

ПОЗИТИВНА ТЕОРІЯ УПРАВЛІННЯ РИЗИКОМ У БАНКІВСЬКОМУ БІЗНЕСІ

Работа посвящена теоретическому обоснованию позитивной теории управления риском, применимо к банковскому бизнесу. Рассмотрев проблему в рамках неоклассической и неинституциональной теории финансов, сделан вывод о позитивном влиянии риск менеджмента на стоимость банковской фирмы.

The paper is devoted to the theoretical ground of positive theory of risk management in banking. The author considered a problem within the framework of neoclassical and neoinstitutional finance theories, and made conclusion about the positive influencing of risk management on the bank firm's value.

Ключові слова: *вартість банку, управління ризиком, ризик-менеджмент, позитивна теорія управління ризиком*

Посилення конкуренції на ринку банківських продуктів, активізація процесів ворожих поглинань, зростання тиску акціонерів на менеджмент внаслідок формування так званого «ринку корпоративного контролю» змусив банки, як і компанії з інших галузей, зосереджувати увагу на управлінні їх вартістю. Зараз практично стала загальноприйнятою думка, що основна функція банківського менеджменту полягає у максимізації вартості фірми. Взагалі, банки можуть досягти цього або шляхом внутрішньої реструктуризації, або за допомогою дивестицій у бізнес-структури, які знищують вартість, або через реструктуризацію, породжену силами із зовні.

Для визначення чи створює фірма вартість звичайно застосовують підхід, який ґрунтується на аналізі дисконтованих грошових потоків (DCF). За цим підходом може бути визначено вартість будь-якого активу. Ця загальна методика оцінки, оцінює грошові потоки фірми і дисконтує їх на відповідний коефіцієнт окупності, визначаючи таким чином вартість фірми в економічній перспективі. Однак, специфіка банківського бізнесу накладає особливості і на методику оцінки вартості. Зокрема, так як управління пасивами банку має не лише функцію фінансування, як це відбувається, приміром, у промисловій компанії, але виступає як елемент бізнес-операцій банку, вдосконалення менеджменту пасивів може створювати вартість само по собі. Таким чином,

загальна методика оцінки вартості у випадку банків злегка корегується: оцінюються грошові потоки банку, які потім дисконтуються на вартість акціонерного капіталу. В результаті отримується поточна вартість (PV) простої акції банку, котра в ідеалі повинна бути тотожною капіталізації акції банку на фондовому ринку.

Однак, повертаючись до специфіки банківського бізнесу, доцільно виділити конститууючі риси банку, які, на наш погляд, полягають у наступному:

- банки пропонують фінансові продукти і надають послуги своїм клієнтам;
- банки беруть участь у фінансовому посередництві і управлінні ризиком.

Таким чином, економічна продуктивність банку, і відповідно його вартість, залежить від якості наданих послуг і «ефективності» управління ризиком. Управління ризиком виконує центральну роль у фінансовому посередництві і є, таким чином, ключовою областю банківського бізнесу, тож розглядається як одна з найважливіших корпоративних задач. Процеси управління ризиком, проте, є актуальними навіть при пропозиції банками продуктів та послуг: так як 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 у довгостроковій перспективі виживання банків. На довгострокову перспективу націлений і вартісноорієнтований менеджмент. Як заявляють з цього приводу Т. Коупленд та ін. «вартість не буває короткостроковою на відміну від інших показників» [1, с. 44].

Таким чином, ми знаходимо велику кількість свідчень, що на практиці банки розглядають управління ризиком, як критичний чинник, який використовується як з метою створити вартість. Іншими словами, реальна практика банківського бізнесу схиляється до позитивного зв'язку між ризик-менеджментом та вартістю банку, що ми називаємо *позитивною теорією управління ризиком*. Ця теза відображена, зокрема, в Л. Примостки, яка зазначає, що «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» [2, с. 16]. Більш загально аналогічна думка висловлена К. Фрутом та Дж. Штейн: «банки, котрі максимізують вартість, повинні мати обґрунтовану зацікавленість у ризик менеджменті» [3, с. 55].

Проблема полягає у теоретичному обґрунтуванні позитивної теорії управління ризиком. Досі найбільш поширеним є обґрунтування ризик менеджменту вбачається у запобіганні банкрутству банку, що відображається в регулярних обмеженнях для банківського бізнесу. Справа в тому, що вартісний підхід ґрунтується на неокласичній теорії фінансів і, таким чином, — на її найбільш обмежених припущеннях, таких як досконалість ринків, інформаційна прозорість, відсутність трансакційних витрат, регулятивних обмежень, податків тощо. Це призводить до того, що деякі фундаментальні зв'язки і дії в сфері створення вартості в банках виявляються проігнорованими. На розв'язання даної проблеми ми й направимо наші зусилля в даній роботі.

Згідно з неокласичною теорією фінансів 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.

Будь-яка інвестиція — це господарська діяльність, коли інвестор відмовляється від частини поточного споживання для того, щоб збільшити споживання в майбутньому, що є сумнівним. Таким чином, інвестор повинен враховувати чи збільшує інвестиція вигоду, яку він сподівається вилучити у формі споживання від майбутніх грошових потоків інвестиції, враховуючи часову структуру і невизначеність майбутніх грошових потоків.

Однак, як показав І. Фішер, інвестиційне рішення може бути відокремлено від переваг індивідуума щодо потоку проти майбутнього споживання [4]. Для оптимального інвестиційного рішення, таким чином, потрібно максимізувати очікувану вигоду протягом горизонту планування. Це рівнозначно максимізації чистої теперішньої вартості активу, тому що акціонери можуть трансформувати цей актив протягом періоду бажаного споживання разом з бажаними для них характеристиками ризику. Відповідно згідно з класичною теорією, з її відсутністю трансакційних витрат і досконало ефективними ринками, є вірним твердження, що основна мета фірми — максимізувати багатство його акціонерів за допомогою намагання максимізувати ціну акцій. В дійсності критерій чистої теперішньої вартості (NPV) при прийнятті капітальних рішень узгоджується з максимізацією багатства акціонера, тож менеджери повинні від імені фірми переслідувати всі інвестиційні можливості, які мають позитивний NPV.

Для оцінки вартості фірми, як зазначалось вище, застосовується метод дисконтування грошових потоків фірми:

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

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

Серед науковців існує розбіжність у поглядах щодо того, чи основною метою банківського менеджменту має бути максимізація багатства акціонерів, чи максимізація багатства фірми. Якщо основна мета — максимізувати вартість акціонера, це може потенційно приводити до зіткнень інтересів між акціонерами і власниками боргу, а також між акціонерами і менеджерами. Переконливі приклади таких зіткнень наводить А. Дамодаран, коли акціонери здійснюють заходи, які призводять до експропріації багатства власників боргу [5, с. 6; 13, с. 822]. Останнє твердження особливо ослабляє припущення, що всі управлінські рішення завжди ухвалюються в інтересах акціонерів, тому що в більшості випадків ці рішення ухвалюються менеджерами, які, натомість, частогусто переслідують свої власні цілі.

Ці проблеми, однак, можуть мати місце лише в умовах недосконалих ринків, що звертає нас до наступної проблеми: Навіть якщо менеджери погоджуються максимізувати вартість акціонера, виникає питання, чи призводить це до максимізації ціни на акції. Адже в реальні ринки не відповідають умовам досконалого ринку, тож ціни акцій можуть відображати не довгострокову вартість фірми, а швидше короткозорі ринкові оцінки і недостатню чи викривлену інформацію. Тому логічно припустити провокаційну думку, що вартість акціонера може розглядатися виключно як теоретична концепція. Вартість при цьому розуміється як сила, яка визначає і направляє ціни акцій, а останні лише в кращому випадку, корелюються із «справжньою» вартістю. В своїй роботі Шимко та Гамфрейз дійшли висновку, що недосконалість фінансових ринків може призвести до нераціонального використання ресурсів і невірних рішень, тому «справжня» вартість не відображається у ринкових цінах [6, с. 33]. Таким чином, основна мета фірми повинна полягати в максимізації вартості фірми і лише в окремих випадках максимізувати ціни на акції.

Аналізуючи формулу вартості фірми, приходимо до висновку, що інвестиційні, фінансові і дивідендні рішення пов'язані з вартістю так як вони можуть впливати на поточні грошові потоки, очікувані доходи і ризик. Таким чином, зниження ризиків шляхом запровадження більш ефективної системи ризик-менеджменту є резервом збільшення вартості банку навіть при поточному рівні грошових потоків. Отже ризик-менеджмент потрібно розглядати елементом системи вартісноорієнтованого банківського менеджменту.

Відповідно з даними досліджень, компанії розглядають першочерговою метою їхніх заходів із здійснення ризик-менеджменту зменшення волативності грошових потоків та прибутків. Виділимо важливі аспекти даної проблеми:

- Зменшення в короткостроковій перспективі волативності операційних доходів та прибутку.

- Зменшення волативності грошових потоків. Ризик-менеджмент намагається захистити банківський баланс від великих втрат, що мають монетарну природу, наприклад, змін в обмінних курсах, а також захистити грошові потоки банку проти фінансової нестабільності, вираженої через коливання процентних ставок і валютних курсів, кредитного ризику.

- Стратегічне зменшення волативності грошових потоків. Здійснюючи ризик-менеджмент, компанія повинна добиватись доступності ліквідних коштів, необхідні для здійснення інвестицій, котрі збільшують вартість. Це витікає з теорії Міллера та Модільяні (M&M-теорії), що ключем до створення вартості фірми є здійсненні хороших інвестицій.

- Зменшення волативності ринкової вартості фірми і, відтак, волативності акцій. Метою ризик-менеджменту в цій області є ізоляція ціни акцій від потрясінь, пов'язаних з економічними і фінансовими чинниками.

- Стабілізація показника прибутковості капіталу (ROE).

- Зростання прибутку.

- Мінімізація вартості залучення ресурсів.

Однак повернемося до неокласичної теорії фінансів, у рамках якої, як вже зазначалось, побудований вартісний підхід. Однорідні очікування і інформаційно-ефективні ринки капіталу дозволяють ігнорувати усі не фінансові очікуванням ринкових агентів, тому що вони не впливатимуть на ціноутворення і не можуть бути продані на ринках капіталу. Навіть якщо індивідуальні ринкові агенти намагаються максимізувати очікувану користь їх багатства в довгостроковій перспективі, їх все одно класифікують як

несхильних до ризику, а характеристика активів у неокласичній теорії обмежена до ризику і доходності.

Тоді як більшість цих припущень не реалістична, ці спрощення приводять до розробки надзвичайно корисних моделей, як наприклад модель капітальних активів (САРМ). За цією моделлю, оскільки індивідууми воліють бути несхильними до ризику, вони віддають перевагу безперечним рішенням перед ринковим ризиком. В крайньому разі, коли мова іде про значні фінансові кошти, вони віддають перевагу визначеному потоку прибутку над сумнівним потоком з однаковою очікуваною вартістю. Таким чином несхильні до ризику інвестори піклуються про компроміс між ризиком і доходністю і вибирають стратегію диверсифікації портфеля щоб захиститись від систематичних ризиків. Також вони вимагають премію за ризик через прийняття цих систематичних ризиків, а це означає, що вони готові прийняти додатковий систематичний ризик, якщо він відповідно компенсується вищими очікуваними доходами.

Саме тому несхильні до ризику індивідуальні економічні агенти зацікавлені управляти систематичним ризиком. У результаті такого управління ці агенти знижують очікувану ставку доходності, якої вони вимагають втягуючись у ризиковану діяльність. Несхильністю до специфічного ризику можна пояснити хеджування маленькими компаніями, в яких інвестована істотна частинка власного особистого багатства. Отже, застосування ризик-менеджменту на рівні індивідуальних ринкових агентів та малого бізнесу піддається теоретичному обґрунтуванню. На практиці подібні типи інвесторів досягають компромісу між ризиком і доходністю за допомогою двох основних інструментів управління ризиками: розміщенням активів і диверсифікацією.

Проте, ця логіка не спрацьовує для корпорацій з широким колом учасників. На відміну від індивідуальних економічних агентів, залишається незрозумілим чому намагається управляти своїми ризиками корпорація. Організаційна форма сучасної корпорації була створена саме для того, щоб дати можливість підприємцям розсіювати ризики серед значного числа малих, але добре диверсифікованих акціонерів, кожен з яких приймає лише незначну частину ризику. Тому непросто зрозуміти чому корпорації також повинні безпосередньо управляти волятивністю потоків свого прибутку. Якщо інвестори можуть управляти ризиками самостійно, що очевидно, то причини для корпорації реалізовувати в інтересах інвестора, наприклад, стратегії хеджування, просто

відсутні. Несхильність інвестора до ризику, як одне із припущень неокласичної теорії фінансів, є недостатньою причиною для здійснення корпорацією ризик-менеджменту. В рамках неокласичної теорії компанії не можуть систематично заробляти гроші за допомогою управління ризиками, відповідно — вони повинні поводитися як нейтральний до ризику агент.

На ефективних ринках капіталу, корпоративні фінансові рішення лише перегруповують грошові потоки серед інвесторів. Оскільки управлінські рішення у сфері ризик-менеджменту є елементом корпоративних фінансових рішень, корпоративний ризик-менеджмент не робить шкоди, але він також не може створювати вартість. Згідно з M&M-теорією, вартість може бути створеною тільки на лівій стороні балансу шляхом вдалих інвестицій, які призводять до зростання очікуваних операційні грошових потоків. Як компанії, в тому числі і банки, фінансують ці інвестиції з правої сторони балансу — через борг, акціонерний капітал, або нерозподілений прибуток — у цій теорії є несуттєвим.

Таким чином, знаходячись у рамках неокласичної теорії фінансів, ми можемо зробити висновок, що банки не можуть створювати вартість за допомогою управління ризиками на корпоративному рівні. На ідеальних та досконалих ринках корпоративний ризик менеджмент марний, непотрібний, і в деяких випадках може навіть знищити вартість. Фактично, дана «теорія марності ризик менеджменту» є органічним продовженням теорії марності структури капіталу Міллера та Модільяні.

На практиці ми спостерігаємо значні протиріччя між економічною дійсністю та припущеннями неокласичної теорії. Так, за цією теорією існування банків та інших фінансових посередників стає зайвим, адже усі 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 шляхом реалізації своїх продуктів, так як оскільки ціни на ефективних ринках визначені і є однаковими для усіх учасників, незалежно від структури їх портфелів.

Однак банківський бізнес та фінансове посередництво існує та пропонує різноманітні продукти, що використовуються інвесторами, які навіть платять за них премії. Також, банки активно застосовують ризик-менеджмент, розглядаючи управління ризиком в якості однієї з своїх найважливіших корпоративних задач, або основну компетенцію.

Для розв'язання протиріччя ми звернемося до неоінституційної теорії фінансів, яка пом'якшує жорсткі припущення неокласичної теорії. Наріжним каменем неоінституціональної теорії є ринкова недосконалість. Також, вона включає інтереси різноманітних зацікавлених сторін (стейкхолдерів) фірми, наприклад, трансакційні витрати, обмеженість зовнішніх джерел фінансування, податки, витрати дефолту, конфлікти інтересів, які відбуваються тому, що кожна сторона націлена на максимізацію власної вигоди тощо.

Якщо ринки капіталу не відповідають вимогам досконалого ринку, гіпотезу марності ризик-менеджменту можна відкинути. Таким чином, вартість фірми можна підвищити, коли прийнятий нею ризик принесе винагороду, яка більша, ніж та, що може бути отримана за допомогою продажу ризику на ринку капіталу (тобто, порівнюючи з тим, що ще хтось був готовий заплатити за прийняття такого ж ризику). Відповідно, можна зробити висновок, що неоінституційній теорії захист вартості фірми проти коливання ринкової вартості не є метою ризик-менеджменту. У випадку настання цих змін акціонери можуть пристосуватись до різних чинників ризику згідно з своїми перевагами. Мета ризик-менеджменту полягає у скороченні витрат на здійснення угод, які пов'язані з змінами в ринковій вартості, а також у створенні додаткової вартості. Ці витрати, пов'язані із здійсненням ризик менеджменту, визначаються як трансакційні витрати, безпосередньо пов'язані з діями ризик менеджменту.

Зрозуміло, якщо ми виходимо з наявності агентських і трансакційних витрат, дії ризик-менеджменту може призводити не тільки до економічного ефекту, але й до втрат. Тому застосування ризик-менеджменту матиме сенс тільки у випадку коли даний економічний ефект переважатиме витрати. З огляду на витрати, корпоративний ризик-менеджмент може бути економічно ефективним у наступних аспектах:

- 1) агентські витрати;
- 2) трансакційні витрати;
- 3) податки і інші чинники недосконалості ринку.

Серед даного переліку податковий аспект, як нам здається, забезпечує найслабкіший аргумент для обґрунтування доцільності здійснення ризик менеджменту на корпоративному рівні. Навіть якщо податки і є найважливішим джерелом для створення вартості, здійснення ризик-менеджменту для досягнення додаткових заощаджень податкових платежів видається дуже непереконливим. Цей висновок підтверджується дослідженнями Дж. Фена та

ін. [7], а також С.Мейсона [8], в яких автори переконують, що на практиці витрати ризик менеджменту набагато вищі, ніж невеликі заощадження податкових платежів.

Основна причина застосування ризик-менеджменту на корпоративному рівні, на наш погляд, відноситься до агентських та трансакційних витрат. Знижуючи поточну вартість агентських та трансакційних витрат, податкових платежів, ризик-менеджмент може скоротити очікувані платежі до різних стейкхолдерів фірми і може додатково гарантувати, що генеруються достатні внутрішні грошові потоки для того щоб фінансувати проекти з позитивним NPV, іншими словами — здійснення вдалих інвестицій, які призводять до підвищення вартості фірми. Це дозволяє застосувати альтернативу зовнішнім джерелам фінансування, які згідно неінституційної теорії фінансів, можуть виявитись недоступними або більш дорогими для компанії. Однак для банків, чії ресурси майже повністю походять із зовнішніх джерел, це не так актуально, як для не фінансових компаній. Провідне значення для обґрунтування необхідності ризик-менеджменту в банках має аргумент уникнення фінансових проблем, зокрема вірогідності економічного дефолту.

Вірогідність економічного дефолту означає ймовірність того, що протягом визначеного періоду часу відбудеться економічний дефолт, тобто власний капітал банку внаслідок збитків знизиться до від'ємного значення. Як правило в банківській практиці управління ризиком обирається горизонт, що дорівнює одному року, який відповідає річній вірогідності дефолту. Набуло поширення встановлення банками нормативу вірогідності економічного дефолту з метою забезпечення заданого рівня фінансової стійкості банку [9, с. 54].

Застосування інструментів ризик-менеджменту дозволяє скоротити прямі і непрямі витрати можливих фінансових проблем і таким чином підвищити вартість банку. Зниження вірогідності дефолту дає змогу збільшити частку боргу банківської фірми. Даючи можливість зростати лівериджу компанії, ризик-менеджмент може також скоротити її податкові зобов'язання і, крім того, повністю пом'якшити майже всі агентські проблеми, наприклад, зменшити агентські витрати від необхідності заміщення активів за допомогою зниження волятивності грошових потоків фірми. Також, використання ризик-менеджменту може дозволити банку перейти ближче до його оптимальної структури пасивів, яка дасть змогу мінімізувати вартість капіталу і також збільшити вартість фірми.

Важливо, однак, здійснювати координацію витрат, зокрема, нижчі витрати на власний капітал потрібно зрівноважити з потенційним зростанням очікуваних витрат фінансових проблем і витрат на ризик-менеджмент. Можливий оптимальний стан, при якому вартість фірми максимізується, матиме місце коли гранична вартість боргу, включаючи витрати фінансових проблем, дорівнюють граничним вигодам від боргу, тобто від зменшення агентських витрат.

В нашій роботі ми спробували теоретично обґрунтувати чому компанії і особливо банківського сектора, на практиці застосовують політику управління ризиками та як ця політика впливає на вартість фірми. Для цього ми розглянули строгі припущення неокласичної теорії, які привели нас до теорії марності ризик-менеджменту. Далі ми ослабили ці припущення і, слідуючи за розвитком фінансової теорії починаючи з середини 80-х років минулого століття, коли в економічні моделі було закладено існування недосконалості ринків, розглянули роль ризик-менеджменту в скороченні трансакційних витрат, зокрема агентських та трансакційних витрат, що дає змогу стверджувати про справедливність позитивної теорії управління ризиком.

Хоч уникнення економічного дефолту залишається основною причиною здійснення ризик-менеджменту на корпоративному рівні, зміна традиційної ролі фінансового посередництва призвела до того, що управління ризиком використовується для збільшення вартості фірми, а ризик-менеджмент став ключовою областю банківської справи.

Література

1. Коупленд Т., Коллер Т., Мурын Дж. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. — 576 с.
2. Примостка Л. О. Фінансовий менеджмент у банку: Підручник // 2-ге вид., доп. і перероб. — К.: КНЕУ, 2004. — 468 с.
3. Froot Kenneth A., Stein Jeremy C. Risk Management, Capital Budgeting, and Capital Structure Policy for Financial Institutions: An Integrated Approach. — *Journal of Financial Economics*, Volume 47. — p. 55—82.
4. Fisher Irving. *The Theory of Interest*. — New York: Kelley, 1965.
5. Damodaran Aswath. *Corporate Finance — Theory and Practice*. — New York: John Willey & Sons, Inc. 1997.
6. Shinko David, Humphreys Brett. Voiting on Value. — *Risk Magazine*. December 1998. p. 33.

7. 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.

8. Mason Scott P. The Allocation of Risk. — Harvard Business School. Working paper 95—060.

9. Барбашов Алексей. Управление финансовыми рисками в Газпромбанке. — Риск-менеджмент Форум-2005. — К., 2005. — С. 47—54.

Стаття надійшла до редакції 15.05.2007 р.

УДК 336.71.078.3

Д. Ф. Ковальчук,
здобувач кафедри банківської справи,
КНЕУ імені Вадима Гетьмана,
замдиректора гімназії «Євроленд»
Європейського університету

ПРІОРИТЕТИ РОЗВИТКУ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В БАНКАХ УКРАЇНИ

В статті розглядаються проблеми розвитку корпоративного управління в банках України і шляхи їх подолання у взаємодії всіх гілок корпоративного управління.

The problems of corporative management development in the banks of Ukraine and the ways of overcoming them in the corporation of all the branches of corporative management are observed in the article.

Ключові слова: *інструменти і механізми корпоративного управління, рада директорів, менеджмент*

Ринкові засади української економіки, її прагнення інтегруватись у європейське співтовариство сьогодні відкривають перед вітчизняними та зарубіжними банками вигідні можливості формування нового іміджу банківської системи.

Успіх вирішення проблеми підвищення якості управління і організації діяльності банків залежить, у першу чергу, від того, якими методами, за рахунок яких внутрішніх ресурсів можуть бути досягнуті цілі і задачі організацій.

Особливого значення набуває визначення методів і технологій досягнення поставлених цілей, для характеристики банківської системи конкретного банку застосовують кількісні та якісні па-