

Університет банківської справи
Національного банку України
Львівський інститут
банківської справи



University of banking
of the National bank of Ukraine
Lviv institute of banking

Краківський економічний
університет



Cracow University
of Economics

**РОЗВИТОК
ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ
КРАЇН ЦЕНТРАЛЬНОЇ
ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ**

**THE DEVELOPMENT
OF FINANCIAL SYSTEM
OF COUNTRIES OF CENTRAL
AND EAST EUROPE**

Випуск 5

Volume 5

Львів
2015

Lviv
2015

Розвиток фінансової системи країн Центральної та Східної Європи : зб. наук. пр. / редкол. ; відп. ред. : д-р екон. наук О. Другов, д-р П. Була ; Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (Україна) ; Краківський економічний університет (Республіка Польща). – Львів, 2015. – Вип. 5. – 191 с.

The development of financial system of countries of Central and East Europe : collection of scientific labours / edited by Oleksiy Druhov, Piotr Bula ; Lviv institute of banking of University of banking of the National bank of Ukraine (Ukraine) ; Cracow University of Economics (Poland). – Lviv, 2015. – Vol. 5. – 191 p.

Редакційна колегія:

Другов Олексій (Україна)
– доктор економічних наук
(відповідальний редактор)

Була Пьотр (Польща) –
доктор наук
(відповідальний редактор)

Вознюк Микола (Україна) –
кандидат економічних наук

Фудалінський Януш (Польща) –
доктор наук

Миська Роман (Україна) –
кандидат історичних наук

Дудинець Л. А. (Україна) –
кандидат економічних наук

Рецензенти:

Смовженко Тамара (Україна) –
доктор економічних наук, професор

Рішард Боровецькі (Польща) –
доктор габлітований, професор

Edition collegium:

Druhov Oleksiy (Ukraine)
– doctor of economics
(chief redactor)

Bula Piotr (Poland) –
doctor (chief redactor)

Voznyuk Mykola (Ukraine) –
candidate of economic sciences

Fudalinski Janush (Poland) –
doctor

Myska Roman (Ukraine) –
PhD of history

Dudynets Lidiia (Ukraine) –
candidate of economic sciences

Reviewers:

Smovzhenko Tamara (Ukraine) –
doctor of economics, professor

Ryszard Borowiecki (Poland) –
doctor hab., professor zw.

Затверджено до друку вченою радою
Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ),
протокол № від 16 квітня 2015

О. А. Золотарева, А. А. Минченко

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНК ПЕРВОГО УРОВНЯ КАК МЕХАНИЗМ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА КАПИТАЛА

У статті запропоновано формування окремої макроструктури Інвестиційного банку першого рівня (банку капіталу) зі специфічною схемою залучення коштів потенційних інвесторів. Представлені організаційна структура і передбачуваний баланс пропонованого інституту. Розглянуто основні риси, які відрізняють його від класичних інвестиційних банків і банків розвитку.

Ключові слова: Інвестиційний банк першого рівня, ринок капіталу, довгострокові інвестиції, дезінтермедіація, банк розвитку.

Постановка проблеми. Значения показателей финансовой глубины (отношение внутреннего банковского кредита к ВВП, отношение капитализации фондового рынка к ВВП, коэффициент монетизации) свидетельствуют о слабом развитии рынка капитала в Беларуси. Их уровень в Беларуси не только ниже уровня развитых стран, но и стран с формирующимися рынками. Небанковское финансовое посредничество практически не развито. Перманентные попытки создания рынка капитала, как правило, предпринимаются сверху. Встречного движения со стороны предпринимательской среды и населения почти не происходит. Инвестиционная активность населения Беларуси сосредоточена в основном в банковском секторе. Вложения в ценные бумаги составляют незначительную долю финансовых активов домохозяйств. К тому же в структуре вкладов белорусских банков доля вкладов в белорусских рублях сроком свыше трех лет составляет всего 0,5% общей суммы новых вкладов в национальной валюте.

Анализ последних исследований и публикаций. Снижение значения банков в развитии рынка долгосрочного инвестирования наблюдается в последнее время повсеместно. Это выражалось в следующем. Во-первых, банковские бизнес-модели, развиваясь, все больше переходили к объектно-ориентированному финансированию на оптовых рынках, предполагающему развитие сложно структурированных инновационных производных финансовых инструментов, в ущерб традиционным видам банковской деятельности – приему депозитов и кредитным операциям. Это привело к резкому росту левереджа и риска контрагента. Результатом такого развития событий стало сокращение темпов банковского кредитования, особенно в Европе [1, р. 4]. Несоответствие между ресурсами банков и спросом на долгосрочное финансирование по суммам и временной структуре нарастало вплоть до кризиса 2008 года.

Во-вторых, после финансового кризиса, традиционные источники финансирования инвестиций столкнулись с проблемами бюджетных ограничений на государственные расходы, и слабыми перспективами экономического роста.

В-третьих, результаты эмпирических исследований, проведенных рядом экспертных групп на Западе, показывают, что новые банковские правила (Базель III) могут также негативно отразиться на возможности банков обеспечивать долгосрочное финансирование [2, с. 37].

В-четвертых, дезинтермедиация и рост рынков капитала привели к сдвигу в структуре всего финансового сектора. Главными поставщиками долгосрочного капитала становятся такие институциональные инвесторы как пенсионные фонды, страховые компании, паевые инвестиционные фонды, а в последнее время, суверенные фонды благосостояния. Несмотря на то, что дезинтермедиация наиболее интенсивно протекает в развитых странах, процесс перестройки роли банков и рынков капитала в финансовых системах является общемировой тенденцией. Она серьезно затронула и страны с формирующимися рынками, которые, как правило, являются банкоориентированными. В исследовании У. Уилсона, проведенном на основе изучения динамики показателя размера структуры, равного частному от деления отношения внутреннего банковского кредита к ВВП на отношение капитализации фондового рынка к ВВП, показано, что в 2000 году данный показатель в среднем по 25 странам с быстрорастущими рынками составлял 2,2, что говорит о банкоориентированности финансовых систем этих стран в этот период. В 2011 году этот показатель уже составлял 1,5. В 21 из 25 стран финансовые системы стали в большей степени ориентироваться на рынки [3, с. 13].

Тем не менее в последнее время наметились определенные препятствия в осуществлении долгосрочного инвестирования и со стороны небанковских институциональных инвесторов. Так, в одном из исследований ОЭСР обозначены следующие проблемы, которые могут возникать при долгосрочном финансировании со стороны институциональных инвесторов [1, с. 35–36]:

- отсутствие надлежащих финансовых инструментов для подобного инвестирования, поскольку только крупнейшие институциональные инвесторы имеют возможность инвестировать напрямую в инфраструктурные проекты, а доступность коллективных инвестиционных схем после начала кризиса существенно снизилась из-за высокого риска и высоких комиссионных;

- институциональные инвесторы, как правило, отдают предпочтение наименее рискованным инвестициям с долгосрочным инвестиционным планом. Поэтому они хотят иметь адекватные гарантии от рисков. В то же

время хеджирование данных рисков посредством инструментов секьюритизации ослабляет стимулы к эффективному управлению инвестиционным проектом. В этой связи некоторые правительства устанавливают ограничения на такие сделки;

- отсутствие качественных данных о проекте и четких и согласованных ориентиров приводят к тому, что оценить соотношение доходности различных активов и риск вложений в данные инвестиции оказывается очень трудно. Без достаточной информации инвесторы не хотят осуществлять вложения;

- причиной институциональной нерешительности инвесторов вкладывать средства в инновационные проекты часто является неопределенность рисков, характерная для новых технологических проектов, что делает их трудными для оценок со стороны рейтинговых агентств и других участников рынка. Крупные проекты могут быть сильно фрагментированы по собственности, а в проектах меньшего масштаба отсутствуют механизмы агрегации. Эти проблемы усугубляются отсутствием подходящих инвестиционных инструментов, обеспечения их ликвидности и необходимого соотношения риска и доходности.

В исследовании также отмечается, что лица, принимающие решения об инвестициях могут не обладать необходимым объемом знаний в области технологии данного проекта и финансовых вложений [там же].

Схожие барьеры для долгосрочного инвестирования существуют и в странах с формирующимися рынками, в частности в Беларуси. Действительно, отсутствие надлежащих финансовых инструментов для инвестора, недостаточность гарантий от рисков; отсутствие качественной информации о проектах; неопределенность рисков и трудность оценок, характерные для новых проектов, особенно в условиях отсутствия регулярного рынка; недостаточность знаний потенциальных инвесторов в области финансовых вложений и технологии различных проектов могут препятствовать развитию долгосрочного инвестирования как стороны институционального, так и со стороны массового инвестора в любой стране. Добавим к этому сложность самой процедуры оформления покупки акций с технической точки зрения и затрат времени. Тем не менее, основным, по нашему мнению, препятствием в Беларуси для развития инвестиционной и предпринимательской деятельности является психологический фактор, выражающийся в кризисе вертикального и горизонтального доверия. В основе данного кризиса лежат адаптивные ожидания, а также действия парадоксов голосования и выбора.

Изложение основного материала. Для преодоления парадоксов голосования и выбора мы предлагаем создание отдельной макроструктуры, Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала), со

специфической схемой привлечения средств, предполагающей постепенность принятия ответственности и ассоциативность в принятии решений со стороны потенциального инвестора.

Инвестиционный банк как банк первого уровня (банк капитала) должен обладать особым статусом публично-правового института, не являясь в то же время органом государственной власти. Инвестиционный банк не должен подменять центральный банк страны. Напротив, предполагается, что Инвестиционный банк будет способствовать выполнению последним функций классического центрального банка, призванного осуществлять дискреционную денежно-кредитную политику исключительно традиционными мерами.

Инвестиционно-депозитная схема банка капитала выглядит следующим образом. Потенциальным инвесторам предлагается система предпринимательских идей (инвестиционных проектов). Если потенциального инвестора заинтересует определенная идея, он сможет разместить свой депозит в Инвестиционном банке под данный бизнес-проект. Денежные средства, размещенные напротив того или иного проекта, выполняя залоговую функцию, должны иметь возможность перемещаться по всей системе проектов согласно смене приоритетов потенциальных инвесторов. Тем самым сохраняется ликвидность денежных вложений, и снижаются вмененные издержки выбора.

Организационная структура предлагаемого института должна способствовать выполнению им своей цели. Поэтому в его структуре целесообразно предусмотреть следующие подразделения: подразделение формирования инвестиционных проектов, депозитное, аналитическое, подразделение андеррайтинга, консультационное подразделение, экспертное, подразделение регулирования финансового рынка, подразделение выработки инвестиционной политики.

Подразделение формирования инвестиционных проектов должно стандартизировать информацию о поступивших инвестиционных проектах, при необходимости запрашивать необходимую информацию у госструктур, поставщиков инвестиционных проектов, руководителей предприятий, а также у аналитического подразделения банка. Оно должно отвечать за максимальную доступность и широкое распространение информации об инвестиционных проектах, а в последующем о суммах и параметрах инвестиционных вкладов под каждый проект, оказывать консультационные услуги по выработке инвестиционных проектов.

Депозитное подразделение должно работать с потенциальным инвестором в части заключения договора инвестиционного вклада под конкретный бизнес-проект. Предполагается, что это подразделение будет осуществлять ведение депозитных счетов на отдельных лицевых счетах,

начисление процентов, учет сумм, поступивших в пополнение вклада. На сборных лицевых счетах должен вестись учет сумм, поступивших под каждый инвестиционный проект, информация о которых в стандартизированном виде поступает из подразделения формирования инвестиционных проектов. Предполагается, что после поступления на сборный лицевой счет суммы, равной определенному проценту (лимиту) от общей стоимости инвестиционного проекта возможно заключение договора андеррайтинга между Инвестиционным банком и эмитентом на организацию выпуска и размещения акций или облигаций. Однако до заключения такого договора в дополнение к информации депозитного подразделения о сумме вкладов специалисты экспертного подразделения должны запросить информацию у аналитического подразделения о состоянии отрасли, в которой работает эмитент, о его положении в данной отрасли, при необходимости запрашивают иную информацию, которая им необходима для принятия решения о возможности заключения договора андеррайтинга. На основании полученной информации экспертное подразделение принимает решение о заключении договора, и тогда остающаяся сумма, непокрытая лимитом, будет размещаться банком на основании договора андеррайтинга, или о продлении периода накопления. Возможно установление разных лимитов в зависимости от отрасли, инвестиционного проекта, вида ценных бумаг, макроэкономической ситуации и других параметров. Информация об уточненной сумме лимита, необходимой для заключения договора андеррайтинга, должна поступить в депозитный отдел из экспертного подразделения. После решения экспертного подразделения о возможности заключения договора андеррайтинга уже накопленная на инвестиционных вкладных счетах сумма перечисляется на временный счет для пополнения уставного фонда. Недоразмещенная сумма размещается Инвестиционным банком (банком капитала). Этот процесс предполагает определенные действия со стороны Инвестиционного банка: организацию допуска к размещению на бирже (при биржевом размещении), подготовку торгов и непосредственное участие в них, заключение сделок с инвесторами, подготовку документов для государственной регистрации отчета об итогах выпуска. Предполагается, что Инвестиционный банк (банк капитала) будет оказывать и ряд других услуг, характерных для классического инвестиционного банка: хранение и учет прав на ценные бумаги, осуществление расчетов, заключение договоров с организациями, которые будут обслуживать размещение и обращение ценных бумаг. До полного размещения банк должен проводить рекламную кампанию по выпуску. Таким образом банк, руководствуясь решением экспертного подразделения, помогает проекту реализоваться посредством выпуска

ценных бумаг (например, облигаций) под недостающую сумму. Возможно также предоставление долгосрочного кредита на недостающую сумму.

Если же инвестиционные вклады депонируются под создаваемое предприятие, то после достижения на сборном лицевом счете суммы равной ориентировочной величине уставного фонда⁴⁶, предварительно определенной экспертным подразделением, между потенциальными инвесторами-вкладчиками Инвестиционного банка возможно заключение договора о создании акционерного общества. В этом случае инвесторы-вкладчики становятся учредителями акционерного общества. После уточнения в договоре величины уставного фонда и определения других параметров договора средства со сборного лицевого счета могут быть перечислены на временный счет в коммерческом банке или в Инвестиционном банке первого уровня, открытие которого должно быть законодательно разрешено в данном банке. После этого учредители могут начать процедуру государственной регистрации предприятия, если уставный фонд сформирован в полном объеме, или предоставить Инвестиционному банку в письменной форме мандат на организацию выпуска ценных бумаг с последующим заключением договора для завершения формирования уставного фонда.

При возникновении ситуации высокого спроса на некий инвестиционный проект и быстрого накопления требуемой суммы в инвестиционных вкладах необходимо, на наш взгляд, предусмотреть минимальный срок нахождения сумм на вкладных счетах в Инвестиционном банке, что несколько снизит ликвидность депонированных денежных средств и позволит избежать ажиотажного акционирования и приватизации отдельных активов.

Договор андеррайтинга, заключаемый с Инвестиционным банком (банком капитала), в зависимости от вида договора предполагает определенную ответственность банка за успех размещения ценных бумаг и создание ликвидного вторичного рынка. Поддержание ликвидности ценных бумаг на вторичном рынке подразумевает выполнение в течение определенного срока аналитической и исследовательской поддержки эмитента (изучение динамики курса ценных бумаг и факторов на нее влияющих), выставление двусторонних котировок по ценным бумагам данного эмитента и ряд других услуг. На наш взгляд, целесообразно взимание комиссионных по такого рода услугам, предоставляемым Инвестиционным банком (банком капитала) по инициативе эмитента. Однако регулирование ликвидности вторичного рынка Инвестиционных

⁴⁶ В Республике Беларусь минимальный размер уставного фонда предусмотрен только для коммерческих организаций с иностранными инвестициями, акционерных обществ (ОАО, ЗАО), банков, небанковских кредитно-финансовых организаций, страховых организаций, страховых брокеров. Иные коммерческие организации (унитарные предприятия, ООО, ОДО) самостоятельно определяют размер уставного фонда.

банк должен будет осуществлять и на постоянной основе в отношении ценных бумаг широкого класса на некоммерческих принципах. В этом принципиальное отличие Инвестиционного банка первого уровня от классического инвестиционного банка. Деятельность Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала) по предоставлению услуг андеррайтинга выходит за рамки микроэкономического понимания данного понятия как определенного набора гражданско-правовых сделок, осуществляемых на двусторонней или многосторонней основе. В применении к банку капитала мы рассматриваем эту деятельность как инструмент регулирования цен на активы. В этом смысле его деятельность по организации выпуска и размещения ценных бумаг эмитентов можно назвать некоммерческим андеррайтингом, хотя по сделкам данного рода можно предусмотреть выплату определенной суммы комиссионных со стороны эмитентов.

При определении видов андеррайтинга для банка капитала можно, на наш взгляд, воспользоваться уже имеющимся опытом заключения договоров такого типа. Андеррайтинг на основе твердых обязательств (*firmcommitment underwriting*), исходя из оценки ситуации в отрасли и в экономике в целом, можно было бы применять в отношении крупных фирм, что служило бы гарантией размещения выпуска. В отношении небольших фирм и создаваемых предприятий целесообразно применять андеррайтинг на основе лучших усилий (*best efforts underwriting*).

Инвестиционный банк (банк капитала), как правило, не пойдет на заключение договора андеррайтинга, если совокупная сумма вкладов потенциальных инвесторов под бизнес-проект ниже установленного уровня. Однако руководствуясь макроэкономическим видением ситуации, динамикой развития отраслевых и межотраслевых связей, Инвестиционный банк (банк капитала) может заключить договор и позволить проекту реализоваться и в этом случае. Проект, бесперспективный в микроэкономическом аспекте, будучи объединенным с иными проектами, может обусловить и собственную прибыльность, и прибыльность объединенных с ним проектов. В этом проявляется макроэкономическая специфика Инвестиционного банка (банка капитала), его принципиальное отличие от иных финансовых посредников. Возможна и обратная ситуация, когда динамика развития экономической ситуации и формируемая в процессе пополнения инвестиционных вкладов их общеэкономическая структура делают проект нецелесообразным даже при полном покрытии проекта инвестиционными вкладами. В результате данный проект по решению экспертного подразделения может не состояться, быть преобразован в несколько иной проект, объединен с другими проектами или проектом. Таким образом, в выстраивании

«дорожной карты» экономики и ее структуры Инвестиционный банк (банк капитала) руководствуется макроэкономическими методами агломерации и агрегирования.

Выводы. Руководствуясь макроэкономическими потребностями финансовой стабильности Инвестиционный банк (банк капитала) в регулировании вторичного рынка может применять специальные инструменты. К их числу можно отнести не только выставление двусторонних котировок по ценным бумагам определенных эмитентов, но также применение валоризации курса акций. В последнем случае Инвестиционный банк (банк капитала) таргетирует и публично объявляет цели по приросту курса акций ведущих предприятий на определенный период. Посредством данных инструментов Инвестиционный банк (банк капитала) выстраивает некий аналог нетрадиционной денежно-кредитной политики, широко применяемой в развитых странах. Валоризация активов позволит обеспечить повышательную тенденцию акциям, уже находящимся в обращении и защитит зарождающийся фондовый рынок от возможных спекулятивных сбросов акций.

Отличие Инвестиционного банка (банка капитала) от классических инвестиционных банков и банков развития можно выразить в особенностях его баланса (*табл. 1*).

Таблица 1

**Предполагаемый баланс Инвестиционного банка
(банка капитала)**

Актив	Пассив
Кассовая наличность	Собственный капитал
Вложения в корпоративные ценные бумаги	Инвестиционные вклады (депозиты)
Долгосрочные и среднесрочные кредиты	Временные счета для формирования уставного фонда
Прочие активы	Прочие пассивы

От банков развития Инвестиционный банк (банк капитала) отличается не только составом активной и пассивной частей баланса, но и степенью охвата экономики. Банки развития осуществляют кредитование, как правило, тех сфер хозяйства, которые правительство определяет как точки роста национальной экономики. В то время как банк капитала выстраивает структуру долгосрочного финансирования и соответственно структуру экономики в целом в соответствии с выбором потенциальных инвесторов.

Список использованной литературы

1. The Role of Banks, Equity Markets and Institutional Investors in Long-Term Financing for Growth and Development / Report for G20 Leaders. – 2013. – February.
2. Усоскин В. М. Базель III: влияние на экономический рост (обзор эмпирических исследований) / В. М. Усоскин, В. Ю. Белоусова, М. В. Клинцева // Деньги и кредит. – 2013. – № 9. – С. 32–38.

3. Уилсон У. Т. Банки и рынки капитала: какая финансовая структура оптимальна для быстрорастущих рынков? / У. Т. Уилсон // Институт исследований развивающихся рынков (IEMS) бизнес-школы СКОЛКОВО. – 2013. – Вып. 13-07. – 35 с.

Золотарева О.А., Минченко А. А. Инвестиционный банк первого уровня как механизм формирования рынка капитала

В статье предложено формирование отдельной макроструктуры, Инвестиционного банка первого уровня (банка капитала), со специфической схемой привлечения средств потенциальных инвесторов. Представлены организационная структура и предполагаемый баланс предлагаемого института. Рассмотрены основные черты, которые отличают его от классических инвестиционных банков и банков развития.

Ключевые слова: Инвестиционный банк первого уровня, рынок капитала, долгосрочные инвестиции, дезинтермедиация, банк развития.

Zolotareva O. A., Minchenko A. A. Investment Bank of the first level as a mechanism for the formation of capital market

The article suggested the formation of a separate macrostructure, Investment Bank first level (Bank of capital), with a specific scheme to raise funds of potential investors. The organizational structure and the estimated balance of the proposed institute presented. The main features that distinguish it from the classic investment banks and development banks are considered.

Key words: Investment Bank of the first level, capital market, long-term investments, disintermediation, development bank.

Золотарева Ольга Александровна – кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой банковского дела Полесского государственного университета.

Минченко Анатолий Александрович – старший преподаватель кафедры экономики и финансов УО Федерации профсоюзов Беларуси «Международный университет «МИТСО», Гомельский филиал.