



Л. И. ШМЫГОВА

СТРУКТУРА РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ И УСЛОВИЯ ЕГО ФОРМИРОВАНИЯ

Рынок ценных бумаг охватывает как кредитные отношения, так и отношения совладения, выражающиеся через выпуск специальных документов (ценных бумаг), которые имеют собственную стоимость и могут продаваться, покупаться и погашаться. Специфической чертой фондового рынка остается оформление сделки с помощью специальных документов (ценных бумаг): акции, облигации, казначейские обязательства и т. п. Для выделения специфических условий его развития необходимо классифицировать рынок ценных бумаг по ряду признаков¹.

Рынок ценных бумаг можно классифицировать по эмитентам, в качестве которых выступают государство, частный сектор и иностранные субъекты (например, рынок казначейских обязательств и облигаций правительства, рынок муниципальных облигаций, рынок акций промышленных компаний). По принципу возвратности рынок ценных бумаг можно подразделить на рынок долговых обязательств (облигации, казначейские обязательства), рынок собственности (акции) и рынок производных фондовых ценностей (обратимые облигации, привилегированные обратимые акции). По срокам предоставления денег (временно свободных денежных средств) рынок подразделяется на рынок денег и рынок капиталов, т. е. инвестиционных фондов. На рынке денег обращаются краткосрочные обязательства (до одного года); в основном это обязательства правительства и банков. На рынке капиталов обращаются долгосрочные обязательства правительства, местных властей, акции и облигации корпораций.

По характеру движения ценных бумаг рынок делится на первичный и вторичный. На первичном продаются и покупаются ценные бумаги новых выпусков, а на вторичном обращаются (перепродаются) ранее выпущенные. В основном первичный рынок существует в виде разветвленной сети финансовых брокеров и дилеров, вторичный рынок — это, как правило, фондовые биржи и та часть брокерской и дилерской сети, через которую проходят операции по перепродаже ценных бумаг. По форме организации фондовый рынок подразделяется на организованный и перераспределенный. Примером первого является биржа, где перепродается ограниченное число акций крупнейших и самых надежных компаний, т. е. списочные акции. Большинство же ценных бумаг перепродается и продается на так называемом «уличном» рынке, который в современных условиях представляет разветвленную компьютеризованную сеть брокеров и дилеров. Они, как правило, узко специализированы по конкретным видам ценных бумаг. Например, первичный рынок акций обычно «уличный», или перераспределенный, кроме того, на нем обращаются практически все облигации.

При анализе любой из сложившихся структур рынка ценных бумаг необходимо учитывать основные характеристики этих бумаг: ликвидность, т. е. способность финансового инструмента превращаться в деньги для обслуживания текущего оборота в наличной и безналичной формах; риск, который связан с невыполнением платежных обязательств заемщика и с колебаниями рыночных цен финансовых документов; доходность.

Для успешного формирования и развития как рынков отдельных видов бумаг, так и фондового рынка в целом требуется прежде всего политическая и экономическая стабильность. Граждане будут доверять государству и в его лице правительству, доверять реформам и выбранным социально-экономическим ориентирам, когда есть уверенность в необратимости изменений. Для существования рынка ценных бумаг, как известно, необходимо несколько составляющих: спрос, предложение, посредники, система регулирования и саморегулирования. А спрос как раз и создается государством и компаниями, чистым же кредитором (предложение денежных средств) выступает личный сектор, население. Только в стабильной, прогнозируемой обстановке спрос может найти предложение, и наоборот, предложение — спрос, и может возникнуть такой механизм перераспределения денег, как рынок ценных бумаг. Импульсом развития фондового рынка являются такие фундаментальные изменения, как снятие с государственных дотаций предприятий, переход банков на коммерческие принципы работы. Потребуется годы, прежде чем предприятия начнут выпускать ценные бумаги. К этому времени рыночный механизм движения ценных бумаг должен быть полностью сформирован.

Спрос на ценные бумаги зависит от благосостояния нации: чем выше уровень жизни, тем большая часть дохода сберегается и тем больше, при прочих равных условиях, люди («чистые» кредиторы) покупают ценные бумаги. Спрос на ценные бумаги зависит от их предложения, а предложение тем меньше, чем больше государство вмешивается в процесс производства, обмена и распределения. Предложение ценных бумаг и сам рынок отсутствуют в плановой экономике административно-командного типа, так как государственные предприятия получают недостающие денежные средства из госбюджета, через систему финансирования безвозвратными кредитами. Следовательно, предприятию в этих условиях нет необходимости не только выпускать ценные бумаги для привлечения дополнительных средств, но и эффективно работать.

Как видим, основополагающими условиями формирования фондового рынка являются не только стабильная ситуация, но и ориентация на создание и развитие рыночной экономики с особыми институтами ее функционирования, а также сохранение и усовершенствование государственного регулирования в кредитно-денежной сфере. Фондовый рынок как часть кредитно-финансовой системы во всех развитых странах является объектом жесткого контроля и регулирования (например, в США регулирующий орган — Комиссия по биржам и ценным бумагам, а в Канаде каждая провинция имеет свой закон о ценных бумагах и комиссию). Регулирование фондового рынка предполагает поддержание правопорядка в отрасли, регистрацию посредников и консультирование инвесторов, а также обеспечение гласности, т. е. полное и правдивое оглашение эмитентами всех факторов, касающихся выпуска ценных бумаг в свободную продажу.

Рынок ценных бумаг, естественно, не может успешно развиваться в условиях финансовой нестабильности. Сверхвысокие учетные ставки делают выгодным помещение денег в банки, а не в ценные бумаги, у которых дивиденды значительно ниже и банковских процентов, и темпов инфляции. В результате фондовый рынок не получает стимулов к развитию и оказывается в состоянии стагнации: малое количество сделок, малые колебания фондового индекса. Кроме того, инфляция порождает «бегство» от денег к вложениям в валюту, в недвижимость, в товары, а не в ценные бумаги. Обесценение денег (до 30 % в месяц) делает покупку ценных бумаг невыгодной. Так, в России население, получив приватизационные чеки, приравненные по статусу к ценным бумагам, стремится продать их по цене даже ниже номинальной. Сейчас, например, для основной массы населения наиболее привлекательными могли бы быть низкономинальные акции, но инфляция и ошибки брокеров взвинчивают цены на акции в несколько раз.

Несомненно, перечисленные условия для формирования рынка ценных бумаг необходимы, но без осуществления процесса приватизации, и в частности акционирования, недостаточны. Этот процесс развивается очень медленно и в силу объективных причин (сложность, масштабность процесса затрагивает интересы различных слоев общества, проблему социальной защищенности людей), и в силу многоступенчатой бюрократизированной системы получения разрешения на приватизацию. Так, в республике из-за отсутствия закона об именных приватизационных чеках не действует Закон о разгосударствлении и приватизации собственности. Поэтому наполнение рынка ценных бумаг не превышает 5—10 %

его потенциальных возможностей. Торговля ценными бумагами носит случайный характер².

Полноценная работа фондового рынка зависит от скорости и масштабов процесса акционирования. Пока же белорусский фондовый рынок испытывает дефицит в ликвидных ценных бумагах, на биржах идет торговля брокерскими местами, кредитными ресурсами и банковскими депозитами. Торговля же кредитными ресурсами вливает в оборот огромные, ничем не обеспеченные денежные средства, что порождает сокращение долгосрочных кредитов и удорожание любых видов кредитов и, следовательно, необузданный рост цен, галопирующую инфляцию. Все это дезорганизует деятельность фондового рынка, делает ненужным выпуск ценных бумаг.

Полноценный рынок требует выпуска и обращения простых и именных акций, облигаций коммерческих фирм и государства, муниципальных ценных бумаг. Для этого должны быть развиты как биржевая, так и внебиржевая торговля, где обращается подавляющее большинство ценных бумаг. На сегодняшний день у нас наиболее развит рынок акций бирж и коммерческих банков. Но центральный банк России с 1991 г. осуществляет операции и с государственными облигациями. Первое время они казались уникальными по своей ликвидности и надежности. Однако анализ деятельности банка на рынке облигаций показал, что при определении доходности облигаций не учитываются темпы инфляции, наблюдается тенденция к снижению доходности по сравнению с более рискованными и не столь ликвидными ценными бумагами, существенно сокращается спрос — разница в курсах продажи и покупки облигаций. Это не способствует проведению краткосрочных операций, но подталкивает к долгосрочным инвестициям в ценные бумаги.

Формирование рынка ценных бумаг требует проведения не только общеэкономических, но и чисто организационных мероприятий. Для развития рынка необходима правовая база (ряд законов, положений, нормативных актов), материальная база (кадры, инфраструктура, компьютерная сеть, поддержка со стороны компаний, государства) и собственно организационная база (фондовые биржи, брокерские дома, конторы, дилерские конторы). Формирование цивилизованного рынка ценных бумаг требует принятия ряда правовых документов общего концептуального характера: о фондовых биржах, об обращении ценных бумаг, об акционерных обществах, о независимом брокерском бизнесе и др., и ряда юридических документов, определяющих принципы работы, права и обязанности тех институтов, которые будут обслуживать обращение ценных бумаг (холдинговые компании, коммерческие банки). Так, в законодательстве должны оговариваться ограничения на участие коммерческих банков в работе фондовых бирж, дабы избежать экономического всевластия ограниченного числа банков. В Швейцарии и Германии универсальное «банкирство» уже поглотило независимый брокерский бизнес. Чтобы этого не произошло у нас, необходимо законодательно разграничить специфику коммерческой и инвестиционной банковской деятельности. Кроме того, нужен закон о независимом брокерском бизнесе, который смог бы способствовать развитию независимой посреднической деятельности на фондовом рынке. Прежде всего должен развиваться «уличный» (или распределенный) рынок, на котором обращается большинство ценных бумаг: облигации, краткосрочные казначейские обязательства, акции и облигации малоизвестных и небольших фирм. А фондовая биржа должна стать венцом развития брокерского дела, ибо биржа — это ликвидность, которая накапливается годами. В наших условиях эти процессы идут одновременно, становление бирж даже опережает развитие внебиржевого оборота. И если в России внебиржевой рынок все более превращается в капиталоемкий бизнес, все больше ценных бумаг перемещается в электронно-внебиржевые сети, доступ к которым предполагает значительные первоначальные инвестиции, то в Беларуси внебиржевой оборот вообще не развит, хотя фондовая биржа уже заняла прочные позиции в экономике. Что касается подготовки кадров для фондового рынка, то их обучение должно осуществляться не только спонтанно, т. е. непосредственно в процессе работы (как происходит сейчас), но и на основе продуманных программ, курсов.

При формировании рынка ценных бумаг на него воздействуют не только объективные факторы долгосрочного и временного характера: масштабы производства и его циклические колебания, состояние конъюнктуры, уровень инфляции, движение золото-валютных резервов, экономическая политика государства и крупных предприятий-монополистов, уровни цен и зарплаты, инвестиционные программы, но и психологический фактор. С одной стороны, в рынок вступает и

создает его поколение людей, не впитавшее традиций рыночного хозяйствования, предпринимательства, а с другой стороны, и это важнее, экономическая и политическая обстановка не способствуют росту доверия населения к преобразованиям, к созданию рыночных структур. Как следствие нестабильности, у людей наблюдается выжидательное отношение к покупке ценных бумаг, так как, во-первых, выбор их не слишком велик, во-вторых, из тех акций, что обращаются, 70—80 % выпущены с нарушением правил эмиссии, в-третьих, недостаточно развито информационное обеспечение: широкому кругу потенциальных инвесторов недоступна информация об эмиссии ценных бумаг, о выпустивших их предприятиях, о степени их надежности. Сейчас в республике необходимо развивать первичный рынок ценных бумаг, внебиржевой оборот, где у потенциальных инвесторов есть максимальные возможности стать держателями ценных бумаг.

Фондовый рынок должен стать тем механизмом, который обеспечит движение денежных средств, долгосрочных капитальных ресурсов от инвесторов к субъектам их производительного потребления. Мировой опыт убеждает, что это наиболее мобильный и эффективный способ не только финансирования новых вложений, но и выявления наиболее надежных, конкурентоспособных фирм.

Рынок ценных бумаг является одним из механизмов, соединяющих элементы экономики в единую систему, и позволяет учесть и согласовать интересы широкого круга инвесторов: от частных лиц до крупнейших компаний и финансово-кредитных институтов. Поэтому последовательное развитие рыночных отношений требует создания нового института хозяйствования — фондового рынка с авторитетной информационной базой, разветвленной системой независимых брокерских и дилерских контор, консультационных служб, бирж, которые, в свою очередь, требуют довольно жесткой государственной политики регулирования, контроля и поддержки.

¹ См.: Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг. М., 1992; Львов Ю. А. Основы экономики и организации бизнеса. Спб., 1993.

² См.: Белорусская деловая газета. 1993. № 5. С. 5.

Е. А. ЖИБУЛЁВА, Т. И. АДАМОВИЧ

ПРОБЛЕМА ОПРЕДЕЛЕНИЯ МАЛОЙ СТРАНЫ

Реализация экономического суверенитета Белоруссии предполагает выяснение места нашей республики в системе мировых экономических координат. Априорно можно утверждать, что Белоруссия относится к категории малых стран. Однако чтобы извлечь теоретическую и практическую пользу из такого утверждения, его необходимо научно обосновать. Первым шагом на этом пути является решение проблемы определения малой страны. Многие исследователи согласны с тем, что малую страну невозможно рассматривать просто как большую страну в миниатюре. В то же время проблема деления стран на крупные и малые является весьма сложной. Связано это с отсутствием единого подхода к определению категории каждой страны.

В зарубежной экономической литературе выделяется три основных направления классификации государств. Первое за основу берет показатели, характеризующие размеры территории и населения. При выработке указанного критерия наибольшую сложность вызывает количественная определенность показателя. Предложение С. Кузнеца считать малыми странами все государства с населением менее 10 млн человек не разделяется другими представителями этого направления (В. Эром, Д. Марси и др.). Большинство из них высказывается за более высокий показатель — 15 млн человек.

Представители второго направления (С. Фабрикант, Т. Сцитовски, К. Эдвардс и др.) предлагают такие макроэкономические показатели, как доля страны в мировом промышленном производстве, размеры внутреннего рынка, объем ВВП и доля экспорта в нем, уровень национального дохода на душу населения и даже уровень использования естественного потенциала страны.

Наконец, третье направление (Г. Ледю, И. Вейле и др.) при классификации государств исходит из характеристики положения страны в системе мировой экономики и политики, из степени ее политической и экономической независимости. Малой страной предлагается считать такую, которая не в состоянии