

РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ І ФУНКЦІОНАЛЬНІ ФІНАНСИ

АНОТАЦІЯ. Досліджено природу функціонування системи фінансового посередництва, визначено її цілі і функції. Для вирішення існуючих регуляторних суперечностей з метою підвищення ефективності фінансового сектору запропоновано у якості альтернативи традиційному інституціональному регулюванню використати концепцію функціонального регулювання.

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Фінансове посередництво, протиріччя, банки, інституціональне регулювання, пруденційне регулювання, функціональні фінанси.

АННОТАЦИЯ. Исследовано природу функционирования системы финансового посредничества, определено её цели и функции. Для решения существующих регуляторных противоречий с целью повышения эффективности финансового сектора предложено в качестве альтернативы традиционному институциональному регулированию использовать концепцию функционального регулирования.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Финансовое посредничество, противоречия, банки, институциональное регулирование, пруденциальное регулирование, функциональные финансы.

ANNOTATION. It was researched the nature of financial intermediation system's functioning and identified its aims and functions. To solve the existing regulatory conflict for the increasing financial sector's effectiveness it is proposed to use the concept of functional regulation as an alternative to the traditional institutional regulation.

KEY WORDS. Financial intermediation, contradictions, banks, institutional regulation, prudential regulation, functional finances.

Усталена традиційна система регулювання діяльності фінансових посередників, в основі якої лежить інституціональний підхід, показала свою неспроможність підчас світової економічної кризи.

В умовах зростання конкуренції на ринку надання послуг з фінансового посередництва і розмивання традиційних інституціональних обмежень у діяльності фінансових посередників в умовах глобалізації, існуючі підходи до регулювання фінансового посередництва не тільки не дали змоги запобігти кризі, але й призвели до ситуації, у якій найбільш прискіпливо регульований державою вид діяльності — фінансове посередництво — постраждав найбільше.

Як науковці, так і практики весь час піднімають питання стосовно структури регулювання. Так, у працях Братанович С., Вовчак О., Волошина І., Діамонда Д., Зінченка В., Івасіва І., Кіреєва О., Корнеєва В., Лаврушина О., Любуна О., Лютого І., Міщенка В. досліджуються питання, пов'язанні з інтерпретацією існуючих міжнародних положень з регулювання банківської діяльності. З іншого боку, Кемпбелл Т., Корларі Дж., Левайн Р., Маршавина Л., Мішкін Ф., Сантомеро А., Тіроль Є., Фама. Е. роблять акцент на адаптації розроблених банками внутрішніх положень до вимог органів державного регулювання і нагляду. Проте у більшості досліджень автори не виходять за межі інституціонального підходу хоча і визнають його недосконалість.

Метою даної статті є критичне дослідження економічної природи регулювання фінансового посередництва, визначення недоліків існуючої системи фінансового регулювання та визначення напрямів її подальшого розвитку.

Зростаючий потік рішень, що пропонуються самим ринком, свідчить про потенційне зростання ролі саморегулювання і недержавних органів регулювання. Саморегулювання ствердиться тоді коли сформуються «клуби». Під клубами ми розуміємо професійні організації які займаються регулюванням поведінки своїх членів. Перевагою саморегулювання є те, що воно є надзвичайно гнучким, а недоліком те, що існує загроза його «захоплення» самими членами.

Дисциплінувати фінансових посередників стосовно ризикової поведінки також можуть зовнішні недержавні агентства, наприклад рейтингові, оскільки від рейтингу посередника залежить вартість залучення коштів. Проте, регуляторні помилки окремих учасників можуть бути наслідком прояву проблеми колективної діяльності. Проблема «колективної діяльності» стосується ситуа-

ції, в якій група осіб отримує вигоди від певного виду діяльності, проте витрати пов'язані з цією діяльністю є настільки великими, що по оди́нці жоден з учасників групи не зміг би собі це дозволити. У цьому випадку раціональним є вибір на користь колективних дій, витрати по яким розподіляються між учасниками.

Результатом цієї дискусії є, на нашу думку, обґрунтований висновок стосовно того, що контроль ризику залишається в першу чергу завданням окремих інститутів або їх саморегульованих організацій. А отже, роль уряду має обмежуватися наглядом за цією приватно регульованою системою.

В іншому руслі розвиваються і традиційні дискусії стосовно вибору між правилами і директивами з однієї сторони і свободою дій з іншої. В той час, як правила можуть бути недосконалими і не адаптованими до існуючої ситуації, свобода дій робить це питанням більшою мірою політичним. Проте, потреба в свободі дії може бути зменшена шляхом впровадження достатньо гнучкого регулювання через диференційовану систему втручань і контролю. Ця система працюватиме через контроль над множиною значень коефіцієнтів, для яких визначено діапазони допустимих значень і які розраховуються на основі інформації отриманої з форм банківської звітності. У цьому відношенні базельські рекомендації підпадають під критику, оскільки не можуть забезпечити такий диференціальний відгук.

Більше того, під сумнів ставиться існуюча система яка спирається переважно на інституційне регулювання як таке, що здійснюється зовнішніми, по відношенню до об'єкту регулювання, інституціями.

Банки, інвестиційні і фінансові компанії, страхові компанії наглядаються і регулюються різними регуляторними органами. В дійсності, стабільність системи виглядає як така, що потребує використання різних правил для різних фінансових інститутів. Здійснення інституційного регулювання значно ускладнилося з того часу, як різні за своєю природою фінансові інститути почали розширяти сферу своєї фінансової діяльності. Підтримка інституційного регулювання і впровадження більш жорстких нормативів по капіталу для універсальних банків або забезпечення системи опосередкованих гарантій державою також і для їх операцій з цінними паперами, вступають у конфлікт з конкурентною безпристрасністю регулювання. Такі ж проблеми виникають при регулюванні діяльності фінансових конгломератів [1].

Підвищення рівня ефективності системи регулювання можна, на нашу думку, досягти шляхом впровадження системи функціо-

нального регулювання. З огляду на те, як поступово розвивається межа між діяльністю банків і інших фінансових інститутів, у майбутньому на заміну регулюванню за приналежністю до інституціональної групи має прийти регулювання за функціональними ознаками.

Більш фундаментально філософія регулювання аналізується в дослідженнях з неоінституціональної економіки. Відзначаються чіткі аналогії між банківським регулюванням і укладанням договору позики в корпоративному управлінні (суть якого полягає в розподілі владних повноважень, насамперед, між менеджерами і акціонерами) [2]. Аналіз фінансового регулювання через призму теорії контракту стає дієвим міждисциплінарним економічним підходом.

В основі концепції функціональних фінансів лежать чіткі положення стосовно використання функцій фінансів у розробці і управлінні фінансовими системами країн, регіонів, фірм і домогосподарств і інших економічних суб'єктів відповідно до потреб у технологічному прогресі в фінансовій сфері, що характеризується «інноваційною спіраллю».

Інституціональна структура функціональних фінансів складається з фінансових інститутів, фінансових ринків, продуктів, послуг, організації діяльності і підтримуючої інфраструктури, в основі якої лежать регуляторні правила і система обліку. Функціональні фінанси за своєю природою є вільними від будь-якої ідеології з огляду на те, що фінансові функції можуть здійснюватися приватними підприємствами, урядом і домогосподарствами. Фінансові функції нами систематизовано в табл. 1.

Таблиця 1

ФУНКЦІЇ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА

I.	Забезпечення позитивного ефекту масштабу
	● Перетворення цінних паперів з облігацій і акцій в поточні рахунки і ощадні депозити
	● Мобілізація заощаджень ○ Об'єднання численних невеликих сум коштів інвесторів для фінансування великих проектів
	● Сприяння в управлінні ризиком ○ Об'єднання концентрованих ризиків у диверсифіковані інструменти ризику для малих інвесторів ○ Трансфер/ торгівля ризиками, сприяння великим проектам, що диверсифікують ризики між багатьма інститутами

I.	Забезпечення позитивного ефекту масштабу	
	● Розподіл ресурсів	
		○ Сприяння в розподілі між кількома періодами часу: пряме фінансування прямо зараз виробничої діяльності з високою дохідністю і тривалим строком реалізації для отримання надходжень в майбутньому
		▪ Створення ліквідних ринків для прямої сек'юритизації виробничої діяльності
		▪ Конвертація довготермінового великомасштабного проектного фінансування в короткотермінову ліквідність для малих інвесторів
		○ Скрінінг ризиків великих проектів, забезпечення інформації по ним з мінімальними витратами
	● Зменшення транзакційних витрат	
		○ Сприяння вертикальній інтеграції для зменшення транзакційних витрат
II.	Посилення інформаційної асиметрії і недосконалих ринків	
	● Забезпечення інструментами, що можуть зменшити асиметрію інформації	
		○ Хеджування ризику ліквідності і кредитного ризику
		○ Хеджування ринкового ризику
	● Вплив на корпоративний контроль	
		○ Зменшення витрат на підтримання дисципліни, покращення моніторингу і контролю
		○ Забезпечення умов для поглинання компаній, що управляються неефективно

Функціональні фінанси мають, на нашу думку, передбачати шість функцій фінансової системи:

1. *Системи клірингу і розрахунків.* Різні інститути надають ці функції. В Україні національна система платежів відіграє ключову роль у швидкому і безпечному перерахуванні коштів між банками. Депозитарні інститути, такі як банки, переводять кошти по всьому світу. Технології зробили цю функцію надзвичайно ефективною, зменшуючи транзакційні витрати і, таким чином, стимулюючи підприємницьку діяльність.

2. *Мобілізація заощаджень.* Невеликі за обсягом кошти інвесторів спрямовуються на фінансування великих неподільних про-

ектів, а участь інвесторів розширяється шляхом подрібнення корпорацій з ефективними проектами на маленькі частини в акціонерному капіталі.

3. *Розподіл ресурсів у часі і просторі.* Домогосподарства і підприємства можуть споживати і інвестувати прямо зараз переводячи кошти крізь час, наприклад, надходження від інвестиційної діяльності в освіту, дослідження і розвиток, результати яких матеріалізуються в майбутньому. Капітал може переноситися як у рамках національної економіки, так і по всьому світу саме туди, де гранична продуктивність є найвищою.

4. *Управління ризиками.* Зміни вимагають здатності до вимірювання, ідентифікації і пом'якшення негативних впливів ризику для отримання переліку оптимальних можливостей. Фінансові інститути, ринки і продукти надають засоби і створюють систему управління ризиком яка, в свою чергу, надає можливість трансферу ризиків.

5. *Інформація.* Фінансова система забезпечує інформацією стосовно цін, що використовуються у децентралізованих секторах, які склалися в цілому по економіці. Ціни цінних паперів, таких як акції і боргові зобов'язання дають змогу визначитися з потенціалом економічної діяльності.

6. *Стимули і мотивація.* Моральна загроза або ж використання позик для більш ризикових видів діяльності ніж передбачалося, витратний порівняльний аналіз усіх можливих варіантів з наступним вибором найкращого або ж фінансування сумнівних проектів на шкоду надійним, інформаційна асиметрія або ж відмінності в рівнях знань різних позичальників, кредиторів, вкладників і інвесторів. Фінансова система створює стимули і мотивацію до зменшення інформаційної асиметрії для усіх суб'єктів процесу.

Стратегія парадигми функціональних фінансів полягає в розгляді цих функцій як екзогенних — як даності або факту. Аналіз розглядає інституціональні форми як ендегенні, такі що визначаються функціями і взаємодією в характерному оточенні.

Аналіз змін в фінансовій системі виходить з неокласичної парадигми раціональної поведінки агентів ринку з метою оптимізації їх самозацікавленості в існуванні ринків без недосконалостей. Це, фактично, аналіз першого найкращого використаного по відношенню до фінансів, який знайшов своє відображення в багатьох важливих наслідках [3–6]. Новизна функціональних фінансів полягає у комбінації неокласичного фінансового аналізу з неоінституціональною економікою і поведінковою (біхейвористською) економікою. Неоінституціональна економіка зауважує, що неокласична модель першого найкращого дає пояснення ефе-

ктивності ринків в окремих моменти часу, проте не пропонує теорії її еволюції в часі, яка вимагає пояснення стосовно того, яким чином різні інститути впливають на розвиток держав і регіонів. Поведінкова економіка також полемізує стосовно універсальної раціональності економічних агентів беручи до уваги приклади ірраціональної поведінки. Функціональні фінанси досліджують причини того, чому в реальності поведінка інститутів і людей не співпадає з неокласичною моделлю, визначаючи впливи і наслідки від ринкових неузгодженостей.

За Р. Річтером [7], комплексні відносини, що існують між власниками заощаджень, позичальниками і фінансовими інститутами можуть бути проаналізовані як контракт відносин, що базується на принципі взаємодовіри сторін. Визначені умови контракту є лише схемою яка допомагає визначитися з моделлю поведінки учасників (реляційний контракт). Як було проаналізовано О. Хартом [8], за своєю природою це недосконалий, незавершений контракт, і, з часом, може виникнути потреба в його подальшому регулюванні.

У регулярно повторюваних бізнесових транзакціях можна покладатися на такий механізм покращення угод як, наприклад, репутація. Проте, індивідуальний моніторинг у банківській сфері страждає від проблеми «колективної діяльності». М. Деватріпонт і Д. Тіроль зауважують, що недосвідчені і невеликі тримачі вимог страждають від інформаційної асиметрії і проявляють мінімальну ініціативу стосовно інвестування в моніторинг з огляду на проблему «безбілетників» [9]. Активне представництво вкладників має забезпечуватися шляхом організації «делегованого» моніторингу. Проте, якщо не існує механізму приватного представництва і його неможливо встановити, може виникнути потреба в регулюванні. Воно може прийняти форму приватного регулювання зі сторони незалежної наглядової або регулятивної фірми.

Суспільне регулювання банківської діяльності є дуже складним завданням і, такими чином, має саме себе обмежити до допоміжної ролі неповноцінного регулювання. Більш специфічно, регулювання має фокусуватися на змінюваних стимулах, наприклад, для акціонерів — з метою дисциплінувати менеджерів через вищі вимоги до капіталу. На нашу думку, варто не встановлювати жорсткі регуляторні схеми для усіх без різниці посередників, а надавати певний набір опцій серед яких фінансовим інститутам буде дозволено зробити вибір.

У підсумку можна зазначити, що фінансове регулювання має розроблятися в межах ефективного управління фінансовими посередниками. Основними трендами розвитку є більш комплекс-

ний підхід до управління ризиками, акцентування на важливості внутрішнього управління і ролі ринкової дисципліни.

Література

1. *Тироль Ж.* Балансирование банка в условиях кризиса. — М.: Амальгама, 2011. — С. 24–27.
2. *Фуруботн Э. Г., Рихтер Р.* Институты и экономическая теория: Достижения новой институциональной экономической теории / Пер. с англ. под ред. В. С. Катькало, Н. П. Дроздовой. — СПб.: Издат. дом Санкт-Петерб. гос. ун-та, 2005.
3. *Fischer Black and Myron Scholes.* The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy* 81 (May/ June, 1973), С. 637–654.
4. Miller, The Modigliani-Miller propositions after thirty years. *Journal of Economic Perspectives* 2 (4, 1988), С. 99–120.
5. Merton, Applications of option-pricing theory: twenty-five years later. *American Economic Review* 88 (3, 1998), С. 323–349.
6. Merton, Paul Samuelson and financial economics. *American Economist* 50 (2, Fall 2006), С. 9-30.
7. Richter, Rudolf (1990), 'Banking Regulations as Seen by the New Institutional Economics', in Furubotn, Eirik and Richter, R. (eds), «*The Economics and Law of Banking Regulation*», Occasional Papers, vol.2, Germany, Saarbrucken, University of Saarlandes, Center for the Study of the New Institutional Economics, С. 135–160.
8. Hart, O., *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, Oxford Clarendon Press, 1994.
9. Dewatripont, M. and Tirole, Jean (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge, MA and London, MIT Press. С.117–118.

Стаття надійшла до редакції 10.05.2012