

УДК 336.77

## СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ

**Ольга Александровна ЗОЛОТАРЕВА**

к.э.н., доцент, Полесский государственный университет  
E-mail: olgaztv@gmail.com

**Оксана Александровна ТЕЛЯК**

к.э.н., Полесский государственный университет  
E-mail: tcfm@yandex.ru

*Анотація:* Авторами статті розроблена концепція реформування інституційної структури грошово-кредитної політики Білорусі. Ключовим моментом зміни інституціональної структури макроекономіки і макроекономічної політики запропонована модель функціонування Банку капіталу.

*Аннотация.* Авторами статьи разработана концепция реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики Беларуси. Ключевым моментом изменения институциональной структуры макроекономики и макроэкономической политики предложена модель функционирования Банка капитала.

**Ключові слова:** Фінанси, кредитна система, фінансова глибина, кредитна інфраструктура, фінансові посередники, Банк капіталу.

**Ключевые слова:** финансы, кредитная система, финансовая глубина, кредитная инфраструктура, финансовые посредники, Банк капитала.

Предложения о реформировании институциональной структуры денежно-кредитной и финансовой системы неоднократно обсуждались в отечественной и зарубежной литературе. Так, Р. Фармер в 2013 году выступил с идеей создания института с полномочиями, равными тем, которыми обладает центральный банк страны, для осуществления операций на открытом рынке между рискованными и безопасными активами для снижения волатильности цен на финансовом рынке [1]. В российской литературе предложения о выделении особой макроструктуры для формирования и спецификации оборота капитала в экономиках постсоветских стран высказывали Л. П. Евстигнеева и Р. Н. Евстигнеев [2, 3, 4]. Предложенное ими название данной структуры мы использовали в исследовании [5]. В совместной работе С. Э. Пекарского, М. А. Атаманчука и С. А. Мерзлякова при анализе взаимодействия центрального банка и правительства в части управления государственным долгом дедуцирована необходимость третьего органа, неявно координирующего действия первых двух [6]. Тем не менее, в данных работах не представлены

конкретные контуры данного института и способы его взаимодействия с существующими макроструктурами.

Основные элементы предложенной концепции реформирования институциональной структуры денежно-кредитной политики Беларуси можно свести к следующему: основная цель создания отдельной макроструктуры, Банка капитала, состоит в том, чтобы освободить центральные банки от несвойственных им фискальных функций и снизить их балансовые риски. Для стран с формирующимися рынками важнейшей целью новой макроструктуры станет создание и спецификация оборотов рынка финансового капитала, что позволит повысить уровень монетизации экономики на безынфляционной основе.

Декомпозиция поставленных целей позволила сформулировать следующие задачи предлагаемой макроструктуры:

- создание рынка капитала;
- спецификация сбережений населения и субъектов хозяйствования;
- инициирование инвестиционного спроса;
- диверсификация инвестиционной активнос-

ти населения и организаций;

- содействие в приватизации государственной собственности;

- регулирование финансового рынка на постоянной основе.

Проведенный анализ инвестиционного спроса показал, что инвестиционная активность населения Беларуси сосредоточена в основном в банковском секторе. Ликвидность рынка ценных бумаг является крайне низкой. Предпринимательская активность оценивалась в основном по степени развития малого и среднего бизнеса в основных макроэкономических показателях. Данный анализ показал низкий уровень предпринимательской активности не только в сравнении с развитыми странами, но и в сравнении с развивающимися странами.

Основными причинами низкой инвестиционной и предпринимательской активности являются регулятивная среда и кризис доверия. Основной упор мы сделали на механизмах формирования социального доверия, базового института денежно-кредитной политики.

Кризис института доверия в странах с формирующимися рынками мы определили комплексом причин: 1) негативными адаптивными ожиданиями; 2) действием парадокса голосования; 3) действием парадокса выбора. В развитых странах финансовый рынок, прежде всего рынок коллективных инвестиций, создает различные формы преодоления данных парадоксов. К тому же, успешный опыт инфляционного таргетирования на протяжении многих лет сформировал у общественности стабильные позитивные ожидания, ставшие важным каналом монетарной трансмиссии.

В странах с формирующимися рынками, в частности в Беларуси, рынок самостоятельно не вырабатывает формы преодоления данных парадоксов, поэтому рынок капитала попадает в категорию общественных благ, что является дополнительной причиной роста государственных расходов и усиления института контроля, находящегося по отношению к институту доверия в отношениях субституциональности.

Особое внимание нами было уделено роли Банка капитала в инициировании инвестиционного спроса. Инвестиционный спрос формируется в модели Банка капитала таким образом, чтобы специфицировать оборот капитала, отделив его от товарно-денежных оборотов. При этом особая схема привлечения средств в Банк капитала автоматически предусматривает обес-

печение оборотов финансового капитала оборотами производительного капитала. Данная схема имеет своим аналогом применяемую в Беларуси, Чехии и ряде других стран систему стройсбережений. Принципиальная особенность заключается в том, что вклады осуществляются не под строительство жилой недвижимости, а под инвестиционные проекты. В отношении такого рода инвестиций, снимающих проблему выбора и парадокс голосования, применяем понятие «имплицитивные инвестиции».

Нами предложена система терминов в отношении депозитно-инвестиционных схем Банка капитала. Так, депозиты, вносимые потенциальными инвесторами под инвестиционные проекты, мы предложили называть инвестиционными сбережениями (вкладами). Период времени между датой внесения вклада и датой реализации инвестиционного решения мы назвали сберегательным этапом. Период, начало которого определяется трансформацией депозитов в различные формы участия в капитале инвестиционного проекта, мы определили как инвестиционный этап.

Проанализировав депозитные схемы системы стройсбережений и инвестиционные вклады, предлагаемые коммерческими банками, мы конкретизировали некоторые условия привлечения сбережений в Банке капитала. Так, мы считаем необходимым, во-первых, допустить возможность перемещения инвестиционных вкладов в Банке капитала по всей системе проектов сообразно смене приоритетов потенциальных инвесторов, что повысит ликвидность вложений и снизит вмененные издержки выбора. Во-вторых, целесообразно в первое время ограничить сроки сберегательного этапа, что снизит опасения инвесторов относительно возможности инфляционного обесценения вкладов. В-третьих, важно обеспечить валоризацию инвестиционных сбережений в случае существенного изменения курса национальной валюты. И, наконец, в отличие от инвестиционных вкладов, предлагаемых банками второго уровня, инвестиционные вклады в Банке капитала должны подлежать гарантированию в полном размере.

Депозитно-инвестиционная деятельность Банка капитала должна отвечать следующим принципам:

- аккумулялирование средств в Банке капитала должно быть публичным с целью определения рейтинга инвестпроекта. Рейтинги должны быть максимально доступны и широко охватывать контактные аудитории посредством аренды

электронных площадок Национального центра маркетинга и конъюнктуры цен, Белорусской универсальной торговой биржи, Белорусской валютно-фондовой биржи, других деловых площадок и административных Интернет-ресурсов;

- форма представления инвестпредложений должна определяться экспертами Банка капитала. Она должна быть унифицирована, хотя возможна конкретизация в зависимости от отрасли, масштаба проекта или по другим признакам;

- целесообразно предусмотреть предварительную экспертизу инвестиционного проекта в Банке капитала. В последующем можно предусмотреть оказание платных услуг со стороны Банка капитала по оформлению идеи в инвестпроект, пригодный для оценки и голосования.

Банк капитала в заданном контексте будет способствовать созданию механизма устойчивого развития регионов, в том числе и малых административно-территориальных объединений. Местные власти получают эффективный механизм распределения государственного финансирования на создание малого бизнеса. В данном случае они могут выступать и в качестве потенциальных инвесторов, размещающих депозиты в Банке капитала под конкретные инвестиционные проекты с учетом их рейтинга, и в качестве поставщиков инвестпредложений.

Банковский ресурс сможет использоваться более эффективно: доступность рейтингов инвестпроекта позволит существенно снизить кредитные риски.

Предлагаемая конструкция Банка капитала вполне пригодна и для осуществления массовой приватизации.

На основе анализа опыта массовой приватизации в постсоветских странах, были выделены факторы успешности отдельных моделей и определены их недостатки.

Наиболее близкой к предлагаемой является модель массовой приватизации, проводимая в Чехословакии (с 1993 года в Чехии).

При разработке оптимальной схемы приватизации мы поставили задачу объединения достоинств двух ее форм – ваучерной (купонной) с ее социальным акцентом, приватизации посредством публичного размещения акций, обеспечивающей приток финансирования в компанию и повышение ликвидности капитала, – и в то же время минимизировать издержки данных форм акционирования, обеспечив экономическую эффективность приватизируемых предприятий.

Модель приватизации посредством Банка

капитала должна включать в себя следующие элементы:

- оформление процесса приватизации как государственной программы, что придаст ему значимость и обеспечит информационную поддержку;

- прозрачность и гласность критериев внесения (невнесения) предприятия в приватизационные списки;

- четкое определение количества траншей приватизации и времени начала и окончания каждого транша;

- определение доли собственности, подлежащей приватизации населением в каждом транше;

- альтернативность приватизационных планов, при этом инициатива приватизации может исходить от государства, предприятия, потенциальных инвесторов;

- инвестиционные вклады в Банке капитала могут открываться только после широко объявленного начала транша;

- сроки окончания сберегательного этапа и начала инвестиционного этапа должны быть четко определены;

- во время сберегательного этапа номинальным держателем акций является Банк капитала. Он будет обладать правом покупки акций в случае отсутствия спроса;

- транши делятся на туры, количество туров в каждом транше может быть разным; первоначальная стоимость акций во время первого тура должна быть одинаковой; заявки удовлетворяются, исходя из суммы каждого вклада, а оставшиеся акции переносятся в следующий тур, где их цена будет формироваться, исходя из сумм инвестиционных вкладов под данный проект.

Основным преимуществом предлагаемой схемы приватизации является получение широкого доступа к финансированию для государственных предприятий; увеличение возможностей получения предприятием стратегического инвестора; высокие темпы формирования рынка капитала; личное участие инвестора в управлении предприятием.

Предполагается, что Банк капитала не будет относиться к банкам второго уровня. Он должен обладать особым статусом публично-правового института, не являясь в то же время органом государственной власти. Его властные полномочия должны проявляться только в области регулирования финансового рынка. Отношения с потенциальными инвесторами, поставщиками инвестиционных предложений должны носить

горизонтальный характер, оформляться двусторонними договорами и регулироваться гражданским законодательством. Его деятельность должна регулироваться специальными нормативными правовыми актами и не подпадать под регулирование банковским законодательством.

Существует определенное сходство между инвестиционно-депозитной моделью Банка капитала и коллективными инвестиционными схемами. Основными чертами сходства является прозрачность инфраструктуры, высокая доступность для розничного инвестора. К тому же обе системы включают в себя механизм трансформации сбережений в инвестиции и снижают риски инвесторов. Главные отличительные особенности Банка капитала состоят в следующем: инвесторы посредством инвестиционных вкладов приобретают право на индивидуальные инвестиции; инвестиционные вклады в Банке капитала персонализированы и увязаны с объектом инвестиций; инвестиционные решения принимаются не профессиональным управляющим, а самим инвестором в рамках пула инвесторов, объединенных единым инвестиционным проектом. И если в организациях коллективного инвестирования снижение риска происходит посредством распределение его между объектами инвестиций, то в Банке капитала риск распределяется между инвесторами одного инвестиционного проекта. Дополнительным фактором снижения риска для инвесторов в Банке капитала является возможность перемещения вкладов

между разными инвестиционными проектами.

Данные характеристики определяют микроэкономическую сторону деятельности Банка капитала на финансовом рынке. Но его основное назначение состоит в изменении институциональной структуры макроэкономики и макроэкономической политики.

Основное макроэкономическое значение Банка капитала состоит в придании ликвидности активам длительного пользования. Активы длительного пользования, находясь в состоянии покоя, обладают низкой ликвидностью. Вовлекаясь в рыночный оборот, они приобретают рыночную цену и свойство ликвидности. Предлагаемый порядок формирования цен на них, а также предложенная система снижения рисков позволяют придать активам длительного пользования самостоятельную ценность ликвидного актива, в то время как в рамках действующей парадигмы они рассматриваются исключительно как средство создания новой стоимости (ВВП).

Посредством депозитно-инвестиционной схемы Банка капитала обороты производительного капитала будут обеспечивать обороты финансового капитала. При этом активы длительного пользования – это не только производительный капитал, но и вся система долгосрочных ожиданий, которую формирует Банк капитала. По сути, Банк капитала институционализирует данную систему долгосрочных ожиданий, формируя базовый институт доверия.

*Список использованных источников*

1. Farmer R. Qualitative easing: a new tool for the stabilisation of financial markets // Bank of England. Quarterly Bulletin. — 2013. — Q4. Volume 53. No. 4. — P. 405–413.
2. Евстигнеева Л. П. Внутренний рынок: макроэкономический аспект / Л. П. Евстигнеева, Р. Н. Евстигнеев // *Общественные науки и современность*. — 1999. — № 2. — С. 20–33.
3. Евстигнеева Л. П. Финансовый капитал как системообразующий фактор экономики / Л. П. Евстигнеева, Р. Н. Евстигнеев // *Общественные науки и современность*. — 1998. — № 6. — С. 5–26.
4. Евстигнеева Л. П., Евстигнеев Р. Н. Энергетический потенциал рыночной трансформации (III Пущинские чтения) / Л. П. Евстигнеева, Р. Н. Евстигнеев // *Вопросы теории рыночной*

- трансформации в России (выпуск второй). — М. : МНИИПУ. — 1999.
5. Золотарева О. А. Денежно-кредитная политика: от мейнстрима к постсоветским реалиям / О. А. Золотарева. — СПб. : Изд-во СПбГЭУ, 2014. — 282 с.
6. Пекарский С. Э., Атаманчук М. А., Мерзляков С. А. Взаимодействие фискальной и монетарной политики в экспортоориентированной экономике. Препринт WP12/2007/02. Серия WP12 Научные доклады лаборатории макроэкономического анализа Москва ГУ ВШЭ 2007 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [https://www.hse.ru/data/2010/05/06/1216469503/WP12\\_2007\\_02.pdf](https://www.hse.ru/data/2010/05/06/1216469503/WP12_2007_02.pdf), свободный.