

АКЦЕНТ на фондовый рынок

Поиск дополнительных путей
привлечения инвестиций
в экономику Беларуси

- Нужны ли республике инвестиции?
- Развитие фондового рынка и инструментарий ценных бумаг
- Обеспечение трансформации сбережений в инвестиционные ресурсы
- Пути восстановления научно-технического потенциала

**ДМИТРИЙ КЛИМКО,
ГЛАВНЫЙ СПЕЦИАЛИСТ ОТДЕЛА МЕТОДОЛОГИИ И АНАЛИЗА
ГОСУДАРСТВЕННОГО КОМИТЕТА ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ РБ,
АСПИРАНТ БГЭУ**

Печально, но факт. Несмотря на прирост совокупного размера капитальных вложений в воспроизводство основных фондов, этот показатель по сравнению с 1990 г. все-таки уменьшился в 2,1 раза. В основных обрабатывающих отраслях промышленности спад инвестиций составил от 3 до 59 раз, в сельском хозяйстве – 9,5, в науке и научном обслуживании – 10,2 раза.

Республике удалось сохранить удельный вес инвестиций на техническое перевооружение и реконструкцию действующих предприятий на уровне 64,9%. В то же время в развитых странах этот показатель составляет

90%. Сохраняется нерациональное соотношение затрат между основными составляющими технологической структуры капитальных вложений: объемом выполняемых строительно-монтажных работ и стоимостью оборудования. Еще два года назад удельный вес затрат на оборудование в общем объеме инвестиций составил около 50%. Организационные недостатки в строительстве привели к росту объемов незавершенного производства, замораживанию и без того ограниченных инвестиционных ресурсов, замедлению процессов обновления основных производственных фондов, в первую очередь, их актив-

ной части — машин и оборудования.

Хотя темпы прироста капитальных вложений достигают 20% (1997 г.) и 25% (1998 г.), состояние основных производственных фондов ухудшается. Коэффициент износа их активной части составил 69% в 1997 г., на 9% выше критического уровня. Обеспечить в ближайшее десятилетие их снижение до уровня ниже критического не представляется возможным. Кардинально решить проблему можно, увеличив темпы роста инвестиций в несколько раз, что не соответствует рациональной норме накопления и потребления в составе ВВП. Выход из создавшейся ситуации, на наш взгляд,

Таблица 1

Кредитор	Валюта	Объем иностранных инвестиций, млн.ед.						Итого
		1992	1993	1994	1995	1996	1997	
МБРР	USD			101,47	9,84	14,56	12,8	138,67
МВФ	USD		98		168			266
ЕБРР	USD			6,39	25,1	32,17	51,2	114,86
КЕС	USD					34,25		34,25
Бельгия	USD						1,5	1,5
США	USD	13,91	41,72		20,0	10,0		85,62
Россия	USD						51,5	51,5
Мосбизнесбанк	USD				15,0			15,0
ICBC	USD					25,0	10,0	35,0
Япония	USD		50,0					50,0
Германия	DEM	24,15	241,6	167,39	124,3	19,42	16,6	593,46
Австрия	ATS			193,2	93,98			287,18
Испания	DEM			6,68				6,68
Швейцария	CHF				10,1	1,5		11,6
КЕС	ECU	12,6	83,44	4,48				100,51
ИТОГО	USD	44,77	443,14	233,58	327,11	128,68	136,96	1314,24

видится в построении механизма привлечения инвестиций посредством зарубежных и национальных фондовых рынков. Анализ свидетельствует, что иностранные инвестиции и средства населения используются в незначительном объеме.

Сегодня они поступают в нашу страну как кредиты под правительственные гарантии и прямые иностранные инвестиции. Объем приобретения ценных бумаг (акций, облигаций) субъектов хозяйствования Беларуси на национальном и на зарубежных фондовых рынках невелик.

За шесть последних лет республика получила иностранных кредитов на общую сумму 792 млн. долл., 600 млн. немецких марок, 100 млн. ECU, 100 млн. австрийских шиллингов и 11,6 млн. швейцарских франков (табл.1).

Кроме кредитов, выделяемых государствами и межгосударственными организациями, внешний долг страны формируют и частные кредиторы — коммерческие банки, финансовые компании, в связи с чем проблема обслуживания внешнего долга становится особо актуальной. Два года

назад выплачено 87,3 млн. долл. США по основному долгу и 70,7 млн. долл. — по процентам, за 1996 год погашено 48,6 млн. долл. по основному долгу и 43,8 млн. долл. — по процентам. Однако внешний государственный долг республики на текущий год составил 983,6 млн. долл., а просроченная задолженность сдерживает привлечение новых кредитов.

Помимо иностранных инвестиций, займов и кредитов наиболее предпочтительной формой привлечения иностранного капитала являются прямые иностранные инвестиции путем создания совместных предприятий (СП) и предприятий со 100% иностранным капиталом (ИП). Однако их объемы незначительны, не соответствуют основным макропоказателям белорусской экономики. По данным платежного баланса, за пять лет (1992—1997 гг.) было привлечено 191,8 млн. долл. прямых иностранных инвестиций, или 19 долл. на душу населения. Для сравнения: этот показатель в Венгрии составил 1315, в Чехии — 687, в Польше — 142 долл.

Процесс создания и функционирования предприятий с иностранными

инвестициями на территории республики имеет нарастающую тенденцию. Количество зарегистрированных предприятий за этот период увеличилось на 31,5%, а число работающих в три раза. Доля иностранных учредителей в объявленном уставном фонде возросла с 263,5 млн. долл. до 328,8 млн. долл., а фактически перечисленная сумма средств нерезидентами — с 30,8 до 171,4 млн. долл., в 5,5 раза.

За последние два года иностранными инвесторами приобретены акции 109 белорусских эмитентов на сумму 669 млрд. руб. Такой интерес вызван в первую очередь ростом прибыли предприятий при одновременном удешевлении стоимости акций за счет девальвации белорусского рубля. Примечательно, что приток чистого частного капитала за 1990—1996 гг. в девять раз превысил количество чистых внешних займов, предоставляемых официальными кредиторами.

Вывод налицо: при построении механизма привлечения иностранных инвестиций Беларуси целесообразно делать акцент на частный капитал.

В то время как банковские ссуды были доминирующей составляющей

притока капитала в 80-е годы, портфельные инвестиции (особенно облигации) и прямые иностранные инвестиции приобрели значимость лишь десять лет спустя. Доля первых достигла 40% от чистого притока капитала в развивающиеся страны, доля вторых — 39%.

В последние годы назрела необходимость привлечения иностранных портфельных инвестиций как средством продажи ценных бумаг нерезидентам на национальном рынке ценных бумаг, так и с помощью размещения ценных бумаг резидентов республики за рубежом.

Использование рынка ценных бумаг как перспективного механизма трансформации сбережений в инвестиционный потенциал невозможно без программы построения механизма привлечения инвестиций посредством национального и зарубежных фондовых рынков. Факт сокращения национальных сбережений Беларуси (отрицательное сальдо счета текущих операций платежного баланса) и их избытка в странах Западной Европы, США и Японии дает основания акцентировать внимание наших субъектов хозяйствования на привлечении капитала на фондовых рынках названных стран.

Важный момент в этом процессе — получение кредитного рейтинга и выпуск евробондов. Первые шаги сделаны. Принято постановление Совета Министров РБ от 22.09.97 г. №1255 «О привлечении внешних займов путем выпуска государственных ценных бумаг». Создана соответствующая Межведомственная коорди-

национная группа. На ее заседании разработан план основных мероприятий по выпуску и размещению на внешних финансовых рынках ценных бумаг, в том числе мероприятия по получению кредитного рейтинга страны.

Организационно-технические мероприятия выпуска облигаций в полном объеме предполагают:

- присвоение эмитенту кредитного рейтинга рейтинговыми агентствами;
- выбор ведущего менеджера и организация подготовки эмиссии облигаций;
- выпуск облигаций и их обслуживание.

Предпосылкой развития рынка ценных бумаг как механизма привлечения инвестиций является создание благоприятной обстановки для предпринимательства и инвестиций. Опыт свидетельствует, что там, где правительства декларировали свое стремление внедрять ценные бумаги в национальную экономику, но не соблюдали указанное общее условие, технические попытки терпели крах.

Среди факторов, ограничивающих развитие рынка ценных бумаг, выделяются:

- льготные правительственные кредиты приоритетным отраслям. Когда предприятия могут привлекать заемные ресурсы по ставкам ниже рыночных, тогда у них не возникает стимулов выпускать и распространять ценные бумаги;
- несовершенство налоговой системы, приводящее к дискриминации инвесторов, приобретающих ценные бумаги, по сравнению с держателями

банковских депозитов (благоволение к банкам, в свою очередь, объясняется их обязанностью кредитовать приоритетные секторы или покупать правительственные облигации).

• Созданию благоприятной обстановки для привлечения инвестиций посредством национального и зарубежного фондового рынка способствуют:

- 1. Макроэкономическая стабилизация и доверие со стороны правительства как необходимое условие восстановления производственных инвестиций. Важно, чтобы государственная политика оставалась последовательной и стабильной. Если же государство часто меняет правила игры или использует противоречащие друг другу меры регулирования, инвесторы чаще всего занимают выжидательную позицию и не спешат делать долгосрочные капитальные вложения. Зачастую достижения макроэкономического равновесия недостаточны для восстановления доверия инвесторов. В этих случаях требуется специальная политика по привлечению частного капитала, например, прямое участие государства в ключевых инвестиционных проектах, предоставление для этого государственной инфраструктуры и т.п.; создание благоприятного инвестиционного климата, в частности, предоставление налоговых льгот и прочих стимулов. Постстабилизационная политика по сравнению с финансовой стабилизацией требует зачастую согласия в обществе относительно

Таблица 2

Ставки налогообложения доходов от капитала резидентов РБ – юридических и физических лиц

	Ставки налогообложения доходов иностранных инвесторов, переводимых за границу				Ставки налогообложения доходов, получаемых из-за границы			
	процентов по инвестициям в производительный капитал	дивидендов по облигациям	% по акциям	% по банковским депозитам	процентов по инвестициям в производительный капитал	дивидендов по облигациям	% по акциям	% по банковским депозитам
Страны СНГ	0	0	0	0	0	0	5	5
Страны ЦВЕ	0	0	5	5	5	5	10	10
Новые индустриальные страны	5	5	10	10	10	10	15	15
Страны ЕЭС	5	15	15	20	15	15	20	20
Япония	5	20	20	30	20	20	20	20
США и Канада	15	20	30	30	30	30	30	30
Развивающиеся страны	30	15	5	5	35	35	35	35

реформ, т.к. непосредственно затрагивает интересы отдельных промышленных и финансовых групп. Ее успех зависит от компетентного и гибкого государственного регулирования, а также стабильной социально-политической ситуации в стране.

- 2. Пересмотр законодательства и принятие новых правовых актов, направленных на стимулирование инвестиций, облегчение создания новых самостоятельных предприятий, развитие лизинговых и рискованных (венчурных) операций, эффективное регулирование банкротства.

- 3. Разработка системы квот ввоза — вывоза ЦБ в крупных отраслях и на предприятиях, аналогичных зарубежным. Система ограничений на ввоз — вывоз ЦБ и всех капитальных трансфертов в Беларуси не изменялась многие годы. Между тем республика объективно становится субъектом международных правоотношений. Метод смягчения влияния международного финансового кризиса путем сохранения недоразвития собственного финансового рынка нельзя считать приемлемым. Требуется разработать систему налогообложения капитальных доходов, ввозимых и вывозимых из РБ в свободно конвертируемой валюте, с учетом современной международной практики налогообложения и национальных интересов страны. В перспективе необходимо перейти от квот к налогообложению капитальных доходов, увязать в единую систему ставки налогообложения:

- * процентов по акциям;
- * дивидендов по облигациям с дифференциацией по видам: ГКО, ГДО, предприятий;
- * процентов по инвестициям в производительный капитал с дифференциацией для капитальных и прочих инвесторов.

Главенствующую роль при этом должна играть система льгот для вложений в акции производственных предприятий как наиболее желательная форма инвестирования в условиях Беларуси. Кроме того, для ограничения процесса «бегства капиталов», в том числе и в форме ЦБ, необходима дифференциация налогообложения этих видов доходов по странам. Примерная схема налогообложения выглядит следующим образом (табл.2).

Общим принципом является то, что для наиболее благоприятствуемых стран и видов инвестиций ставки налогообложения будут минимальными, для наименее благоприятствуемых — максимальными. Однако в случае, если двусторонние отношения с данной страной складываются несколько

иначе, чем с группой стран, к которой она принадлежит, возможно установление ставок налогообложения на взаимной основе. Величины ставок не следует пересматривать чаще, чем будет изменяться система внешнеэкономических отношений в Беларуси. Средние и предельные (max, min) уровни налогообложения желательно согласовывать с нормами международной практики.

- 4. Создание системы ограничений на приобретение пакетов акций иностранными инвесторами. К слову, в Бразилии иностранным инвесторам не разрешено приобретать более 40% акций приватизируемых предприятий. В Швеции до 1992 г. существовал порядок, по которому иностранные компании, желающие приобрести более 40% акций национальной компании, должны были получить специальное разрешение. В Финляндии на приобретение пакетов акций иностранным инвестором требуется разрешение министерства торговли и промышленности. В США в важнейших отраслях инфраструктуры (воздушный, морской транспорт, связь, ядерная энергетика, военно-космический комплекс) существенно ограничивается деятельность иностранных инвесторов, в уставном капитале радиовещательных корпораций доля иностранного инвестора не может превышать 20%. Иностранцам разрешено приобретать не более 15% акций российских нефтяных компаний. Ежегодно собрание акционеров «Газпрома» продлевает запрет на индивидуальную продажу акций иностранцам.

- 5. Для предотвращения валютных атак и связанных с ними кризисов нужна система защиты национальных интересов, которая должна включать: установление квот (связанных с минимальным сроком владения без осуществления страховых взносов) на продажу пакетов акций и других ЦБ иностранцам и мониторинговый депозитарий, осуществляющий контроль за перемещением акций каждого предприятия и предотвращение скупки акций инвесторами-спекулянтами.

- 6. Повышение ликвидности акций предприятий — важное направление роста эффективности функционирования рынка ЦБ. Немаловажное значение в эффективном функционировании рынка ценных бумаг имеют факторы повышения ликвидности акций предприятий. К ним относятся:

- прохождение акциями процедуры листинга. Наличие акций в торговых системах делает их доступными для торговли профессиональными участни-

ками рынка ЦБ;

- менеджмент предприятия. Его качество определяется косвенно, через финансовые показатели. Плохой менеджмент может существенно снизить ликвидность акций. Прибыльность компании непосредственно влияет на ликвидность. Как правило, она повышается в преддверии выплаты хороших дивидендов;

- соблюдение прав акционеров. Если на предприятии они нарушаются, это может негативно сказаться на состоянии рынка и на положении дел самого эмитента;

- доля акций, находящихся в обращении. Чем больше доля акций в обращении, тем ликвиднее их рынок; участие компаний разного профиля: коммерческих банков, юридических и адвокатских контор, аудиторских фирм, специализирующихся на рекламе; создание рейтинговых агентств; ежегодная публикация в печати рейтинга 100 лучших компаний Республики Беларусь.

- 7. И последнее. Для поддержки развития финансового рынка инвестиционных ресурсов важно сформировать надежные механизмы коллективного инвестирования, доступные основной массе населения на основе создания и развития паевых фондов и других форм коллективных инвестиций, системы страховых и гарантийных фондов и принять Закон «О гарантии коллективных инвестиций граждан». Формирование указанных форм можно осуществлять за счет взносов финансовых институтов, обслуживающих коллективных инвесторов.

При выполнении вышеуказанных условий фондовый рынок РБ получит новый импульс развития, а это, в свою очередь, привлечет внимание и зарубежных инвесторов к ценным бумагам белорусских эмитентов как на национальном, так и на международном рынках.

В заключение отметим, что сейчас в стране назрела необходимость в развитии фондового рынка как механизма привлечения национальных и иностранных инвестиций в реальный сектор экономики и индикатора эффективности работы тех или иных отраслей. Ввиду высокой степени износа производственных фондов срочно требуется решение правительства и выработка продуманной политики государства по развитию фондового рынка и интеграции финансовой системы Республики Беларусь в мировую финансовую систему.