

## **О ПРИМЕНЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ**

Главная задача рынка ценных бумаг как основной части кредитно-финансовой сферы – обеспечение наиболее быстрого и полного продвижения свободных денежных средств предприятий, банков, коммерческих организаций, сбережений населения для вовлечения в создание передовых технологий, расширение и техническое перевооружение уже действующих предприятий.

В соответствии с действующим законодательством эмитентами ценных бумаг в Республике Беларусь выступает государство (государственные краткосрочные облигации – ГКО, государственные долгосрочные облигации ГДО), предприятия (акции, облигации), местные органы власти (облигации). Кроме того, на рынке присутствуют векселя, депозитные и сберегательные сертификаты и производные бумаги (опционы, фьючерсы, варранты) (табл. 1).

*Таблица 1*

**Объемы эмиссии ценных бумаг в 1997–2001 гг.**

<b>Виды ценных бумаг</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>
Корпоративные ценные бумаги (акции, облигации)	16,3	28,1	101,6	370,2	502,4
Государственные ценные бумаги	12,2	23,4	89,5	233,2	665,2
Векселя, депозитные и сберегательные сертификаты	3,3	6,6	169,6	233,4	375,6
Муниципальные ценные бумаги	0,5	0,5	5,5	2,5	1,7
Векселя субъектов хозяйствования (кроме банков)	нет данных	нет данных	нет данных	83,9	79,2

Как видно из приведенных в табл. 1 данных, наиболее емким и развитым сегментом рынка являются государственные облигаций (ГКО, ГДО), выпускаемые Министерством финансов. Облигации новых выпусков размещаются на аукционах, проходящих еженедельно по вторникам. Первый закрытый аукцион по размещению государственных ценных бумаг состоялся 5 февраля 1994 года. Срок обращения данных облигаций составляет от 1 месяца до 1 года по ГКО и от 1 года до 3 лет по ГДО. Доходность ГКО на аукционе ориентируется на ставку рефинансирования. Нерезиденты также могут покупать госу-

дарственные ценные бумаги со специально открываемых счетов типа «Т» и «С». Привлекаемые таким образом денежные средства направляются на финансирование дефицита республиканского бюджета.

До 2001 года ставка рефинансирования Нацбанка и доходность ГКО в среднем была ниже темпов инфляции и темпов падения курса белорусского рубля, но уже в 2000 году ситуация стала постепенно меняться, и в 2001 году ГКО обеспечивают положительную реальную доходность по сравнению с вложениями в валюту и инфляцией. Хотя Нацбанк все время снижает ставку рефинансирования, после чего снижается и аукционная доходность ГКО, ставка пока остается выше темпов инфляции и снижения курса доллара на бирже.

В 2002 году напротив в соответствии с увеличением с 15 января ставки рефинансирования до 66 % средневзвешенная цена продажи облигаций последнего 375-го выпуска составила 81,32 % от номинала, что соответствует доходности 66,02 %.

Тем не менее ГКО с длительными сроками обращения пока не пользуются популярностью, что объясняется дефицитом рублевых кредитов в банковской системе и возможностью вложения средств на более короткие сроки с доходностью, превышающей ставку рефинансирования. Поэтому объем вложений средств в ГКО остается незначительным.

Главное управление фондового рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» сообщает, что на 1 февраля 2002 года к обращению на бирже было допущено 13 выпусков государственных краткосрочных облигаций (номинал – 100 000 рублей за облигацию) и 5 выпусков государственных долгосрочных облигаций с купонным доходом (номинал – 1000 000 рублей за облигацию).

Суммарный объем торгов государственными ценными бумагами в январе 2002 года составил 193,4 млрд руб. (в декабре 2001 года данный показатель составил 246,08 млрд руб.). Количество сделок, заключенных в биржевой торговой системе, составило 1428 (в декабре 2001 года данный показатель составил 1638).

До ГКО могут быть приобретены не только на первичном рынке (аукционе), но и на вторичном, причем как на определенное число дней с обязательством продавца выкупить их обратно-сделки «РЕ-ПО», так и на срок «до погашения». Вторичный рынок облигаций хорошо развит, поэтому их можно продать в случае возникновения потребности в деньгах. Ежедневный оборот рынка ГКО на Белорусской валютно-фондовой бирже составляет несколько миллиардов, а в отдельные дни – превышает 10 млрд BYR. Торги на бирже проводятся

ежедневно за исключением выходных и праздничных дней в соответствии с принципом «поставка против платежа» – обязательное резервирование денежных средств и облигаций до осуществления операций.

Доходность вложения средств в ГКО на вторичном рынке во многом зависит от срока вложения и от времени вложения. В сделках, заключаемых на сроки от 1 до 7 дней, доходность, как правило, колеблется в течение месяца в значительных пределах. В сделках РЕПО, заключаемых на более длительные сроки, ставки в течение месяца меняются в значительно меньших пределах, а доходность с учетом реинвестирования примерно соответствует ставке рефинансирования Национального банка в годовом выражении или даже выше ее.

Средневзвешенный уровень доходности по сделкам «до погашения» в январе оказался равным 66,51 % годовых (49,47 % годовых – в декабре), средневзвешенная ставка РЕПО составила 67,01 % годовых вне зависимости от срока (56,40 % годовых – в декабре).

Единственным видом валютных государственных ценных бумаг, которые доступны всем субъектам хозяйствования Республики Беларусь, являются валютные векселя Нацбанка, выпускаемые на 3 года. Их доходность относительно невелика – 6 % годовых, но полученный доход не облагается налогом.

В ближайшем будущем в Беларуси могут появиться новые валютные государственные ценные бумаги - валютные векселя, выпускаемые по распоряжению Совмина для финансирования бюджета и проведения выплат по внешнему долгу Республики Беларусь. Планируемый объем выпуска векселей – 30 млн USD, доходность – 5 % годовых. Срок обращения векселей – не менее 10 месяцев, а погашены они должны быть не позднее 31 декабря 2002 года.

Кроме перечисленных ценных бумаг, выпускаемых государственными структурами, в Беларуси существуют и другие - валютные векселя Минфина, выпущенные для передачи АСБ «Беларусбанк» за валютные кредиты правительству, и государственные долгосрочные облигации с купонным доходом. Но эти ценные бумаги либо вообще не доступны субъектам хозяйствования, либо имеют небольшой объем эмиссии, поэтому их нельзя рассматривать как объект инвестиций.

Муниципальные облигации (облигации жилищных займов) намного уступают ГКО по привлекательности, так как они не обеспечивают более высокую доходность по сравнению с ГКО, объемы их размещения много меньше, чем объемы продаж ГКО, а вторичный рынок развит в гораздо меньшей степени. Реализуемый в Беларуси проект

муниципальных займов для финансирования строительства жилья возник в то время, когда реальная доходность по рублевым депозитам и ценным бумагам была отрицательна, поэтому краткосрочные заимствования были выгодны по сравнению с валютными кредитами или использованием собственных средств. Теперь ситуация изменилась и, наоборот, краткосрочные заимствования в рублях намного дороже заимствований в валюте, в связи с чем организаторы займа в выпуске облигаций не заинтересованы, так как уровень доходности, который мог бы привлечь инвесторов, слишком высок и использование полученных таким образом средств лишь удорожает строительство. Поэтому последние аукционы по размещению Минского жилищного займа просто не состоялись.

Средства юридических лиц могут быть не только вложены в государственные ценные бумаги, но и в ценные бумаги банков – депозитные сертификаты и векселя. Номинальная доходность по данным ценным бумагам, как правило, выше номинальной доходности ГКО, однако их реальная доходность – с учетом налогообложения – несколько ниже (доходы по депозитам и векселям облагаются налогом по ставке 40 % годовых). Однако ценные бумаги банков обладают некоторыми преимуществами по сравнению с ГКО: векселя могут использоваться в расчетах, а депозитные сертификаты могут быть приобретены на любые сроки и в любое время, тогда как с приобретением ГКО с требуемыми параметрами могут возникнуть проблемы.

Коммерческими банками в 2001 году выпущено векселей на сумму 675,7 млрд BYR и 15,8 млн USD, объем учетных операций банков составил 185,8 млрд BYR и 307,9 млн USD.

Рынок акций пока находится в зачаточном состоянии, несмотря на то, что создано уже около 1,5 тысяч акционерных обществ открытого типа. Однако в Беларуси до сих пор отсутствуют условия для привлечения капитала посредством выпуска акций, что делает невозможным существование ликвидного рынка акций. Поэтому купить акции некоторых предприятий можно, однако затем могут возникнуть проблемы с их продажей. Суммарный объем операций купли/продажи на внебиржевом вторичном рынке акций ОАО в январе 2002 года составил 305,4 млн рублей или 4564015 акций (в декабре 2001 данные показатели составили 704,7 млн рублей или 1849178 акций). Количество сделок купли/продажи, зарегистрированных в январе 2002 года с акциями ОАО на внебиржевом вторичном рынке, составило 140 (в декабре 2001 года данный показатель составил 340 сделок).

То же самое относится и к приватизационным чекам «Имущество». Купить их можно, причем по цене чуть ли не в 100 раз ниже их номинала. Однако возможность реализовать их по номинальной стоимости практически отсутствует, то есть в данном случае риск потери денег настолько велик, что даже потенциальная сверхвысокая доходность не оправдывает их приобретение.

В рамках продолжения программы приватизации правительство выставило на продажу в системе БЕКАС за валюту госпакеты акций 53 предприятий.

Вексельный рынок субъектов хозяйствования также довольно специфичен: векселя выпускаются в основном для осуществления расчетов в рамках двух вексельных программ – «Белтрансгаза» и программы развязки неплатежей Мингорисполкома и облисполкомов («системные» векселя). Данные векселя не предназначены для отвлечения средств с рынка, поэтому не могут рассматриваться как средство для инвестирования. В 2001 году 277 субъектами предпринимательской деятельности выпущено векселей, номинированных в белорусских рублях – на сумму 79210 млн BYR, причем более половины указанных векселей (53,3 %) выпущено РУП «Белтрансгаз». В рамках региональных программ сокращения задолженности между субъектами хозяйствования выпущено 6019 векселей на сумму 9380,5 млн BYR. Сумма погашенной задолженности указанными векселями составила 182618,6 млн BYR, что в 3,5 раза больше, чем в прошлом году, в долларах США – на сумму 25,3 млн USD, в российских рублях – на сумму 237,7 млн RUB. За 2001 год погашено векселей, номинированных в белорусских рублях, на общую сумму 34753,2 млн BYR. Объем данных векселей, находящихся в обращении, увеличился за год на 44,5 млрд BYR. В целом по республике наблюдается уменьшение в 2 раза числа предприятий, эмитирующих векселя. Однако, что касается предприятий, выпускающих «системные» векселя, то их количество не изменилось, а объем по сумме номиналов увеличился в 2,5 раза.

По-прежнему предприятия выпускают в основном простые векселя. Выпуск переводных векселей в общем объеме составил лишь 3,3 %.

Несомненно, развитию вексельного обращения в Республике будет способствовать принятые неделю назад Правила проведения банками операций с использованием векселей. В них детально регламентирован порядок выдачи и оплаты векселей на первичном и вторичных рынках, предоставления векселя в заем, его авалья, акцепта и мены. С использованием векселей могут производиться новация и отступное, а его номинал может дробиться.

Рынок производных ценных бумаг пока отсутствует, хотя биржа предпринимает усилия по его созданию. Это значит, что застраховать средства от возможных колебаний курсов белорусского рубля и иностранных валют пока невозможно. В следующем году ситуация должна измениться.

В Беларуси в 2001 году объемы эмиссии ценных бумаг резко возросли и достигли 1,6 млрд BYR, что составляет около 10 % ВВП.

В наибольшей степени возрос выпуск банковских и государственных ценных бумаг – до 375,6 и 502,6 млрд BYR соответственно. Снизились только объемы муниципальных ценных бумаг (жилищных облигационных займов) и векселей субъектов хозяйствования.

Развивался и рынок корпоративных ценных бумаг. За год было зарегистрировано 125 новых акционерных общества открытого типа, а общее количество ОАО превысило 1,5 тысячи. Хотя надо отметить, что среди преобразованных ОАО нет крупнейших предприятий Беларуси.

Важным элементом рынка ценных бумаг является высокая информированность его участников. В этих целях можно только приветствовать появление на ОАО БВФБ системы БЕКАС. В ней всем пользователям системы предоставляется выставлять заявки на покупку и продажу любых ценных бумаг, включая векселя и ценные бумаги иностранных эмитентов.

В прошлом году с принятием соответствующего Положения получили законодательное оформление операции с двойными и простыми складскими свидетельствами. Однако из-за неопределенности бухгалтерского учета, налогообложения обращение складских свидетельств пока не получило распространения.

Вместе с тем, несмотря на положительную динамику объемов фондового рынка Республики Беларусь в 2001 году, его размеры и развитость вряд ли можно считать удовлетворительными. За 10 лет своего развития рынок ценных бумаг так и не стал весомым элементом инвестиционной деятельности в Республике.

Так, суммарная капитализация рынка ценных бумаг в Беларуси, понимаемая как объем их эмиссии, в 2001 году достигла всего 6 % к ВВП. В то время как, например, в Чехии она составила 25 %, в Венгрии – 34 %, Польше – 21 %.

Слабость фондового рынка ярко проявляется в неразвитости вторичного рынка. Так, его оборот в процентах к рыночной капитализации составил всего 1 % против 85 % на Украине, 69 % в Польше, 22 % в Словении.

Количество организаций, прошедших процедуру листинга на БВФБ, составило 68 против 200 на Украине, 221 в Польше.

В таких условиях в Республике продолжается процесс сокращения количества профессиональных участников рынка ценных бумаг. Только за 2001 год их численность уменьшилась на 19,7 % и составило 114, в том числе 25 банков. Еще более удручающей ситуация представляется, если учесть, что по состоянию на 1 января 1999 года статус профучастника имели около 220 организаций.

Организованный рынок полностью монополизирован ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», более 90 % акций которой принадлежит Национальному банку РБ.

**Что же мешает полноценному и бурному развитию рынка ценных бумаг как одной из форм инвестиционной деятельности?**

1. В первую очередь это административные запреты и ограничения. Так вторичный рынок акций уже давно практически парализован существующим запретом на отчуждение акций, полученных гражданами Республики на льготных условиях в период безвозмездной приватизации. И это при том, последние составляют до 90 % всех акционеров. Бывший Комитет по ценным бумагам неоднократно настаивал на отмене указанного моратория, но его предложения по разным причинам не находили поддержки в вышестоящих инстанциях.
2. Отрицательное воздействие на рынок акций, несомненно, оказывает и существующий в Республике институт «золотой акции».
3. Признавая необходимость экономического воздействия на участников рынка ценных бумаг, государство, тем не менее, не всегда действует взвешенно и последовательно.

Так, объемы операций с векселями и облигациями наверняка были бы значительно выше достигнутых, если бы не введенный с 1 января 2000 года налог на доходы по операциям с ценными бумагами в размере 40 % годовых! И ничем кроме фискальных целей трудно объяснить, что в условиях снижения в 2002 году ставки налога на прибыль с 30 до 24 % норматив налоговых изъятий по операциям с ценными бумагами так и остался на прежнем 40 %-м уровне, наравне с доходами от игорного бизнеса.

Еще более странными представляются действия Государственного налогового комитета, который, видимо, спохватившись, только в мае 2001 года (спустя полтора года) распространил указанный поря-

док и на доходы иностранных юридических лиц. При этом он не мог не знать, что нерезиденты, до этого платившие по ставке 10 %, в отличие от госпредприятий, никогда не согласятся на дополнительное изъятие 1/3 своих доходов и, благодаря многочисленным соглашениям об избежании двойного налогообложения и взаимного признания в расчетах национальных валют, без труда смогут реально снизить налоговую нагрузку вплоть до 0 %. Более эффективным и логичным в отношении нерезидентов было бы введение налога на вывод капитала из страны, ставка которого напрямую бы зависела от сроков нахождения капиталов в Республике.

4. В условиях высокой инфляции в последние годы регулярно осуществляются переоценки активов предприятий с зачислением сумм дооценки на пополнение собственных оборотных средств. К сожалению, такой логичный порядок не распространяется на ценные бумаги. В результате при их отчуждении у владельцев получается чрезвычайно высокий, подлежащий налогообложению, номинальный, но не реальный, доход, многократно превышающий цену их первоначального приобретения. Вряд ли такое положение способствует стремлению граждан к инвестированию средств в ценные бумаги.

5. К сожалению, параметры сделок с ценными бумагами не всегда обоснованы. Вот уже второй год Национальный банк реализует номинированные в долларах США облигации. Только за январь текущего года было реализовано 1112 облигаций, номинальной стоимостью 100 долл. Притом, что за весь 2001 год удалось разместить 1519 облигаций. Вместе с тем, указанные объемы не идут ни в какое сравнение с реальной величиной, предполагаемых сбережений в долларах США, находящихся у населения Республики – 2 млрд долл. И главным препятствием на пути инвестирования гражданских сбережений в указанные облигации являются их чрезвычайно низкая доходность – 6 % годовых. Для страны, отрицательное сальдо торгового баланса которой за 2001 год составило 620 млн долл., золотовалютные резервы – 227 млн долл., а суверенный долгосрочный рейтинг – ССС, указанная ставка является явно заниженной.

Более того, в сложившихся в 2001 году и намеченные на 2002 год условиях превышения уровня инфляции над темпами девальвации BYR, подобное предложение Национального банка можно расцени-



вать как легальное изъятие валюты у доверчивой части населения Республики.

С другой стороны, низкий уровень инвестирования населением своих сбережений в ценные бумаги обусловлен недостаточной информированностью последнего. Поэтому сведения о возможных формах инвестирования и их привлекательности должны чаще рекламироваться в средствах массовой информации.

6. Привлекательность фондового рынка существенно снижается и из-за законодательного отсутствия производных ценных бумаг. Отсутствие возможности у инвестора застраховать себя от непредвиденных колебаний обменного курса BYR делает его вложения ограниченными. В этой связи можно только приветствовать желание Комитета по ценным бумагам уже в 2002 году открыть на ОАО «Белорусской валютно-фондовой бирже» секцию срочного рынка, в которой будут проводиться торги фьючерсами на ГКО и фондовый рынок доходности на ГКО. Однако в Республике до сих пор отсутствуют товарные фьючерсы, хотя необходимость их развития в Беларуси уже давно назрела, поскольку экономика Беларуси сильно зависит от такого фактора производства, как сырьевые ресурсы. Фьючерсный рынок сделает сырьевые ресурсы более доступными, цены на них предсказуемыми, а акцент белорусских предприятий сместит с борьбы с финансовыми рисками на иные, более полезные конечному потребителю сферы (качество, ассортимент).

Согласно национальной программе привлечения инвестиций в экономику Республики, совокупная потребность страны в инвестициях оценена в 50 млрд долл., 46 % из которых должны составить прямые иностранные инвестиции. Восполнить допущенное за 4 года после принятия программы отставание возможно только путем создания цивилизованного фондового рынка, порядок и правила функционирования которого понятны, выгодны и логичны как для отечественного, так и для иностранного инвестора. Только таким образом возможно превращение существующего рынка ценных бумаг в действительный механизм привлечения инвестиций в реальную экономику и быстрое перераспределение капитала в наиболее эффективные отрасли.