

Из доминирования в современной экономике мезосектора, расположенного между макро- и микроуровнем и определяющего все существенные общехозяйственные процессы, вытекает необходимость приспособления организационных структур предприятий не к рынку, а к формам и структурам предприятий. Дополнительно необходимы и мероприятия, связанные с рынком капиталов, которые позволяют "новым фирмам" входить в имеющиеся рынки или создавать новые. Поэтому реструктуризация предприятий предполагает создание таких макроинституциональных правил и изменений организационных структур предприятия, чтобы обеспечить приток доходов с рынка для финансирования инвестиций. При этом структурные приспособления предприятий через изменения их организационных структур должны основываться на развитии функций предприятия, воздействующих на развитие предприятия и общеэкономический рост. Поэтому реструктуризация предприятий должна проводиться во взаимосвязи с их стратегией. А институциональные реформы возможны на точном знании микроэкономических основ крупного предприятия как центра хозяйственной жизни.

Из сравнительного анализа микроэкономической теории предприятия в рамках неоклассической и посткейнсианской парадигм следует, что если цель реструктуризации предприятий в Беларуси состоит в повышении экономической эффективности и создании условий для экономического развития и благосостояния в обществе, то надежным теоретическим основанием для принятия практических решений и действий должна стать современная экономическая теория, которая считает крупные предприятия центром хозяйственной жизни и предлагает, разрабатывает основы стратегического управления предприятием. Неоклассический подход лишь формирует мировоззрение и ориентирует поведение индивидов, но не подходит для объяснения реалий хозяйственной жизни.

Р.Ю.ТИХОНОВ

ОБЗОР ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ГОСУДАРСТВЕННЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В СТРАНАХ БЛИЖНЕГО ЗАРУБЕЖЬЯ И В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ

Основной задачей политики стран ближнего зарубежья (России, Украины, Казахстана, Молдовы) в области финансирования дефицита государственного бюджета в 1997 г. является использование эмиссий государственных ценных бумаг (далее — КГО) как неинфляционного источника его покрытия.

Так, в Российской Федерации основными ценными бумагами правительства являются Российские краткосрочные облигации, выраженные в рублях и эмитированные Министерством финансов, которые размещаются Центральным банком России. Лицевая стоимость данных ценных бумаг составляет 1 млн рублей, и налогом они не облагаются.

Радион Юрьевич ТИХОНОВ, начальник Управления ценных бумаг Национального банка Республики Беларусь

Аукционы по размещению государственных краткосрочных облигаций проводятся еженедельно. Каждые понедельник — пятницу проводятся вторичные торги с 11.00 до 13.00, с 15.00 до 17.00 осуществляются итоговые подсчеты. При этом информация, касающаяся новых выпусков, предоставляется за семь дней до даты проведения аукциона. Для иностранных инвесторов введено ограничение — участие до 10 % от объема каждого выпуска. Расчет для клиентов России производится в течение двух — трех дней. Рынок государственных ценных бумаг регулируется Центральным банком России и Министерством финансов.

Рынок ГКО в 1994 — 1996 гг. в Российской Федерации приобрел макроэкономический масштаб, став важнейшим источником неинфляционного финансирования дефицита государственного бюджета. К примеру, в 1995 г. общий объем рынка ГКО — ОФЗ достиг 76,6 трлн руб. (1994 г. — 10,6 трлн руб.), за счет их продажи Правительство России получило около 27,5 трлн руб. (1994 г. — 5,6 трлн руб.), что позволило покрыть порядка 50 % дефицита федерального бюджета против — 10 % в 1994 г.

В 1997 г. предусматривается дальнейшее снижение дефицита бюджета до уровня 3,3 % ВВП, что составляет 89,1 трлн рублей. При этом в 1997 г. предполагается реструктурировать задолженность Министерства финансов России перед Центральным банком путем перевода части долговых обязательств Минфина России из краткосрочных в среднесрочные и долгосрочные по фиксированному ставкам, соответствующим темпам инфляции. Исходя из возможностей рынка в 1997 г., общий объем доходов от эмиссии государственных ценных бумаг, направляемых на покрытие дефицита федерального бюджета, планируется в 48,5 трлн рублей. При этом оставшуюся часть дефицита бюджета предусматривается покрыть за счет внешних источников финансирования. В связи с тем, что на руках у населения России находятся значительные средства в иностранной валюте (по некоторым оценкам 20 — 40 млрд долларов), предполагается решать вопрос о выпуске облигационного валютного займа.

На Украине в 1997 г. бюджетный дефицит предполагается покрыть в большей степени за счет размещения государственных облигаций, а также путем привлечения внутренних и внешних кредитов, избежав при этом дополнительной денежной эмиссии. В настоящее время на Украине за счет выпуска государственных ценных бумаг покрыто 18,61 % бюджетного дефицита. В ходу находятся облигации со сроком обращения 3, 6, 9 и 12-месяцев. Наибольшим спросом пользуются облигации со сроком обращения 3 месяца. Средний ежедневный объем продажи 3-месячных облигаций колеблется от 1,5 трлн крб. до 2,5 трлн крб., доходность этих ценных бумаг составляет 57,3 % (40,1 % с учетом налогообложения дисконта). Ранее доходность поднималась до уровня 112,41 % годовых. Средний еженедельный объем продажи на вторичных торгах составляет около 200 млрд руб. По облигациям со сроком обращения 6 месяцев доходность составляет 58,2 % (ранее доходность поднималась до уровня 119,52 %). В настоящее время уровень ставки рефинансирования, установленный Национальным банком Украины, равен 40 % (в Республике Беларусь ставка рефинансирования находится на уровне 35 %, доходность на последних аукционах составляет 35 — 35,5 % годовых по минимальной цене продажи и 32,69 — 34,41 % годовых по средневзвешенной).

Национальным банком Украины 1 октября текущего года проведены аукционы по размещению 3-месячных, 6-месячных, 9-месячных и годовых дисконтных государственных облигаций (следует отметить, что аукцион с различными сроками обращения в Киеве проводят в один день, а на следующий рабочий день Национальный банк проводит доразмещение по средневзвешенной цене аукциона). Итоги проведенных аукционов показывают, что доходность 3-месячных облигаций составила 57,3 % годо-

вых, 6-месячных облигаций — 59,9 %, годовых — 62,77 %. 9-месячные государственные облигации Национальный банк Украины на аукционе 1 октября не продал, и Министерство финансов поручило Национальному банку не размещать бумаги данного срока обращения.

Молдавия планирует погасить 60 % дефицита государственного бюджета в 1997 г. за счет средств от продажи государственных ценных бумаг, а оставшиеся 40 % — за счет внешних займов, ожидаемых в объеме 80 млн долларов. В будущем году Министерство финансов Молдавии предполагает увеличить на 30—40 % объем реализуемых государственных ценных бумаг (на 1996 г. запланирован показатель в 100 млн леев или 21,59 млн долларов). В текущем году предполагается покрыть дефицит государственного бюджета за счет выпуска государственных ценных бумаг на 29,36 %.

В Казахстане к концу 1997 г. основным инструментом регулирования денежно-кредитной политики Национального банка станут операции с государственными ценными бумагами при существенном увеличении объема этого сегмента финансового рынка. Национальный банк республики рассчитывает увеличить в своих активах долю государственных ценных бумаг с 1 млрд до 7—8 млрд тенге, т.е. в 7—8 раз, что создаст необходимый потенциал для активного участия с данными бумагами на фондовом рынке республики. Кроме того, Министерство финансов Казахстана намерено приступить к размещению первых национальных сберегательных облигаций, к покупке которых будут допущены частные лица. Объем первого транша составит 300 млн тенге (4,43 млн долларов), срок обращения — 364 дня. Объем второго, заключительного транша — 10,3 млн долларов.

В Республике Беларусь ценными бумагами Правительства являются государственные краткосрочные облигации (ГКО), выраженные в расчетных единицах Республики Беларусь. Генеральный Поверенный Правительства, эмитент — Министерство финансов выпускает данные ценные бумаги со сроком обращения 3, 6, 9, и 12 месяцев 1—2 раза в месяц на безбумажной основе, которые налогом не облагаются. Размещение производится Национальным банком Республики Беларусь в форме закрытых аукционов на основании Приказа Министерства финансов Республики Беларусь.

В 1995 году общий объем эмиссии государственных ценных бумаг (ГКО) составил 2,265 трлн руб.; реализовано облигаций на сумму 1,501 трлн руб. Разница между объемами средств, привлеченных в результате размещения облигаций и использованных на их погашение (положительное сальдо) в 1995 г. составила 528,3 млрд руб., или 16 % дефицита государственного бюджета. В качестве индикативных показателей Министерство финансов Республики Беларусь предлагает положительным сальдо довести до 15,5 % прогнозируемого на 1996 год дефицита республиканского бюджета, на 1997 г. — 23 %, 1998 г. — 30 %, 1999 г. — 35 %, 2000 г. — 40 %. В соответствии с проектом Закона Республики Беларусь «О бюджете Республики Беларусь на 1997 год» данный показатель увеличен до 28,3 %.

Предварительные итоги развития рынка ценных бумаг Правительства и Национального банка в Республике Беларусь за 1996 г.

Рынок государственных ценных бумаг

В качестве Финансового агента Правительства Национальный банк обеспечивает функционирование рынка ГКО, проводит размещение, погашение эмиссии ГКО.

В первом полугодии 1996 г. размещено по номиналу 2611,19 млрд руб., что в 12,54 раз больше, чем за соответствующий период 1995 г. (208,29 млрд руб.).

По состоянию на 14.10.1996 г. объем эмиссии государственных крат-

косрочных облигаций составил 4,701 трлн рублей, из которых всего размещено:

по ценам, сложившимся на аукционах (фактически) — 3,8 трлн рублей; по цене эмитента — Министерство финансов (по номинальной стоимости) — 4,5 трлн рублей. По инициативе эмитента и с целью покрытия кассовых разрывов, возникающих у Генерального Поверенного Правительства при погашении облигаций Национальным банком, приобретено у Министерства финансов по ценам, сложившимся на аукционах (фактически) 892 млрд рублей, по цене эмитента (по номинальной стоимости) — 1,1 трлн рублей.

На 14.10.96 находилось в обращении:

по ценам, сложившимся на аукционах (фактически) — 1,3 трлн рублей; по цене эмитента (по номинальной стоимости) — 2,1 трлн рублей.

За истекший 1996 г. отмечается реструктуризация рынка ГКО в сторону увеличения сроков заимствования, что позволяет эмитенту снизить затраты по обслуживанию государственного долга. В январе 1996 г. все эмитированные выпуски имели срок обращения 1 месяц. А в настоящее время в структуре рынка ГКО 51 % приходится на облигации со сроком обращения 91–92 дня (3-месячные), 48 % — на облигации со сроком обращения 155–188 дней (6-месячные) и 1 % — на ценные бумаги со сроком обращения 244 дня (9-месячные). Доходность к погашению для 3-месячных ГКО находится в пределах 32–55 % годовых, 6-месячных — 50,7–61,8 % годовых, 9-месячных — 66 % годовых.

Выпуск ценных бумаг Национального банка Республики Беларусь

С целью компенсации краткосрочного изменения ликвидности банковско-финансовой системы, возникающей от взаимодействия различных инструментов финансового рынка, в частности, для регулирования денежного рынка республики, Национальный банк выпускает собственные ценные бумаги — краткосрочные облигации (далее — КО). За первое полугодие текущего года проведено 4 аукциона по размещению выпусков ценных бумаг Национального банка (КО). Сроки обращения установлены в пределах 29–62 дней. Объем размещения по номиналу колебался от 106,4 млрд руб. (10 выпуск) до 178,3 млрд руб. (9 выпуск), объем размещения ценных бумаг Национального банка составил 715,19 млрд руб. по номиналу. На 14.10.1996 г. объем эмиссий составил — 1,4 трлн руб., из которых размещено:

по ценам, сложившимся на аукционе — 1,2 трлн руб.;

по номинальной стоимости облигаций — 1,2 трлн руб.

На 14.10.1996 г. все выпуски ценных бумаг Национального банка погашены, т.е. в обращении отсутствуют.

Анализируя динамику развития рынка ценных бумаг Национального банка, следует отметить некоторый спад интереса у первичных инвесторов к этому инструменту фондового рынка, что, по нашему мнению, связано с существующим порядком налогообложения доходов. Доходы от операций с ценными бумагами, эмитированными Правительством в лице Министерства финансов (ГКО), не облагаются на первичном и вторичном рынках налогом, тогда как доходы от операций с ценными бумагами Национального банка облагаются по полной ставке. По этой причине операции на вторичном рынке с ценными бумагами Национального банка практически не совершаются и инвесторам невыгодно иметь такой инструмент в своем портфеле ценных бумаг.

Для повышения привлекательности ценных бумаг Национального

банка как одного из инструментов реализации денежно-кредитной политики направлены предложения в Правительство Республики Беларусь для внесения соответствующих дополнений в Законы Республики Беларусь "О налогах на доходы и прибыль предприятий, объединений, организаций" и "О налоге на добавленную стоимость".

Учитывая целевую направленность эмиссий ценных бумаг Национального банка, и при регулярном проведении аукционов по размещению государственных ценных бумаг (эмитент — Министерство финансов), с учетом как состояния финансового рынка, так и ожидаемого спроса, выпуски ценных бумаг Национальным банком не будут столь необходимы. Национальный банк всегда придерживался мнения о необходимости согласованной политики с Министерством финансов в части размещения ценных бумаг.

Перспективы развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь до конца 1996 г.

С целью дальнейшего снижения инфляции наряду с постепенным снижением объемов прямого кредитования Национальным банком дефицита государственного бюджета планируемый дефицит государственного бюджета должен финансироваться за счет не эмиссионных источников — путем выпуска государственных ценных бумаг.

Для достижения этой задачи необходимо:

- увеличить долю дефицита республиканского бюджета, покрываемого путем размещения государственных ценных бумаг;
- финансировать Правительство (Министерство финансов) в большей степени в форме покупки государственных ценных бумаг;
- расширить круг инвесторов-владельцев ГЦБ путем их размещения среди юридических, физических лиц, в том числе в СКВ;
- расширить номенклатуру ГЦБ за счет выпуска в обращение инструментов с различными характеристиками, сроками и условиями погашения:
 - а) государственных краткосрочных облигаций (ГКО);
 - б) долгосрочных государственных облигаций (ДГО);
 - в) государственных долгосрочных купонных облигаций и т.д.;
- в целях более эффективного привлечения инвестиций в государственные ценные бумаги проводить аукционы на регулярной основе — еженедельно при публикации Календаря планируемых эмиссий в средствах массовой информации (опыт стран Дальнего и Ближнего Зарубежья).