30347	27324	46023	34196	90	152	113

<sup>1</sup> Рубцов Б. Б. Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики. Финансовые институты и экономическое развитие: Колл. монография. — М.: ИМЭМО РАН, 2006.

РЕЙТИНГ ПРОВІДНИХ АНДЕРРАЙТЕРІВ НА ВНУТРІШНЬОМУ РИНКУ  
ОБЛІГАЦІЙ УКРАЇНИ (ЗА ПЕРІОД 01.01.05 — 31.12.06)

За період 01.01.03 — 31.12.03		За період 01.01.04 — 31.12.04							
№	Компанія	Обсяг випуску (грн)	Кількість емітентів	Кількість випусків	№	Компанія	Обсяг випуску (грн)	Кількість емітентів	Кількість випусків
1	УкрСиббанк	314 500 000	8	н/д	1	УкрСиббанк	175 000 000	8	10
2	АПІБ «Аваль»	221 000 000	4	н/д	2	ПУМБ	128 000 000	2	2
3	Альфа-банк	73 370 000	7	н/д	3	Альфа-банк Україна	95 000 000	4	5
4	Укросоцбанк	70 570 000	4	н/д	4	Укросоцбанк	63 000 000	4	5
5	АКБ «Хрещатик»	40 000 000	2	н/д	5	Банк «Надра»	53 500 000	1	2
6	Кредитпромбанк	37 000 000	2	н/д	6	ВАБанк	40 000 000	3	4
7	Райффайзенбанк Україна	36 000 000	1	н/д	7	Банк «Форум»	35 500 000	1	2
8-9	КБ «Надра»	31 280 000	3	н/д	8-9	Банк «Хрещатик»	35 000 000	2	2
8-9	Укрексімбанк	30 000 000	1	н/д	8-9	Кредит Банк Україна	30 000 000	1	2
10-11	АКБ «Кліринговий дім»	30 000 000	1	н/д	10-11	<i>Гриффон capital</i>	30 000 000	1	1
10-11	Укргазбанк	25 000 000	1	н/д	10-11	Банк «Таврика»	30 000 000	1	1
12	Кредит Банк Україна	25 000 000	1	н/д	12	<i>АРТА Інвестиційні Партнери</i>	30 000 000	1	1
13-14	ІНГ Банк Україна	18 900 000	2	н/д	13-14	Банк «Дністер»	25 000 000	1	3
13-14	АКБ «Південний»	18 500 000	1	н/д	13-14	Індустріалбанк	22 500 000	2	2
15	ПУМБ	15 000 000	1	н/д	15	Райффайзенбанк Україна	17 500 000	1	1

<sup>2</sup> Курсивом виділено компанії, що не мають банківської ліцензії.

За період 01.01.05 — 31.12.05					За період 01.01.06 — 31.12.06				
№	Компанія	Обсяг випусків	Кількість емітентів	Кількість випусків	№	Компанія	Обсяг випусків	Кількість емітентів	Кількість випусків
1	УкрСиббанк	1 620 000 000	16	24	1	ІНГ Банк Україна	1263	7	13
2	Укрсоцбанк	305 250 000	8	8	2	УкрСиббанк	1040	11	12
3	Банк «Хрещатик»	232 000 000	6	6	3	Укрсоцбанк	377	10	13
4	ВАБанк	168 307 900	4	9	4	<i>Ренессанс Капітал Україна</i>	300	1	1
5	Райффайзенбанк Україна	167 750 000	5	5	5	<i>Київ Секьюрітіз Груп</i>	207	1	5
6	ПУМБ	150 000 000	2	2	6	Укргазбанк	206	3	3
7	ІНГ Банк Україна	130 000 000	2	4	7	ПУМБ	156	4	4
8-9	АРГА	110 000 000	4	4	8-9	НВБ Україне	154	4	4
8-9	<i>Драгон Капітал</i>	110 000 000	2	2	8-9	<i>Експл-Актив</i>	115	2	2
10-11	Альфа-банк Україна	100 000 000	3	3	10-11	<i>Конкоро Капітал</i>	100	1	1
10-11	Кредитпромбанк	100 000 000	1	2	10-11	ТАС-ІнвестБанк	100	1	1
12	<i>Оптима</i>	49 500 000	6	7	12	Ощадбанк	75	1	1
13-14	Донгорбанк	40 000 000	2	3	13-14	Укресімбанк	75	3	4
13-14	Універсальний банк розвитку і партнерства	40 000 000	1	2	13-14	Донгорбанк	70	1	2
15	Індустріалбанк	37 500 000	1	4	15	ВАБанк	67	2	7

## Організаційна структура Citigroup

1. **Citigroup Global Consumer Group** — банківські послуги, пластикові картки, позики та страхування. За підсумками 2003 року дохід групи склав \$ 9,6 млрд. Приріст прибутку — 9 %. Підрозділ складається з:

- Citibanking
- Cards
- CitiCapital
- CitiFinancial
- Primerica Financial Services

2. **Global Corporate and Investment Banking Group** — забезпечення фінансової діяльності корпорацій, урядів, а також інституційних і приватних інвесторів у всьому світі. Річний дохід — \$ 5,39 млрд, що на 71 % вище показника минулого року. У склад підрозділу входять:

- Global Equities
- Global Fixed Income
- Global Investment
- Banking and Global Relationship Banking
- Global Securities Services
- Citigroup Cash, Trade and Treasury Services

3. **Smith Barney** — дослідження в галузі управління фінансами. Підрозділ надає послуги з фінансового планування й консультування: розподіл активів, приватне інвестування та послуги з кредитування, послуги з хеджування ризиків тощо. В Smith Barney працює понад 300 аналітиків-дослідників та приблизно 12,4 тыс. консультантів у 500 офісах, розташованих по всьому світу.

4. **Citigroup Global Investment Management** — забезпечення управління капіталовкладеннями та надання супутніх послуг великій кількості клієнтів по всьому світу. Це одна з найвідоміших дослідних команд на Уолл-Стріт. Підрозділ має такий склад:

- Citigroup Private Bank
- Citigroup Asset Management
- Global Retirement Services
- Travelers Life and Annuity
- Citigroup Alternative Investments

5. **Citigroup International** — управління операціями чотирьох груп за межами Північної Америки.

**ОСНОВНІ УГОДИ З ПРИДБАННЯ ЧАСТОК У КАПІТАЛІ УКРАЇНСЬКИХ БАНКІВ  
У 2004—2007 рр. ІНОЗЕМНИМИ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНИМИ ІНСТИТУТАМИ**

Український банк	Покупець	Країна покупки	Вартість угоди, млн дол.	Процент акцій	Оцінні коефіцієнти угод				Дата угоди	Розрахункова капіталізація банку на дату угоди, млн дол.
					P/E	P/S	P/B	Активи/капіталізація		
«Ажго»	Vilniaus Bank (SEB Group)	Литва (Швеція)	27,50	98,00 %	25,4	2,6	1,6	2,5	грудень 2004	28,06
«Аваль»	Raiffeisen International	Австрія	1028,00	93,50 %	288,5	2,1	3,2	3,5	жовтень 2005	1099,47
«Форум»	The Bank of New York (ринковий продаж)	США	20,00	7,81 %	31,6	2,6	2,8	3,7	жовтень 2005	256,08
ВАБанк	TWIF Financial Service (Kardian Group)	Голандія (Ізраїль)	8,75	9,55 %	30,6	2,2	1,6	5,1	листопад 2005	91,62
УкрСіббанк	BNP Paribas Group	Франція	325,00	51,00 %	57,4	2,8	3,4	3,3	грудень 2005	637,25
«НРБ-Україна»	Оцалбанк	Росія	100,00	100,00 %	40,6	4,7	4,8	1,8	січень 2006	100,00
«Мрія»	Внешторгбанк	Росія	70,00	98,00 %	9,2	1,3	1,6	5,3	січень 2006	71,43
Укрсоцбанк	Banka Intesa	Італія	1161,00	85,42 %	58,5	5,1	6,7	1,6	лютий 2006	1359,17
Індекс Банк	Credit Agricole S.A. (CALYON)	Франція	260,00	98,00 %	81,7	4,1	7,2	1,7	березень 2006	265,31

Мегабанк	Ринковий продаж		19,00	20,00 %	86,9	3,8	4,1	1,7	березень 2006	95,00
Родовід Банк	Ринковий продаж		36,70	18,20 %	55,4	13,9	5,6	1,8	квітень 2006	201,65
«Львів»	Vostock Holdings ehf. Hraunbjarg ehf	Ісландія	6,77	52,07 %	45,8	4,2	2,4	1,5	травень 2006	13,00
«Раїфайзен-банк Україна»	ОПР Group	Угорщина	827,00	100,00 %	12,4	4,0	5,2	2,1	червень 2006	827,00
Укрінбанк	Ринковий продаж		36,10	20,00 %	119,1	6,7	9,0	1,0	червень 2006	180,50
«Універсальний»	EFG Eurobank	Греція Швейцарія	49,50	99,34 %	28,6	3,7	3,0	1,6	липень 2006	49,83
«Надра»	East Capital Group (ринковий продаж)	Швеція	45,00	6,74 %	9,9	1,7	5,1	2,6	серпень 2006	667,66
«Престиж»	Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG	Австрія	35,30 (+104,00)	50,50% (+100,00%)	218,4	8,2	2,3	2,3	жовтень 2006 (грудень 2006)	69,90
Електрон-банк	Volksbank International AG	Австрія	69,00	98,00 %	63,6	н.д.	3,9	1,8	січень 2007	70,00
ТАС-Комерц-банк	Swedbank	Швеція	735,00	100,00 %	214,3	7,5	4,5	1,1	лютий 2007	735,00
Морський транспортний банк	Marfin Popular Bank	Кіпр	137,40	99,20 %	72,6	н.д.	5,1	1,6	березень 2007	138,51

*Наукове видання*

**ІВАСІВ Ігор Богданович**

## **УПРАВЛІННЯ ВАРТІСТЮ БАНКУ**

### **Монографія**

Редактор *Л. Денисенко*  
Художник обкладинки *О. Покорницька*  
Технічний редактор *О. Бабич*  
Коректор *Л. Денисенко*  
Верстка *О. Шкатунова*

Підп. до друку 03.07.08. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.  
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсет. Ум. друк. арк. 16,74.  
Обл.-вид. арк. 19,05. Наклад 300 пр. Зам. № 08-3537.

Державний вищий навчальний заклад  
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»  
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру  
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537–61–41; тел. (044) 537–61–44  
E-mail: [publish@kneu.kiev.ua](mailto:publish@kneu.kiev.ua)