



**А. А. Лактионова**  
кандидат экономических наук, доцент  
кафедры финансов и банковского дела,  
Донецкий национальный университет,  
Украина  
sashalakt@rambler.ru

УДК 336.763



**М. О. Житарь**  
аспирант кафедры финансов и  
банковского дела,  
Донецкий национальный университет,  
Украина  
zhytarmaksym@gmail.com

## ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ГИБКОСТЬ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ КАК ОСНОВА ВЫБОРА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ БАНКА

**Аннотация.** В статье обосновано, что на выбор инвестиционной стратегии банков и определение ее основных параметров влияет множество факторов, среди которых наиболее значимыми являются институциональная среда и соответствующие институциональные ограничения. Доказано, что формальные и неформальные институциональные ограничения снижают поле альтернатив в принятии инвестиционных решений и неоднозначно влияют на уровень инвестиционного риска банка. На основе проведенной оценки уровня институциональных ограничений рассчитан уровень институциональной гибкости инвестиционных решений банков в Украине.

**Ключевые слова:** институциональная гибкость, институциональные ограничения, инвестиционная стратегия банка, принятие решений.

### О. А. Лактионова

кандидат економічних наук, доцент кафедри фінансів та банківської справи,  
Донецький національний університет, Україна

### М. О. Житарь

аспірант кафедри фінансів та банківської справи, Донецький національний університет, Україна

### ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ГИБКОСТЬ ПРИНЯТИЯ РЕШЕНИЙ КАК ОСНОВА ВЫБОРА ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТРАТЕГИИ БАНКА

**Анотация.** У статті обґрунтовано, що на вибір інвестиційної стратегії банків і визначення її основних параметрів впливає багато факторів, серед яких найбільш значущими є інституційне середовище та відповідні інституційні обмеження. Доведено, що формальні і неформальні інституційні обмеження знижують поле альтернатив у прийнятті інвестиційних рішень та неоднозначно впливають на рівень інвестиційного ризику банку. На основі проведеної оцінки рівня інституційних обмежень розраховано рівень інституційної гнучкості інвестиційних рішень банків в Україні.

**Ключові слова:** інституційна гнучкість, інституційні обмеження, інвестиційна стратегія банку, прийняття рішень.

### Aleksandra Laktionova

Ph.D. in Economics, Associate Professor, Donetsk National University, Ukraine

### Maksym Zhytar

Post-Graduate Student, Donetsk National University, Ukraine

### INSTITUTIONAL FLEXIBILITY OF DECISION MAKING AS A BASIS FOR A BANK'S INVESTMENT STRATEGY SELECTION

**Abstract.** Investment strategy is the most important element of the investment policy of the bank in the equity market. The article is devoted to the factors that influence on the choice of the bank's investment strategy, the most significant of which should include appropriate institutional restrictions formed by the institutional environment. A level of institutional constraints is assessed and an aggregate of institutional constraints is divided into four groups: formal universal, specific formal, informal and indicatively legal restrictions. It is proved that the formal and informal institutional restrictions reduce the field of alternatives in investment decision making and impact ambiguously on the level of the bank's investment risk. A level of institutional flexibility in the bank's investment decisions making is estimated on the basis of the institutional restrictions level rating in Ukraine. Results of the study show that as the selection criteria for the investment strategy of the bank on the basis of institutional flexibility may be such indicators as the level of restrictions in relation to certain types of securities, stability of the institutional constraints, and the level of institutional flexibility. These criteria might reasonably be considered early in the development of the Bank's Investment memorandum which sets out the priorities of the bank's investment activities and their implementation mechanisms.

**Key words:** institutional flexibility; institutional constraints; the investment strategy of the bank; decision making.

**JEL Classification:** G24

**Постановка проблеми.** Важнейшим условием эффективной деятельности банков является правильно выбранная инвестиционная стратегия, которая представляет собой систему долгосрочных целей и задач инвестирования, а также адекватных способов и инструментов достижения поставленных целей.

На выбор инвестиционной стратегии и определение ее основных параметров влияет много факторов, к наиболее значимым среди которых сегодня следует отнести институ-

туциональную среду и формируемые ею институциональные ограничения. Устойчивость последних определяет относительно стабильный, и, следовательно, детерминированный в долгосрочной перспективе характер влияния, и в первую очередь законодательного, на выбранные бизнес-ориентиры. Исходя из этого, оценка степени институциональных ограничений инвестиционной деятельности банков и их устойчивости является актуальным направлением стратегического управления банком.

**Анализ последних исследований и публикаций.** В научной экономической литературе существует значительное количество публикаций, в которых авторы представляют различные подходы к реализации инвестиционной политики банка, и в частности выбора его эффективной инвестиционной стратегии. Исследованием данных проблем занимаются украинские ученые Т. Васильева, О. Вовчак, Л. Игонина, Б. Луцив, Т. Майорова, Л. Примостка и др. Однако вопросы выбора инвестиционной стратегии с учетом влияния институциональных ограничений изучены недостаточно. Отдельным аспектом влияния институциональных факторов посвящены работы российских ученых, таких как М. Алексеев (*M. Alekseev*), А. Гриценко (*A. Gritsenko*), А. Захаров (*A. Zakharov*), Я. Миркин (*Ya. Mirkin*), и западных экономистов П. Баренбойма (*P. Barenboym*), Р. Бернарда (*R. Bernard*), Б. Борна (*B. Born*), А. Рота (*A. Rot*) и др. При этом большинство авторов рассматривает институциональные ограничения преимущественно с позиции их институциональной неэффективности, деструктивности, отождествляя их с институциональными барьерами. Во многих исследованиях определяются формальные составляющие институциональных ограничений. Рассмотрению неформальных ограничений посвящены работы Д. Кауфмана (*D. Kaufmann*). Близкими к этой проблеме являются исследования Р. Ла Порта (*R. La Porta*), который анализирует влияние защиты прав инвесторов, кредиторов и других элементов в институциональном окружении на эффективность инвестиционных и финансовых процессов в экономике различных стран.

**Целью статьи** является исследование актуальных вопросов оценки институциональной гибкости принятия решений при выборе инвестиционной стратегии банка; определение факторов, которые влияют на этот выбор, а также анализ наиболее значимых из них – институциональной среды и соответствующих институциональных ограничений.

**Основные результаты исследования.** Одним из основных факторов выбора инвестиционной стратегии банка являются институциональные ограничения гибкости принятия решений, которые сужают поле свободы в принятии решений в инвестиционной деятельности банков с позиции ее объемов и структуры, оперативности и уровня риска. Чем более жесткие ограничения формируются на уровнях институциональной среды, рынка, а также со стороны внутренней организации инвестиционной деятельности банка, тем соответственно ниже уровень гибкости принятия таких решений.

При этом можно предположить, что уровень гибкости и уровень риска принятия решений в инвестиционной деятельности связаны друг с другом нелинейно.

Для выбора эффективной инвестиционной стратегии банка всю совокупность институциональных ограничений разделим на четыре группы: формальные универсальные ограничения (для всех участников фондового рынка), формальные специфические ограничения (для банков как участников рынка ценных бумаг), индикативно-правовые и неформальные ограничения (табл. 1).

На основе ранжирования данных ограничений в зависимости от степени регулирования по альтернативному признаку (1 балл – данное ограничение устанавливается; 0 баллов – данное ограничение не устанавливается) рассчитан уровень институциональной гибкости с учетом формальных универсальных (6 индексов), формальных специфических (5 индексов), индикативно-правовых (7 индексов) и неформальных (8 индексов) ограничений.

Ранжирование как метод оценки было выбрано, основываясь на исследованиях ряда международных организаций и ассоциаций, объединяющих государственные органы различных стран, профессиональных участников рынка ценных бумаг и торговых систем. Данный метод предполагает оценку различных характеристик институциональной среды.

Таблица 1

## Оценка уровня институциональных ограничений инвестиционных решений банков в Украине

№ п/п	Характеристика институционального ограничения	Область возможных значений показателей ограничений	Обозначение индекса ограничений	№ п/п	Характеристика институционального ограничения	Область возможных значений показателей ограничений	Обозначение индекса ограничений
<b>ФОРМАЛЬНЫЕ УНИВЕРСАЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ</b>				<b>НЕФОРМАЛЬНЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ</b>			
1.	Правила и стандарты осуществления операций на рынке ценных бумаг и контроль за их соблюдением	[0;8]	ФУ <sub>1-8</sub>	1.	Уровень финансовой культуры населения	[0;2]	Н <sub>1-2</sub>
2.	Защита прав инвесторов, контроль и надзор	[0;9]	ФУ <sub>9-17</sub>	2.	Уровень коррупции	[0;6]	Н <sub>3-6</sub>
3.	Гарантии государства относительно условий осуществления инвестиционной деятельности, соблюдения прав и законных интересов ее субъектов	[0;6]	ФУ <sub>18-23</sub>	3.	Отсутствие института законопослушности	[0;2]	Н <sub>9-10</sub>
4.	Ограничения в виде необходимости получения лицензии на проведение участниками фондового рынка определенного вида деятельности	[0;13]	ФУ <sub>24-36</sub>	4.	Норма сбережений населения	[0;3]	Н <sub>11</sub>
5.	Требования к раскрытию информации	[0;16]	ФУ <sub>37-52</sub>	5.	Государственный бюрократический аппарат	[0;4]	Н <sub>12-15</sub>
6.	Ограничения, связанные с особенностями процедуры листинга и делистинга ценных бумаг	[0;4]	ФУ <sub>53-57</sub>	6.	Уровень демократии в стране	[0;4]	Н <sub>16-19</sub>
<b>ФОРМАЛЬНЫЕ СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ОГРАНИЧЕНИЯ</b>				7.	Качество регулирования	[0;2]	Н <sub>20</sub>
1.	Ограничения на возможность осуществления андеррайтинговой, брокерской и дилерской деятельности банков на фондовом рынке	[0;4]	ФС <sub>1-4</sub>	8.	Политическая стабильность	[0;3]	Н <sub>21-23</sub>
2.	Ограничения, вызванные делением банков на универсальные и специализированные	[0;1]	ФС <sub>5</sub>	<b>ИНДИКАТИВНО-ПРАВОВЫЕ ОГРАНИЧЕНИЯ</b>			
3.	Ограничения, определяющие необходимость реорганизации банка в специализированный в случае превышения в структуре его активов ценных бумаг определенной величины	[0;1]	ФС <sub>6</sub>	1.	Нормативы инвестирования в ценные бумаги отдельно по каждому учреждению; норматив общей суммы инвестирования	[0;6]	ИП <sub>1-2</sub>
4.	Ограничения относительно возможности участия банка в уставном капитале нефинансовых компаний	[0;6]	ФС <sub>7-12</sub>	2.	Ограничения на инвестиции в дочерние и другие организации, аффилированные к банку	[0;1]	ИП <sub>3</sub>
5.	Ограничения на осуществление инвестиций за рубежом	[0;4]	ФС <sub>13-16</sub>	3.	Нормативы максимального размера кредитного риска	[0;3]	ИП <sub>4</sub>
				4.	Ограничения на вложения в ценные бумаги при регулировании капитала банка	[0;6]	ИП <sub>5-10</sub>
				5.	Нормативы открытых валютных позиций	[0;6]	ИП <sub>11-12</sub>
				6.	Формирование резерва по ценным бумагам	[0;17]	ИП <sub>13-22</sub>
				7.	Установление лимитов, ограничивающих рыночный риск	[0;3]	ИП <sub>23-25</sub>

Источник: Составлено авторами

Интегральный индекс институциональных ограничений рассчитывается на основе средней арифметической, допуская одинаковую степень значимости для составляющих его показателей:

$$I_{огр} = \frac{\sum_{i=1}^n I_i}{n}, \quad (1)$$

где  $I_i$  – количество баллов  $i$ -го индекса ограничений определенного вида;  $n$  – число индексов по видам ограничений.

Интегральный индекс институциональной гибкости с учетом формальных универсальных, формальных специфических, индикативно-правовых и неформальных ограничений рассматривается нами как величина обратно пропорциональная уровню такого рода ограничений:

$$I_{гибг} = 1 - I_{огр}. \quad (2)$$

На основе формулы (2) был рассчитан уровень гибкости инвестиционных решений банков в Украине на 01.01.2013 г. (рис.).

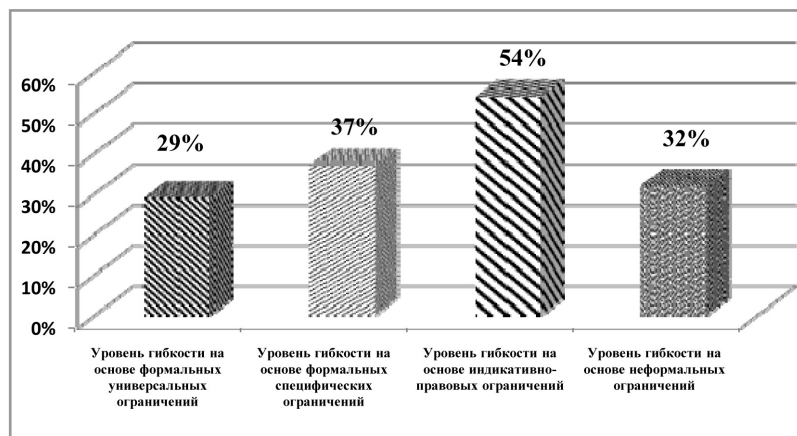


Рис. Уровень институциональной гибкости инвестиционных решений банков в Украине (на 01.01.2013 г.)

Источник: Составлено авторами

Как видно из рис., наибольший уровень институциональной гибкости приходится на формальные специфические (37%) и индикативно-правовые (54%) ограничения, что определяет в целом довольно лояльные нормативы и правила осуществления банковских инвестиций. Так, в Украине законодательно разрешено универсальным коммерческим банкам осуществлять вложения в ценные бумаги, в том числе в долевые. Как показывает анализ, максимальный потенциал таких вложений, исходя из величины регулятивного капитала банков в Украине и в соответствии с нормативом регулирования НБУ (Н12), на конец 2012 г. составил 25% (26 879,7 млрд. грн.), в то время как максимально возможный – 60%. В тоже время при максимальном использовании такого потенциала его доля в рыночной капитализации в Украине (131 342,82 млн. грн.) [3] составит только 20,5%, что делает банки важными, но не основными игроками фондового рынка.

Говоря о формальных универсальных ограничениях, необходимо отметить, что такой уровень институциональной гибкости (29%) обусловлен низкой степенью ограничений в отношении защиты прав инвесторов и акционеров, неэффективным регулированием и контролем в Украине. В подтверждение сказанного целесообразно привести данные, взятые из отчетов Мирового экономического форума, согласно которым по состоянию на 01.01.2013 г. Украина по индексу защиты прав инвесторов, защиты прав миноритарных инвесторов, регулирования фондового рынка занимала 48 место из 62 стран [1; 2].

Уровень институциональной гибкости с учетом неформальных ограничений был рассчитан на основе семейств индексов *Worldwide Governance Indicators* [4] и исследований Мирового банка [5]. В настоящее время методика Мирового банка основывается на комплексе критериев качества государственного управления, предложенном Д. Кауфманом и включающем: право голоса и подотчетность; политическую стабильность и отсутствие насилия, в соответствии с которыми в 2012 г. Украина занимала 149-е место из 165 стран мира [4]; эффективность правительства; качество законодательства; верховенство закона; уровень коррупции (Украина находится на 144-м месте из 174 стран мира) [6].

К приведенным неформальным ограничениям, на наш взгляд, необходимо добавить такие не менее важные показатели, как уровень финансовой культуры и норма сбережений населения. При этом следует согласиться с точкой зрения украинских ученых С. И. Юрия и Т. А. Кизима, которые под финансовой грамотностью населения понимают совокупность мировоззренческих позиций, знаний и навыков граждан относительно эффективности управления личными финансами и способность компетентно применять их в процессе финансовых решений [7].

Финансовая грамотность является значимым фактором роста активности населения в инвестиционных процессах, а следовательно, и повышения ликвидности фондового рынка Украины.

Исходя из показателя финансовой культуры населения, который в Украине находится на достаточно низком уровне, логичным представляется тот факт, что и норма сбережений населения будет ниже, чем во многих других странах. И это действительно так: данный показатель в Украине колеблется на уровне 8,5% – в 2011 г., 8,9% – в 2012 г. [8], а во Франции он составил в 2012 г. 16,2%, в Швейцарии – 13,2, в Германии – 10%.

Кроме приведенных отдельных индексов институциональной гибкости принятия решений, влияющих на выбор инвестиционной стратегии банка, не менее важным является коэффициент устойчивости институциональных ограничений (КУИО), рассчитываемый на основе вариации показателя институциональных ограничений, который составил 18,8%, что меньше установленного ориентира в статистике (33%). Из этого можно сделать вывод о том, что вся совокупность институциональных ограничений является в достаточной степени однородной. Соответственно, коэффициент устойчивости составил 81,2%.

Вместе с тем на выбор инвестиционной стратегии ощутимое влияние оказывают ограничения на инвестиционную деятельность в отношении определенных видов ценных бумаг (акции, облигации, включая ОВФЗ).

В табл. 2 приведены основные индексы институциональной гибкости принятия решений, влияющие на выбор инвестиционной стратегии. Как видим, наибольшая степень ограничений приходится на инвестиции в акции – 65%, что обусловлено повышенной степенью риска данных ценных бумаг. Степень ограничений на инвестиции в облигации составляет 56%, на облигации внутреннего государственного займа – 42%.

**Вывод.** Таким образом, результаты проведенного исследования показали, что в качестве критериев при выборе инвестиционной стратегии банка на основе институциональной гибкости могут служить: уровень ограничений по отношению к определенным видам ценных бумаг, устойчивость институциональных ограничений и уровень институциональной гибкости.

Кроме того, для эффективной реализации инвестиционной политики коммерческих банков целесообразным

Таблиця 2

**Индексы институциональной гибкости принятия решений,  
влияющие на выбор инвестиционной стратегии банка**

№ п/п	Индекс	Обозначение	Средний балл по данному индексу
<b>Формальные универсальные ограничения</b>			
1.	Установление правил и стандартов на рынке ЦБ	I <sub>уп</sub>	0,50
2.	Защита прав инвесторов	I <sub>зп</sub>	0,80
3.	Гарантия государства относительно инвестиционной деятельности	I <sub>гг</sub>	0,83
4.	Получение лицензии на определенные виды деятельности	I <sub>пл</sub>	1
5.	Раскрытие информации	I <sub>ри</sub>	0,94
6.	Листинг и делистинг ценных бумаг	I <sub>л</sub>	0,20
	<b>Индекс формальных универсальных ограничений</b>	<b>I<sub>фво</sub></b>	<b>0,71</b>
<b>Формальные специфические ограничения</b>			
7.	Деятельность банков на фондовом рынке	I <sub>дб</sub>	1
8.	Специализация банков	I <sub>с</sub>	0
9.	Реорганизация банка в специализированный	I <sub>рб</sub>	1
10.	Участие банка в уставном капитале нефинансовой компании	I <sub>уу</sub>	0,67
11.	Осуществление инвестиций за рубеж	I <sub>из</sub>	0,5
	<b>Индекс формальных специфических ограничений</b>	<b>I<sub>фсо</sub></b>	<b>0,63</b>
<b>Неформальные ограничения</b>			
12.	Уровень финансовой культуры населения	I <sub>фк</sub>	0,72
13.	Уровень коррупции	I <sub>ук</sub>	0,59
14.	Отсутствие института законопослушности	I <sub>ои</sub>	0,55
15.	Норма сбережения населения	I <sub>нс</sub>	1
16.	Государственный бюрократический аппарат	I <sub>га</sub>	0,61
17.	Уровень демократии в стране	I <sub>дс</sub>	0,56
18.	Качество регулирования	I <sub>кр</sub>	0,67
19.	Политическая стабильность	I <sub>пс</sub>	0,79
	<b>Индекс неформальных ограничений</b>	<b>I<sub>но</sub></b>	<b>0,68</b>
<b>Индикативно-правовые ограничения</b>			
20.	Нормативы инвестирования	I <sub>ни</sub>	0,33
21.	Инвестиции в дочерние и другие организации, аффилированные к банку	I <sub>д</sub>	1
22.	Норматив максимального размера кредитного риска	I <sub>кр</sub>	0,33
23.	Вложения в ценные бумаги при регулировании капитала банка	I <sub>вр</sub>	1
24.	Нормативы открытой валютной позиции	I <sub>оп</sub>	0,17
25.	Формирование резерва по ценным бумагам	I <sub>фр</sub>	0,41
26.	Установление лимитов	I <sub>ул</sub>	0
	<b>Индекс индикативно-правовых ограничений</b>	<b>I<sub>ип</sub></b>	<b>0,46</b>
	<b>Индекс институциональных ограничений</b>	<b>I<sub>огр</sub></b>	<b>0,64</b>
	<b>Индекс институциональных ограничений инвестиций в акции, %</b>	<b>I<sub>а</sub></b>	<b>65</b>
	<b>Индекс институциональных ограничений инвестиций в облигации, %</b>	<b>I<sub>о</sub></b>	<b>56</b>
	<b>Индекс институциональных ограничений инвестиций в ОВГЗ, %</b>	<b>I<sub>овгз</sub></b>	<b>42</b>
	<b>Коэффициент устойчивости институциональных ограничений, %</b>	<b>K<sub>уио</sub></b>	<b>81,2</b>
	<b>Интегральный индекс институциональной гибкости, %</b>	<b>I<sub>ииг</sub></b>	<b>36</b>

Источник: Составлено авторами

видится учет данных показателей при разработке Инвестиционного меморандума банка, в котором следует закрепить приоритеты инвестиционной деятельности банка и механизмы их реализации.

### Литература

- La Porta R. Legal Determinants of External Finance / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // The Journal of Finance. – 1997. – Vol. 3. – 21 p.
- The Financial Development Report [Electronic recourse]. – Accessed mode : <http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>
- Фондовая биржа ПФТС [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.pfts.com/>
- Worldwide Governance Indicators [Electronic recourse]. – Accessed mode: [http://info.worldbank.org/governance/wgi/sc\\_country.asp](http://info.worldbank.org/governance/wgi/sc_country.asp)
- Kaufmann D. The Worldwide Governance Indicators / D. Kaufmann, A. Kraay, M. Mastruzzi // Working Paper. – 2010. – № 5430. – 30 p.
- Рейтинг стран мира по уровню коррупции, 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://gtmarket.ru/ratings/corruption-perceptions-index/info>
- Юрій С. І. Фінансова грамотність населення в діалектиці сучасних освітніх тенденцій / С. І. Юрій, Т. О. Кізім // Фінанси України. – 2012. – № 2. – С. 16–25.

- Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua/>

Стаття поступила в редакцію 22.04.2013

### References

- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F. et al. (1997). Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance*, 3, 21.
- The Financial Development Report (2012). Retrieved from <http://www.weforum.org/reports/financial-development-report-2012>
- UA-exchange PFTS. Retrieved from <http://www.pfts.com/> (in Ukr.).
- Worldwide Governance Indicators. Retrieved from [http://info.worldbank.org/governance/wgi/sc\\_country.asp](http://info.worldbank.org/governance/wgi/sc_country.asp)
- Kaufmann, D., Kray, A. et al. (2010). The Worldwide Governance Indicators. *Working Paper*, 5430, 30.
- Ranking countries by the level of corruption (2012). Retrieved from <http://gtmarket.ru/ratings/corruption-perceptions-index/info> (in Rus.).
- Uriy, S., & Kizym, T. (2012). Financial literacy in the dialectics of modern educational trends. *Finances of Ukraine*, 2, 16-25 (in Ukr.).
- State Statistics Service of Ukraine. Retrieved from <http://www.ukrstat.gov.ua/> (in Ukr.).

Received 22.04.2013