

Будущее модели независимого инвестиционного банка

© 2009 А.И. Какабадзе

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова

Мировой финансовый кризис привел к краху множества финансовых институтов различных типов. Исчезновение “большой пятерки” инвестиционных банков США ставит вопрос о жизнеспособности модели независимого инвестиционного банка. В предлагаемой статье дается краткая история разделения коммерческого и инвестиционно-банковского бизнеса, рассматриваются угрозы и возможности, предоставляемые моделями универсального и независимого инвестиционного банка.

Ключевые слова: инвестиционные банки, инвестиционно-банковские операции, независимый инвестиционный банк.

Важность роли института инвестиционных банков изначально определяется развитостью механизма прямого финансирования в системе перераспределения финансовых ресурсов субъектов хозяйствования, т.е., по сути, степенью развитости фондового сегмента финансового рынка страны.

Так, для экономик, принявших англосаксонскую модель функционирования финансового рынка, фондовый сегмент последнего традиционно играет существенную роль в перераспределении инвестиционных ресурсов¹.

В историческом аспекте разделение операций на инвестиционно-банковские и операции коммерческих банков связано со структурными преобразованиями, имевшими место в период Великой депрессии, в частности с введением регулятивных барьеров, наложенных на операции американских банков законом Гласса - Стигалла (Glass - Steagall Act) в 1933 г.²

Такие барьеры имели целью снижение рисков банковского сектора, которые, по мнению его создателей, могли возрасти при осуществлении коммерческими банками операций с ценными бумагами и явились одной из причин крушения банков в период Великой депрессии.

Объективные реалии развития мирового финансового рынка, рост конкуренции со стороны

европейских финансовых институтов предопределили необходимость размытия границ между инвестиционными и коммерческими банками.

Так, в 1987 г. американские инвестиционные банки получили от ФРС более широкие полномочия по андеррайтингу ряда внутренних ценных бумаг. В 1989 г. ФРС разрешила вхождение в структуру банковских холдинговых компаний подразделений, занимающихся андеррайтингом корпоративных долговых ценных бумаг, с сохранением финансовой обособленности коммерческих банков и их инвестиционных подразделений. В 1999 г., после принятия закона Грэма - Лич - Блайли³, в США сформировались все предпосылки для перехода к системе универсальных банков.

Если говорить о других странах с развитым финансовым сектором, то разделение операций банков на традиционные и инвестиционно-банковские было упразднено в них раньше, чем в США. Во Франции в 1980-е гг. было отменено имевшее место с 1945 г. разделение банков на коммерческие и инвестиционные. В Японии с 1993 г. коммерческие банки получили законодательное разрешение на создание банковских холдинговых компаний, в состав которых могли входить профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Сам запрет на совмещение деятельности коммерческого и инвестиционно-банковского характера может быть вреден для финансовой системы страны.

Именно в силу вредоносного характера разделения, де-факто оно было преодолено в США еще до официального принятия закона Грэма - Лич - Блайли. Ряд факторов, предопределивших необходимость отказа от ограничений, налагаемых законом Гласса-Стигалла, представлен ниже.

³ Закон Грэма-Лич-Блайли (Gramm - Leach - Bliley Act) известен также как закон “Об изменениях в сфере финансовых услуг” (The Financial Services Modernization Act).

¹ При этом даже в странах, принявших англосаксонскую модель организации финансового рынка, отмечается преобладание сегмента непрямого финансирования (indirect finance) над фондовым сегментом (direct financing) финансового рынка (см.: например: *Mishkin F.S. The economics of money, banking, and financial markets*). 7th ed. Addison-Wesley, 2004. P. 31.

² Закон о Банках (The Banking Act) 1933 г., отдельные параграфы которого, имеющие отношение к разделению инвестиционных и коммерческих банков, известны как закон Гласса - Стигалла (Glass - Steagall Act). Данный закон запрещал банкам иметь аффилированность с любыми организациями, в существенной степени (“...organizations, engaged principally...”) связанными с проведением операций в сфере андеррайтинга, продажи или распространения акций, облигаций, векселей или иных ценных бумаг.

Во-первых, сама формулировка закона - "...организации, преимущественно вовлеченные в операции по андеррайтингу..." - давала возможность преодолеть данное ограничение. Так, например, в 1966 г. доля комиссионного вознаграждения за брокерское обслуживание в структуре доходов инвестиционных банков достигла около 62%, оставляя на услуги по андеррайтингу и корпоративному финансированию около 7,3% совокупного дохода⁴.

Позднее в закон вносился ряд поправок, фиксировавших величину возможного вовлечения банковской холдинговой компании в регламентируемые виды деятельности. К моменту отмены закона Гласа-Стигалла эта величина достигала 25%.

Во-вторых, осуществлялась критика со стороны научного сообщества. Разграничение инвестиционно-банковской и коммерческой деятельности базировалось на идее сверхвысокой рискованности операций по андеррайтингу ценных бумаг. Множество проведенных позднее исследований поставило под сомнение данное предположение. Наиболее авторитетным трудом в этой области является работа Г. Бенстона⁵, в которой опровергается факт наличия связи между банкротством американских банков в период Великой депрессии и их аффилированностью с андеррайтинговым бизнесом.

В-третьих, банк несет существенные издержки, связанные с выполнением предписанных Законом процедур мониторинга степени вовлеченности в ограничиваемые сегменты бизнеса.

Вплоть до разгара кризиса ипотечного рынка в США существовала "большая пятерка" не-

зависимых инвестиционных банков - Merrill Lynch, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Goldman Sachs & Co и Bear Sterns.

Анализ мирового рынка инвестиционно-банковских операций позволяет говорить о лидирующем положении представителей данной пятерки в группе крупнейших игроков отрасли (см. таблицу).

По итогам 2007 г. 4 члена группы "большой пятерки" представлены в рейтинге крупнейших десяти игроков мирового рынка инвестиционно-банковских операций по показателю величины заработанных комиссий⁶. Таким образом, рассматривая в качестве показателя эффективности модели ее способность генерировать доход, можно сделать вывод о достаточной эффективности модели независимого инвестиционного банка.

Аналогичный результат дает анализ относительной способности модели к генерированию доходов через расчет удельного показателя заработной комиссии на рынке долевого финансирования (заработанная комиссия к величине привлеченных для клиента средств). Так, по итогам 2007 г. наибольшая относительная величина комиссионного вознаграждения на рассматриваемом рынке - 2,4% и 2,3% - получена независимыми инвестиционными банками Merrill Lynch и Lehman Brothers, соответственно.

Объяснением относительного преимущества инвестиционных банков в размещении ценных бумаг (в первую очередь долевого характера) и аргументом в пользу модели независимого инвестиционного банка традиционно служит концепция конфликта интересов, имеющая место при совмещении функции коммерческого банка (кредитование клиента) и инвестиционного банка (размещение ценных бумаг клиента).

Размер заработанного вознаграждения и позиции крупнейших мировых финансовых посредников, млн. долл. США, 2007 г.

№ п/п	Рынок долгового финансирования		Рынок долевого финансирования		Рынок слияний и поглощений	
	Банк	млн. долл.	Банк	млн. долл.	Банк	млн. долл.
1	Citi	1 657	JP Morgan	1 670	Goldman Sachs	3 147
2	JP Morgan	1 358	UBS	1 594	Morgan Stanley	2 574
3	Deutsche Bank AG	1 182	Citi	1 454	Citi	1 961
4	Merrill Lynch	1 169	Merrill Lynch	1 368	JP Morgan	1 952
5	Lehman Brothers	1 048	Goldman Sachs	1 351	UBS	1 920
6	Morgan Stanley	1 045	Morgan Stanley	1 318	Credit Suisse	1 587
7	Goldman Sachs	940	Credit Suisse	1 208	Merrill Lynch	1 539
8	Banc of America	881	Deutsche Bank	969	Lehman Brothers	1 298
9	Credit Suisse	815	Lehman Brothers	708	Deutsche Bank	1 072
10	UBS	779	Nomura	349	Rothschild	925

⁴ Hayes S.L. III. The transformation of investment banking // Harvard Business Review. Jan.-feb. 1979.

⁵ Benston G.J. The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered. Oxford University Press, 1990. См. также: Geyfman V. Banks in the securities business: market-based risk implications of section 20 subsidiaries / Federal Reserve Bank of Philadelphia. 2005.

В общем виде конфликт интересов в рамках универсальной банковской структуры проявляется в двух направлениях.

⁶ Попадание представителей пятерки независимых инвестиционных банков в рейтинг крупнейших игроков рынка не ограничивается 2007 г. и представляет собой стабильную тенденцию.

Во-первых, осуществляя функцию мониторинга состояния заемщика, банк наилучшим образом осведомлен о его финансовом состоянии. В ситуации ухудшения финансового состояния клиента банк с целью минимизации рисков, связанных с невозвратом кредита, может осуществить привлечение дополнительных ресурсов для клиента через инструменты фондового рынка, убедив потенциальных инвесторов в их надлежащем качестве, с тем чтобы направить полученные средства на погашение выданного ранее кредита.

Во-вторых, банк, концентрируясь на предоставлении собственных ресурсов наиболее надежной категории заемщиков, может осуществлять вывод на фондовый рынок только заемщиков низшей категории надежности, тем самым минимизируя для себя риски невозврата предоставленных средств.

Предполагая наличие соответствующего конфликта интересов, рациональный инвестор требует от универсального финансового посредника премии к доходности размещаемых ценных бумаг⁷. Таким образом, независимый инвестиционный банк, лишенный конфликта интересов в рассматриваемом аспекте, и представляется рациональному инвестору более надежным посредником между заемщиком и инвестором. Большая надежность в свою очередь может обеспечивать инвестиционному банку большее вознаграждение.

Таким образом, исторический факт сосуществования коммерческого и инвестиционно-банковского бизнеса при де-факто имеющейся возможности универсализации деятельности в рамках единой банковской холдинговой структуры, с одной стороны, и высокая эффективность работы “чистых” инвестиционных банков - с другой, является красноречивым подтверждением эффективности модели независимого инвестиционного банка.

Профиль классической инвестиционно-банковской отрасли в последние десятилетия претерпел существенные изменения.

Период конца 1970-х - начала 1990-х гг. считается переломным моментом в инвестиционно-банковском бизнесе. Рост конкуренции со стороны коммерческих банков и прочих финансовых институтов, наряду с технологической революцией в финансовом секторе, послужил фак-

тором существенных преобразований внутри инвестиционно-банковских фирм.

Формула успеха инвестбанка смещается с предоставления услуг высочайшего качества и сохранения “марки” инвестиционно-банковской фирмы к универсализации и способности осуществлять весь спектр инвестиционно-банковских операций. При этом на первое место выходит оперативность в удовлетворении потребностей клиентов. Ориентация на “традиционную привязанность” клиента к компании утрачивает былую актуальность в свете обострения конкуренции.

Новые требования рынка вылились в очередной виток масштабной инновационной деятельности инвестиционных банков. Появляются инструменты, намного ускоряющие процесс привлечения финансирования как с функциональной, так и с технической точки зрения.

Ретроспективный анализ отрасли позволяет выделить основные стратегии сохранения рыночной позиции инвестбанков и проследить успешность их реализации. Наиболее очевидной является стратегия сохранения специализации с планомерным увеличением доли рынка путем укрупнения бизнеса через приобретение специализированного бизнеса конкурентов.

К адептам данного типа стратегии укрепления позиции на рынке можно причислить таких поставителей инвестиционно-банковского бизнеса, как Salomon, со специализацией на государственных облигациях и ценных бумагах финансового сектора, а также обязательствах, обеспеченных кредитами под залог недвижимости (СМО - collateralized mortgage obligations - облигации с ипотечным покрытием); Drexel в сфере торговли бросовыми облигациями (junk bonds - “мусорные” облигации); Bankers Trust в сегменте операций с производными финансовыми инструментами; Baring Brothers с операциями на развивающихся азиатских рынках; Kidder Peabody со специализацией на бумагах с фиксированным доходом.

Однако опыт показал, что такая тактика в чистом виде оказалась нежизнеспособной для ряда крупнейших инвестбанков. В частности, крах рынка бросовых облигаций 1990 г. оказался фатальным для Drexel. Обвал фондового рынка в начале 1980-х также привел к тяжелым последствиям для ряда крупнейших игроков, имеющих существенные портфели промежуточных кредитов (bridge loans), погашаемых выпуском бросовых облигаций.

Скандалы, связанные с торговлей ценными бумагами с использованием инсайдерской информации или сокрытием данных менеджмен-

⁷ См., например: *Randall S. Kroszner, Raghuram G. Rajan. Organization structure and credibility: evidence from commercial bank securities activities before the Glass-Steagall Act // J. of Monetary economics. Aug. 1997. P. 475-516; Randall S. Kroszner. Testimony before the Committee on Banking and Financial Services U.S. House of Representatives. April 29. 1998.*

том инвестбанков, привели к крушению таких ключевых игроков рынка, как Kidder Peabody, Bankers Trust и Baring Brothers в 1995 г.

В противоположность стратегии роста при сохранении специализации стратегия универсализации бизнеса предполагает рост и укрепление позиций на рынке путем процесса поглощения конкурентов из представителей всей отрасли инвестиционно-банковских операций. Такая стратегия имеет в основе своего успеха ряд факторов, среди которых следует отметить большие возможности по расширению клиентской базы за счет предложения диверсифицированного портфеля продуктов; преимуществ, вытекающих из эффекта от масштаба; возможностей по варьированию штата сотрудников объединенной компаний⁸; синергетического эффекта от объединения ноу-хау поглощаемых компаний.

В свою очередь вышеназванная стратегия может перерасти в стратегию, проповедуемую крупнейшими мировыми универсальными банками. В частности, наиболее распространенной тактикой для этой категории банков является стратегия непрерывного, продолжительного приобретения бизнеса конкурирующих банков.

Ретроспективный анализ сегмента инвестиционно-банковского бизнеса приводит примеры успешности стратегии роста, основанного на непрерывном процессе приобретения компаний, из числа конкурентного окружения.

Одними из наиболее последовательных реализаторов данной стратегии являются американская универсальная банковская группа Citigroup и швейцарский инвестбанк UBS, включивший в себя опыт и ресурсы таких представителей банковского бизнеса, как Swiss Bank Corporation (1896 г.), S.G. Warburg group (с 1995 г.), Dillon Read (с 1997 г.), Union Bank of Switzerland (с 1998 г.), и Paine Webber (с 2000 г.).

Реализация указанной стратегии лежит в основе процессов консолидации бизнеса, имеющих место в отрасли, определяя тенденции к существенной концентрации деятельности в сегменте инвестиционно-банковских операций.

Преимущества универсализации в рамках объединения деятельности коммерческого и инвестиционного банка по сравнению со стратегией сохранения независимости инвестиционного банка объясняются рядом факторов.

Эффект синергии, возникающий при сочетании деятельности по кредитованию и андеррайтингу ценных бумаг одного клиента, тесные взаимоотношения между заемщиком и кредитором, вызванные необходимостью мониторинга финансового состояния заемщика, позволяют коммерческому банку более качественно, нежели инвестиционному банку, определить параметры вывода клиента на фондовый рынок⁹.

Наличие ресурсной базы в виде вкладов физических лиц обеспечивает большую стабильность пассивной части баланса банка.

Статус коммерческого банка предоставляет возможность расширения источников повышения ликвидности через использование инструментов ФРС (инструменты рефинансирования - "дисконтное окно", discount window).

Учет операций в соответствии с принципом "mark to market" (переоценка на основе текущего уровня цен) предполагает необходимость отражения на балансе инвестиционного банка факта изменения (уменьшения) стоимости актива. Для коммерческого банка факт изменения (уменьшения) стоимости актива находит отражение на балансе при дефолте контрагента, до этого времени отражаясь по номинальной стоимости. Таким образом, во-первых, изменение (уменьшение) стоимости актива не влияет на индикаторы стабильности коммерческого банка, во-вторых, предоставляет больший запас времени для поиска источников ликвидности¹⁰.

Резюмируя сказанное, можно отметить, что модель независимого инвестиционного банка на протяжении многих десятилетий демонстрировала свою успешность, а факт крушения представителей инвестиционно-банковского бизнеса в течение данного периода, и в особенности в 2007-2008 гг., является, скорее, результатом неверно выбранной стратегии внутри самой модели.

В то же время модель универсального банка не является гарантом стабильности в отрасли. При этом очевидно, что банкротство банковской структуры, основой ресурсной базы которой являются вклады населения, имеет более значимый социальный эффект, нежели банкротство сопоставимого по масштабу независимого инвестиционного банка.

Поступила в редакцию 09.01.2009 г.

⁸ Возможность варьирования штата в большинстве случаев сводится к уменьшению штата поглощаемой компании в целях снижения расходов на персонал. Будучи положительным фактором для приобретающей компании, оно естественным образом является фактором роста напряженности среди сотрудников приобретаемой компании.

⁹ Randall S. Kroszner. Testimony before the Committee on Banking and Financial Services U.S. House of Representatives. April 29. 1998.

¹⁰ Ершов М. Кризис 2008 года: "Момент истины" для глобальной экономики и новые возможности для России // *Вопр. экономики*. 2008. □ 12.