

(на третьем курсе — 52 %); участвуют, если это затрагивает их личные интересы, — 38 % (на третьем курсе — 41 %), не участвуют 11 % (на третьем курсе — 7 %). Гипотеза о связи общественно-политической активности студентов с их личной заинтересованностью в решении общественных проблем частично подтвердилась — достаточно высокий процент респондентов выбрали этот вариант ответа.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что организация и проведение силами студентов учебного социологического исследования, предметом которого является изучение социальной активности студенческой молодежи, явились оправданным средством достижения целого комплекса научно-образовательных, практических и воспитательных целей. Проведение исследовательской работы дало возможность студентам не только ознакомиться на практике с основными этапами прикладного социологического исследования, но и развить собственные научно-исследовательские способности, приобрести навыки работы с научной литературой по теме, формулирования научных гипотез и в целом «социологического» восприятия происходящих в обществе событий. Кроме того, участники исследовательской группы приобрели объективные знания об образе жизни своих сверстников, смогли беспристрастно оценить проявления студенческой активности в социальной жизни, развеять некоторые мифы об особенностях поведения современной студенческой молодежи.

**В.А. Шамов,**

*магистр экономических наук*

## **ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ФИНАНСОВОГО РЫНКА ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ ПРЕДПРИЯТИЯМИ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ**

*В статье рассматриваются вопросы возможности привлечения необходимых отечественным предприятиям инвестиций на отечественном и зарубежных финансовых рынках. Оцениваются перспективы развития финансового рынка Республики Беларусь, связанные с принятием ряда нормативных правовых актов, направленных на повышение инвестиционной привлекательности белорусского фондового рынка. Обосновывается необходимость изучения возможностей размещения ценных бумаг отечественных предприятий на зарубежных фондовых рынках прежде всего путем проведения IPO — Initial Public Offering. Для этих целей предлагается разработка пошаговой стратегии выхода предприятия на IPO, включающей ряд мероприятий на каждом этапе ее осуществления. Отмечается, что в современных условиях мирового финансового кризиса отечественным предприятиям необходимо тщательно оценить весь спектр инструментов финансового рынка и возможностей выхода на зарубежные фондовые площадки для выбора наиболее оптимального варианта привлечения инвестиционных ресурсов.*

Динамичное развитие экономики Республики Беларусь требует значительных финансовых ресурсов для осуществления инвестиционных проектов в различных секторах экономики. Отечественные предприятия остро нуждаются в инвестиционных ресурсах для финансирования своего основного и оборотного капитала. Основным источником финансирования инвестиций в нашей республике являются собственные средства предприятий и заемные ресурсы (прежде всего банковский кредит). Однако объемы собственных средств у отечественных предприятий, как правило, невелики, а использование кредитных ресурсов накладывает дополнительное бремя в виде необходимости

уплаты ссудного процента, снижающего потенциальный размер прибыли (особенно в современных условиях мирового финансового кризиса ликвидности, повсеместно сопровождающегося ростом процентных ставок). В то же время практически не используются такие традиционные для рыночной экономики инструменты привлечения капитала, как эмиссия ценных бумаг и их размещение на финансовом рынке.

Исследование вопросов использования инструментов финансового рынка для привлечения инвестиций в отечественной практике остается недостаточно изученным. Можно отметить лишь ряд публикаций Е. Берзинь (рассматриваются возможности белорусских предприятий размещать акции на зарубежных фондовых рынках), А. Гальперина, В. Тарасова и некоторых других авторов, посвященных общим и отдельным вопросам состояния и развития финансового рынка Республики Беларусь.

В то же время остро ощущается недостаток фундаментальных исследований в данной области, прежде всего, касающихся оценки эффективности различных вариантов привлечения инвестиций на зарубежных финансовых рынках. Поэтому данная проблема является весьма актуальной, что и предопределило цель написания данной статьи — обоснование возможности привлечения инвестиций на отечественном и зарубежных финансовых рынках.

### **Финансовый рынок Республики Беларусь и перспективы его развития**

Современное состояние финансового рынка Республики Беларусь характеризуется преимущественным развитием банковского сегмента и рынка государственных ценных бумаг. В то же время рынок корпоративных ценных бумаг характеризуется низкой капитализацией (около 22 % ВВП) и очень незначительным оборотом (менее 4 млн дол. США по итогам 2007 г.).

Для активизации развития финансового рынка (прежде всего его фондового сегмента) в Республике Беларусь 21 января 2008 г. совместным постановлением Совета Министров и Национального банка была принята Программа развития рынка корпоративных ценных бумаг на 2008—2010 гг., основными направлениями которой стали:

- снижение налоговой нагрузки на доходы по операциям с ценными бумагами;
- снятие ограничений на отчуждение акций, приобретенных гражданами на льготных условиях либо в обмен на чеки «Имущество»;
- совершенствование института «золотой акции» путем приведения его к международным стандартам;
- внедрение новых инструментов на рынке ценных бумаг, прежде всего биржевых облигаций с упрощенным порядком их выпуска и обращения;
- совершенствование инфраструктуры фондового рынка, в первую очередь создание институтов коллективных инвесторов (паевых, пенсионных и инвестиционных фондов, финансово-промышленных групп и др.);
- выход предприятий республики на зарубежные финансовые рынки и др.

Несмотря на то что реализация Программы предусмотрена до 2010 г., большинство указанных мероприятий уже реализованы в первом полугодии 2008 г.

Так, Декретом Президента Республики Беларусь от 20 марта 2008 г., № 5 предусмотрено снижение ставки налога на доходы по операциям с ценными бумагами с 40 до 24 %. Кроме того, ряд доходов от операций с корпоративными облигациями освобождены от налогообложения.

Декретом Президента Республики Беларусь от 14 апреля 2008 г., № 7 предусмотрено поэтапное снятие ограничений на отчуждение акций, приобретенных гражданами на льготных условиях либо в обмен на чеки «Имущество». На первом этапе, начавшемся с 17 июля 2008 г., снимаются ограничения в отношении акций ОАО (за исключением

стратегических), доля государства в которых составляет более 75 % или отсутствует. До 2010 г. предусмотрено полное снятие ограничений на отчуждение акций акционерных обществ.

Указом Президента Республики Беларусь от 4 марта 2008 г., № 144 отменено наиболее одиозное препятствие для улучшения инвестиционного климата в стране — особое право («золотая акция») государства на участие в управлении хозяйственными обществами.

3 апреля 2008 г. Президентом подписан Указ № 194, регламентирующий появление новых финансовых инструментов — биржевых облигаций с упрощенным порядком регистрации и обращения на ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Кроме того, банкам разрешено выпускать необеспеченные облигации (по согласованию с Национальным банком и при выполнении определенных условий). Также банкам предоставлена возможность оказывать услуги на фондовом рынке эмитентам, которых они обслуживают.

В течение 2008 г. Департамент по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь планирует подготовить проекты Закона «Об инвестиционных фондах», новой редакции Закона «О ценных бумагах и фондовых биржах» и ряд других законодательных и нормативных правовых актов, совершенствующих инфраструктуру рынка ценных бумаг [1].

### **Привлечение инвестиций отечественными предприятиями на зарубежных фондовых рынках**

Важным направлением повышения инвестиционной активности отечественных предприятий реального сектора экономики может стать выход на зарубежные финансовые рынки.

В разработанных Департаментом по ценным бумагам Рекомендациях по применению инструментария фондового рынка в привлечении инвестиций предприятиями реального сектора экономики содержится разнообразная информация, способствующая проведению отечественными предприятиями эмиссий ценных бумаг и их размещению на фондовых рынках, в том числе и зарубежных.

Выход белорусских эмитентов на зарубежные фондовые рынки возможен несколькими способами.

Во-первых, это «прямой выход», т.е. проведение первичных публичных размещений акций на биржах IPO и выпуск еврооблигаций. Размещение акций на фондовой бирже признано эффективным инструментом финансирования дальнейшего развития компании, который открывает путь к более дешевым источникам капитала.

По сравнению с другими формами привлечения капитала проведение IPO имеет ряд преимуществ:

- получение значительно более высокой рыночной оценки компании (капитализации) по сравнению с ранее существующей;
- доступ к более капиталоемкому фондовому рынку, гораздо эффективнее организованному, обладающему значительно более широким набором инструментов и механизмов финансирования, точно отвечающих целям и задачам эмитента, и склонному финансировать даже небольшие по размерам компании;
- обеспечение повышенной ликвидности акций и превращение их за счет этого в средство платежа;
- акционерное финансирование не создает долгового бремени и необходимости выплачивать проценты;
- лучшие условия для сохранения контроля над предприятием: для привлечения определенного объема средств может потребоваться выпустить в 3—5 раз меньше новых

акций, что означает гораздо меньшее размывание пакета первоначальных владельцев. В результате компания имеет больше шансов отдать малый пакет своих акций (ниже блокирующего) и при этом привлечь значительный объем финансирования;

- повышение общего статуса, кредитного рейтинга и престижа компании, что позволяет ей легче налаживать коммерческие связи и привлекать заемные средства за рубежом, где они остаются более дешевыми, чем в Республике Беларусь, и предоставляют-ся на более длительные сроки;

- усиление экономической безопасности владельцев компании за счет перевода в международную плоскость административных, политических и страновых рисков.

Важность и преимущества публичного размещения акций уже давно осознаны не только в экономически развитых странах. Опыт стран ближнего зарубежья (прежде всего России и Украины) показывает, что привлечение капитала с использованием IPO на зарубежных фондовых биржах становится одним из наиболее привлекательных направлений инвестиционной деятельности. Так, в Российской Федерации объем средств, привлекаемых через IPO, вырос с 213 млн дол. в 2002 г. до 23,6 млрд дол. в 2007 г. (а с учетом проведения дополнительных эмиссий уже обращающихся акций — более 30 млрд дол.). К настоящему времени на IPO вышли уже около 100 компаний. Аналогичная ситуация и в Украине. За период с 2005 г. около 20 украинских компаний разместили на зарубежных биржах IPO суммы от 20 до 420 млн дол. [2].

При использовании данного варианта отечественными предприятиями основной блок проблем (в случае государственной регистрации ценных бумаг на территории Республики Беларусь, а размещения и обращения — на территории иностранного государства) находится в сфере требований к ценным бумагам и их эмитентам, установленных национальным законодательством зарубежных стран, а также локальными документами организаторов торговли ценными бумагами, которые могут значительно отличаться в рамках одного государства в зависимости от сегмента рынка, масштабов компаний-эмитентов и ряда иных факторов.

К таким требованиям, в частности, относятся:

- демонстрировать устойчивый рост финансовых показателей (оборота, активов) и увеличивать свою долю рынка;

- иметь размер активов и (или) годового оборота не менее 20 млн евро;

- пройти аудит и иметь отчетность, подготовленную в соответствии с МСФО;

- иметь достаточно ликвидный баланс и не быть чрезмерно обремененной кредиторской задолженностью;

- иметь квалифицированный менеджмент, обладающий долгосрочным видением стратегии развития предприятия [3].

Одним из требований допуска эмитента к иностранным инвестиционным ресурсам является наличие в свободном обороте не менее 25 % акций данного эмитента.

Как правило, для осуществления IPO привлекается инвестиционный консультант, который в дальнейшем будет помогать компании во всех необходимых процедурах, координировать действия всех участников процесса: андеррайтера, юристов и аудиторов, регистратора, брокера и др. Проводится финансовый и юридический due diligence, оцениваются будущие финансовые показатели. Разрабатывается система мотивации, направленная на увеличение стоимости компании, повышается уровень корпоративного управления и раскрытия информации. Затем осуществляется реструктуризация и оптимизация бизнес-процессов. Кроме того, в ряде случаев IPO является заключительным этапом развернутой инвестиционной стратегии, предполагающей планомерный переход от использования одного источника внешнего финансирования к другому.

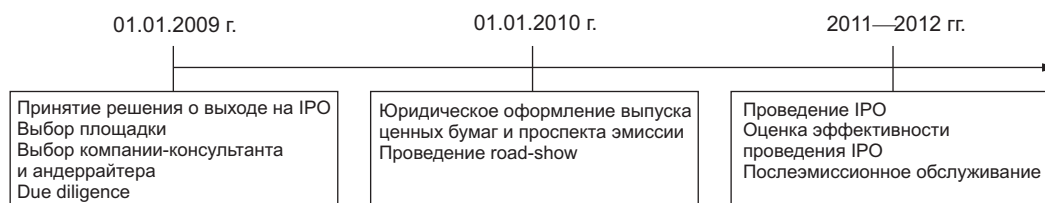
Процесс подготовки компании к IPO требует много времени и средств. Как показывает опыт российских компаний, на проведение предварительных процедур к выходу на IPO белорусских предприятий может понадобиться от 1 до 3 лет.

Предварительные процедуры включают в себя:

- оценку целесообразности проведения IPO и выбор площадки;
- проведение юридического due diligence;
- выбор банка-андеррайтера и компании-консультанта;
- подготовку проспекта эмиссии;
- проведение маркетинговых мероприятий (в том числе road-show);
- допуск к торгам на бирже.

Проведение каждой из указанных процедур требует тщательного обоснования. На наш взгляд, для предотвращения возможных ошибок и избежания дополнительных затрат, необходима разработка *пошаговой стратегии* выхода предприятия на IPO.

В упрощенном виде такую стратегию можно представить следующим образом:



Каждый этап требует дополнительного уточнения проводимых мероприятий и более подробной разбивки. Подобная пошаговая стратегия позволит на каждом этапе своевременно аккумулировать необходимые ресурсы и решать возникающие проблемы. Примерные затраты на проведение IPO зависят от варианта проводимого размещения и могут составлять от 3—5 % (на российских биржах ММВБ и РТС) до 6—9 % (европейские фондовые биржи) и 9—12 % (американские NYSE и NASDAQ) объема эмиссии (кроме затрат на подготовку).

Существуют и другие (альтернативные) варианты проведения IPO, которые также нуждаются в дополнительной проработке. Например, торговые площадки ряда стран (России, Германии, Польши) предоставляют возможность доступа к размещению и обращению ценных бумаг по упрощенной процедуре без представления отчетности по международным стандартам.

Так, в сентябре 2007 г. на Варшавской фондовой бирже открылась новая торговая площадка — NewConnect, которая позволяет привлекать капитал малым и средним предприятиям по упрощенной процедуре.

Стоимость размещения ценных бумаг на таких торговых площадках дешевле в 3—4 раза, чем на других международных биржах (например, стоимость среднего по объему размещения на Варшавской фондовой бирже составляет 5—6 %, в то время как размещение на Лондонской бирже может стоить до 10—15 % суммы привлекаемых инвестиций).

Вторым вариантом размещения ценных бумаг на зарубежных биржах может быть «косвенный выход».

Исходя из мирового опыта, размещение и обращение ценных бумаг на иностранных торговых площадках происходит опосредованно, а именно:

- с использованием услуг иностранной компании по выпуску ценных бумаг;
- с использованием специально созданной для выпуска ценных бумаг компании-резидента иностранного государства;
- с использованием существующей дочерней компании-резидента страны, группы стран (ЕС), в которых планируется размещение и обращение ценных бумаг.

При применении указанных схем, когда эмитентом ценных бумаг выступает не белорусское предприятие, а компания-резидент иностранного государства, выпуск, раз-

мещение и обращение ценных бумаг осуществляются в соответствии с требованиями законодательства иностранного государства.

Такая схема уже успешно используется белорусскими эмитентами (ОАО «АСБ Беларусбанк», ОАО «Белагропромбанк», ОАО «Полесье»).

Предприятиями республики создана достаточно обширная сеть зарубежных товаропроводящих дочерних компаний. Использование их в качестве эмитентов ценных бумаг на территории иностранных государств с привлечением высокопрофессиональных финансовых посредников (банков, андеррайтинговых компаний и др.) является, на наш взгляд, оптимальным вариантом для привлечения иностранных инвестиций. При отсутствии зарубежных товаропроводящих дочерних компаний возможно создание за рубежом группой белорусских организаций компании, специализирующейся на выпуске ценных бумаг, пользуясь услугами которой, любой белорусский эмитент сможет привлечь иностранные инвестиционные ресурсы [4].

Сегодняшняя ситуация на мировом финансовом рынке не является благоприятной для проведения IPO отечественными предприятиями. Мировой финансовый кризис обусловил недостаток финансовых ресурсов на всех сегментах рынка и более осторожное поведение инвесторов. Однако ситуация постепенно выравнивается и, по нашему мнению, через 1,5—2 года (срок, необходимый нашим предприятиям для проведения предварительных процедур подготовки для выхода на IPO) наступит благоприятное время для осуществления таких размещений. В любом случае необходим тщательный мониторинг ситуации на финансовых рынках в течение всего периода подготовительной работы.

Существенной проблемой остается несовершенство отечественной законодательной базы, прежде всего в части налоговых вопросов обложения доходов нерезидентов от операций с акциями белорусских предприятий (налог на доходы нерезидентов по дивидендам составляет 15 %, а по процентам по кредитам — всего 10 %). Кроме того, налогом на прибыль по ставке 24 % у нас будут облагаться как эмиссионный доход (разница между номинальной стоимостью акций и их ценой продажи при IPO), так и разница между ценой покупки и ценой продажи акций. При этом вопрос уплаты такого налога в случае если сделки проводятся за рубежом, тоже не решен.

Таким образом, использование инструментов финансового рынка для привлечения инвестиций является очень перспективным направлением деятельности отечественных предприятий. Возможности финансового рынка Беларуси пока остаются весьма ограниченными, однако ряд принятых законодательных актов, направленных на усиление инвестиционной активности рынка, дает надежду на скорую активизацию процессов эмиссии и обращения ценных бумаг в Республике Беларусь. Как показывает зарубежный опыт, одним из наиболее эффективных инструментов привлечения инвестиций в настоящее время является проведение IPO, поэтому проработка возможностей такого размещения на зарубежных фондовых биржах приобретает особую актуальность для отечественных предприятий, особенно в условиях мирового финансового кризиса.

## Литература

1. Гальперин, А. Ограничений стало значительно меньше / А. Гальперин // Финансы. Учет. Аудит. — 2008. — № 7. — С. 32—33.
2. Берзинь, Е. Перспективы выхода белорусских эмитентов на зарубежные фондовые рынки путем проведения IPO / Е. Берзинь // Фин. директор. — 2008. — № 3. — С. 15—19.
3. Мартынов, М. Как выйти на международные фондовые рынки / М. Мартынов // Фин. директор. — 2008. — № 8. — С. 76—80.
4. Рекомендации по применению инструментария фондового рынка для привлечения инвестиций предприятиями реального сектора экономики / М-во финансов Респ. Беларусь [Электронный ресурс]. — 2008. — Режим доступа: [http://www.minfin.gov.by/data/depcen/recommendation\\_for\\_subscribe.zip](http://www.minfin.gov.by/data/depcen/recommendation_for_subscribe.zip). — Дата доступа: 25.10.2008.