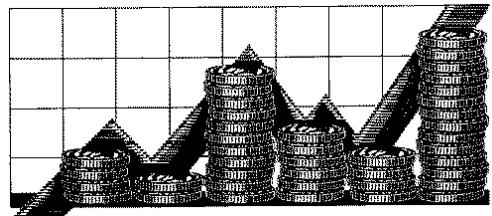


ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ



А.В. ЛОБАЧ

СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

На протяжении последнего десятилетия в Республике Беларусь активно растет рынок ценных бумаг, являющийся важнейшим элементом рыночной экономики.

Этот же период ознаменовался стремительным развитием мирового фондового рынка. Даже финансовые кризисы 90-х гг. прошлого и начала XXI вв. не смогли помешать развитию рыночной инфраструктуры, широкому внедрению новых методов корпоративного управления, радикальному повышению мобильности капитала.

Однако нельзя не признать отставание в уровне развития фондового рынка Беларуси, которая уступает не только странам, имеющим столетнюю рыночную историю, но и подчас “стартовавшим” одновременно с нами.

Ключевая задача, которую должен выполнять рынок ценных бумаг в первую очередь, — обеспечение гибкого межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов. На современном этапе именно рынок ценных бумаг должен стать посредником перелива капиталов. Он расширяет возможности привлечения национальных и зарубежных инвестиций в белорусскую экономику, обеспечивает формирование необходимых условий стимулирующих накопления, а также, что весьма важно, трансформацию сбережений в инвестиции. Однако в нынешних условиях такая основополагающая функция рынка ценных бумаг, как аккумуляция средств инвесторов и обеспечение предприятиям доступа к капиталам на цели инвестирования, осуществляется недостаточно эффективно.

В современном мире в зависимости от характера финансовых посредников на рынке ценных бумаг выделяют две четко выраженные модели этого рынка: небанковская, или рыночная модель (англо-американская), где в качестве посредников выступают небанковские компании по ценным бумагам, и банковская модель (германская), где посредниками выступают банки. Выделяют также смешанную модель (японскую), посредниками в которой являются как банки, так и небанковские компании [1, 228]. В Республике Беларусь складывается смешанная модель рынка ценных бумаг, что характерно для большинства стран Центральной и Восточной Европы. В ней присутствуют черты как англо-американской, так и германской моделей. Активная роль в процессе создания и регулирования белорусского фондового рынка принадлежит государству, как и в прибалтийских странах. В большинстве Европейских стран, России и Украине государство не играет столь существенную роль в отношениях на рынке ценных бумаг. Следует заметить, что в странах с высокоразвитым фондовым рынком жесткое государственное регулирование в этой сфере не применяется, отсутствуют какие-либо существенные ограничения на торговлю цennыми бумагами.

Антон Викторович ЛОБАЧ, аспирант Института экономики НАН Беларуси.

С преобразованием хозяйственных отношений, осуществляемых в Республике Беларусь, неотъемлемым элементом дальнейшего развития становится совершенствование правовой системы государства с целью скоординировать законодательство с происходящими в нем экономическими процессами.

В Республике Беларусь создана нормативно-правовая база рынка ценных бумаг, что, безусловно, должно способствовать стабильному развитию фондового рынка, защищать его участников и третьих лиц от мошеннических операций.

Вместе с тем нормативно-правовая база рынка ценных бумаг нуждается в дальнейшем развитии и совершенствовании. Так, на рынке корпоративных ценных бумаг с 1992 г. действуют законы “О ценных бумагах и фондовых биржах” и “Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью”. Эта нормативная база фактически ввела и закрепила институт номинальной стоимости акций акционерных обществ. Привязка к номинальной стоимости является тормозом на пути развития фондового рынка, так как она противоречит интересам инвесторов. О номинале целесообразно говорить лишь при первичном формировании уставного фонда акционерного общества. В настоящее время инвестор сталкивается с проблемой инфляции, которая обесценивает номинал его акций, тогда как сама ценная бумага является долевой и должна полноценно отражать степень ее участия в капитале. Необходимо создание закона о ценных бумагах, соответствующего международным стандартам и защищающего интересы инвесторов.

Дальнейшее совершенствование нормативно-правовой базы рынка ценных бумаг должно обеспечить определенную либерализацию его функционирования. В современных условиях развитие рынка ценных бумаг сдерживается, так как многие практически применяемые правила и инструкции носят ограничительный либо прямо запретительный характер, а порой просто противоречат друг другу. В качестве примера можно рассмотреть ситуацию на вексельном рынке. Нередко при нехватке финансовых ресурсов, при кризисе неплатежей вексель выступает уникальным финансовым (расчетным) средством, способным упростить и ускорить проведение расчетов. Вместе с тем в связи с использованием векселей в мошеннических операциях, правительство Беларуси в 1996 г. запретило банкам учет товарных векселей. Было введено декларирование средств при покупке векселей и запрещена продажа последних физическим лицам. Эти меры привели практически к исчезновению банковского вексельного рынка, однако так называемые товарные векселя субъектов хозяйствования продолжали широко использоваться в расчетах между предприятиями. Указом Президента от 17.07. 1997 г. № 392 “О правопреемстве Республики Беларусь в отношении Женевских конвенций 1930 г.” Беларусь присоединилась к названным вексельным конвенциям, однако Закон об обращении переводных и простых векселей вступил в действие только летом 2000 г. При этом каких-либо существенных изменений не произошло: закон фактически закрепил уже сложившуюся в стране систему регулирования вексельного обращения.

Схожая ситуация имела место и на рынке банковских векселей, который пережил несколько этапов взлетов и падений. Активность выпуска векселей банками зависела от тех преимуществ, которые давало использование их по сравнению с денежными расчетами. Максимальный выпуск был достигнут в 1999 г. после разрешения использовать номинированные в белорусских рублях векселя в расчетах с нерезидентами, в то время как расчеты белорусскими рублями с последними были запрещены.

Это был настоящий бум, который банки старались не афишировать: объем выпуска векселей банками уже в марте превысил 5 млрд белорус. р., а в октябре 1999 г. достиг максимальной величины — свыше 30 млрд белорус. р. (около 60 млн дол. США). Но вскоре противоречивость ситуации, когда Нацибанк разрешил банкам с помощью векселей делать то, что сам же и запретил, была замечена, и в ноябре последовал запрет на использование векселей банков Республики Беларусь во внешнеэкономических сделках. Ситуация вновь изменилась уже только в

конце 2000 г. после либерализации валютного рынка, когда были разрешены расчеты в белорусских рублях с нерезидентами.

Образно говоря, можно утверждать, что законы страны в ответе за ее экономику, так как именно они формируют дорогу, по которой должна двигаться экономика, либо быстро развиваясь, либо стагнируя и преодолевая законодательные бреши и необоснованные запреты.

Широкое распространение в Беларусь получил важнейший элемент фондового рынка — государственные ценные бумаги, используемые как механизм кредитования государственного бюджета. Рынок государственных ценных бумаг с точки зрения объектов заключаемых сделок в настоящее время формирует один из крупнейших сегментов финансового рынка. Последний наиболее динамично развивается не только в республике, но и в государствах СНГ. Рынок государственных ценных бумаг имеет высокоразвитую инфраструктуру, современную нормативно-правовую базу, широкий круг участников, как резидентов, так и нерезидентов.

На современном этапе на рынке ценных бумаг обращается 2 вида государственных ценных бумаг: государственные краткосрочные облигации (ГКО) и государственные долгосрочные облигации с купонным доходом (ГДО). При этом наиболее ликвидным является рынок ГКО.

На вторичном рынке инвесторы проводят 3 вида операций: покупка, продажа и операции "РЕПО", являющиеся преобладающими. Начиная с 1996 г. с объемами по обороту операций сделок "РЕПО" не может сравняться ни рынок межбанковских кредитов, ни биржевой валютный рынок. По сути операции "РЕПО" являются операциями кредитования под покрытие ценных бумаг. При этом ГКО в качестве базисного актива выбраны не случайно. Помимо надежности государственных ценных бумаг они имеют сравнительно высокую ликвидность, что определило отток ресурсов с межбанковского кредитования на рынок ГКО.

Хотелось бы отметить, что операции на условиях обратного выкупа имеют большое макроэкономическое значение, поскольку используются Национальным банком Республики Беларусь для управления ликвидностью банковской системы республики. Так, для краткосрочного регулирования ликвидности банковской системы Национальным банком только в 2000 г. заключено около 500 сделок на сумму более 12 трлн р., в том числе для увеличения ликвидности — на общую сумму более 3 трлн р. и для ее уменьшения — на 9 трлн р. (www.nbrb.by). В целом проведение Национальным банком операций с цennыми бумагами позволяет в значительной степени сглаживать резкие колебания объемов денежных средств на счетах банков.

Примечательно, что расширение объемов размещения ГКО на первичном рынке, льготирование налогообложения доходов от операций с ними оказали положительное влияние на оживление вторичного рынка данных ценных бумаг.

На рынок ценных бумаг большое влияние оказывает валютный рынок. Так, с либерализацией валютного рынка наметился спад в операциях с государственными цennыми бумагами. Активизация деятельности банков по операциям на валютном рынке и с финансовыми инструментами, используемыми Национальным банком Республики Беларусь, доходность по которым значительно выше ставки рефинансирования этого банка, делает правительственные ценные бумаги менее привлекательным объектом инвестирования.

Низкое участие банковской системы в операциях с цennыми бумагами правительства во многом связано с недостаточным уровнем капитализации самой банковской системы. Соотношение совокупного капитала банковской системы Республики Беларусь и ВВП в течение 2000 и начала 2001 гг. составляло около 4,2 %. Данный показатель меньше не только уровня экономически развитых стран, но и многих стран с переходной экономикой (во Франции — более 15,4 %; в Германии — около 14,5; в Чехии — более 21,3 %) и является самым низким среди стран СНГ [2, 7].

Мобильность и управляемость экономики намного увеличивается при наличии развитого рынка государственных ценных бумаг. Одним из направлений дальней-

шего совершенствования рынка государственных ценных бумаг может стать расширение их номенклатуры за счет выпуска в обращение инструментов с различными характеристиками, сроками и условиями погашения. Организаторам рынка следует активно привлекать денежные средства населения, региональных инвесторов и нерезидентов. В этом существенную помощь может оказать опыт зарубежных стран, таких как США, Великобритания и Франция, использующих выпуск государственных ценных бумаг в иностранной валюте. На так называемый рынок "Еврооблигаций" уже вышли Россия и Украина.

Говоря о проблемах развития фондового рынка в Республике Беларусь, нельзя не остановиться на вопросе разгосударствления и приватизации. На пути трансформации экономики страны от административно-государственных методов регулирования к рыночным действенным шагом может стать более активная реорганизация форм собственности промышленных предприятий. В ситуации финансовой несостоятельности и технического отставания большого числа государственных предприятий ощутимый положительный эффект может дать их акционирование. Это позволит государству снять с себя непомерное бремя дотирования, субсидирования и кредитования на льготных условиях предприятий, нуждающихся в финансовых вложениях, освободит бюджет от части социальных расходов, направленных на поддержание работников данных предприятий, даст возможность самим предприятиям достойно развиваться и платить налоги на укрепление экономики своей страны. Получив право собственности и возможность управлять ею, частные инвесторы приложат максимум усилий, чтобы самые высокозатратные отрасли превратились в рентабельные и преуспевающие, либо ликвидировались.

Следующий важный сегмент фондового рынка — рынок корпоративных ценных бумаг. Можно считать, что в Беларуси он сформировался. Уже к маю 1992 г. была закончена подписка на акции более 20 предприятий. Сегодня структуры, образованные на базе госпредприятий, составляют большинство белорусских акционерных обществ открытого типа, число которых приближается к полутора тысячам. Рынок акций Беларуси обладает большим потенциалом, потому что даже при оценке стоимости акций исходя из получаемой АО прибыли, возможная капитализация рынка акций промышленных АО составляет около 1–2 млрд дол. США.

В 1998–1999 гг. начался процесс обратный приватизации: в некоторых случаях государство увеличило свою долю или даже ликвидировало отдельные акционерные общества. Первым стало АО "Потребительский рынок". 21 августа 1998 г. Совет Министров Республики Беларусь издал постановление, в котором Мингосимуществу, Мингорисполкуму и Минторгу поручалось принять решение о его ликвидации. Решением Высшего хозяйственного суда Республики Беларусь от 22.02. 1999 г. АО было ликвидировано. Основанием для ликвидации явились хозяйственные нарушения, допущенные АО "Потребительский рынок".

Однако процесс разгосударствления и приватизации не получил широкого распространения. Государство создало механизм под названием "Золотая акция". Она дает владельцу, которым обычно выступает правительство, право решающего голоса при принятии решений, тем самым позволяя контролировать деятельность компании и осуществлять государственное управление. "Золотая акция" фактически замещает понятие "контрольный пакет" при том, что ее владельцу нет необходимости осуществлять соответствующие масштабные вложения.

На рынке корпоративных ценных бумаг отмечается устойчивый кризис весьма своеобразного содержания. Он затрагивает вторичное обращение акций, тогда как на рынке первичного размещения временами наблюдался настоящий бум продаж все новых эмиссий акций. Такая особенность объясняется просто: к сожалению, акции выпускаются главным образом для того, чтобы перераспределить собственность, а не привлечь капитал.

В мире рынок корпоративных ценных бумаг приобретает особую динамичность благодаря использованию систем интернет-торговли. В Беларуси широкое распространение этих систем до сих пор затруднено. С одной стороны, их внедре-

нию препятствует низкий уровень развития коммуникационных сетей, с другой — серьезные ограничения накладывает законодательство. В частности, до сих пор не решены многие юридические вопросы, связанные с электронным оформлением сделок, нет продвижения в законе об электронной цифровой подписи. Решение этих проблем сегодня остро необходимо фондовому рынку.

Задача привлечения на фондовый рынок инвесторов из числа физических лиц осложняется еще и фискальным характером налогового законодательства, не стимулирующего инвестиционный процесс. При относительно высокой инфляции это приводит к дополнительным потерям.

Основная задача государства на данном этапе реформ — содействие росту экономики страны. Налогообложение представляет собой один из инструментов реализации государством целей экономической политики. Придание налоговой системе инвестиционной направленности поможет уже в ближайшие годы достичь высоких темпов экономического роста.

В качестве выводов данной статьи отметим следующее.

Ключевой задачей, которую должен выполнять рынок ценных бумаг, является прежде всего обеспечение межотраслевого перераспределения инвестиционных ресурсов, максимально возможного притока национальных и зарубежных инвестиций на предприятия, формирование необходимых условий для стимулирования накоплений и трансформации сбережений в инвестиции.

Для развития рынка как государственных, так и корпоративных ценных бумаг необходимо привлекать широкий круг инвесторов. Однако на современном этапе здесь также существуют проблемы. Несмотря на кажущуюся, на первый взгляд, развитость инфраструктуры, уровень ее развития оставляет желать лучшего. На сегодняшний день в целях развития фондового рынка необходимо:

во-первых, исправить недостаток гарантий исполнения сделок. Одним из аспектов здесь может выступать, в том числе, страхование сделок;

во-вторых, устранить “непрозрачность” вторичного рынка. Начало этому уже положено внедрением системы “БЕКАС”;

в-третьих, обеспечить свободный доступ к широкой, оперативной и адекватной статистике и информации и аналитике, характеризующей ситуацию на рынке;

в-четвертых, реализовать возможность осуществления торгово-клиринговых операций в режиме прямого доступа в регионах за пределами г. Минска, а возможно, и Республики Беларусь;

в-пятых, обеспечить надежность проведения операций с удаленных терминалов внедрением электронной подписи;

в-шестых, создать механизмы рыночного ценообразования на фондовые актива на всех сегментах республиканского рынка ценных бумаг.

В Республике Беларусь вторичный рынок корпоративных ценных бумаг пока не получил необходимого развития, его формирование связано с расширением самого этого рынка, что, в свою очередь, обусловлено развитием процесса разгосударствления и приватизации. Для эффективного формирования вторичного рынка ценных бумаг в Республике Беларусь необходимо использование лучшего из зарубежного опыта, осуществление продуманной политики в области национальной экономики в целом.

Существенный сдвиг должен произойти в психологии всех участников рынка. Следует отказаться от господствующей ныне пассивной выжидательной позиции в этом вопросе. Только перейдя к политике созидания, объединив усилия участников рынка и государства, удастся достигнуть устойчивого роста экономики и фондового рынка.

Литература

1. Рынок ценных бумаг Республики Беларусь и тенденции его развития / Т.М. Алексеева, А.Ф. Галов, Ю.И. Енин и др.; Под ред. В.М. Шухно, А.Ю. Семенова, В.А. Котовой. Мн., 2001.

2. Алексеева Т.М. Рынок государственных ценных бумаг // Белорус. фондовый рынок. 2001. № 10.