

С. В. Онікієнко,  
к. е. н., докторант кафедри банківських інвестицій,  
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана"

## НЕДОСКОНАЛІСТЬ РИНКІВ І ПОТРЕБА В РЕГУЛЮВАННІ: СОЦІАЛЬНО-ЕКОНОМІЧНИЙ АСПЕКТ

*У статті проаналізовано і систематизовано теоретичні засади організації регулювання ринків у системі ринкових відносин. До ключових причин, що зумовлюють потребу в організації і підтримці урядового регулювання фінансових ринків, віднесено екстерналії та інформаційну асиметрію.*

*It was analyzed and systematized the theory of the regulation's organization at the system of market relationships. To the main reasons that stipulate the need for organizing and maintaining of governmental regulation of financial markets can be attributed externalities and information asymmetry.*

*Ключові слова: урядове регулювання, фінансові ринки, екстерналії, інформаційна асиметрія.  
Key words: governmental regulation, financial markets, externalities, information asymmetry.*

### ВСТУП

З початку 90-х років минулого століття і аж до початку глобальної економічної кризи домінуючою в економічній науці була доктрина стабільного економічного зростання. За таких обставин питання активного державного втручання у діяльність ринків у формі регулювання і нагляду розглядалися як компліментарні. Впевненість в тому, що така надскладна система, як світова економіка, може зберегти свою цілісність і ефективність в рамках саморегулювання, призвела до верховенства пруденційного підходу у регулюванні діяльності фінансових посередників. Наслідком такого підходу стало те, що навіть у теоретичній площині вектор розвитку дискусії стосовно ролі уряду перемістився у спеціалізовані сектори посередницької діяльності — фінанси, банківську справу, страхування, інвестиції. На практиці це призвело до того, що регулювання втратило глобальний системний характер, а його галузева сегментація, на противагу загальноекономічному системному підходу, зумовила виникнення кептивної системи регулювання, у якій урядові агенції делегували більшість регуляторних функцій підприємствам і залишилися лише з наглядовими. Фактично об'єкти регулювання стали одночасно і його суб'єктами, а суспільний вплив на ринки став мінімальним.

Глибина і масштабність наслідків фінансової кризи яка зародилася у банківській системі, ініціюють потребу у реформуванні існуючої регуляторної політики. Питанням антикризового регулювання фінансової діяльності приділяється значна увага у роботах українських і іноземних науковців і практиків. Ці дослідження стосуються як питань, пов'язаних з інтерпретацією та можливостями адаптації міжнародних регулятивних положень до існуючих національних стандартів (Грюнінг Х., Вовчак О., Діамонд Д., Зінченко В., Кіреєв О., Міщенко В., Стельмах В.), так і вад існуючої кон-

цепції регулювання і нагляду за фінансовою діяльністю (Маршавіна Л., Пелаєз К.М., Поморіна М., Рошет Ж.-Ч.).

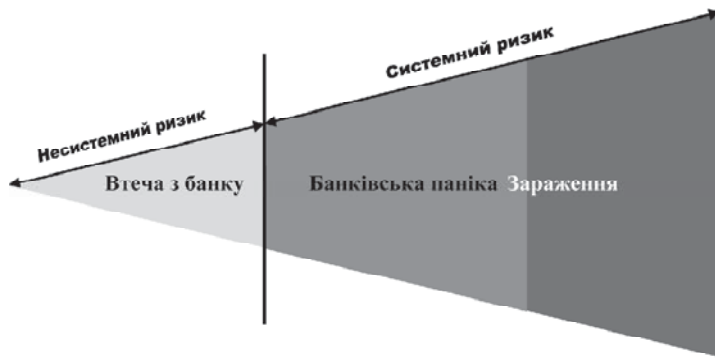
Проте, перед тим, як почати виправляти ситуацію з принципами регулювання в економіці, варто звернутися до основ — базової економічної теорії — і зрозуміти чому, по-перше, ринки є недосконалими; по-друге, що являє собою регулювання, і, нарешті, яким чином регулювати ці недосконалі ринки.

### ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Мета статті — визначити ключові фактори, що зумовлюють потребу з боку уряду і суспільства в регулюванні ринків та сформулювати напрями подальшого розвитку політики регулювання фінансових ринків.

### РЕЗУЛЬТАТИ

Економісти традиційно віддають перевагу вільним і нерегульованим ринкам. Вони вважають, що лише конкурентні ринки здатні забезпечити бажаний позитивний результат. Загалом ринок можна назвати таким, що функціонує ефективно у випадку, коли для певної особи не існує можливості покращити свій добробут за рахунок погіршення добробуту іншої особи або групи осіб. Проте ефективний ринок, як такий, може існувати лише в світі, що передбачає безумовну реалізацію кількох дуже сміливих припущень. На цьому ідеалізованому ефективному ринку безконечна кількість підприємств складають конкуренцію одне одному через ціни на товари і послуги і, крім того, усі вони мають змогу максимізувати виробництво з мінімальними витратами. Їх прибутків якраз тільки і вистачає на покриття витрат за користування капіталом. На гіпотетичному ефективному ринку підприємства не несуть витрат у процесі укладання угод, підготовці і підписанні контрактів (все те, що називають транзакційними витратами). Крім того, уся інформація є безкоштовною і не існує жодних об-



Подія	Визначення	Тип ризику	Визначення
Втеча з банку	Велика кількість вкладників неочікувано і одночасно вимагають повернення депозитів	Несистемний ризик	Ризик, що має відношення до одного банку
Банківська паніка	Втеча з банку, що розповсюджується, і викликає втечу вкладників в інших банках	Системний ризик	Ризик колапсу усєї фінансової системи або фінансового ринку
Зараження усєї системи	Шоки, що провокують ефект розповсюдження на інші регіони, країни або ринки		

**Рис. 1. Схема втечі з банку і несистемного ризику через банківську паніку і системний ризик до зараження системи**

межень у доступі до неї. І, нарешті, у цьому ідеальному світі все страшується — не існує ризиків, які не можна було розмістити у інших учасників, що бажать — за певну плату — взяти на себе відповідальність.

Це ідеалізоване уявлення про ринок не використовується для опису діяльності діючого ринку, але виступає у ролі уявної (а, скоріше, бажаної позитивної) моделі. Недосконалість ринку висувають тут у ролі прикладу того, як поведінка реального світу може відрізнятися від поведінки, якої очікують від моделі. Значна частина викладок економічної теорії пов'язана з розглядом питань, що стосуються пояснень відхилень поведінки існуючих ринків від прогностичних варіантів поведінки їх ідеалізованих моделей. На нашу думку, ця економічна теорія — теорія недосконалості ринку — має бути відправною точкою для розуміння фінансового регулювання.

Економічний аналіз фінансового регулювання дає змогу визначити, з яких причин фінансовим ринкам не вдається розвиватися відповідно до ідеалізованої моделі. Економісти визначають два фундаментальні обґрунтування для запровадження фінансового регулювання: існування екстерналій (побічних ефектів) та інформаційні асиметрії між покупцем і продавцем. Наявність хоча б одного з цих факторів може призвести до неспроможності конкурентного ринку генерувати суспільно оптимальний результат. Обидві форми прояву недосконалості ринку являють собою перше на що потрібно звернути увагу у випадку фінансового регулювання.

Основним аргументом на користь фінансового регулювання є існування екстерналій на фінансових ринках. Екстерналії виникають у випадку, коли економічна діяльність призводить до втрат (погано для суспільства) або вигод (добре для суспільства) по відношенню до інших осіб, для яких вони не компенсуються і не сплачуються. Якщо екстерналія призводить до витрат, то її прийнято називати негативною, а якщо до отримання вигод — позитивною.

Найбільш простим прикладом негативної екстерналії є підприємство, яке забруднює річку, що знаходить своє відображення у втраті засобів до існування рибалки, який живе вниз за течією, оскільки останній вже не може спіймати у річці живу рибу. У цьому випадку власник підприємства переносить витрати на ри-

балку, а рибалці ці втрати ніхто не компенсує. А, крім того, ціна, яку правлять за продукцію підприємства, у нашому випадку вже не повною мірою відображає суспільні витрати (і втрати) на виробництво цієї продукції.

І хоча підприємство платить суспільству за робочу силу, капітал і сировину, які воно використовує, проте воно не платить ціну за забруднення річки. Таким чином, хоча б деякі з продуктів, що випускаються підприємством, будуть коштувати суспільству більше, ніж вони того варті (тобто більше, ніж ціна, яку покупці згодні заплатити за них), оскільки ціна продукту не покриває суспільні втрати, пов'язані з забрудненням річки у процесі виробництва продукту.

Одним із шляхів виправлення такої недосконалості ринку зі сторони уряду може бути встановлення і дотримання природозахисних екологічних стандартів. У якості альтернативи можна розглядати видачу дозволів на забруднення або платіж за користування водними ресурсами (фактично, податок), який підприємство буде зобов'язане сплачувати. Ці платежі будуть спрямовані на відшкодування втрат рибалки. В обох випадках метою є або ж передача втрат з забруднення назад на підприємство або ж інтерналізація екстерналії.

Як і у випадку з забрудненням навколишнього середовища, негативні екстерналії мають місце на фінансових ринках. Банкрутство одного банку може викликати сумніви у платоспроможності інших, що, в свою чергу, може призвести до панічного лавиноподібного — як за обсягами, так і за швидкістю, зняття коштів вкладниками банку. І, що в цьому випадку надзвичайно важливо, ця екстерналія виражається в тому, що вкладники свої кошти забирають з банків, у яких до цього моменту не було жодних проблем з платоспроможністю. Вкладники й інші кредитори банків не можуть з впевненістю відрізнити платоспроможний банк від неплатоспроможного, а звідси — банкрутство одного банку може призвести до виникнення панічних настроїв у клієнтів як платоспроможних, так і неплатоспроможних банків.

Крах фінансових ринків і нестабільність в кінцевому рахунку призводять до системної кризи, яка зачіпає не лише окремих вкладників, але і здоров'я усєї економіки (рис. 1).

Таким чином, через невдалий менеджмент, який призвів до банкрутства одного банку, власники цього збанкрутілого банку перекаляли витрати на власників інших банків, управління якими було більш успішним. Цей приклад, на нашу думку, є найбільш вдалим аргументом на користь впровадження фінансового регулювання.

Проте, не всі екстерналії призводять до суспільних втрат. Наявність одного популярного ресторану (магазину, закладу дозвілля) у певному місці приваблює споживачів до цього місця. Інші заклади подібного типу будуть намагатися групуватися поряд у тому самому місці. У даному випадку популярний ресторан створює позитивну екстерналію для інших навколишніх ресторанів і зменшує витрати тим, хто шукає, де можна попоїсти. Це, власне, найпростіший приклад позитивної екстерналії, реалізація якої призводить до збільшення суспільного блага.

Суспільне благо є благом, якому притаманні дві специфічні риси: неконкурентність і неексклюзивність.

Благо є неконкурентним, якщо його споживання однією особою не зменшує обсяги можливого його споживання іншою особою. Той факт, що вуличне освітлення дає змогу пройти по вулиці одній особі, жодним чином не обмежує можливості іншої особи гуляти цією ж вулицею у той самий час. Так само, використан-

ня вогнів маяка для безпечного заходу в порт одного судна жодним чином не обмежує можливість використання послуг маяка іншим судном з тією самою метою у той самий час. Неексклюзивність означає, що, якщо благо надається у користування одній особі, то воно обов'язково має бути надане й іншим. Іншими словами, якщо вулиця освітлюється, коли одна особа іде по ній, то не існує можливості зробити цю вулицю неосвітленою, коли в той самий час по вулиці іде інша особа.

Такі риси суспільних благ, як неконкурентність і неексклюзивність, значно ускладнюють розробку можливих способів стягнення оплати за користування з їх споживачів. Як результат, надання суспільних благ є особливо вразливим до так званої проблеми "безбілетника". Якщо окремі особи приймають рішення обмежити користування власним авто з метою зменшення забруднення повітря або окремі підприємства в добровільному порядку підвищують корпоративні екологічні стандарти, вигоду від цього отримують також і ті, хто не обмежував себе у використанні авто, і підприємства, які не брали на себе підвищених екологічних зобов'язань. Оскільки усі підприємства і фізичні особи мають одні й ті самі стимули, ніхто з тих, хто з економічної точки зору веде себе раціонально, не піде на жертви заради суспільного блага. А отже, до тих пір, поки не існує кореляції (або ж ця кореляція є незначною) між індивідуальними внесками або жертвами з метою отримати суспільні блага і можливістю скористатися з цих благ, такі блага (суспільні товари) не будуть надаватися у повному обсязі конкурентними ринками. Таким чином, певний елемент примусу через податкову систему або ж регулювання є необхідним для того, щоб гарантувати адекватне надання суспільних благ.

Інколи зауважують, що і репутація фінансових ринків, і впевненість в них є суспільним благом (суспільним товаром). Якщо окремі компанії мають намір інвестувати у розвиток власної репутації, маючи на меті покращити рівень менеджменту, збільшити власний капітал, капіталізацію і т.п., у інших інститутів з'явиться спокуса використати чужу репутацію — як безбілетник — не витрачаючи жодних коштів на її покращення. Наприклад, репутація побудована іншими фірмами дасть змогу "безбілетникам" тримати менше капіталу, ніж вони мали б, або ж менше інвестувати у проекти, пов'язані з удосконаленнями систем контролю і управління ризиками. Якщо одні фірми будуть інвестувати у підвищення репутації ринку на якому вони оперують через підвищення внутрішньокорпоративних стандартів (добровільно збільшуючи нормативи капіталу), то вигоди від цього отримають інші фірми, які не роблять відповідних жертв. А отже, оскільки всі фірми мають однакові наміри і стимули, то ніхто з них не готовий інвестувати у репутацію ринків, що, у свою чергу, призведе до втрати клієнтами впевненості в цих ринках і віднадить від їх використання. Такий результат можна спостерігати на прикладі нерегульованих або слабо регульованих сегментів ринку цінних паперів, де інсайдерська торгівля і маніпулювання ринком є широко розповсюдженими явищами. Регулювання ринків необхідне як для подолання проблеми "безбілетників", так і для забезпечення потрібних обсягів інвестицій у розвиток і захист репутації ринку. Аналогічно, вимоги до достатності капіталу, що встановлюються органами державного регулювання і нагляду, мають на меті забезпечити гарантії того, що усі фінансові фірми мають достатні рівні капіталу для захисту репутації ринку в цілому.

У сучасній економічній теорії, можливо, найбільш важливою причиною того, що ринки можуть функціонувати недосконало, є відмінності у доступі до інформації і можливостях її інтерпретації та використання учасниками ринку. Існування "асиметричної" інформації має місце в ситуації, коли одна сторона угоди має значно менш точну і меш повну інформацію, ніж інша сторона.

У фінансових послугах інформаційна асиметрія може проявлятися в різних формах. У найбільш простому варіанті це може мати місце, коли споживач фінансових послуг має поклатися на професійну пораду, наприклад, біржового брокера або інвестиційного радника. Сама сутність надання професійних послуг передбачає використання специфічних (а інколи і ексклюзивних) знань фахівця для вирішення проблем клієнта. Майже за визначенням, таким чином, споживач поради часто буде не в змозі здійснити свідому поінформовану оцінку якості послуг професійного радника. Навіть тоді, коли позитивні результати виконання порад є очевидними (наприклад, портфель акцій дав кращі результати ніж навіть очікувалось ринком), клієнту важко відрізнити майстерність і професійні навички від простої удачі, зокрема до тих пір, поки це не підтвердить подальший досвід співпраці. Допоки існує проблема інформаційної асиметрії при наданні будь-яких професійних порад (у сфері медицини, юриспруденції, обліку), вона існуватиме у особливо гострій формі і у сфері фінансових послуг з огляду на саму фідуціарну природу більшості фінансових контрактів — обіцяючи сплатити певну суму коштів на певну дату у майбутньому або ж у випадку настання певної наперед визначеної події. Потреба в гарантуванні споживачам якості порад, які вони отримують, забезпечується ліцензійними вимогами, які встановлюються для фінансових радників (фінансових посередників), так само, як це робиться і при ліцензуванні практичної діяльності у сфері медицини або юриспруденції.

Факт існування асиметричності інформації у фінансових контрактах призводить до виникнення двох пов'язаних проблем: несприятливий відбір і моральний ризик. Несприятливий відбір є формою реалізації проблеми інформаційної асиметрії, що має місце у випадку, коли сторони, які найбільш ймовірно можуть забезпечити небажаний результат і можуть бути обрані з найбільшою ймовірністю. Несприятливий відбір у фінансовій системі може мати місце у випадку, коли потенційно погані кредитні ризики є саме тими, які найбільш активно шукають позику. Така ситуація виникає тому, що позичальники, які отримують банківські кредити, зазвичай мають набагато кращу інформацію стосовно потенційного ризику і дохідності інвестиційних проектів, ніж кредитори. Як наслідок, ті хто згоден прийняти на себе великий ризик, виказують найбільше бажання взяти позику, оскільки вони знають, що скоріш за все не повернуть її.

Проблема несприятливого відбору впливає на спроможність ринкового механізму сприяти укладанню можливих угод (угод, де як продавець, так і покупець мають бажання їх укласти за умови, якщо усі сумніви стосовно їх якості будуть зняті). В окремих випадках ця проблема може взагалі завадити появі ринку. У випадку несприятливого відбору, коли найбільш ймовірно, що кредити будуть видані на погані кредитні ризики, кредитори можуть прийняти рішення не видавати кредитів взагалі, навіть розуміючи, що на ринку є хороші кредитні ризики. Цей наслідок є характерною рисою класичного аналізу "проблеми лимонів", уперше описаної Д. Акерлофом [1]. Цей аналіз передбачає, що ринкова ціна уживаних авто повинна відображати той факт, що певна їх кількість виявляться "лимонами". Аналогія з лимоном полягає в тому, що хоча усі лимони є кислими (уживані, а не нові авто), проте визначитися, наскільки кислим (тут — менш якісним) є окремий лимон, можна лише скуштувавши його (придбавши і експлуатуючи авто упродовж досить тривалого часу). Покупцю ж не в змозі відрізнити хороший автомобіль від "лимона". Припустимо, що ціна "хорошого" автомобіля становить 100 тис. грн. і "поганого" — 50 тис. грн. Оскільки потенційний покупець не має можливості отримати достатньо інформації стосовно того, які машини хороші а які погані, середня ціна у 75 тис. грн. і буде тим

максимумом, який він згоден заплатити. Таким чином, середня ринкова ціна уживаного авто буде нижчою за ціну, яку міг би принести продавцю "хороший" автомобіль, якби покупець володіли повною інформацією стосовно стану автомобіля. Як наслідок, продавець "хорошого" автомобіля буде змушений погодитися з ціною, яка є нижчою, ніж була б вартість автомобіля на прозорому інформаційному ринку. В окремих випадках продавці хороших автомобілів можуть відмовитися продавати їх за превалюючою ринковою ціною і піти з ринку. Продавці "поганих" авто, навпаки, отримують за свій товар ціну вище їх реальної вартості — і продають більше. В кінці певного періоду покупці усвідомляють, що було придбано набагато більше авто низької якості, ніж високої. Цей факт змусить покупців ще більше знизити середню ціну. Процес буде повторюватися до тих пір поки автомобілі низької якості не витіснять якісні автомобілі з ринку, а середня ціна не встановиться на рівні реальної ціни за автомобілі низької якості.

Проблема морального ризику здавна відзначається у страховій діяльності. Звичайною є ситуація, коли страховий поліс дає змогу сплачувати рахунки (наприклад, за лікування) коштом страхової компанії, а застрахована особа отримує більше вигод, ніж сплатила за страхову послугу. В економічних термінах: коли товар сприймається як такий, що має нульову ціну, то такого товару буде споживатися більше. Для того, щоб визначити це як моральний ризик немає, необхідності розглядати моральні аспекти такого типу поведінки, яка в цьому сенсі повністю співпадає з економічними міркуваннями. Власне, більш точним було б сказати, що елемент моралі морального ризику має відношення до довіри — наприклад, сподівання на те, що особи, які намагаються застрахувати певну модель поведінки, не змінять свою поведінку, отримавши на руки страховий поліс. Страховик має бути впевненим в тому, що особи, які придбали поліс з медичного страхування, будуть продовжувати вести здоровий спосіб життя, а ті, хто придбав поліс на випадок пожежі, будуть дотримуватися правил протипожежної безпеки. Саме з цієї причини страхові контракти зазвичай містять пункти стосовно того, що застрахована особа повинна дати страховику усю інформацію, яка може вплинути на визначення розміру страхового платежу, і зобов'язання застрахованої особи інформувати страховика про усі суттєві зміни.

Проте, проблема морального ризику присутня і в діяльності інших фінансових посередників. У якості прикладу знову ж таки повернемося до класичної ситуації, коли банк видає позику. Після того як угода була укладена кредитор підпадає під ризик, що позичальник має намір зайнятися діяльністю, яка є небажаною з точки зору кредитора — діяльністю, яка ставить під сумнів повернення позики. Ця проблема постає тому, що кредитор і позичальник мають різну мотивацію. Моральний ризик виникає, оскільки позичальник має намір інвестувати у високоризиковий проект, який у випадку успіху принесе вигоду позичальнику, а ось кредитор переймається більшою мірою ризиком того, що проект спіткає невдача. Позичальник також може бути схильний до того, щоб використовувати ресурси нераціонально на особисте споживання, банально їх вкрасти або ж не приділяти проекту достатньої уваги. Єдиним шляхом подолання проблеми моральної загрози для кредитора є здійснення інтенсивного моніторингу для того, щоб бути певним в тому, що позичальник діє згідно умов контракту. Таким чином, положеннями кредитної угоди повинні встановлюватися обмеження (зобов'язання утриматися від дій) для позичальника, які передбачають, що він не має права вести себе таким чином, що це може призвести до виникнення ймовірності неповернення тіла позики і сплати процентів за нею; тоді кредитори мають здійснювати моніторинг дій позичальників і посилювати обмеження, якщо позичальник їх порушує.

Інформаційна економіка розглядає питання, пов'язані з відмінностями у інформації доступній покупцям і продавцям. Поте існує інший тип інформаційної проблеми в економіці: інформація про майбутнє. Інформація такого типу є надзвичайно важливою для фінансових ринків, оскільки сутність фінансового контракту і полягає в тому, що це обіцянка заплатити в майбутньому. А отже, його вартість тепер значною мірою залежить від очікувань стосовно того, чого буде вартість цей контракт у майбутньому. Традиційна економічна теорія передбачає, що покупці і продавці мають усю необхідну їм інформацію, яка дозволяє їм використовувати закони ймовірності для розробки більш-менш достовірних прогнозів стосовно перебігу подій у майбутньому. Проте такі економісти, як Ч. Кіндлбергер і Х. Мінські, ставлять під сумнів твердження стосовно можливості надійного передбачення майбутньої вартості фінансових активів [2; 3]. Обидва фахівці підтримують тезу чикагського економіста Ф. Найта стосовно значимих відмінностей між ризиком і невизначеністю [4]. Ризик можна визначити кількісно і зробити обгрунтовані прогнози на основі ймовірнісних припущень. А ось невизначеність фундаментально відрізняється від ризику тим, що за своєю сутністю є невимірюваною. Вона має відношення до рідкісних, але надзвичайно значимих подій, настання яких дуже важко передбачити — це може бути що завгодно — від війни до нової технологічної інновації. Концепція ризику є дещо відмінною і передбачає, що майбутнє загалом буде таким самим, як минуле; таке базове припущення дає змогу виходити з твердження, що між різними фінансовими змінними існують усталені взаємозв'язки, які можна описати (як, наприклад, ціна акцій і дохідність облігацій). Невизначеність, у свою чергу, припускає, що ці взаємозв'язки можуть розпадатися самим непередбачуваним чином. Проблема, на нашу думку, є значно складнішою, ніж просто існування інформаційної асиметрії, як це формулюється у загальнотеоретичних положеннях. Теоретики так званої школи нестабільних ринків (Ч. Кіндлбергер, Х. Мінські, Д. Кейнс) зауважують, що ми нічого не можемо знати наперед про ті важливі фактори, які формують майбутню поведінку фінансових активів. Проте за самою своєю природою фінансові ринки вимагають від їх учасників робити прогнози стосовно невизначеного майбутнього.

За відсутності надійних прогнозів і існування у всесвіті, якому притаманна невизначеність, людські істоти вимушені вдаватися до інших шляхів прийняття рішень. З огляду на велику роль невизначеності на фінансових ринках, психологічні фактори відіграють більш значиму роль у поведінці учасників саме фінансових ринків. По суті, там, де превалює тотальна невизначеність, люди схильні дотримуватися якихось загальних для усієї спільноти міркувань і сподівань.

Таким чином, в оточенні, що повсякчас змінюється, може здатися абсолютно виправданою імітація поведінки тих підприємців, чий успіх хоча б одного разу засвідчив, що вони володіють якимось ноу-хау. А отже, стадний інстинкт може відігравати більш впливову роль, ніж максимізація прибутку або корисності. І навпаки, фінансові ринки схильні до поведінки, притаманної моделям на "конкурсі краси", як це описано Д.М. Кейнсом і не виступають сторонніми спостерігачами [5]. У якості прикладу Кейнс розглядає конкурентні змагання, що мали місце між окремими газетами нижнього цінового сегмента у Великобританії. Читачів просили ранжувати зображення облич молодих жінок у тому порядку, у якому, як їм здається, їх розмістять інші учасники конкурсу. А отже, для того, щоб виграти, учаснику не потрібно було показати свої власні уподобання або ж намагатися оцінити справжні уподобання усередненої думки. Замість цього успішний гравець повинен був намагатися передбачити, якою, на думку усередненої дум-

ки, має бути усереднена думка. Так само, ключем до успіху на фінансових ринках є не те, що окремих інвестор думає стосовно достоїнств окремо взятого фінансового інструмента і навіть не те, що переважна маса інвесторів дійсно, вважає достоїнствами цього фінансового активу. Успішний інвестор переймається тим, щоб визначитися хто ще з усіх присутніх на ринку повірить в те, що у нього мають повірити усі.

Коли оцінка фінансових активів звужується до рівня конкурсу краси, вони стають сприйнятливими до різних коливань, що знаходять відображення як в їх недооцінці, так і переоцінці, відображаючи таким чином зміни в очікуванні усередненої думки стосовно того, якою має бути ця усереднена думка. Виходячи з цього, теорія нестабільних ринків зауважує, що структура кредитної системи у сучасній економіці є, по суті, нестабільною і ламкою і, а отже, сприйнятною до неочікуваних збурень. Економісти школи нестабільних ринків мають абсолютно відмінні погляди на принципи функціонування фінансових ринків порівняно з адептами школи ефективних ринків, яскравими представниками якої є М. Фрідман, М. Міллер, Є. Фама та А. Грінспен.

Досить часто різні форми недосконалості ринку можуть проявлятися одночасно. Як уже зазначалося, моніторинг та посилення обмежувальних зобов'язань є необхідними засобами для обмеження морального ризику. Шляхом моніторингу діяльності позичальників з метою визначення, чи дотримуються останні обмежувальних зобов'язань і посилення цих зобов'язань якщо не дотримуються, кредитори можуть утримати позичальників від прийняття ризиків за свій рахунок. Однак, з огляду на те, що як моніторинг, так і посилення обмежувальних зобов'язань є заходами витратними, проблема "безбілетника" заважає реалізації цих заходів на ринках цінних паперів. Якщо одні інвестори знають, що інші інвестори здійснюють моніторинг і контроль над дотриманням обмежень, то вони можуть виступити у ролі "безбілетника" і не витрачати власні кошти на реалізацію цих заходів. А коли перші тримачі цінних паперів усвідомляють, що вони можуть зробити так само, вони також можуть зупинити моніторинг і контроль, що призведе до того, що рівень контролю зі сторони інвесторів стане недостатнім. Власне, проблема морального ризику найгостріше відчувається при здійсненні операцій з високоліквідними цінними паперами.

Проблеми, створені несприятливий відбором і моральним ризиком і пов'язаною з ними проблемою безбілетника, є важливими перешкодами на шляху до добре функціонуючих фінансових ринків. Проте в даному випадку, насамперед, варто говорити про обставини, за яких можливе регулятивне втручання. По-перше, не усі збої у функціонуванні ринку потребують коригуючих втручань саме з боку держави: може мати місце розв'язання проблем зусиллями приватного сектора. До такого висновку одним з перших у своїх дослідження дійшов Р. Коуз [6, с. 92—149]. Він показав, що за певних обставин екстерналії можуть бути самостійно подолані зацікавленими сторонами. Переговорний процес і укладання угод, звісно, також пов'язані з витратами — саме з цієї причини сторони можуть і не досягти взаємовигідних угод. Проте за умови відсутності транзакційних витрат, існує можливість укладання добровільної угоди, яка може забезпечити економічно ефективно вирішення проблеми екстерналій.

По-друге, вигоди від урядового втручання мають балансуватися з витратами на його реалізацію. Регулювання, як мінімум, призводить до зростання вартості виробництва, а це, у свою чергу, може призвести до витрат споживача, оскільки він має сплатити більше за той самий продукт; ринки, що піддаються регулюванню, можуть стати менш динамічними і менш гнучкими; і, нарешті, сам процес розробки і впровадження регулювання може бути захоплений сторонами, зацікавленими в його саботажі на власну користь. Останнє зауваження

знайшло своє відображення в теорії неефективності державного регулювання [7, с. 105—109]. Якщо прояви неефективності державного управління стають відчутними, тоді регулювання замість того, щоб виконувати суспільно корисні функції, буде просто обслуговувати інтереси окремої групи (груп) осіб, що мають спільні інтереси. Цей напрям аналізу регулювання розглядається фахівцями чикагської школи політичної економії. Теоретичні і практичні дослідження представників цієї школи показали, яким чином регулювання може бути використане для задоволення інтересів окремим груп суспільства.

## ВИСНОВКИ

Проте, незважаючи на усі наведені зауваження, можна стверджувати, що концепції недосконалості ринку є невід'ємними складовими політики регулювання фінансових послуг. Існування інформаційної асиметрії пояснює, чому такою важливою є роль уряду як у процесі регулювання, так і у нагляді за фінансовою системою. Ми бачимо, що мінімізація проблем несприятливого відбору і морального ризику потребує виробництва інформації шляхом скрінингу і моніторингу, якої знову ж таки буде все ще недостатньо з огляду на проблему "безбілетника". Уряд може допомогти у вирішенні цих проблем шляхом становлення для фінансової системи регулятивних вимог, що мають стимулювати виробництво інформації. На ринках цінних паперів регулювання зазвичай втілюється в формі вимог для емітентів стосовно жорсткого дотримання стандартів обліку і звітності, публічності в представленні звітності за результатами діяльності. Крім того, держава також приймає закони з метою встановлення жорстких покарань для осіб, що займаються шахрайством, розкраданням прибутків, приховуванням інформації та ін.

## Література:

1. Рынок "лимонов": неопределенность качества и рыночный механизм (George A. Akerlof. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism // The Quarterly Journal of Economics. — August 1970. — V. 84. — P. 488—500. Перевод Е.И. Николаенко) [Електронний ресурс] // Институт гуманитарных историко-политических исследований имени А.В.Полетаева, Национальный исследовательский университет "Высшая школа экономики" — Режим доступа: [http://igiti.hse.ru/data/413/313/1234/5\\_1\\_4Akerl.pdf](http://igiti.hse.ru/data/413/313/1234/5_1_4Akerl.pdf)
2. Kindelberger C.P., Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises, John Wiley & Sons. — New York, 1978.
3. Minsky H., Stabilizing an Unstable Economy / Yale University press, New Haven (McGraw-Hill . Reprint 2008) [Електронний ресурс]. — Режим доступа: <http://it.scribd.com/doc/11626149/Minsky-Stabilizing-an-Unstable-Economy-Complete>
4. Knight F., Risk, Uncertainty, and Profit. — Boston: Houghton Mifflin, 1921 [Електронний ресурс]. — Режим доступа: <http://www.econlib.org/library/Knight/knRUP.html>
5. Keynes J.M. The General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan. — New York, Cambridge University Press, 1936: Глава 12 [Електронний ресурс]. — Режим доступа: [http://ebooks.adelaide.edu.au/k/keynes/john\\_maynard/k44g/chapter12.html](http://ebooks.adelaide.edu.au/k/keynes/john_maynard/k44g/chapter12.html)
6. Коуз Р. Фирма, рынок и право: сб. статей / пер. с англ. Б. Пинскера; науч. ред. Р. Капелюшников. — М.: Новое издательство, 2007. — 224 с. — Серия "Библиотека Фонда "Либеральная миссия".
7. Becker, Gary "Competition and Democracy // Journal of Law and Economics. — Oct., 1958. — Vol 1 [Електронний ресурс] // Університет Чикаго. — Режим доступа: <http://econfaculty.gmu.edu/wew/syllabi/Econ-811JournalArticles/BeckerJLE.pdf>

Стаття надійшла до редакції 07.06.2012 р.