

В. В. Козюк

**ПОВ'ЯЗАНЕ КРЕДИТУВАННЯ: ОЛІГАРХІЧНИЙ БАНКІНГ
І ФІНАНСОВА НЕСТАБІЛЬНІСТЬ**

Фінансова нестабільність і політично вмотивоване розкрадання активів банків розглядаються як один із ключових ризиків пов'язаного кредитування. Показано, що фінансова нестабільність є наслідком колективного зміщення в бік перевищення вигодами від "стратегії обкрадання" аутсайдерів вигід від докапіталізації банків. Стверджується, що кредитування інсайдерів є ключовою рисою олігархічного банкінгу в Україні, що спричинено низькими гарантіями прав кредиторів та значними транзакційними витратами моніторингу позичальників за межами периметру певної політичної бізнес-групи. Офшоризація власності кредиторів і позичальників є способом пристосування до регуляторних обмежень на інсайдерські відносини. Доведено, що фінансова нестабільність в Україні викликана тим, що для значної кількості власників банків вигоди від опортуністичної експропріації аутсайдерів виявилися вищими за вигоди від докапіталізації їхніх банків. Визначено, що політика цінової стабільності, зниження фіскального тиску, модернізація банківського нагляду та реформи в напрямі підвищення якості відповідних інститутів повинні сприяти трансформації вітчизняної банківської системи.

Ключові слова: пов'язане кредитування, фінансова нестабільність, олігархічний банкінг, якість фінансових інститутів, інсайдерські зв'язки, офшоризація.

Рис. 2. Табл. 2. Літ. 21.

В. В. Козюк

**СВЯЗАННОЕ КРЕДИТОВАНИЕ: ОЛИГАРХИЧЕСКИЙ БАНКИНГ
И ФИНАНСОВАЯ НЕСТАБИЛЬНОСТЬ**

Финансовая нестабильность и политически мотивированное хищение активов банков рассматриваются как один из ключевых рисков связанного кредитования. Показано, что финансовая нестабильность является следствием коллективного смещения в сторону превышения выгодами от "стратегии обкрадывания" аутсайдеров выгод от докапитализации банков. Утверждается, что кредитование инсайдеров является ключевой чертой олигархического банкинга в Украине, что вызвано низкими гарантиями прав кредиторов и значительными транзакционными издержками мониторинга заемщиков за пределами периметра определенной политической бизнес-группы. Офшоризация собственности кредиторов и заемщиков является способом приспособления к регуляторным ограничениям на инсайдерские отношения. Доказано, что финансовая нестабильность в Украине вызвана тем, что для значительного количества владельцев банков выгоды от опортунистической экспроприации аутсайдеров оказались выше выгод от докапитализации их банков. Определено, что политика ценовой стабильности, снижение фискального давления, модернизация банковского надзора и реформы в направлении повышения качества соответствующих институтов должны способствовать трансформации отечественной банковской системы.

Ключевые слова: связанное кредитование, финансовая нестабильность, олигархический банкинг, качество финансовых институтов, инсайдерские связи, офшоризация.

Viktor Kozziuk

**RELATED LENDING: OLIGARCHIC BANKING
AND FINANCIAL INSTABILITY**

Financial instability and politically motivated bank assets stealing is considered as a dominant risk of related lending. It is shown that financial instability appears to be the consequence of col-

© Козюк В. В., 2016

lective bias towards the situation when benefits of “looting strategy” exceed benefits of bank recapitalization. It is stressed that related lending is in the core of oligarchic banking in Ukraine determined by weak property rights and high costs of borrower monitoring outside of a particular political business-group. Lenders and borrowers ownership offshoring is the way of adjusting legal regulatory restrictions to insider relations. It is proved that financial instability in Ukraine is determined by the situation when a large number of bank-owners benefits from opportunistic outsiders expropriation exceed benefits of recapitalization of the banks. The price stability policy, reduction of fiscal pressure, banking supervision modernization as well as reforms towards an increase in quality of appropriate institutions should put forward the transformation of the banking system.

Keywords: related lending, financial instability, oligarchial banking, quality of financial institutions, insiders relations, offshoring.

JEL classification: G21, G28, G29.

Вітчизняна економіка в процесі свого становлення проходить складний період структурних та інституціональних трансформацій. Упродовж цього періоду були випадки сильних шоків, які, попри спадний тренд економічної динаміки періодів 1991—1999 та 2014—2015 рр., позначилися проявом макрофінансової нестабільності. Водночас, незважаючи на наявність ознак банківських криз 1994, 1998 і 2008 рр., лише два останніх роки характеризувалися драматичними подіями, пов'язаними з банкрутством фінустанов та посиленням фіскального тягаря виплат вкладникам. При цьому після Азійської кризи та після глобальної фінансової кризи банківська нестабільність мала приблизно однакові форми прояву (поєднання валютної та банківської кризи, обвал кредитування та наступне зростання частки поганих боргів), але суттєві відмінності все ж таки є: відмінні рівні доларизації, різні прояви кредитного циклу, несумірні масштаби зовнішніх запозичень банків, значно ширше коло позичальників, що виявилися неспроможними обслуговувати свої кредитні зобов'язання. Банківські кризи 1998 і 2008 рр. мають спільну рису — лагове поширення глобально-центричного шоку. Але воно не позначилося на радикальній структурній трансформації банківської системи та регулювання, унаслідок чого ключові моменти організації банківського бізнесу, його інституціональні основи, а також принципи регулювання, що дедалі чіткіше записувалися в загальну панораму олігархізації макроекономічної політики, залишилися без змін.

Резонансні банкрутства в Україні 2014—2016 рр. фінустанов, які перебували на різних позиціях в координатах системної значимості, показали відсутність однозначного сприйняття проблеми. Унаслідок цього більшість критичних застережень були адресовані НБУ і його неспроможності запобігати як системним ризикам у фінансовому секторі, так і ризикам платоспроможності окремих банків. Абстрагуючись від політичної складової проблеми ефективності банківського регулювання та нагляду, слід звернути увагу на принципову структурну рису вітчизняної банківської системи — пов'язане (інсайдерське) кредитування (від англ. “related lending”). Традиційні для світової практики фінансового регулювання обмеження, які накладаються на такий вид банківської активності, відображають наявність фундаментального ризику опортуністичної поведінки відразу кредиторів і позичальників. Їх наслідком є

обкрадання чи то міноритарних власників, чи то власників депозитів (іншими словами — аутсайдерів), що, своєю чергою, призводить до прямих соціальних втрат, а у випадку розвиненої системи страхування вкладів — фіскальних. З огляду на те, що пов'язане кредитування є звичним явищем у рамках вітчизняної моделі банківського бізнесу, а “організація” неплатоспроможності банку через механізм інсайдерських зв'язків є відомою світовою практикою, що властива не тільки Україні, питання теоретичного аналізу ув'язки між роллю пов'язаного кредитування в структурі олігархічного банкінгу та фінансовою нестабільністю є актуальними.

У науковій літературі пов'язане кредитування аналізується переважно з двох протилежних позицій: коли воно є результатом певної стадії фінансового розвитку (позитивне); коли така поведінка є відображенням інституціональної слабкості економіки та опортунізму інсайдерів, що призводить до експропріації аутсайдерів (вкладників, міноритарних власників, платників податків тощо) (англ. “outsiders expropriation”).

У першому випадку робиться акцент на тому, що пов'язане кредитування є найпростішим способом подолати асиметрію інформації та знизити витрати моніторингу позичальників. У випадку, коли фінансова система не дає можливості посередникам дистанційно здійснювати моніторинг, пов'язане кредитування може сприяти її поглибленню та розвитку економіки. Ця позиція представлена здебільшого в дослідженнях із історичним ухилом. Згубність пов'язаного кредитування ставиться під сумнів у світлі того, що періоди швидкого розвитку економіки випереджають періоди поглиблення фінансового сектору, з яким асоціюється відхід від подібного роду позикових практик. Іншими словами, кредитування інсайдерів надає можливість оминати обмеження рівня розвитку фінансової системи та забезпечити економічне зростання [1—3].

У рамках цього погляду можна виокремити кілька принципових моментів. По-перше, кредитування інсайдерів розглядається з позиції причин, чому така форма організації кредитних взаємин мала місце. Пристосування до інформаційної структури кредитного ринку детермінувало характер поведінки позикодавців. Не випадково, що історична складова подібних досліджень є наочною¹. По-друге, пов'язане кредитування уможливило контроль за ефективністю алокаційних процесів у сфері банківського кредитування в умовах найнижчих ймовірних витрат моніторингу та витрат примусу до виконання зобов'язань. Тобто за інших форм кредитування такі витрати є вищими і такими, що унеможливають позики взагалі. По-третє, характерний позитивний зв'язок між періодами економічного розвитку окремих країн та експансією кредитування інсайдерів є відображенням поєднання ступеня концентрації володіння банками та концентрації володіння компаніями-позичальниками.

¹ Приклад Мексики описаний у праці: Maurer N. Related Lending and Economic Performance: Evidence from Mexico / N. Maurer, S. Naber // *The Journal of Economic History*. — 2007. — Vol. 67. — No. 3. — P. 551—581.

Тобто в умовах, коли величина фірм-позичальників незначна, а володіння ними є концентрованим, спектр можливих джерел фінансування звужується¹. Ця ж закономірність діє на боці позикодавців. Особлива роль пов'язаного кредитування відзначається в аспекті доступу до фінансування малих та середніх фірм². Дослідження структури фінансових систем (порівняльний розвиток) та корпоративного фінансування вказують на те, що характер кредитування великою мірою залежить від того, як взаємодіють правові інститути та процеси концентрації на боці кредиторів і позичальників [4]. Попри те, що в рамках порівняльного фінансового розвитку акцент робиться й на інших детермінантах структури фінансування (концентрація галузей, факторна забезпеченість, масштаб медіанних компаній тощо) [5—7], інституціональні детермінанти інсайдерського кредитування є доволі переконливими.

Якщо наведений погляд на пов'язане кредитування зосереджений переважно на ув'язці між причинами його виникнення та позитивними наслідками, то протилежний — на проблемі інституціональних викривлень та його негативних наслідках. У найзагальнішій формі пов'язане кредитування є проявом обкрадання (англ. “manifestation of looting”)³, а інсайдерські зв'язки уможливають виведення коштів із банків, завдяки чому аутсайвери залишаються ні з чим⁴. Щодо детермінант пов'язаного кредитування, то в рамках цього підходу робиться акцент на якості інститутів. Баланс прав кредиторів та позичальників є принциповим. У випадку, коли права перших захищені більше, з'являються можливості для ширшого спектра варіантів фінансування. Ринкове фінансування є характерним прикладом, а його розвиток співвідноситься з домінуванням у тій чи іншій країні системи англійського загально-го права. Пов'язане кредитування виступає наслідком низького захисту прав кредиторів, через що останні шукають способи мінімізувати витрати примусу щодо виконання зобов'язання [8—10].

¹ Ступінь концентрації володіння фірмою розглядається як важлива детермінанта вартості її запозичень. Емпіричні дослідження демонструють як прямий, обернений, так і нелінійний зв'язки між ними. Див.: Lugo S. *Insiders Ownership Concentration and Firms Cost of Debt: Evidence from Bank Loans* / S. Lugo // *Utrecht University School of Economics Papers*. — 2011. — P. 1—38.

² Наприклад, незважаючи на зміни у банківських моделях та в корпоративному управлінні Німеччини, пов'язане кредитування залишається важливим для малих і середніх компаній. Фірми з високою складовою витрат на дослідження також обирають таку модель фінансування (що певною мірою суперечить традиційному погляду на оптимальне фінансування ризикового бізнесу). Див.: Memmel Ch. *Relationship Lending — Empirical Evidence for Germany* / Ch. Memmel, Ch. Schmieder, I. Stein // *European Investment Bank Economic and Financial Report*. — 2008/01. — P. 1—34.

³ Причому в англійській мові слово “loot”, від якого утворюється дієслово “looting”, також має значення “незаконне заволодіння майном”, що зближує його з “raiding” — рейдерство.

⁴ La Porta R. *Related Lending* / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, G. Zamarripa // *Quarterly Journal of Economics*. — 2003. — No. 118 (1). — P. 231—267. У цій праці автори на прикладі Мексики стверджують, що при домінуванні пов'язаного кредитування (частка на рівні 20 % сумарних кредитів) процентна ставка виявляється істотно нижчою (на 4 в. п. у середньому на річній основі), імовірність дефолту на 33 % вища, а відновлення погашення — на 30 % нижча.

Важливо те, що у випадку шоку схильність до виведення коштів через пов'язане кредитування суттєво підвищується. Основна причина — найдешевший спосіб забезпечити фінансування для основних компаній бізнес-групи, наслідком чого є перекидання збитків банків на власників депозитів та платників податків [11]. За таких умов ув'язка між банками та позичальниками, опосередкована пов'язаним кредитуванням, є відображенням опортуністичних можливостей, які дає інституціональне середовище, завдяки чому пристосування до шоку відбувається на перерозподільній основі. Певною мірою це пом'якшує радикальну тезу, нібито пов'язане кредитування є проявом стратегії обкрадання. В умовах кризи баланс утрат і вигід від володіння банком зміщується. Якість інститутів уможливає обкрадання через кредитування інсайдерів, мотивація до чого підвищується при кризах. Утім, структура бізнес-групи також має значення. У разі, якщо нефінансові компанії в групі створюють банк, імовірність обкрадання буде вищою порівняно з випадком, коли в групі домінує банк, який через кредитування інсайдерів мінімізує витрати моніторингу позичальників чи долає обмеження, пов'язані із захистом прав кредиторів [12]. Тобто захист прав інвесторів є визначальним фактором структури володіння корпораціями та моделі фінансування, яку вони обирають. У випадку, коли законодавство, що обмежує можливості “інсайдерського розкрадання” (англ. “insider stealing”), є слабким, домінуватиме та модель фінансування, яка забезпечує найкращий варіант моніторингу позичальника [13; 14].

На відміну від розглянутих полярних підходів до пов'язаного кредитування, окремі дослідники констатують, що жорстке протиставлення його позитивних наслідків (можливість поглиблення фінансового сектору в умовах значних витрат моніторингу) негативним (гальмування фінансового розвитку через брак захисту аутсайдерів та кредиторів) не враховує більш складного набору паттернів інституціональних характеристик країн та інших детермінант впливу на формування структури фінансової системи. Тобто те, якими будуть наслідки кредитування інсайдерів для нарощування фінансової глибини та економічного зростання, залежить від якості інститутів і корпоративного управління, банківського регулювання та нагляду, специфіки функціонування системи страхування депозитів [15; 16]. Водночас за такого компромісного варіанта не береться до уваги те, чому схильність до опортуністичної поведінки може варіювати залежно від глибини кризи і що якість інститутів є інтегральним проявом ситуації в країні. Ця якість охоплює захист прав кредиторів/позичальників і прав власності, ефективність корпоративного управління й банківського регулювання, але немає гарантій, що поліпшення ситуації в окремому інституціональному сегменті не призведе до погіршення в іншому.

З огляду на банківську кризу в Україні метою статті є теоретичне доведення інституціональних викривлень, асоційованих з так званим олігархічним банкінгом, та демонстрація того, що сила шоку та якість інститутів разом визначають імовірність деструктивної траєкторії поведінки банків, наслідком якої є фінансова нестабільність.

Позиціонування проблеми пов'язаного кредитування відображає здебільшого перетин детермінант фінансового розвитку з якістю інститутів, котрі загалом визначають те, наскільки інсайдерські зв'язки вирішують проблему інституціональних та інформаційних імперфекцій, або ж наскільки посилюють їх. Узагальнення відповідних емпіричних досліджень свідчать, що кредитування інсайдерів може мати і позитивні, і негативні сторони залежно від набору інших інституціональних факторів, серед яких виокремлено: верховенство права, страхування депозитів, якість корпоративного управління (табл. 1).

З узагальнень, представлених у табл. 1., бачимо, що однозначних вигід і втрат пов'язаного кредитування немає, допоки не будуть задіяні інші інституціональні характеристики країни. Утім, цю думку можна вважати занадто оптимістичною. Із кредитуванням інсайдерів варто асоціювати принципову загрозу — фінансову нестабільність. Політично вмотивовані кроки, опосередковані пов'язаними позиковими зв'язками, також можуть впливати на викривлення кредитного менеджменту¹ і генерувати ознаки політичного бізнес-циклу.

Погляд на роль якості інститутів у детермінації епізодів фінансової нестабільності суттєво змінився після Азійської кризи, коли масштабні зовнішні запозичення банків та низька ефективність кредитного менеджменту в рамках фінансово-промислових груп позначилися на виникненні системної нестабільності. Дискусії про якість інститутів як у розумінні ролі банківського нагляду та належного регулювання, так і в контексті захисту прав аутсайдерів, унеможливлення експропріаційної поведінки з боку інсайдерів, надійності правової системи виконання контрактів вплинули на перегляд винятково макроекономічних поглядів на випадки системних банківських криз та нестабільність [17; 18]. Емпіричні дослідження чітко вказують на те, що ефективне регулювання та нагляд мінімізують імовірність настання банківської нестабільності. Основний канал — характер прийняття ризику банками та розкриття ними свого фінансового стану на транспарентній основі [19].

Стосовно релевантності пов'язаного кредитування фінансовій нестабільності, то відповідь залежатиме від базового розуміння: чи воно сприяє поглибленню фінансового сектору, чи є способом обкрадання аутсайдерів? У першому випадку такі банківські практики можна асоціювати із нижчою проциклічністю фінансової системи. Інсайдерські зв'язки передбачають інший характер розкриття інформації, унаслідок чого ті імперфекції ринків капіталу, які випливають з асиметрії останньої, усуваються. Це може мати суттєвий макроекономічний ефект. В умовах шоків компанії з інсайдерським доступом до кредитування долають дискримінаційну поведінку інших учасників ринку

¹ Ця проблема розглянута на прикладі зв'язків між місцевими банками та громадами Австрії. У разі наявності пов'язаного кредитування між громадою й банком, імовірність стратегії обкрадання (від англ. "loot strategy") підвищується в міру зниження ймовірності переобрання партії влади, за каденції якої мало місце таке кредитування. Детальніше див.: Halling M. The Politics of Related Lending / M. Halling, P. Pichler, A. Stomper // European Corporate Governance Institute Finance Working Paper. — 2010. — No. 296. — P. 1—45.

Таблиця 1. Наслідки пов'язаного кредитування в розрізі інституціональних особливостей економіки

Інституціональні характеристики	Наслідки пов'язаного кредитування	
	Згубні	Позитивні
Верховенство права (сильні інститути)	У випадку низької якості інститутів (слабкий захист прав кредиторів та інвесторів, слабкі гарантії прав власності, фрустроване регулювання, значні витрати на примус до виконання контрактів) пов'язане кредитування призводить до погіршення якості кредитного менеджменту. З'являються стимули та широкі можливості до експропріації аутсайдерів. Стимули для фінансового розвитку пригнічуються через брак довіри до банків (із боку вкладників) та завищені вимоги до позичальників-неінсайдерів (із боку банків)	У разі високої якості інститутів (захист прав інвесторів та кредиторів, гарантії прав власності та ефективна система примусу до виконання контрактів) пов'язане кредитування створює стимули для фінансового розвитку через канал мінімізації витрат моніторингу якості позичальників та через канал додання інформаційної асиметрії на кредитних ринках. Інсайдерський контроль за позичальниками дає можливість знизити процентні ставки по кредитах, оскільки ризик частково заміщається неявними гарантіями повернення кредитів
Страховання депозитів	В умовах високих гарантій виплат вкладникам їхня схильність проводити моніторинг якості банківського менеджменту та платоспроможності і надійності банків знижується. Значні компенсаційні виплати вкладникам роблять їх нечутливими до проблеми того, що пов'язане кредитування є інструментом обкрадання аутсайдерів	Якщо гарантії виплат вкладникам незначні, їхня мотивація до посиленого моніторингу надійності та платоспроможності банків підвищується. Пов'язане кредитування сприймається як інструмент експропріації вкладників, внаслідок чого останні уникають розміщення депозитів в банках, рівень довіри до яких низький
Корпоративне управління	У ситуації низької якості корпоративного управління та низької ефективності корпоративного контролю за діяльністю менеджерів різного рівня пов'язане кредитування є ключовим елементом відхилення поведінки і позичальників, і кредиторів від суспільно оптимальної чи визначеної експліцитними контрактами. Низька якість корпоративного управління в нефінансових компаніях спонукає банки до надання кредитів з імпліцитним контролем за їх поверненням, а низька якість корпоративного управління в банках уможливорює розкрадання банківських активів менеджерами через канал інсайдерських зв'язків у процесі кредитування	Якщо культура корпоративного управління висока, а контроль за поведінкою менеджерів ефективний, пов'язане кредитування дає можливість здешевити вартість запозичень для компаній, тим самим забезпечуючи їм більш зручний доступ до фінансування. Імпліцитні гарантії повернення кредитів уможливають розв'язання проблеми інформаційної асиметрії. Кредитні ризики трансформуються у ризики інституціональних взаємин, які часто виходять за межі формальних контрактів. Пов'язане кредитування в таких умовах дає змогу подолати обмеження нерозвиненого ринку капіталів, запозичення через який можуть виявитися дорогими

Джерело: розраховано за: Cull R. All Bad, All of the Times? Related Lending and Financial Development / R. Cull, S. Haber, M. Imai // Stanford Center for International Development. — 2006. — April. — P. 1—56; Cull R. Related Lending and Banking Development / R. Cull, S. Haber, M. Imai // World Bank Policy Research Working Paper. — 2011. — No. 5570. — P. 1—41; Claessens S. Financial Development, Property Rights, and Growth / S. Claessens, L. Laeven // Journal of Finance. — 2003. — No. 58. — P. — 2401—2436; Aizenman J. Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis / J. Aizenman, Y. Jinjarak, D. Park // NBER Working Paper. — 2015. — No. 20917. — P.1—37.

капіталів, а банки отримують можливість завантаження активів за ставками, вищими за дохідність безризикових інструментів. Не випадково, що структура фінансової системи позначається на характері проциклічних реакцій випуску, інвестицій та споживання. Такі реакції слабші для тих систем, у яких роль прямих відносин між учасниками вища [20].

Припущення, ніби інсайдерський контроль є гарантією повернення кредитів чи способом знизити рівень інформаційної асиметрії (унаслідок чого він поліпшує алокацію кредиту, оскільки долає проблему інформаційних імперфекцій кредитного ринку), слід визнати занадто оптимістичним. Тобто нейтралізація проциклічних ефектів поведінки фінансової системи завдяки пов'язаному кредитуванню можлива у випадку вище розглянутих позитивних інституціональних характеристик. Посилення проциклічності глобальної фінансової системи та ключовий механізм цього явища — кредитний цикл — демонструють, що кредитування на основі інсайдерського контролю не гарантує ефективної алокації ресурсів.

Якість інститутів, що виражається у вимогах до кредитного менеджменту, залишається ключовим фактором того, чому пов'язане кредитування може призводити до системної фінансової нестабільності. Відомий феномен зниження кредитних стандартів у ситуації, коли конкуренція відбувається не на основі рівня процентних ставок, а на підставі кредитних вимог, вказує на те, що якість інститутів стає ключовою. Можна припустити, що у випадку низької якості пов'язане кредитування швидше виступить ампліфікатором циклічних коливань. У фазі експансії — за рахунок надмірного прийняття ризиків, оцінка яких фруструється інсайдерськими зв'язками; у фазі стиснення — завдяки підвищенню схильності до стратегії обкрадання. В обох випадках інституційна якість і на боці регулювання, і на боці корпоративних взаємин відіграватиме принципову роль (табл. 2). Фінансова (банківська) криза виступить найбільш радикальним проявом деструктивних наслідків інсайдерських взаємин у разі, якщо на обмеженому часовому горизонті критична кількість фінустанов удаватиметься до однотипної поведінки щодо обкрадання аутсайдерів. Різке зниження довіри до банківської системи провокуватиме відтік депозитів. А зникнення довіри між банками — учасниками ринку капіталу обмежуватиме можливості для міжбанківського кредитування, завершуючи картину фрагментації фінансової системи.

З погляду значимості для фінансової нестабільності перетворення опортуністичних можливостей окремих фінансових установ на колективну реакцію виникає питання про тригер, який змінює модальність їхньої поведінки. Можна припустити, що “обкрадання аутсайдерів” від самого початку обирається як складова стратегічного задуму бізнес-моделі. Але такий випадок, швидше, є складнішою інституціональною формою Понзі-гри, коли в одному періоді банк розвивається і здобуває довіру тільки для того, щоб у наступному мати можливість максимізувати величину активів, які з нього виводяться. Незважаючи на ймовірність такої ситуації, важко уявити, щоби

Таблиця 2. Пов'язане кредитування та ампліфікація проциклічності фінансової системи у випадку слабких інститутів

Слабкі інститути на боці:	Фаза експансії	Фаза стиснення
Регулювання та нагляду	Неналежний нагляд за оцінкою ризиків, брак контролю за формуванням резервів по активних операціях, погіршення співвідношення між зваженими активами та регуляторним капіталом допускає, що нарощування обсягу позик забезпечується інсайдерськими зв'язками. Останні компенсують адекватну репрезентацію фактичних ризиків, а слабке регулювання ігнорує цю проблему	Неефективна робота регуляторів щодо виведення з балансу поганих кредитів, слабкі вимоги до рекапіталізації, неналежний контроль за якістю застави позначаються на швидкому стисненні кредитування, нарощуванні непрацюючих активів та падінні банківської маржі. Поганий нагляд уможлиблює реалізацію стратегій обкрадання, через що доступ до ліквідних активів (заморожування виплат вкладів) різко зменшується в усіх секторах
Корпоративних взаємин	Інсайдерські взаємини допускають усунення конкурентних умов доступу до фінансування, але уможлиблюють агресивне розширення бізнесу з допомогою левереджу. Опосередковані гарантії для банків уможлиблюють швидке завантаження активів. І кредитори, і позичальники проводять експансію активів у позаконкурентний спосіб. "Гонитва за експансією бізнесу" є поведінковим фактором проциклічності на фазі буму	Змови між пов'язаними особами реалізуються в експропріації аутсайдерів, унаслідок чого якість менеджменту та пошук конкурентних переваг знижуються і в банках, і в нефінансових установах. Стратегії обкрадання збільшують загальний транзакційний тягар та лімітують довіру між учасниками фінансового ринку. "Зміщення вигід від законного бізнесу в напрямку опортуністичної поведінки" є інституціональним виміром проциклічності на фазі рецесії

Джерело: складено автором.

більша частина банківської системи функціонувала за подібним алгоритмом. Перші роки ринкової трансформації постсоціалістичних країн підтвердили, що колективні наслідки таких ігор швидко закінчуються катастрофічним вичерпанням фінансової глибини. Тобто індивідуальні випадки подібної бізнес-моделі можливі, але й вони обмежені довірою з боку економічних агентів, а також ефективністю банківського регулювання й нагляду.

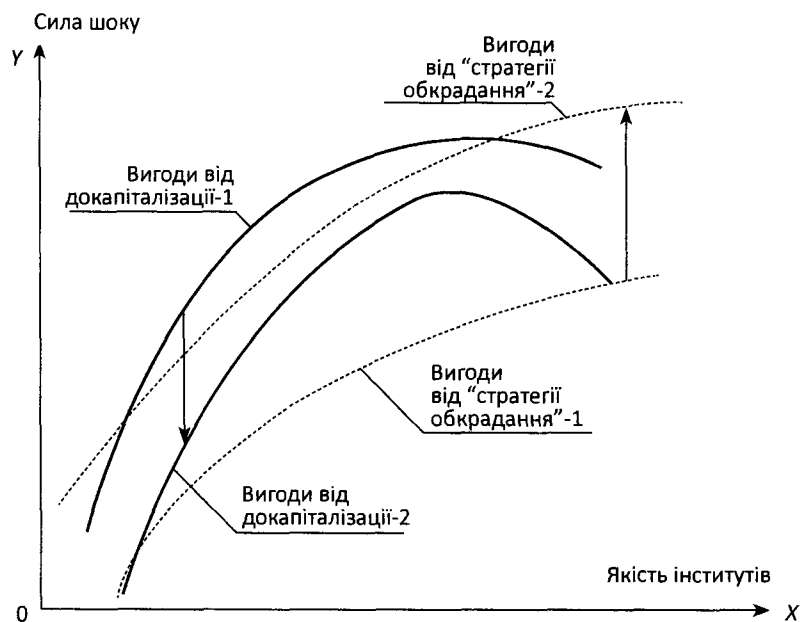
Коли ж певна сукупність банків на обмеженому горизонті змінює ставлення до можливостей реалізації "стратегії обкрадання", то таке явище має зумовлюватися певними структурними змінами, які роблять докапіталізацію банків нецікавою власникам та менеджерам, мотивуючи їх до експропріації аутсайдерів. У цій ситуації "стратегія обкрадання" виглядатиме як спосіб мінімізувати втрати від вкладень у банківський бізнес. Факт шоку є важливою передумовою появи колективних ефектів індивідуальних рішень щодо "стратегії обкрадання", оскільки саме він засвідчує виникнення нової точки беззбитковості чи нової імпліцитної точки цільової прибутковості бізнесу. Наприклад, сильний шок відносних цін Д. Норт розглядає як тригер інституціональних змін [21]. Тобто із шоком цілком логічно асоціювати зміну відносних дохідностей бізнесів, що визначає мотиви для рішення продовжувати той чи інший бізнес або ж покидати ринок.

Шок змінює відносну дохідність бізнесів і перетворюється на джерело фінансового стресу, що впливає на очікування довгострокової прибутковості

банків. Тож інсайдери опиняються перед вибором: або проводити докапіталізацію, тобто збільшувати інвестиції в бізнес сьогодні з розрахунком на те, що в майбутньому він принесе вигоди, або зупинити бізнес і виходити з ринку. В обох випадках якість інститутів має значення.

У першому якості інститутів відображатиме сукупність обмежень щодо виходу з ринку, унаслідок чого власникам та менеджерам краще погодитися на нові вливання, ніж виходити з ринку (наприклад, репутаційні втрати, вартість банкрутства, додатковий регуляторний тиск). Також вона відобразить зв'язок між якістю інститутів та ефективністю регулювання. При цьому наявність шоку, що зменшує капітал банківської системи, спонукає регулятора до підвищення відповідних вимог, слідування яким є відображенням готовності прийняти нові регуляторні вимоги та виконати їх.

У другому випадку ситуація складніша, оскільки зупинка бізнесу може відбуватися шляхом повного розрахунку по зобов'язаннях, а також допускається ймовірність того, що власники та менеджери мінімізують втрати виходу з ринку шляхом реалізації "стратегії обкрадання" через пов'язане кредитування. Саме за таких умов якість інститутів є найбільш вагомим, оскільки соціальний капітал власників та менеджерів впливає на те, яке рішення вони приймуть, а від ефективності регулювання та нагляду залежатиме те, наскільки це вдасться реалізувати. Наочно процес можна пояснити за допомогою графічної моделі (рис. 1).



Джерело: побудовано автором.

Рис. 1. Вигоди від реалізації "стратегії обкрадання" та докапіталізації банку

На рис. 1. вісь ОХ відображає якість інститутів (тут розуміється комплексно — як в аспекті ефективності регулювання та нагляду, так і в аспекті якості корпоративного управління, захисту прав кредиторів, аутсайдерів); вісь ОУ — сила шоку в розумінні величини втрат у фінансовому секторі, від чого залежить потенційний обсяг необхідної рекапіталізації для відновлення фінансовими установами виконання своїх функцій.

Пунктирна лінія відображає “стратегію обкрадання”. Її нахил відбиває ситуацію, коли схильність до опортуністичної поведінки (експропріація аутсайдерів) є тим вищою, чим слабші інститути. При підвищенні якості інститутів ця схильність стає менш вираженою (уповільнення приросту функції) завдяки тому, що економічні агенти усвідомлюють ризики вчасної ідентифікації виведення активів з боку регуляторів та покарання за маніпуляції, які могли б завдати шкоди аутсайдерам та податкоплатникам. Причому припускається, що сила шоку як тригер реалізації “стратегії обкрадання” послаблює дієвість саме завдяки поліпшенню якості інститутів.

Суцільна лінія демонструє поведінку функції вигід від докапіталізації фінансової установи. Вигоди визначаються як дисконтована різниця між очікуваними доходами від продовження бізнесу та величиною необхідної докапіталізації, при цьому на величину останньої інсайтери (власники, менеджери) можуть мати тільки обмежений вплив. Характер регулювання є домінуючим фактором визначення такої величини через канал регуляторних вимог до власного капіталу та через канал обрахунку необхідної величини докапіталізації, виходячи з поточного та очікуваного стану банку (стрес-тести). У цьому випадку функція має зростаючу та спадну ділянки. Припускається, що при незначних та помірних шоках вигоди від докапіталізації будуть зростаючими. Підвищення якості інститутів цьому сприятиме як у розумінні позитивних наслідків для посилення фінансової стабільності в майбутньому через покращений банківський нагляд, так і в розумінні підвищення ефективності алокації кредитів. Спадна ділянка репрезентує ситуацію, коли в умовах сильного шоку регуляторні вимоги у відповідь на прояв якості інститутів стають настільки жорсткими, що знижують вигоди від докапіталізації. Наприклад, вимога до підвищення величини регуляторного капіталу у відповідь на фінансовий стрес у сукупності з адекватною оцінкою поточного стану банків (беручи до уваги об’єктивну оцінку стану кредитного портфеля, вартість під ризиком, якість менеджменту тощо), за якою слідує вимога щодо докапіталізації, разом можуть бути такими, що не співвідносятимуться з очікуваннями власників/менеджерів стосовно прибутковості бізнесу. Завдяки цьому вигоди від збільшення капіталу не стають очевидними навіть за нижчого рівня шоків.

Ситуація на рис. 1. змальовує виникнення банківської кризи таким чином. При розміщенні лінії вигід від докапіталізації-1 над лінією вигід від “стратегії обкрадання”-1 інсайтери не надто вмотивовані до опортуністичної поведінки в масштабах, щоб це дало колективний ефект (колективне

зміщення у бік такої поведінки). Завдяки цьому реакція на фінансовий шок допускати, що докапіталізація буде вигіднішою, а можливі окремі випадки реалізації “стратегії обкрадання” не матимуть системних наслідків. Однак у результаті сильного шоку може відбутися протилежний рух. Припустимо, що через сильний шок з’являються структурні зміни в економіці, які знижують очікування прибутковості власників бізнесу. У сукупності з підвищенням вимог щодо докапіталізації це призводить до зниження вигід від останньої. Відбувається рух униз до лінії вигід від докапіталізації-2. Своєю чергою подібний шок різко змінює мотивацію до “стратегії обкрадання”. Інсайтери отримують схильність мінімізувати витрати по виходу з ринку через виведення активів. Також це виведення може виглядати способом забезпечення підтримки основним бізнесам власників підконтрольних банків. Пов’язані кредити виступлять інструментом перерозподілу ліквідності між окремими стратегічними господарськими підрозділами, завдяки якому відбувається експропріація аутсайдерів. За таких обставин спостерігатиметься зміщення вгору функції “стратегії обкрадання”. У ситуації, коли лінія “стратегії обкрадання”-2 опиняється вище лінії вигід від докапіталізації-2, виникають системні наслідки виведення активів. Банківська система опиняється в кризовому стані як через різке падіння якості банківських активів та зниження величини власного капіталу, так і через відплив депозитів та втрату довіри до фінансових установ. Причому, як видно з рис. 1, навіть у випадку, коли лінія вигід від докапіталізації не зміщується вниз, завдяки обернено U-подібному характеру лінія “стратегії обкрадання”-2 може виявитися вище за неї, в зоні сильного шоку, тим самим роблячи системну фінансову нестабільність важко прогнозованою.

Погіршення макроекономічних перспектив, викликаних колективним зміщенням у бік “стратегії обкрадання”, призводить до ще більшого зниження вигід від докапіталізації. І якщо в таких умовах регулятор проводитиме активні дії з підвищення якості інститутів у сфері регулювання та нагляду, то початкова їх слабкість може повністю нейтралізувати його дії в короткостроковому періоді. Рух у напрямку якості інститутів, виражений, наприклад, у запровадженні посиленних вимог до банківського капіталу та ефективності кредитного менеджменту, може призводити не до збільшення капіталу банківської системи, а до зменшення, оскільки зниження вигід від докапіталізації обертатиметься на підвищення схильності до мінімізації витрат через виведення активів. Відтак пов’язане кредитування буде ключовим інструментом цього процесу. Утім, це не означає, що рух у бік підвищення якості інститутів не повинен відбуватися. У довгостроковому періоді він дасть позитивні наслідки, зокрема і щодо зростання вигід від докапіталізації, але за умови, що поліпшення якості інститутів буде комплексним і стосуватиметься не тільки політики у сфері нагляду та регулювання, а й захисту прав власності, кредиторів, аутсайдерів, підвищення ефективності судової системи та системи забезпечення виконання контрактів. Без цього матиме місце ефект гойдалки

...effect")¹; який нівелює позитивні наслідки поліпшення інституціональної якості роботи регулятора.

Події 2014—2016 рр. в Україні продемонстрували, що виникнення банківської нестабільності, спричинене значною девальвацією та втратою активів на окупованих територіях, отримало продовження у вигляді виходу з ринку понад 80 банків, з-поміж яких декілька вважалися значимими для фінансової системи (наприклад, “Надра”, “Дельта Банк”, “Фінанси та Кредит”, “Брокбізнесбанк”, “Хрещатик”, VAB). Зображена на рис. 1. модель може пояснити процеси, котрі відбуваються у вітчизняному банківському секторі, але для цього необхідно здійснити опис того, що сьогодні характеризується як “олігархічний банкінг” та як він пов’язаний зі структурними викривленнями.

По-перше, на відміну від типової максимізації прибутку чи вартості бізнесу, в олігархічній економіці цільовою функцією слід вважати максимізацію активів. Остання опановує функції набуття політичної ваги та розширення джерел фінансування “приватизації влади”. Вартість активів у такій економічній моделі тільки частково визначається фундаментальними ринковими факторами. Непрозоре заволодіння активами робить власність політичною категорією, а не правовою. Пошуки ренти та корисливе використання “приватизованих” інститутів влади (так званий перерозподіл грошових потоків) створює ситуацію, коли ринкові фактори вартості такого бізнесу є дієвими доти, доки вони підтримуються і заохочуються “приватизованими” інструментами економічної політики.

По-друге, банківська складова олігархічної моделі економіки спирається на декілька складових:

— перерозподіл ресурсів на користь ключових бізнесів та обслуговування грошово-розрахункових операцій;

— забезпечення інсайдерського контролю за процесом кредитування, через що проблема розкриття інформації усувається, а разом нейтралізується традиційна проблема асиметрії інформації, пов’язана із кредитуванням так званих інформаційно-непрозорих галузей (до яких належать енергетика, металургія, добування корисних копалин, які становлять основу присутності олігархів в економіці з огляду на легкість визискування ренти саме з них);

— пов’язане кредитування є ключовим механізмом, який забезпечує зв’язок між інсайдерським контролем та перерозподілом ресурсів, але також воно виступає наслідком обмежених можливостей проводити експансію активів за межі “власної” бізнес-групи, оскільки витрати на моніторинг якості позичальників за такими межами різко підвищуються, а трансакційні витрати на захист прав кредиторів здебільшого мають дискримінаційні масштаби (конфлікт між бізнес-групами унеможливує ефективне кредитування між ними, оскільки неповернення кредитів через різноманітні маніпуляції розглядається як елемент стратегії нанесення удару по конкуренту).

¹ Запроваджене Д. Асемоглу поняття, котре змальовує ситуацію інституціональних реформ, які сприяють покращанню в якійсь одній сфері, а не в усіх разом, через що імперфекції перетікають із “поліпшених зон” у зони, де позитивні інституціональні зміни не відбулися.

По-третє, відносна правова легітимність та політична вразливість прав власності в сукупності із конкуренцією за вже захоплені активи призводять до того, що прозора структура володіння бізнесом втрачає економічний сенс. Створення банків із непрозорою структурою власності (так само як і компаній їхніми клієнтами) передбачає унеможливлення або зниження ризику неконсенсусної зміни власників активів. Виведення власності в офшори виконує захисну функцію (і не завжди пов'язане з податковою оптимізацією). Але в площині банківської діяльності непрозора структура власності і банків, і позичальників дає змогу уникнути обмеження на інсайдерське кредитування, яке запроваджується з пруденційних міркувань і є традиційним інструментом банківського нагляду. Утім, з огляду на те, що кредитування інсайдерів фундаментально детермінується потребами у специфічному корпоративному контролі та трансакційними витратами захисту прав кредиторів, то й обхід обмежень на пов'язані кредити через непрозору структуру власності банків та позичальників зумовлюється фундаментальними інституціональними факторами. Завдяки цьому політико-економічні групи формують чіткий периметр кредитування фірм-учасниць, але не обмежуються ним у процесі фінансування через те, що формування пасивів здійснюється на рівні країни або на закордонних ринках. Така ситуація дає змогу швидко перекидати тягар виведення активів та перерозподілу ресурсів з основних бізнесів на широке коло аутсайдерів. Також це уможливляє створення передумов для політично вмотивованого виведення активів і, навпаки, захисту прав на активи та грошових потоків у вигляді політичного шантажу щодо експропріації аутсайдерів, наслідком чого міг би виступити фінансовий стрес.

По-четверте, офшоринг як складова організації бізнес-моделей політико-економічної групи та спосіб захисту прав власності на активи призводить до підвищення чутливості фінансового сектору до потоків капіталу. Можливості щодо експансії активів бізнес-групи супроводжуватимуться припливом капіталів з офшорних зон, тоді як ризики втрати активів активізують виведення їх за кордон. Це робить банки вразливими до зміни валютного курсу, але й зацікавленими в доларизації активів і пасивів з міркувань мінімізації валютного ризику. Утім, кредитні ризики в цій ситуації тільки посилюються, оскільки фінансова система стає ще більше нестабільною. Відповідно втрати та вигоди від альтернативи “докапіталізація — виведення активів” зміщуватимуться в той чи інший бік залежно від ув'язки між валютним курсом та перспективами основних бізнесів (якщо можливості коригувати “приватизовану економічну політику” винести за дужки).

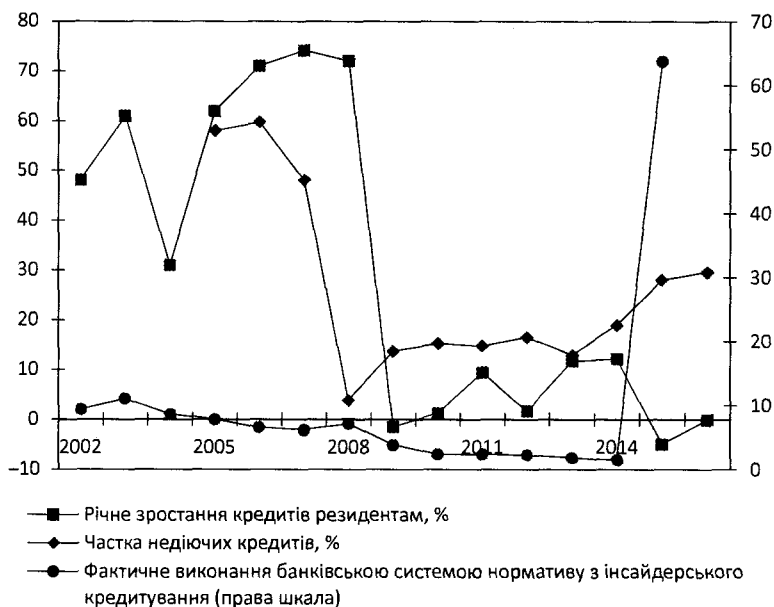
По-п'яте, в умовах, коли більшість банків перебуває у володінні якоїсь більш-менш структурованої бізнес-групи¹, котра має відносно чіткий пери-

¹ Оприлюднені НБУ (www.bank.gov.ua) дані щодо розкриття структури власності та кінцевих бенефіціарів володіння банками підтверджують тезу, що характер володіння фінустановами в Україні визначається принципом належності до бізнес-групи, й цим принципом неможливо знехтувати.

метр кредитування, але спирається на широку базу формування пасивів, питання довіри до банківської системи стає ірраціональним або мутує з економічної форми в інституціональну. Ірраціональність довіри полягає в тому, що переважна більшість показників ефективності банків не має звичного економічного змісту, оскільки більшість із них можуть легко коригуватися через щільно контрольовані пов'язані операції. Банківський нагляд за ними є ускладненим, оскільки розкриття інформації про кінцевих власників і позичальників відбувається із запізненням, а оцінка кредитного менеджменту страждатиме через фрустровану карту ризиків, які приймаються банками. Невипадково, що швидкість та непередбачуваність, з якою фінансові установи виходили з ринку в Україні в 2014—2016 рр., є дивовижною, якщо не брати до уваги внутрішньокорпоративні дії з виведення активів та наявні для цього канали у вигляді пов'язаного кредитування (вихід з ринку ряду банків 2014 р. є типовим прикладом того, що в їхню бізнес-модель закладалася значна маніпуляційна складова). Мутація ж довіри з економічної в інституціональну площину передбачає, що раціональний економічний агент повинен брати до уваги не поточні показники діяльності банків, а позицію їх власників в політико-інституціональних координатах. Саме вона визначає, наскільки власники опиняються під ризиком втратити активи / можливості набути нові; якою мірою актуальна для них зацікавленість у докапіталізації банків / мінімізації витрат по виходу з ринку; чи властива їм практика реалізації “стратегії обкрадання” / чесного виходу з бізнесу. Проте найвагоміше те, чи опиняються власники в зоні ризику втрати активів за певної політичної ситуації, унаслідок чого їхня реакція у вигляді виведення активів буде формою мінімізації витрат чи політико-економічним ударом у відповідь, наприклад, щоб одержати певні електоральні переваги в поточному періоді чи в майбутньому.

Проведений аналіз особливостей олігархічної економіки процесів кредитування в Україні демонструє набір глибоких спотворень (рис. 2).

У динаміці кредитів резидентам простежується явний кредитний цикл, нижні точки якого співвідносяться в часі з глобальною фінансовою кризою та макронестабільністю періоду, що настав за ескалацією збройного протистояння на Сході України. У період 2009—2014 рр. обсяги кредитування навіть не наблизилися до докризового рівня і продемонстрували відчутну нестійкість. При цьому кредитна експансія до кризи виглядає дивною у світлі значення недіючих кредитів, що можна пояснити сприятливою кон'юнктурою для зовнішніх банківських запозичень та агресивною політикою нарощування активів. Зміна методології обрахунку недіючих кредитів дає можливість реалістичніше їх оцінювати. З іншого боку, їх частка суттєво зросла після 2008 р. і залишалася відносно сталою до 2013-го, після чого почала різко збільшуватися. Динаміка пов'язаного кредитування вказує на парадоксальну недовіру методології НБУ, що мала місце до 2015 р. Незважаючи на очевидне утвердження олігархічної моделі економіки, банківська система демонструвала довготривалу тенденцію до зниження значення пов'язаного кредитування.



Примітка. Із 2007 р. НБУ змінив методологію обрахунку недіючих кредитів, унаслідок їх співвідношення до обсягу наданих кредитів суттєво зменшилося (трактування недіючих кредитів стало більш жорстким). 2015 р. НБУ змінив методологію визнання пов'язаних кредитів (замість нормативів Н9-Н10 було запроваджено єдиний норматив Н9, який не повинен перевищувати 25 %) та розпочав роботу з ідентифікації кінцевих бенефіціарів кредиторів та позичальників, унаслідок чого виявлені обсяги інсайдерського кредитування різко зросли.

Джерело: побудовано на основі статистичних даних НБУ (<http://www.bank.gov.ua>).

Рис. 2. Динаміка зростання кредитів, частки недіючих кредитів і кредитів інсайдерам

І тільки після зміни методології обрахунку та заходів з розкриття структури власності стало очевидно, що пов'язане кредитування сягає катастрофічних масштабів. Те, чому попередня методика не давала результату, слід пов'язувати з офшоризацією власності на активи та відсутністю реального інтересу до цієї проблеми з боку банківського нагляду.

Аналіз даних на рис. 2 з позицій моделі, наведеної на рис. 1, і теоретичних аспектів пов'язаного кредитування дає можливість зробити такі висновки. Справжні масштаби кредитування інсайдерів, які стали очевидні після 2015 р., цілком консистентні з низькими рейтингами України, які оцінюють якість інститутів. Проблему захисту прав кредиторів та прав власності варто визнати основними причинами побудови такої моделі олігархічного банкінгу, коли інтерес та можливості кредитної експансії за межі периметру власної бізнес-групи є вкрай обмежені. Офшоризація власності вказує на те, що бізнес-групи прагнуть оминати обмеження на інсайдерське кредитування. З цього можна зробити припущення, що спонукання до останнього перебувають

у площині не так апіорі закладеного мотиву реалізувати “стратегію обкрадання”, як фундаментальних викривлень усієї інституціональної основи вітчизняної економіки. При цьому зміщення у бік “стратегії обкрадання” виглядає асиметричним. Воно не торкнулося ключових бізнес-груп. Це підтверджує, що опортуністичні можливості кредитування інсайдерів створюють суттєві передумови для макрофінансової дестабілізації, навіть якщо вони і не проєктуються моделлю олігархічного банкінгу наперед.

Ще один важливий момент полягає в тому, що зростання частки недіючих кредитів відбувається на підґрунті девальвації, вказуючи на проблему доларизації банківської системи. Разом із тим, як уже зазначалося, посилення офшоризації робить банки чутливішими до зміни валютного курсу незалежно від того, в який спосіб хеджовані їхні валютні ризики. Ця висока чутливість не спростовує тези, що коригування дисбалансів в економіці може мати значні дестабілізуючі ефекти через те, що девальвація може суттєво впливати на вибір між докапіталізацією та “стратегією обкрадання”.

Якщо девальвація призводить до зниження прибутковості банківського бізнесу (що важко компенсувати зростаючою вартістю зовнішніх активів), то зміщення в бік “стратегії обкрадання” на колективному рівні може мати значні дестабілізуючі наслідки. Якщо ж додається сильний шок, пов’язаний із втратою території, активів, ринків збуту, а також оголошені реформи, спрямовані на нейтралізацію джерел ренти, то колективне зміщення у бік виходу з банківського бізнесу є свідченням фундаментального структурного зрушення, пристосування до якого відбувається дуже болісно і часто набуває форми експропріації аутсайдерів. Те, чому воно стало таким масштабним, можна пояснити з двох позицій. З одного боку, це слабкість правової системи, у рамках чого допускається сам факт одержання вигід від “стратегії обкрадання” та ставиться під сумнів перспектива прибуткової банківської діяльності в законних рамках. Поступове одужання банківського регулювання у вигляді більш жорстких наглядових та регуляторних вимог без змін у сфері захисту прав кредиторів та гарантій прав власності також сприймається як джерело зниження майбутньої прибутковості й підстава додаткових витрат для реінжинірингу бізнес-моделей. З другого боку, попередня неефективність банківського регулювання та нагляду за тривалий період часу стала за основу в формуванні специфічної моделі банківського бізнесу, яка й виявилася вкрай вразливою до нових умов. У сукупності з хижачьким поглядом на бізнес та рентною орієнтацією, укоріненою в колективній пострадянській свідомості, це призводить до перебування банківської системи в зоні сильних інституціональних ризиків, згенерованих на поведінковому рівні.

Тобто пов’язане кредитування, розвинувшись у відповідь на інституціональні викривлення вітчизняної економіки та потребуючи офшоризації власності на активи задля його технічного уможливлення (у світлі необхідності додання регуляторних обмежень), перетворилося на серйозну проблему для макрофінансової стабільності в Україні. Сильний шок як тригер

опортуністичної експропріації аутсайдерів продемонстрував, що вітчизняна банківська система вкрай вразлива перед появою колективних ефектів зміщення у бік “стратегії обкрадання”, тоді як вигоди від докапіталізації є обмеженими через як неоперативні реформи, так і повільне пристосування олігархічних груп до нових умов. Вихід із ситуації можливий на основі поєднання декількох напрямів політики: активного продовження модернізації банківського регулювання та інституціонального посилення банківського нагляду щодо ідентифікації випадків пов’язаного кредитування та сприяння банкам у відході від такої бізнес-моделі; переходу до монетарного режиму цінової стабільності як передумови зниження процентних ставок та послаблення тиску витрат на реальний ефективний валютний курс, що в сукупності підтримуватиме конкурентоспроможність вітчизняних виробників і розширюватиме їм доступ до фінансування; зниження фіскального та адміністративного тиску на виробників як передумови збільшення кількості фірм, що активно інвестують і можуть сформувати нову базу попиту на кредити, пропозиція яких не була б обмежена периметром олігархічних бізнес-груп; радикалізації інституціональних перетворень у сфері захисту прав кредиторів, виконання контрактів та судочинства, результатом яких було б якісне зниження транзакційних витрат в економіці, підвищення транспарентності бізнесу, зменшення регуляторного тягаря.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків. Традиційно пов’язане кредитування розглядається з двох позицій: як спосіб подолати інформаційні імперфекції ринку капіталів та знизити вартість моніторингу позичальників (унаслідок чого поглиблюється фінансовий сектор); як спосіб обкрадання аутсайдерів менеджерами й власниками банків.

Позитивні моменти пов’язаного кредитування простежуються виключно за наявності високої якості інститутів, сильного корпоративного управління та незначних компенсацій вкладникам. Такий погляд на проблему звужує негативні прояви кредитування інсайдерів.

Фінансова нестабільність та політично вмотивована експропріація аутсайдерів є негативними проявами пов’язаного кредитування, які рідко розглядаються в науковій літературі. Фінансова дестабілізація у вигляді виведення активів з банків та, унаслідок цього, їхня неплатоспроможність може бути наслідком появи на колективному рівні схильності до опортуністичної поведінки. Власники та менеджери банків співвідносять між собою вигоди від “стратегії обкрадання” та від докапіталізації своїх фінустанов. Сильний шок у поєднанні зі слабкою інституціональною основою економіки зазвичай призводить до збільшення кількості агентів, які вибирають “стратегію обкрадання” як спосіб мінімізації витрат при виході з бізнесу. Фінансова криза з’являється як наслідок колективного перевищення вигід від “стратегії обкрадання” над вигодами докапіталізації. Характерні особливості олігархічного банкінгу в Україні показують, що пов’язане кредитування є основою формування периметру фінансування бізнес-груп. Воно зумовлене відсутністю

захисту прав кредиторів, політичними чинниками щодо права власності на активи та конкурентним рейдерством. Офшоризація кредиторів і позичальників означає: прагнення до пов'язаного кредитування настільки сильне, що формування непрозорої структури власності є закономірною реакцією на обмеження стосовно кредитування інсайдерів, які запроваджуються з міркувань пруденційного нагляду. Пов'язане кредитування в Україні не є проявом "стратегії обкрадання" в чистому вигляді, однак це основний канал реалізації такої стратегії в умовах, коли власники банків не бачать перспектив для свого бізнесу за бажаного для них рівня ренти, що зумовлює фінансову нестабільність. Політика цінової стабільності, зниження фіскального тиску на бізнес, модернізація банківського регулювання, зокрема подальший тиск у бік зниження ролі кредитування інсайдерів у позикових практиках вітчизняних банків, а також реформи, спрямовані на підвищення якості інститутів, допоможуть трансформації банківської системи. Довіра до останньої має визначатись ефективністю банку, а не позиціями власника банку в політико-інституціональних координатах олігархічних стримувань і противаг.

Список використаних джерел

1. Fohlin C. Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization / C. Fohlin // *Journal of Finance*. — 1998. — № 53 (5). — P. 1737—1758.
2. Lamoreaux N. Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England / N. Lamoreaux. — Cambridge : Cambridge University Press, 1994.
3. Calomiris Ch. The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870—1914 / Ch. Calomiris // *Coordination and Information: Historical Perspective on the Organization of Enterprise* / Ed. by N. Lamoreaux, M. Daniel. — Chicago and London : University of Chicago Press, 1995. — P. 257—315.
4. Tirole J. The Theory of Corporate Finance / J. Tirole. — Princeton : Princeton University Press, 2006.
5. Aizenman J. Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis / J. Aizenman, Y. Jinjark, D. Park // *NBER Working Paper*. — 2015. — No. 20917. — P. 1—37.
6. Demirguc-Kunt A. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons / A. Demirguc-Kunt, R. Levine // *World Bank Policy Research Working Paper*. — 1999. — Vol. 2143. — P. 1—34.
7. Demirguc-Kunt A. The Evolving Importance of Banks and Securities Markets / A. Demirguc-Kunt, E. Feyen, R. Levine // *World Bank Policy Research Working Paper*. — 2011. — Vol. 5805. — P. 1—42.
8. Rajan R. Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms-Length Debt / R. Rajan // *Journal of Finance*. — 1992. — No. 47. — P. 1367—1400.
9. La Porta R. Legal Determinants of External Finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Finance*. — 1997. — No. 52 (3). — P. 1131—1150.
10. La Porta R. Law and Finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *Journal of Political Economy*. — 1998. — No. 106 (6). — P. 1113—1155.
11. Rajan R. Which Capitalism? Lessons from East Asian Crisis / R. Rajan, L. Zingales // *Journal of Applied Corporate Finance*. — 1998. — No. 11. — P. 40—48.
12. Cull R. Related Lending and Banking Development / R. Cull, S. Haber, M. Imai // *World Bank Policy Research Working Paper*. — 2011. — No. 5570. — P. 1—41.

13. La Porta R. Corporate Ownership Around the World / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *Journal of Finance*. — 1999. — No. 54 (2). — P. 471—517.
14. Subramanian K. Law, Agency Costs and Project Finance / K. Subramanian, F. Tung, X. Wang // Paper presented at Conference on Financial Economics and Accounting at University of Texas at Austin. — 2008. — P. 1—39.
15. Cull R. All Bad, All of the Times? Related Lending and Financial Development / R. Cull, S. Haber, M. Imai // Stanford Center for International Development. — 2006. — April. — P. 1—56.
16. Cull R. Related Lending and Banking Development / R. Cull, S. Haber, M. Imai // World Bank Policy Research Working Paper. — 2011. — No. 5570. — P. 1—41.
17. Eichengreen B. Financial Stability / B. Eichengreen // Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods. — 2004. — Jan. 26. — P. 1—16.
18. Laeven L. Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia / L. Laeven // *Journal of Comparative Economics*. — 2001. — No. 29. — P. 207—229.
19. Klomp J. Bank Regulation, the Quality of Institutions and Banking Risk in Emerging and Developing Countries: An Empirical Analysis / J. Klomp, de J. Haan // *Emerging Markets Finance and Trade*. — 2014. — Vol. 50. — No. 6. — P. 19—40.
20. How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? // *World Economic Outlook*. — IMF : Wash., D. C., 2006. — Sept. — P. 1—34.
21. Норт Д. Інституції, інституціональна зміна та функціонування економіки / Д. Норт. — К. : Основи, 2000. — 198 с.

References

1. Fohlin, C. (1998). Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization. *Journal of Finance*, 53 (5), 1737—1758.
2. Lamoreaux, N. (1994). *Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England*. Cambridge: Cambridge University Press.
3. Calomiris, Ch. (1995). The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870—1914. *Coordination and Information: Historical Perspective on the Organization of Enterprise*. Chicago ; London: University of Chicago Press.
4. Tirole, J. (2006). *The Theory of Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.
5. Aizenman, J., Jinjark, Y., Park, D. (2015). Financial Development and Output Growth in Developing Asia and Latin America: A Comparative Sectoral Analysis. *NBER Working Paper*, 20917, 1—37.
6. Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (1999). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *World Bank Policy Research Working Paper*, 2143, 1—34.
7. Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R. (2011). The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *World Bank Policy Research Working Paper*, 5805, 1—42.
8. Rajan, R. (1992). Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms-Length Debt. *Journal of Finance*, 47, 1367—1400.
9. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52 (3), 1131—1150.
10. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113—1155.
11. Rajan, R., Zingales, L. (1998). Which Capitalism? Lessons from East Asian Crisis. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 40—48.
12. Cull, R., Haber, S., Imai, M. (2011). Related Lending and Banking Development. *World Bank Policy Research Working Paper*, 5570, 1—41.
13. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54 (2), 471—517.
14. Subramanian, K., Tung, F., Wang, X. (2008). Law, Agency Costs and Project Finance. *Paper presented at Conference on Financial Economics and Accounting at University of Texas at Austin*.

15. Cull, R., Haber, S., Imai, M. (2006). All Bad, All of the Times? Related Lending and Financial Development. *Stanford Center for International Development*.
16. Cull, R., Haber, S., Imai, M. (2011). Related Lending and Banking Development. *World Bank Policy Research Working Paper*, 5570, 1—41.
17. Eichengreen, B. (2004). Financial Stability. *Memorandum on Behalf of the International Task Force on Global Public Goods*.
18. Laeven, L. (2001). Insider Lending and Bank Ownership: The Case of Russia. *Journal of Comparative Economics*, 29, 207—229.
19. Klomp, J., Haan, de J. (2014). Bank Regulation, the Quality of Institutions and Banking Risk in Emerging and Developing Countries: An Empirical Analysis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 50, 6, 19—40.
20. How Do Financial Systems Affect Economic Cycles? (2006). *World Economic Outlook*. IMF: Wash., D. C.
21. Nort, D. (2000). *Insty'tuciyi, insty'tucional'na zmina ta funkcionuvannya ekonomiky'* [Institutions, institutional change and the economy]. Ky'yiv: Osnovy` [in Ukrainian].