

УДК 336.71+35.07

Чарльз Гудхарт (Об'єднане Королівство)

## Банки та керівні органи державного сектора економіки

Мета даного дослідження – розглянути сучасну фінансову кризу через призму моделей зв'язку між керівними органами банківської сфери та державного сектора економіки, а саме, встановити різницю між англосаксонською та азіатською моделями. В англосаксонській моделі керівні органи спрямовували увагу на регулювання інфляції, тоді як банківські стратегічні рішення були залишені банківським менеджерам у контексті регулювання «м'якого дотику». В азіатській моделі стратегічні рішення політики банку були набагато більше обмежені зовнішніми агентами, найчастіше державного сектора. Зараз англосаксонська модель вважається недосконалою, і державному сектору доведеться більше втручатися для запобігання колапсу, забезпечуючи системні фінансові заклади страхуванням проти неліквідності та неплатоспроможності. Чи приведе це до тіснішого об'єднання англосаксонської та азіатської моделей?

**Ключові слова:** банківські моделі, фінансове регулювання, грошова винагорода банкірам, достатність капіталу, управління ризиком, леверидж, кредитна криза.

### Вступ

Мета даної статті – розглянути сучасну фінансову кризу через призму концептуальних моделей головного зв'язку між комерційним банківським сектором, з одного боку, та керівними органами державного сектора, до яких входять уряд, а саме міністерство фінансів, Центральний Банк та спеціалісти регуляторних/наглядових органів, з іншого. У 1 розділі дається пояснення англосаксонської та азіатської моделей, а також європейської (басейну Рейну), що є невдалим поєднанням двох моделей.

У 2 розділі описано як події 2007-2009 рр. вплинули на встановлення англосаксонської моделі, і як її поступово змінювали. Деякою мірою це привело до поєднання англосаксонської та азіатської моделей. В останньому розділі зроблено висновок стосовно того, чи можна подолати відмінності між моделями для того, щоб у світі дотримувались єдиною моделі.

### 1. Англосаксонська модель та її азіатський аналог

**1.1. Макро-економічна структура.** Головною ціллю монетарної політики в англосаксонській моделі для Центрального Банку було встановлення (короткострокових) процентних ставок з метою цільового регулювання інфляції за майбутнього горизонту прогнозування<sup>1</sup>. Таким чином, таке встановлення меж інфляції привело до майже 15-річного (1992-2007) зростання та стабільності, «великого пом'якшення», золотого

віку, принаймні в розвинутих англосаксонських країнах. Однак, були й деякі слабкі сторони, наприклад, значні «дисбаланси», низькі норми заощаджень в англосаксонських країнах, збільшення нерівності, але за часів процвітання ці питання вирішили відкласти до гірших часів. Існувало припущення, що якщо макроекономіка буде стабільною, її фінансова інфраструктура буде такою ж.

**1.2. Структура стимулювання для керівників банків.** За англосаксонською моделлю, головні рішення приймаються керівниками вищого рангу фірми або банку, однак органи управління, провідні зацікавлені сторони, уряд та громадська думка також мають певний вплив на вирішення деяких питань.

Головна роль управлінської теорії та реальної політики грошового утримання протягом останніх десятиліть полягала у вирівнюванні управлінських інтересів та інтересів акціонерів. Це було зроблено шляхом винагороди менеджерів, переважно через бонуси, що сприяло успіху в отриманні постійного росту прибутків, і підвищенні курсу акцій.

Важливим може стати той факт, що обмежена відповідальність акціонерів означає, що вони, разом з керівниками вищого рангу, віддають перевагу ризикованій, а не безпечній політиці. Це показано на рисунку 1, де шанс 50/50 А або Б буде переважати над В. Єдиним рішенням було перетворити деякі (частково ризиковані) фінансові заклади на партнерів, а не на компанії з обмеженою відповідальністю (наприклад, великі інвестиційні будинки США), але це фактично із часом зменшувало прибутки, частково через переваги компаній у залученні нового капіталу і частково через бажання існуючих партнерів по можливості продати свої акції.

© Чарльз Гудхарт, 2009.

<sup>1</sup> Стандартна функція реакції Тейлора є недосконалою, оскільки за нею визначається сучасна інфляція та спад виробництва, а не передбачається значенням цих змінних, але вона пояснює політику досить добре по факту, оскільки сучасні і минулі значення змінних є головними факторами прогнозування їх майбутнього значення.

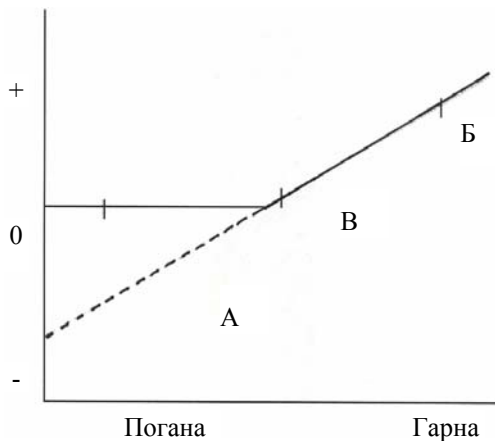


Рис. 1. Схема прибутків акціонерів з обмеженою відповідальністю

Більш реалістичне зменшення кількості тих, хто шукає ризик пояснюється вимогами мінімального капіталу і взаємозв'язком бонусів і багатства з вартістю компанії. Якщо (бажане) положення капіталу компанії (банку) піднімається з Б до В на рисунку 1, тоді перевага вибору ризику, з тією самою дисперсією як і раніше, зникає завдяки вибору безпеки. Більше того, вимога банку утримувати мінімальний капітал забезпечує резерв на покриття витрат, а також для захисту платника податків і державного сектора економіки від «склеювання розбитої чашки».

**1.3. Регулювання та контроль.** Як наслідок, метою регулювання та контролю в англосаксонській системі було забезпечити достатній мінімальний запас капіталу. Більше того, доки резерву буде достатньо, щоб забезпечити кредитоспроможність, ліквідності можна буде завжди досягнути здобуттям широких і дієвих оптових грошових ринків. Зважаючи на доступність такої фінансової ліквідності, органи регулювання/органи банківського нагляду дозволили банкам усіх англосаксонських держав значно зменшити ліквідність активів, що відбулося у 1960-х роках.

На думку Алана Грінспана, маючи достатню кількість фізичних активів і особистого майна власних компаній, керівники великих банків ніколи не дозволять своїм закладам потрапити під серйозний ризик банкрутства.

Отже, регулювання може опиратися швидше на загальні принципи, аніж на нав'язливу інтервенцію. Насправді, початковим змістом Звіту Паулсона у березні 2008 року була спроба пом'якшити регуляцію ринку капіталу в США, щоб впоратися з конкуренцією Лондона; невдале впровадження механізмів є досить очевидним.

Серйозною проблемою наказу залишити питання управління ризиком виконавчим органам влади

банків є можливі негативні наслідки, такі як головна системна криза, які важко передбачити (ранні заходи попередження мають недостатні результати у деяких країнах). Більше того, виконавчі органи банку приватного сектора будуть вважати проблему подолання системної кризи відповідальністю органів влади державного сектора. Таким чином, моделі управління ризиком, що використовуються банками, такі як ризикова вартість, зосереджені на методах для підтримки нормальних умов, представлених звичайними розподілами, аніж на надзвичайних подіях з малою вірогідністю.

Але їх моделі, принаймі початкові, були більш удосконалені у технічному плані, ніж моделі органів регулювання/органів банківського нагляду, оскільки вони використовували моделі для оцінки і контролю ризикових умов в індивідуальних банках за «нормальних» умов, а не для дослідження наслідків головних порушень для фінансової системи в цілому. Цей «синдром» досягнув своєї вершини із прийняттям Базель II, який, разом із одночасним застосуванням «переоцінки за ринковою вартістю» фінансової звітності «ринкової вартості», мав непередбачуваний наслідок створення офіційної системи регулювання набагато більш проциклічною і нестабільною, ніж раніше.

**1.4. Азіатська модель.** Тоді як головна (СРСР) комуністична модель фінансової справи значно відрізнялася від англосаксонської моделі, важче визначити очевидну азіатську модель. Однак, є припущення, що існує декілька відмінних ознак азіатського підходу, де першочергово мають на увазі банківські системи Китаю, Індії, Індонезії та Японії.

Серед них:

1. Існує більша ймовірність мати значну частку національної банківської системи під власністю і контролем державного сектора. Там де є банки приватного сектора, більша вірогідність того, що вони знаходяться в сімейному володінні і/або мають більше відношення до промислових структур, ніж до товариств з обмеженою відповідальністю з акціонерами англосаксонської моделі. Отже, існує більша вірогідність існування зовнішніх обмежень контролю і влади керівників банків у азіатській моделі.
2. Існує також більший прямий вплив державного сектора, особливо Міністерства Фінансів/Центрального Банку, даючи «уявлення» про частку банківської позики приватним

(і державним) секторам, і навіть «уявлення» про розподіл позик по секторам, як наприклад, сільське господарство, будівництво, інфраструктура тощо.

Англосаксонські вільні ринкові агенти наголошують, що більше пряме втручання державного сектора у банківський сектор приводить до неефективності, що породжується розподілом ресурсів, які не відповідають інтересам споживачів; а також до більших безнадійних позик та корупції. Але це також значною мірою зменшує тиск на короткострокову максимізацію прибутку.

Тісніше і триваліше залучення державного сектора до банків також означало, що зовнішні механізми контролю англосаксонської системи, наприклад, прозора фінансова звітність та зовнішнє спостереження, не так добре розвинені як у азіатській системі.

Оскільки роль акціонерів вважається менш важливою у цій системі, ніж державний сектор і/або домінуючі сімейні/промислові впливи, механізм призначення і структура стимулювання топ-менеджерів відрізняється від тих, що визначені у англосаксонських країнах світу. Знову, короткострокова максимізація прибутку, хоча і неважлива, але є менш значимою для просування по службі, ніж виконання бажань тих, хто займає високі посади. Нагороди і засоби заохочення виступають менше у формі грошових винагород (наприклад, бонусів) і більше у вигляді верховенства у правлячій ієрархії.

За цих умов, регулювання і нагляд є більш базовими і простими, частково тому що більший зовнішній контроль здійснюється напряму. З меншим регулюванням існує менший стимул до використання різниці в нормативній базі різних юрисдикцій на свою користь. Завдяки цьому спостерігалось менше фінансових інновацій в азіатській моделі, яка зараз, здається, набагато ближча до традиційної банківської справи, ніж фінансових інновацій в англосаксонській системі з її залежністю від деривативів, позабалансового звіту тіньової банківської справи, сек'юритизації тощо.

## 2. Інтеграція англосаксонської моделі

**2.1. Макроекономічне оточення та сумна історія кризи.** Міжнародне макроекономічне оточення з 2006 року і до серпня 2007 року, було сприятливим, що можна перевірити, поглянувши на попередні прогнози. Офіційні процентні ставки США у 2003-2005 роках склали близько 1%, або навіть 1,5%, що вплинуло на бум житлового будівництва, як у США, так і закордоном, а та-

кож на пошук прибутку по цінним паперам і на розширення фінансового левериджу. На думку Джона Тейлора (Getting Off Track, 2009), важко повірити, що відносно несуттєва помилка при встановленні процентних ставок може справді дестабілізувати більшу частину англосаксонської фінансової системи (і якщо так, тоді це означає, що система була досить нестабільною).

Ми ж підтримуємо думку Хій Мінського (1997 і 1982), що насправді стабільність містить в собі майбутню нестабільність. Поєднання "великого пом'якшення", та низьких і конкурентних процентних ставок змусило всі фінансові заклади, а особливо банки, розширити леверидж. Так частково відбувалося в Європі, де не було необхідного коефіцієнта левериджу, і в інвестиційних будинках у США, де обмеження левериджу нещодавно були послаблені. Не випадково те, що епіцентр кризи знаходився у цих двох секторах.

Спочатку витрати були незначними. Однак межі доходності виявилися набагато меншими. Банки та професійні інвестори досить швидко зрозуміли це, і як наслідок, кредитоспроможність деяких частин тіньової банківської системи, за допомогою розширення деяких банків, більше не була абсолютно забезпеченою. Це привело до анулювання комерційних паперів, забезпечених активами, до закриття внутрішніх ринків, і до значних проблем ліквідності.

Це стало причиною масового делевериджу, декількох етапів деструктивного падіння цін (див. Женевський звіт, Бруннермеєр та ін., 2009), доки цей процес не зупинився у вересні 2008 року з банкрутством Lehman Bros. Протягом наступного періоду центральні банки боролися за постійно зростаюче задоволення вимог ліквідності, даючи позики фінансовим закладам, що постійно розширюються, на ряд закладених активів, на все більший термін виплат.

Але центральні банки не могли надавати капітал, а оскільки ринкові ціни і кредитні рейтинги переходили на реверс, необхідно було більше ресурсів, і ринок почав вимагати все більші запаси капіталу, тому що фінансова система ослабла. Не дивно, що ринки капіталу стали переважно закритими для нових випусків акцій банками. Протягом цього періоду владі не вдалося уникнути тривалих виплат дивідендів і масових пакетів винагород; насправді вони не мали юридичного права це зробити; і банкам не вдалося скоротити витрати. Таким чином, банківські установи і багато відповідних фінансових посередників, таких як вузькоспеціалізовані страхувальники, стали значно недокапіталізованими.

Здавалося, що держава мала втрутитися, використовуючи фонди платників податків у величезному масштабі. Альтернативою був повний фінансовий провал, оскільки передбачалось банкрутство Lehman. Більше того, частково обмежуючи фінансові непрямі витрати, влада також намагалася заохочувати (навіть здійснювати тиск на) більші і краще капіталізовані банки до приєднання своїх майже збанкрутілих «побратимів», часто ухиляючись від антитрастового регулювання та правил функціонування картеля, як у випадку Lloyds and Halifax/Банк Шотландії (HBOS) в Об'єднаному Королівстві. Результатом стала концентрація банківських систем у англосаксонських країнах у невелику кількість великих і розповсюджених підприємств, можливо занадто великих, щоб контролювати ефективність (Citi and BoA) і звичайно занадто великих, щоб їх закрити.

## 2.2. Навіщо існує англосаксонська модель?

Стара основа взаємин між владою державного сектора і фінансовою системою в англосаксонській моделі, в результаті чого державний сектор встановлює ширше макроекономічне і нормативне оточення, а приватні органи фінансової системи приймають рішення самостійно, була виведена з рівноваги, якщо не зруйнована повністю. Нераціональним є те, що державний сектор дійшов до привласнення всіх банків у Ісландії та Ірландії, і великої частини фінансового сектора у США (Fannie Mae, AIG тощо), Об'єднаному Королівстві (Lloyds, RBS) та Європі (Fortis, Dexia, HRE, Landesbanken).

Але можливо важливішим є те, що державний сектор ефективно гарантував фактично всі не фондів заборгованості, включаючи різні види субординованого боргу. Державний сектор став гарантом не лише банківської ліквідності, але також, за винятком акціонерів, гарантом кредитоспроможності всіх системних фінансових закладів. Оскільки велика кількість закладів, у тому числі і досить малих, таких як Будівельне Суспільство м. Данфермлін, потрапили під державний контроль або власність, кризу дійсно можна вважати «системною».

Така власність приватного сектора фінансових закладів неохоче сприймалася в англосаксонських країнах як невдала супутня обставина необхідної рекапіталізації. Було вжито заходів для планування рекапіталізації, наприклад, за допомогою випуску акцій з фіксованим дивідендом, ніж заниженого у вартості капіталу, таким чином право прийняття бізнес рішень залишилось за менеджерами державного сектора.

Англосаксонська модель близька до тієї, що застосовувалася протягом скандинавської банківської кризи на початку 1990-х. Тоді уряд забрав банки з метою рекапіталізації у державну власність, збільшував новий капітал, приводив до ладу балансовий рахунок, і лише потім продавав банки приватному сектору, з прибутком. Але те швидке одужання, здебільшого, відбувалося завдяки різким зниженням валютного курсу, і швидкому зростанню у чистому експорті, за таких умов більшість економік закордонних країн після 1992 року зростала досить швидко (див. Йонунг, 2008). Такі сприятливі макроекономічні умови не є доступними для розвинутого світу в цілому.

Хоча уряди уникали «націоналізації», переважно з політичних причин, існує зростаюча напруга між реальністю контролю та бажанням уникати втручання в так звані рішення власне приватного сектора. Велика роль у тривалій «депресії» належить «кредитній кризі». Але, якщо держава фактично володіє деякими банками, чому вона не може їм наказати збільшити кредитування? Швидкий вихід Китаю з кризи, очевидно, обумовлений державним розширенням банківської позики у 2009 році, не залишився не поміченим. Таким чином, ми маємо цікаву ситуацію з Chancellor Darling Об'єднаного Королівства та його німецьким партнером, перед якими постала загроза накладання санкцій, якщо вони не збільшать позики приватному сектору, та не вживуть заходів для посилення тих елементів, над якими вони мають контроль (за винятком випадку з Northern Rock).

Більше того, політичною «гарячою точкою» нещодавньої кризи було продовження величезних виплат керівникам збанкрутілих банків. Чи мають державні банки справді продовжувати виплачувати ці заробітні плати із семизначними цифрами керівникам вищого рангу?

Якщо державний сектор володіє банком та іншими кредитно-фінансовими закладами, чи може він, або чи варто йому утримуватися від використання своєї контролюючої позиції, наприклад, щоб досягнути соціальних або політичних цілей? Однак, здається, що цих питань уникають.

Ймовірність того, що рекапіталізація приватного сектора принесе з собою обмеження свободи дій приватного сектора у таких важливих складниках як гонорар і принципи розподілу прибутку, і можливо, обмеження стосовно рішень ринка активів, вже чітко впливає на банківські рішення. Якщо банки можуть вжити заходів щодо змен-

шення потреби у підтримці державного сектора, вони будуть намагатися це робити. У деяких випадках це може набути форми активного делеверджа, понижуючи балансовий звіт, щоб зберегти капітал, а отже, уникнути потреби у підтримці державного сектора. Але такий крок лише погіршить макро-економічну кон'юнктуру. Звичайно, керівники банків стверджують, що повільний банківський кредит завдячує спаду у попиту, але вони, водночас, обмежують терміни і спреди, за яких позичальники можуть мати доступ до фондів.

Однак питання про наслідки державних/приватних ролей у сфері банків державної власності, має менше значення порівняно з питаннями стосовно ролі держави як кінцевого гаранта кредитоспроможності обов'язків банку. Насправді, держава, не дивлячись на системну кризу, не лише забезпечила банківську ліквідність через Центральний банк, але і кредитоспроможність банківських кредиторів. Наслідки для морального ризику є очевидними.

Є два варіанти вирішення проблеми. Перший – спробувати відновити структуру, де держава не буде відігравати роль загального гаранта, а банкрутство і страх втрати приватного сектора забезпечить деяку (достатню) дисципліну надмірного ризику. Другий – визнати, що фінансова система є центральною для будь-якої ринкової економіки, та що держава буде завжди забезпечувати дійсну кінцеву страховку на час кризи.

Існує декілька версій першого варіанту. По-перше, можна розформувати великі банки, щоб їх було легко закрити. На думку Мервін Кінг «Якщо банки занадто великі, щоб збанкрутувати, то вони занадто великі». Таку думку підтримав Пол Волькер. Тоді виявляється, що деякі банки зараз є занадто великими, щоб збанкрутувати самостійно з нульовою вірогідністю ланцюгової реакції, але головною системною проблемою все ж залишається ланцюгова реакція. Вона залежить від подібних ознак між збанкрутілим банком та його союзниками, та від зв'язків між ними. Northern Rock, а також IKB та Sachsen, не були великими, але якщо б Northern Rock дозволили збанкрутувати, то був би ажіотажний попит на Bradford & Bingley і Cheltenham & Gloucester, а також HBOS. Якщо б великий банк був поділений на сегменти, тоді проблема ланцюгової реакції/системна проблема залишалася б такою ж великою. На думку В. Вагнера та В. Ахарія (див., наприклад, Ахарія, 2009; і Вагнер, 2007/2008), ланцюгова реакція є позитивною функцією подібних ознак між банками. Мікропруденційний нагляд прагне диверсифікації в межах кожного окремо-

го банка; макропруденційний нагляд має прагнути диверсифікації між банками. Небезпека мікропруденційного регулювання полягає в тому, що воно спрямовує всі урегульовані заклади в одне русло.

Отже, окрім юридичних питань стосовно того, чи має уряд надмірно регулювати контракти приватної власності, стимулюючи розпад, існують сумніви, чи допоможе існування багатьох малих банків полегшити вражаючу кризу. Необхідно нагадати, що величезна кількість малих банків у США збанкрутувало у 1929-33 рр., тоді як більш олігопольні системи у деяких інших країнах, наприклад, Канаді та Об'єднаному Королівстві, були стійкішими. Більш реалістичним підходом є спроба оцінити якою мірою більші банки ускладнюють системний ризик, а потім оподатковують додатковим митом, яке все компенсує.

Другий підхід полягає в спробі обмежити ряд закладів/функцій, до яких застосовується система соціального захисту. Ця тема зустрічається під декількома заголовками, такими як, Звужена банківська система, поверніть Закон Гласса Стіголла, з відповідною «популістською» фразою, що сучасна банківська система поєднує «казино з комунальним підприємством». Можливо найгіршою помилкою стало те, що криза спричинила банкрутство Lehman Bros, але він не мав вкладів населення. Нормативні обмеження на захищений вузький сектор приведуть бізнес до нерегульованого сектора за нормальних часів, і спровокують повернення до безпеки протягом кризи, таким чином погіршуючи кризу.

Банківська справа наражається на ризик, наприклад, неспівпадання термінів погашення активів та пасивів. Сек'юритизація і похідні використовуються для послаблення та хеджування таких ризиків. Надійний банк, який має утримувати всі свої активи (нехеджовані) до погашення, може бути дуже ризикованим; чи є 15-річний іпотечний кредит з фіксованою процентною ставкою зручним активом для банку? Що саме прихильники надійної банківської системи пропонують у випадку взаємозв'язку з промисловістю?

Третій варіант, що переплітається з другою відповіддю на пристосування до нової реальності – спробувати перекласти тягар страхування банків знову на приватний сектор, а саме на кредиторів, намагаючись перетворити субординований кредит на актив на вимогу влади за часів кризи. Постає питання законності таких дій існуючими борговими інструментами. Але навіть із сучасною структурою боргу, кредитори майже збанк-

рутілих закладів, таких як Fannie Mae, могли бути оштрафовані, як у випадку Lehman Bros. Наміром останнього було перенести витрати на інших кредиторів, наприклад, інвестиційний фонд відкритого типу, що вкладає кошти у короткострокові обов'язки, і таким чином, поширити кризу. Уряд США, у тих випадках, де фінансовий заклад було врятовано, загалом не покладав витрати на кредиторів, не хвилюючись про репутацію і доступ до майбутнього фондування фінансової системи та його вартість. Влада не була готова покладати великі витрати на таких кредиторів. Чи будуть вони діяти по-іншому в майбутньому, якщо матимуть право перетворювати борг на актив. Можливо, але, якщо так, якою буде вартість банків на вимогу тримати другорядну частку перетвореного боргу?

Існує потреба переглянути роль (перетворюваного) боргу як елемента у базі капіталу банків, але, крім того, більшість пропозицій, направлених на сприяння відмови державного сектора від своєї ролі як кінцевого гаранта фінансової системи будуть неефективними, або шкідливими для ефективності, або і те й інше. Тому необхідно повернутися до другого варіанту адаптації до нової реальності.

Новою реальністю є те, що державний сектор, або держава, є кінцевим гарантом ліквідності та кредитоспроможності всіх системних частин фінансового сектора або, інакше кажучи, що державний сектор застраховує системні компоненти фінансової справи. Якщо ми зараз поглянемо на державу як таку, що забезпечує страхування, це дає вказівки для попередження ситуації, коли таке завдання стане надмірним тягарем для платника податків.

Відповідь, звичайно, має полягати, по-перше, у пошуку визначення міри, до якої поведінка застрахованого ставить функцію страхування держави під ризик, і, по-друге, на введення різних санкцій на такі несприятливі дії. Обидва кроки у цій процедурі важкі. При визначенні постає ще більше проблем, між іншим, зумовлених зовнішніми ефектами, в результаті чого акт, прийнятий окремим компонентом системи не буде повністю інтерналізованим, але буде по різному впливати на систему в цілому через інтертемпоральну природу фінансової системи. Таким чином, дії, прийняті зараз, будуть мати можливий, але непевний і стохастичний ефект у майбутньому, а будуть спрямовані на впровадження інновацій.

Одним із прикладів зовнішніх факторів є те, коли відчувається тиск як на ліквідність, так і на достатність капіталу, очевидним шляхом порятун-

ку для окремого банку є скоротити кредитування. Але в такому разі він просто перекладає посилений тиск на решту системи. Тому, необхідно визначати ліквідність та достатність капіталу кожного (системного) окремого закладу, а також обережно контролювати сукупний розвиток за фінансових умов. Більше того, такий (сукупний) розвиток має наслідки, що змінюються з часом. Загальне швидке розширення (збільшений левелідж) внутрішнього (банківського) кредиту першочергово підвищить ціни активів, прибутковість і економічну активність, але з розвитком «пузирів на ринках активів» – підвищиться вірогідність майбутніх безнадійних кредитів, фінансових проблем та криз. Проблема полягає в тому, що така зміна курсу у майбутньому залишиться стохастичною, більш вірогідною, але все ж непевною. Бухгалтери переважно дотримуються того, що очевидно можуть виміряти, а вірогідність часових коливань та коливань умов дефолту не потрапляють до цієї категорії. Отже, спроби виміряти фінансову нестабільність найчастіше зіштовхуються з інструкціями бухгалтерів (і органів податкового управління, які остерігаються того, що використання заходів визначення вірогідності подій може привести до маніпуляції та відстрочення від сплати податків).

Таким чином, ефективне регулювання не допустить, щоб регульована установа здійснювала свою бажану політику. Тому вони будуть намагатися уникати і ухилятися від такого регулювання, переважно через нововведення. На думку Едварда Кейна, процес регулювання є діалектичним, тобто таким, де урегульована установа має більше грошей, умінь та стимулів ніж органи регулювання. Ті, хто мають найбільший стимул уникати обмежень регулювання, зазвичай через інновацію – це ті, хто володіють залишковим прибутком підприємства, а саме, акціонери, оскільки вони перекладають усі витрати, через обмежену відповідальність, на страхувальника державного сектора, а потім на платників податків. У цьому контексті головною помилкою англосаксонських (банківських) правових механізмів було порівняння структур стимулювання керівників банків (і керівних робітників) зі структурами стимулювання акціонерів (Бєбчук та Спаман, 2009). Можливо, більшість (формальних) структур стимулювання азійської банківської системи були силою, ніж слабкістю? Ми, час від часу, виступали за розміщення необоротної частки до всіх керівників, яких можна звільнити лише у випадку смерті або  $n$  ( $n = 3?$ ) років після того, як вони залишили банк. Деякі заперечували, що це несправедливо зменшить прийняття

ризик – основу для капіталістичної динаміки. Можливо так, але тоді яку структуру грошової винагороди забезпечить оптимальний рівень прийняття ризику, якщо вирівнювання з обмеженою відповідальністю акціонерів приводить до надмірного прийняття ризику, а необмежена відповідальність до надмірного ухилення від ризику? У цій сфері необхідно провести більше аналітичних досліджень.

Питання накладання санкцій є важливим та важким. Насправді, одним із найбільших недоліків Базельського комітету з банківського нагляду (BCBS) було те, що він був обмеженим у розгляді, або навіть наданні санкцій, оскільки такі правові питання розглядаються в провінції кожної держави-нації. Тому BCBS обмежився порадами стосовно принципів та норм, без втручання у дії стосовно того, що слід було зробити коли урегульовані компанії або наближалися, або опускалися нижче бажаних рівнів. Оскільки BCBS взяв на себе управління по (міжнародному) банківському урегулюванню, належна структура санкцій (здобути і підтримувати гарну поведінку серед урегульованих) установ стала сферою дослідження. Це є особливо важливим, оскільки вибір мінімальних задовільних рівнів, наприклад, капіталу першого рівня або ліквідних активів, завжди буде довільним. Необхідно розпочати здійснювати корегуючий тиск урегульованих установ, тому що заклад опускається нижче «гарних» рівнів зростаючими темпами. Єдиним регулюючим документом є Акт 1991 року, запропонований економістами Джорджем Бенстоном та Джорджем Кауфманом.

Існує декілька шляхів застосування санкцій. Вони можуть приймати вигляд прямих платежів органам державного сектора, премій для страхування, що збільшуються, оскільки ризик вже оцінюється як більший; або вигляд таких заходів, як необхідний або зважений на ризик капітал або вимоги ліквідності, які накладають витрати на банки (і можуть, або не можуть, забезпечувати прибуток державному сектору), оскільки такі банки стають ризикованішими і підвищують ризики фінансової системи в цілому. Інакше кажучи, ризики збільшуються з леверижем і з мірою неспівпадання активів та пасивів. Рішенням є збільшити податки на банки відповідно з мірою левериджу і неспівпаданням

активів та пасивів. Метою є пом'якшити цикли у фінансовому левериджі і неспівпаданні активів та пасивів.

По суті, англосаксонська модель була позбавлена одного необхідного інструмента – здатності пристосувати регуляторний тиск, щоб обмежити фінансові цикли. Насправді, напрямок політичного руху до нещодавна, із введенням Базель II і звіту про поточні ціни, був контрпродуктивним, і не сприяв обмеженню фінансового циклу. Зараз проблема полягає у розробці і введенні нових інструментів, що будуть забезпечувати таке пом'якшення з найменшими витратами фінансового посередництва, і найкращим впливом на належну інновацію та прийняття ризику. Деякі теоретичні приклади можна знайти у Женевському звіті (2009) і у Restoring Financial Stability (NYU, 2009, Ахарія і Річардсон).

### 3. Поєднання моделей?

Як зазначалося раніше, англосаксонська модель вважається недосконалою і потребує змін у деяких важливих аспектах. Державний сектор, або держава, стала гарантом усіх системних фінансових закладів, забезпечуючи ліквідність та страхування кредитоспроможності. Страх банкрутства, особливо за умов обмеженої відповідальності (для акціонерів та керівників банків), не буде обмежувати моральний ризик. Державному сектору, як гаранту кінцевого страхування, необхідно буде застосовувати нові інструменти, щоб попередити неправильне використання функції страхування.

В азіатській моделі, тісні зв'язки між владою та головними фінансовими посередниками загалом були більш реалістично оцінені. Але шлях, за яким такий вклад у страхувальні виплати був застосований, відбувався швидше за допомогою заходів прямого зовнішнього контролю, аніж ширших механізмів ринку.

В англосаксонській моделі метою є стимулювати агента, у цьому випадку керівника банку, слідувати бажаним (що збільшують прибуток) ліній поведінки, встановлюючи загальні ринкові механізми, такі як постанови, ринкові ціни, податки та субсидії, а потім дозволити агенту самому приймати рішення (збільшуючи корисність) у межах цієї загальної схеми.

### Список використаних джерел

1. Acharya, V.V. (2009), 'A theory of systemic risk and design of prudential bank regulation', *Journal of Financial Stability*, Vol. 5, Issue 3, September.
2. Acharya, V.V., and M. Richardson (eds.), (2009), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.
3. Bebchuk, L.A., and H. Spamann (2009), 'Regulating Bankers' Pay', Harvard Law School Discussion Paper No. 641.

4. Brunnermeier, M.K., Crockett, A. Goodhart, C.A.E., Persaud, A., and H.S. Shin, (2009), *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 11, (Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, ICMB, and Centre for Economic Policy Research, CEPR).
5. Goodhart, C.A.E. (2008), 'The Boundary Problem in Financial Regulation', chapter in 'The Great Crash of 2008', a special issue of *National Institute of Economic Review*, October 1.
6. Jonung, L. (2008), 'Lessons from Financial Liberalisation in Scandinavia', *Comparative Economic Studies*, 50, pp. 564-598.
7. Minsky, H.P. (1977), 'A Theory of Systemic Fragility', in E.I. Altman and A.W. Sametz (Eds), *Financial Crises*, Wiley, New York.
8. Minsky, H.P. (1982), *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe, Inc.
9. Paulson, H.M., Steel, R.K., and D.G. Nason (2008), 'The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure', The Department of the Treasury.
10. Taylor, J.B. (2009), *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institute Press, Stanford University.
11. Wagner, W. (2007), 'Diversification at Financial Institutions and Systemic Crises', University of Tilburg Discussion Paper No. 71, also forthcoming in *Journal of Financial Intermediation*.
12. Wagner, W. (2008), 'The Homogenization of the Financial System and Financial Crises', *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, Issue 3, pp. 330-56.

Отримано 18.09.2009

Переклад з англ. Філатової Ю.