

уч.-практ. конф., Минск, 16—18 февр. 2006 г.: в 2 ч. / Белорус. гос. аграр. техн. ун-т; редкол.: Г.И. Гануш [и др.]. — Минск, 2006. — Ч. 1. — С. 136—139.

7. Мозоль, А.В. Инвестиции в инновационные технологии как фактор развития потенциала аграрного производства / А.В. Мозоль, В.К. Гамеза // Науч. тр. Белорус. гос. экон. ун-та; редкол.: В.Н. Шимов [и др.]. — Минск, 2012. — С. 264—275.

8. Догиль, Л.Ф. Инновационная деятельность как объект предпринимательства и ведения бизнеса в условиях риска / Л.Ф. Догиль // Научно-инновационная деятельность и предпринимательство в АПК: проблемы эффективности и управления: сб. ст. Междунар. науч.-практ. конф., Минск, 16—18 февр. 2006 г.: в 2 ч. / Белорус. гос. аграр. техн. ун-т; редкол.: Г.И. Гануш [и др.]. — Минск, 2006. — Ч. 1. — С. 43—48.

9. Догиль, Л.Ф. Хозяйственный риск и финансовая устойчивость предприятий АПК. Методологические и практические аспекты: моногр. / Л.Ф. Догиль. — Минск: БГЭУ, 1999. — 239 с.

10. Толсташева, Н.Г. Совершенствование оценки производственного потенциала сельского хозяйства и направления ее использования: автореф. дис. ... канд. экон. наук / Н.Г. Толсташева. — Минск: НИЭИ М-ва экономики Респ. Беларусь, 2008. — С. 7—14.

Статья поступила в редакцию 19.12.2012 г.

С.С. Осмоловец

*кандидат экономических наук, доцент
БГЭУ (Минск)*

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНСТИТУТА КОЛЛЕКТИВНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Статья посвящена изучению особенностей сложившейся институциональной среды коллективного инвестирования на рынке ценных бумаг Республики Беларусь. Выявлены факторы, сдерживающие деятельность коллективных инвесторов в Беларуси, определены перспективы их развития.

The paper studies characteristics of the existing institutional environment for institutional investment in the securities market of the Republic of Belarus. The author exposes factors that prevent activities of institutional investors in Belarus and determines prospects of their development.

Традиционно принято разделять инвесторов на частных, корпоративных и институциональных. Институциональные инвесторы — это крупные кредитно-финансовые учреждения, которые выступают в роли держателей денежных средств и осуществляющие их вложения в ценные бумаги, недвижимое имущество или иные активы с целью извлечения прибыли [1, с. 11]. В составе институциональных инвесторов принято выделять коллективных инвесторов.

Под коллективным инвестированием понимают аккумуляцию финансовыми институтами (посредниками) средств мелких инвесторов в единый пул под управлением профессионального управляющего с целью их прибыльного вложения в различные активы финансового рынка и иное имущество. В широкой трактовке коллективными ин-

весторами считаются и банки, и страховые компании, и пенсионные фонды. Так, законодательство Российской Федерации* к формам коллективного инвестирования относит паевые инвестиционные фонды, кредитные союзы, акционерные инвестиционные фонды, инвестиционные банки, негосударственные пенсионные фонды.

Однако следует определить границы между пенсионными фондами и страховыми компаниями, с одной стороны, и институтами коллективных инвестиций, с другой. Характерными признаками коллективного инвестирования являются:

- аккумуляция средств физических и юридических лиц с последующим их вложением в различные активы (ценные бумаги, валюту, драгоценные металлы, недвижимость, произведения искусства и др.);
- функционирование в форме имущественного комплекса под управлением доверительных управляющих [2, с. 30].

Поэтому целесообразно ограничить состав коллективных инвесторов инвестиционными фондами и фондами банковского управления.

По состоянию на 01.01.2012 г. в инвестиционные фонды (во всем мире) вложено 23,8 трлн дол. США [3]. Широкое распространение модели коллективных инвестиций на мировых рынках ценных бумаг вызвано следующими факторами:

- коллективные инвесторы аккумулируют временно свободные средства отдельных инвесторов;
- возможности коллективных инвесторов по инвестированию значительно шире, чем у отдельных мелких и средних инвесторов;
- участие в коллективном инвестировании снижает транзакционные издержки сделок с ценными бумагами;
- операции с ценными бумагами требуют специальных знаний, в то же время при коллективном инвестировании задача управления совместными активами перекладывается на доверительных управляющих — профессиональных фондовых посредников;
- коллективные инвесторы являются важным макроэкономическим регулятором, так как они трансформируют сбережения субъектов хозяйствования в инвестиции.

В Республике Беларусь на сегодняшний день коллективные инвесторы представлены лишь фондами банковского управления (ФБУ). Основой для функционирования ФБУ в Республике Беларусь является Указ Президента Республики Беларусь от 03.03.2010 г. № 131 «О проведении эксперимента по созданию фондов банковского управления», согласно которому на базе ОАО «Белинвестбанк» и ОАО «Приорбанк» в период с 01.05.2010 по 31.12.2012 г. в качестве эксперимента созданы ФБУ.

Фонд банковского управления — форма коллективного инвестирования, представляющая собой совокупность денежных средств и (или) ценных бумаг, переданных поверителями доверительному управляющему фондом на основании договора доверительного управления фондом, имущества, приобретенного в процессе доверительного управления фондом, доходов фонда, а также денежных средств, удержанных в пользу фонда при досрочном выкупе доверительным управляющим фондом долевого сертификата (его доли). ФБУ, создаваемый на базе банков, может использовать все преимущества инфраструктуры банков (наличие специалистов-профессионалов, собственный депозитарий, филиальная сеть, общий банковский аудит и внутренний контроль), что снижает издержки управления. Имущество фонда принадлежит поверителям на праве общей долевой собственности. Например, в ОАО «Приорбанк» создано два ФБУ: «Райффайзен Актив — USD» и ФБУ «Райффайзен Актив — BYR». В инвестиционных декларациях фондов указаны несколько направлений инвестирования средств: межбанковские кредиты и депози-

* Об утверждении Комплексной программы мер по обеспечению прав вкладчиков и акционеров: Указ Президента Рос. Федерации, 21 марта 1996 г., № 408 // КонсультантПлюс: Версия Проф. Технология 3000 [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр». — М., 2012.

ты, государственные облигации Республики Беларусь, государственные иностранные облигации. Особенностью этих фондов на сегодняшний день является то, что ввиду относительно высокой стоимости пая (например, для ФБУ «Райффайзен Актив — BYR» — от 50 млн руб., для ФБУ «Доходный» ОАО «Белорусский банк развития и реконструкции «Белинвестбанк» — 500 млн руб.) их участниками становятся преимущественно юридические лица. В то же время доходность фондов банковского управления несколько выше средней доходности депозитов, в частности средняя доходность пая ФБУ «Райффайзен Актив — BYR» за январь-сентябрь 2012 г. составила 26,3 %, а средняя ставка по депозитам (свыше 1 года) для юридических лиц составила за тот же период 22,2 %.

В Беларуси в настоящее время нет действующих инвестиционных фондов, обеспечивающих привлечение коллективных инвестиций и деятельность на рынке ценных бумаг. Законодательство об инвестиционных фондах ограничено Законом Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах». Единственный инвестиционный фонд (Фонд SMH), созданный в 2011 г. на базе холдинга «Атлант-М», специализируется на прямых инвестициях. Для управления фондом из состава холдинга «Атлант-М» выделена управляющая компания «Зубр Капитал» [4].

Для исследования перспектив развития коллективных инвесторов необходимо определить и проанализировать ключевые факторы, оказывающие влияние на их функционирование в Беларуси. По нашему мнению, основными из них являются: состав и структура инструментов рынка ценных бумаг; ликвидность рынка ценных бумаг; доходность от размещения инвестиций коллективными инвесторами; уровень благосостояния и склонность к сбережению населения.

Важным фактором функционирования коллективных инвесторов является набор инструментов инвестирования. Основными инструментами на рынке корпоративных ценных бумаг Беларуси являются акции и облигации. На рис. 1 отражена динамика объема эмиссии акций за период с 2005 по 2011 г., скорректированного на индекс потребительских цен.

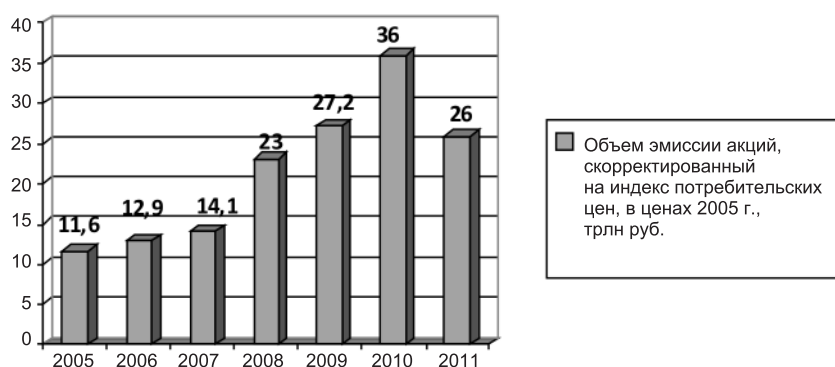


Рис. 1. Динамика объема эмиссии акций за период с 2005 по 2011 г., в ценах 2005 г., трлн руб.

Источник: [5].

Анализ рис. 1 свидетельствует об увеличении объема эмиссии акций (в ценах 2005 г.) за период с 2005 по 2011 г. всего на 124 % (с 11,6 трлн до 26 трлн руб.). А за период с 2008 по 2011 г. в совокупности объем эмиссии акций, пересчитанный в ценах 2005 г., изменился всего на 13 % (с 23 до 26 трлн руб.).

Анализ объема эмиссии облигаций за период с 2005 по 2011 г. (в ценах 2005 г., рис. 2) свидетельствует об устойчивой тенденции увеличения объемов облигационных займов. Совокупный объем эмиссии облигаций с 2005 по 2011 г. в ценах 2005 г. увеличился с 0,1 трлн руб. до 12,5 трлн руб., или в 125 раз. Рост объема рынка облигаций за указанный период связан с изменениями законодательной базы в 2008 г., предусматривающими, в частности, выпуск облигаций без обеспечения и освобождение от налогообложения доходов, полученных по облигациям юридических лиц.

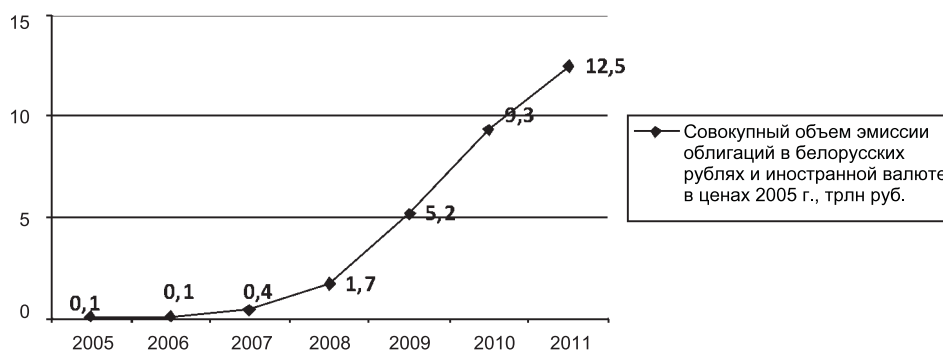


Рис. 2. Совокупный объем эмиссии облигаций в белорусских рублях и иностранной валюте за период с 2005 по 2011 г. в ценах 2005 г., трлн руб.

Источник: [5].

Анализ рис. 3 свидетельствует о высокой доле акций в обращении: так, если в 2005 г. 99,1 % рынка составляли акции, то в 2011 г. доля акций уменьшилась до 67,5 %. Доля рынка облигаций в 2011 г., несмотря на тенденцию к росту, не превышала 32,5 %.

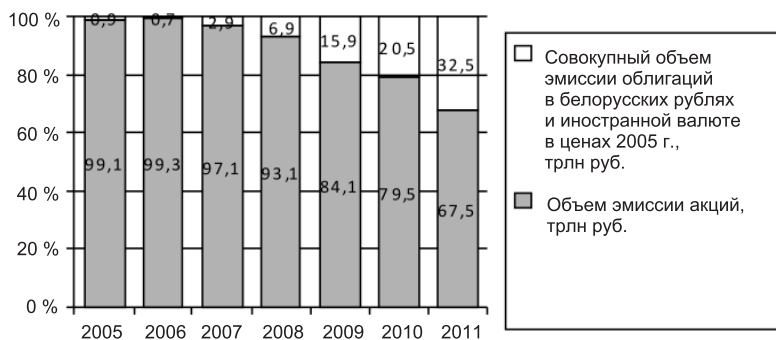


Рис. 3. Структура рынка корпоративных ценных бумаг за период с 2005 по 2011 г., %

Источник: [5].

Оценим ликвидность рынка акций и рынка облигаций. В качестве критерия выбрано отношение объема оборота соответствующего финансового инструмента к объему выпущенных ценных бумаг. Поскольку основной объем сделок купли-продажи ценных бумаг приходится на внебиржевой рынок, то при оценке ликвидности рынка ценных бумаг учитывались и биржевые, и внебиржевые обороты.

Данные рис. 4 отражают ярко выраженную тенденцию превышения коэффициента ликвидности рынка облигаций над аналогичным показателем, рассчитанным для рынка акций.

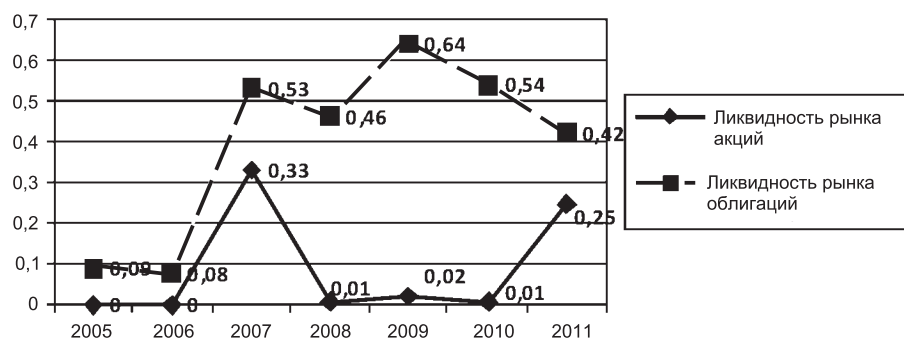


Рис. 4. Коэффициент ликвидности рынка акций и рынка облигаций*

Следует отметить чрезвычайно низкие значения показателя ликвидности рынка акций (не более 0,1 за весь период). Отдельные его значения, достигнутые в 2007 и 2011 гг. — 0,33 и 0,25 соответственно, были достигнуты за счет крупных сделок купли-продажи акций стратегическим инвесторам на внебиржевом рынке**. Значение коэффициента ликвидности рынка облигаций несколько выше, но также не превысило 1,00 и в 2011 г. составило 0,42. Кроме того, отмечена тенденция снижения коэффициента ликвидности рынка облигаций с 0,64 в 2009 г. до 0,42 в 2011 г. Значение показателя ликвидности меньше 1 означает, что не все выпущенные ценные бумаги участвовали в сделках на вторичном рынке.

Следует также отметить явное преобладание в Беларуси доли внебиржевого рынка ценных бумаг над долей биржевого (рис. 5 и 6).

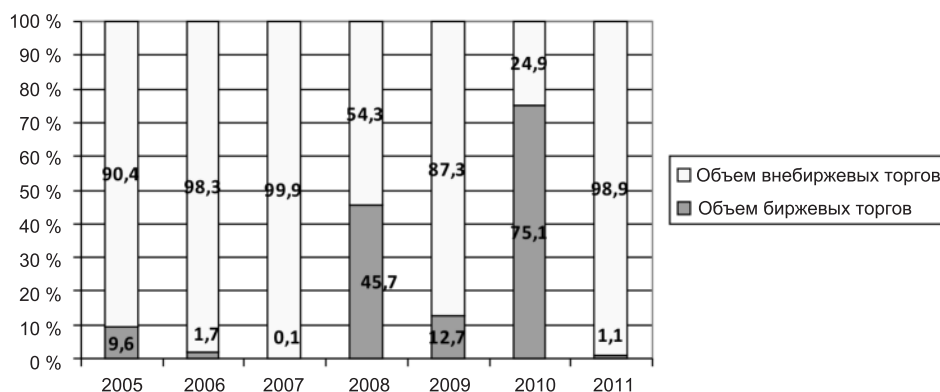


Рис. 5. Соотношение объемов биржевого и внебиржевого рынка акций

Источник: [5].

* Рассчитано на основе отчетов Министерства финансов Республики Беларусь за 2006—2011 гг.

** Продажа 50 % акций ОАО «Белтрансгаз» российскому инвестору ОАО «Газпром» в 2007 г. на сумму 2,5 млрд дол. США, в 2011 г. — 2,5 млрд дол. США.

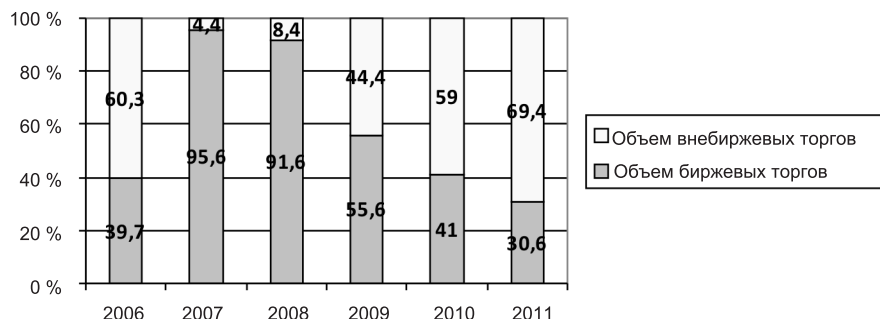


Рис. 6. Соотношение объемов биржевого и внебиржевого рынка облигаций [5]

Доля биржевого рынка акций составила в 2011 г. всего 1,1 %. Высокие значения доли объемов биржевого рынка акций наблюдались в 2008 и 2010 г. (45,7% и 75,1% соответственно), в остальные периоды с 2005 по 2011 г. удельный вес объема биржевых сделок в общем объеме сделок с акциями не превышал 10%.

Доля объемов биржевого рынка облигаций выше, и в отдельные периоды составляла более 90 % общего объема сделок с облигациями (2007 и 2008 г.). С 2008 по 2011 г. наблюдается тенденция уменьшения объема биржевого рынка облигаций в общей структуре рынка облигаций с 55,6 до 30,6 %.

Таким образом, развитие рынка ценных бумаг в Республике Беларусь под влиянием происходящих изменений законодательства происходит противоречиво: с одной стороны, увеличивается емкость рынка (в частности рынка облигаций), с другой стороны, не происходит соответствующих качественных сдвигов, выраженных в формировании механизмов, способствующих эффективному перераспределению финансовых ресурсов с использованием ценных бумаг: не повышается значение биржевого рынка как механизма формирования ликвидного рынка ценных бумаг, не сформированы механизмы инвестирования посредством финансовых институтов.

В частности, изменения, внесенные в законодательную базу о рынке ценных бумаг в 2008 г., касались предоставления различного рода льгот, которые получили эмитенты и инвесторы. Например, банкам было предоставлено право по согласованию с Национальным банком Республики Беларусь выпускать необеспеченные облигации в размере не более 80 % нормативного капитала; были введены биржевые облигации, выпускаемые без обеспечения; установлен период действия льготного налогообложения доходов по операциям с облигациями, выпускаемыми юридическими лицами. Но не было внесено изменений, качественно улучшающих структуру рынка.

В Республике Беларусь частные инвесторы не активно участвуют в инвестировании в ценные бумаги. На рис. 7 отражена динамика нормы сбережений домашних хозяйств, рассчитанная по данным национальных счетов Республики Беларусь, в сопоставлении с аналогичным показателем, рассчитанным по данным национальных счетов Российской Федерации. Анализ рис. 7 свидетельствует об относительно низкой норме сбережений населения Беларуси: от 11,8 % в 2005 г. она увеличилась к 2010 г. всего на 4,7 п.п. до 16,5 %.

Структура расходов домашних хозяйств свидетельствует об отсутствии значительного резерва на увеличение сбережений (рис. 8). Так, в структуре расходов домашних хозяйств (в 2010 г.) значительную долю занимают расходы на продукты питания, напитки и табачные изделия (45,5 %), жилищные и коммунальные услуги (10,4 %), расходы на одежду и предметы домашнего обихода (12,8 %), расходы на транспорт и связь (15,3 %). Прочие расходы в структуре потребления занимают всего 12,7 %. Резервом для инвестирования в ценные бумаги для физических лиц могло бы быть сокращение расходов на одежду и предметы прочего обихода или снижение прочих расходов (25,5 % структуры расходов).



Рис. 7. Сравнительный анализ динамики нормы сбережений* домашних хозяйств Республики Беларусь, Российской Федерации за период с 2005 по 2010 г., %

Источник: [6, с. 133, 141, 149, 157, 165, 173, 181; 7].

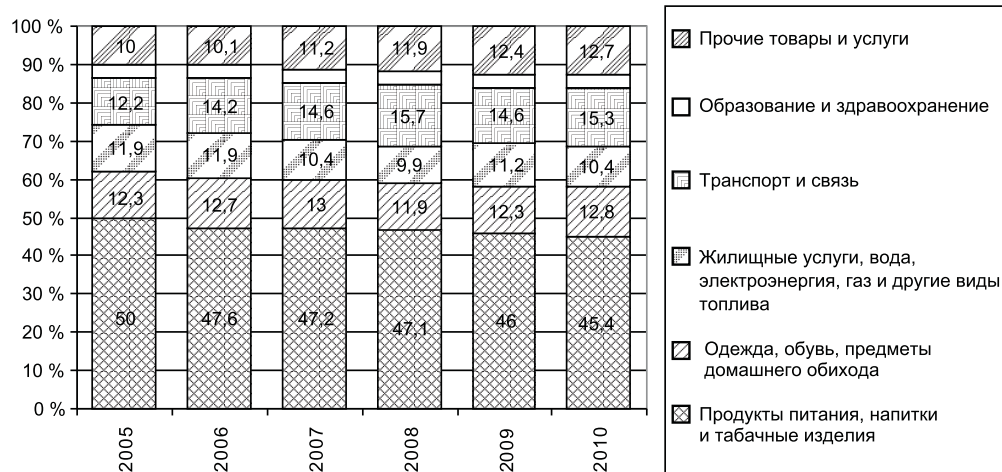


Рис. 8. Структура расходов домашних хозяйств на конечное потребление за период с 2005 по 2010 г.

Источник: [6, с. 127].

* Норма сбережений рассчитывается как отношение сбережений населения и семейных хозяйств к их располагаемому (чистому) доходу. Изменения нормы сбережений отражают колебания в предпочтениях населения между текущим и будущим потреблением.

Относительно низкая норма сбережений домашних хозяйств, тенденция к сбережениям в условиях повышенной ставки рефинансирования — все это свидетельствует о том, что домохозяйства Беларуси характеризуются явно выраженным потребительским характером экономического поведения. Эту гипотезу подтверждают и данные, представленные на рис. 9.

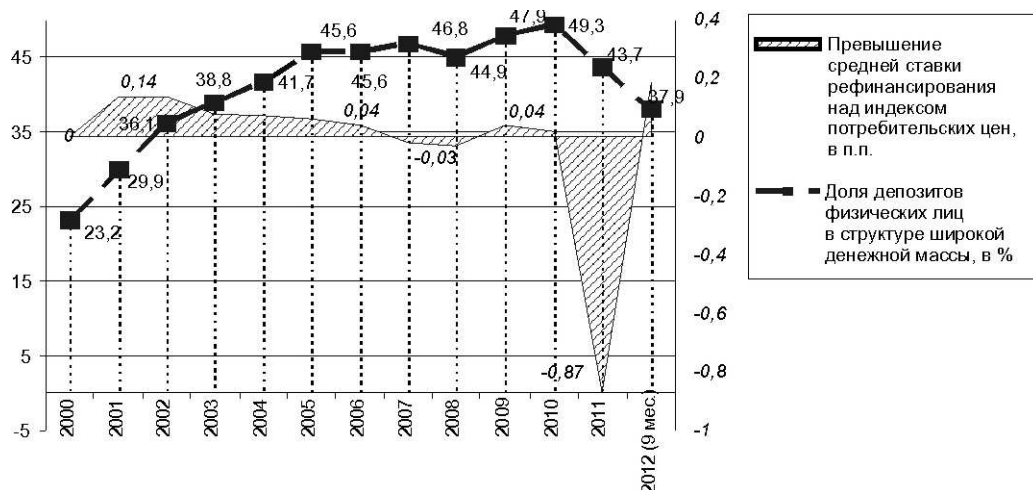


Рис. 9. Сопоставление доли депозитов физических лиц в структуре широкой денежной массы (%) и превышения средней ставки рефинансирования над индексом потребительских цен (п.п.)

Источник: [8; 9].

Анализ динамики доли депозитов физических лиц в структуре широкой денежной массы показал, что ее рост наблюдался в периоды превышения среднего значения ставки рефинансирования над значением индекса потребительских цен (периоды 2000—2007 гг., 2009—2010 гг.).

Потребительский характер поведения экономических субъектов означает, что оценка сегодняшней стоимости денег для населения значительно выше, нежели оценка стоимости будущих доходов, т.е. у населения сформировалась завышенная оценка ставки дисконтирования. В то же время завышенная оценка ставки дисконтирования населением негативно влияет на развитие коллективных инвестиций. Инвесторы ожидают получить доходность в долгосрочном периоде, ориентируясь на завышенную ставку дисконтирования денег, и в итоге не находят привлекательных вариантов. На практике это означает, что коллективное инвестирование станет возможным, если управляющие обеспечат доходность инвестиционных паев выше, чем существующая ставка по депозитам на финансовом рынке. А для этого объекты инвестиций (акции и облигации) должны иметь соответствующую годовую доходность.

Выводы.

1. За период с 2005 по 2011 г., несмотря на значительный рост объемов (объем эмиссии облигаций в ценах 2005 г. увеличился в 125 раз, объем эмиссии акций (в ценах 2005 г.) за тот же период — на 124 %), на рынке ценных бумаг Беларуси не произошло соответствующих качественных сдвигов, выраженных в формировании механизмов эффективного перераспределения финансовых ресурсов.

2. Рынок ценных бумаг Беларуси характеризуется чрезвычайно низким значением коэффициента ликвидности: его значения для рынка акций и для рынка облигаций в

среднем за период с 2005 по 2011 г. не превышают 1, т.е. не все выпущенные ценные бумаги обращаются на вторичном рынке.

3. Механизм биржевого рынка ценных бумаг способствует установлению справедливой равновесной цены, сглаживает колебания цен покупки-продажи ценных бумаг. В структуре рынка ценных бумаг Беларуси, однако, доминирует внебиржевой рынок: доля биржевого рынка акций составила в 2011 г. всего 1,1 %, доля биржевого рынка облигаций — всего 30,6 %.

4. Население Республики Беларусь характеризуется выраженным потребительским характером экономического поведения. Это доказывают относительно низкие значения нормы сбережений домашних хозяйств (не более 12,4 % валового располагаемого дохода в 2010 г.), тенденция к сбережениям в условиях повышенной ставки рефинансирования. Оценка сегодняшней стоимости денег для населения значительно выше, нежели оценка стоимости будущих доходов. Потребительский характер экономического поведения физических лиц негативно влияет на развитие коллективных инвестиций, поскольку инвесторы ориентированы на повышенные ставки доходности паев (вкладов).

5. Формирование паевых инвестиционных фондов должно происходить в соответствии с возможностями рынка. Развитие институтов коллективного инвестирования в Беларуси возможно, если на начальном этапе ориентировать создаваемые инвестиционные фонды на вложение в корпоративные облигации и депозиты для формирования у населения устойчивой нормы долгосрочного сбережения части доходов. С той же целью предпочтительно формирование паевых инвестиционных фондов открытого типа для обеспечения ликвидности паев. Будут развиваться и закрытые инвестиционные фонды, обеспечивающие повышенную доходность за счет рискованных вложений в высокодоходные ценные бумаги, недвижимость.

Л и т е р а т у р а

1. *Шарп, У.Ф.* Инвестиции: учеб.: пер. с англ. / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж.В. Бэйли. — М.: ИНФРА-М, 1999. — 454 с.
2. *Куропатенков, В.* Коллективное инвестирование: тенденции и перспективы развития / В. Куропатенков, И. Куропатенкова // Банк. вестн. — 2011. — № 9. — С. 29—33.
3. A Review of Trends and Activity in the U.S. Investment Company Industry // 2012 Investment Company Fact Book [Электронный ресурс]. — 2012. — Режим доступа: http://icifactbook.org/2012_factbook.pdf. — Дата доступа: 18.12.2012.
4. Автохолдинг «Атлант-М» меняет директора? // Аргументы и факты в Беларуси [Электронный ресурс]. — Минск, 2011. — Режим доступа: <http://www.aif.by/ru/faq/item/12198-atlant.html/>. — Дата доступа: 30.10.2012.
5. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2011 год // Министерство финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — Минск, 2012. — Режим доступа: <http://minfin.gov.by/data/depacen/dcb2011.zip>. — Дата доступа: 04.11.2012.
6. Национальные счета Республики Беларусь. — Минск, 2012. — 347 с.
7. Годовые показатели системы национальных счетов // Национальные счета России в 2004—2011 годах [Электронный ресурс] / Федеральная служба государственной статистики. — М., 2012. — Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b12_15/IssWWW.exe/Stg/%%3Cextid%%3E/%3Cstoragepath%%3E::%%7C2. — Дата доступа: 04.11.2012.

8. Широкая денежная масса // Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — Минск, 2012. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/MonetaryStat/BroadMoney/>. — Дата доступа: 25.11.2012.

9. Динамика средней ставки рефинансирования Национального банка Республики Беларусь // Национальный банк Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — Минск, 2012. — Режим доступа: <http://www.nbrb.by/statistics/Dynamic/>. — Дата доступа: 25.11.2012.

Статья поступила в редакцию 26.12.2012 г.

М.В. Петрович

доктор экономических наук, профессор
БГЭУ (Минск)

РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ: СОСТОЯНИЕ, ПРОБЛЕМЫ, РЕШЕНИЯ

В статье рассмотрены важнейшие актуальные проблемы развития рынка жилой недвижимости в Республике Беларусь. Подчеркивается необычайно высокая динамика этого рынка, приводятся статистические данные о его количественных и качественных изменениях за последние годы. Дано авторское видение решения некоторых наиболее актуальных проблем.

The article considers the most important problems of development of the market of inhabited of the real estate in the Republic of Belarus. Emphasizes the unusually high dynamics of this market, presents statistical data on the quantitative and qualitative changes in recent years. Given the author's vision of the solution of some of the most pressing problems.

Рынок недвижимости в Республике Беларусь — молодой и динамично развивающийся кластер. Объемы ввода нового жилья за период 2000—2011 гг. увеличились в 1,55 раза. За последние пять лет (2007—2011 гг.) ежегодно строится 9,7—11,5 тыс. индивидуальных жилых домов. Частный жилищный фонд физических лиц за период 2005—2011 гг. увеличился в 1,15 раза. Среди стран СНГ Беларусь занимает безусловные лидирующие позиции по количеству вводимого жилья на 1000 человек населения — в 2011 г. 699 м², а ближайший показатель России — 409 м² [2, с. 68, 114, 167, 193]. Строительная отрасль в Республике Беларусь — это мощный технико-технологический и социально-экономический комплекс. Удельный вес подрядных работ по отрасли «Строительство» в 2011 г. в ВВП страны составил 14,5 % против 11,5 % в 2005 г. [1, с. 10—11]. Ежегодные мощности по вводу жилых домов равны примерно 8 млн м² жилья. Республика Беларусь в значительных объемах экспортирует строительные услуги. Однако жилищная сфера и рынок жилой недвижимости сегодня имеют ряд актуальных для своего решения проблем.

1. Для белорусского рынка жилой недвижимости характерен гипертрофированно развитый институт частной собственности. В 2011 г. в собственности физических лиц находилось 78,8 % жилого фонда страны [2, с. 75]. В европейских и других экономически развитых странах жилье также имеется в частной собственности. Действительно большая часть жилья в Западной Европе находится в частной собственности. Но это не собственность граждан, это собственность частных управляющих компаний, крупнейшие из которых владеют десятками тысяч квартир и индивидуальных домовладений и