



В.Л. КЛЮНЯ, И.В. РУБЕЛЬ

ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ И ЕГО СТРУКТУРА

Рассматриваются актуальные вопросы формирования фондового рынка; проводится анализ его развития в Республике Беларусь, базирующийся на исследовании фундаментальных факторов, влияющих на него.

The article deals with the urgent problems of the formation of securities market. It gives the analysis based on the research of fundamental factors affecting it.

Проведение институциональных реформ в Республике Беларусь тесно связано с формированием эффективного рынка ценных бумаг, способного стимулировать приток инвестиций на белорусские предприятия и обеспечить их гибкое перераспределение, при этом развитый фондовый рынок - один из факторов, повышающих конкурентоспособность экономики.

Существование фондового рынка требует выполнения целого комплекса мер как концептуального характера, так и в области макроэкономической политики, законодательства и институционального развития.

Создать необходимые условия для накопления и трансформации сбережений в инвестиции на фондовом рынке возможно за счет расширения спектра финансовых инструментов и развития финансовых институтов, оптимальное функционирование которых объективно возможно «...при появлении, возникновении, изменении и (или) существовании определенных политических, организационных, экономических, правовых и иных условий, обозначаемых иногда синонимом "факторы"»¹. Приведем наиболее полную классификацию факторов, влияющих на создание и развитие фондового рынка: **1) внутри страны** - принадлежность к развитым или формирующимся рынкам; структура собственности; финансовая и отраслевая структура макроэкономики; экономическая и финансовая политика государства; модель экономической и политической системы; модель экономического поведения населения; проблемы в организации фондового рынка; **2) внешние факторы** - долгосрочные циклы мировой экономики; региональная принадлежность рынка; взаимозависимость с другими рынками².

Между перечисленными внутренними и внешними факторами существует тесная и часто неразрывная взаимосвязь. Соотношение же между ними в различных странах неодинаково. Для государств со значительной функциональной зависимостью внутреннего рынка от внешней конъюнктуры характерна неустойчивая база внутреннего инвестирования. По мнению ряда экономистов, в странах с формирующимся фондовым рынком появляется задача создать эффективную основу для эмиссии и обращения на рынке надежных ценных бумаг, что становится стимулом к привлечению на фондовый рынок большого числа потенциальных участников и созданию основных элементов инфраструктуры³. Решение данной задачи возможно при создании благоприятных общеэкономических условий, многообразии форм собственности, организационном обеспечении участников фондового рынка.

Определяющее значение для развития фондового рынка в Республике Беларусь в современных условиях, на наш взгляд, имеют: во-первых, макроэкономические параметры, задающие общий экономический фон для потоков ценных бумаг в эффективном режиме, создающие и поддерживающие благоприятные условия для формирования совокупного спроса на финансовые ресурсы и их предложения и для функционирования фондового рынка в целом; во-вторых, его архитектура, влияющая на способность рынка привлекать инвестиции и формировать позитивную конъюнктуру; в-третьих, финансовая интеграция в СНГ в рамках Союза России и Беларуси, Евразийского экономического сообщества (ЕврАзЭС) и «Союза четырех» (России, Украины, Казахстана и Беларуси).

С целью определения и создания необходимых условий для становления целостного, ликвидного, прозрачного и эффективного фондового рынка как составной части финансового, регулируемого государством и интегрированного в мировой рынок ценных бумаг, закономерным является выработка концепции его развития, включающей задачи, принципы, приоритеты его создания и совершенствования, которые по мере развития фондового рынка могут быть конкретизированы и расширены. Однако в выборе концептуальной модели фондового рынка Республика Беларусь не избежала ошибок: в начале 1990-х гг. в качестве базовой стала «американская» модель, которая не предполагала активного участия государства в его формировании; система законодательства была построена в основном в разрешительном ключе; ведущая роль в посредничестве отводилась инвестиционным фондам, в учете прав собственности на ценные бумаги - независимым реестродержателям и депозитариям; участие коммерческих банков в операциях с ценными бумагами законодательно ограничивалось, причем требования к профессиональным участникам фондового рынка занижались; правовой статус фондовой биржи определялся как акционерное общество, акционерами которого могли быть юридические и физические лица; процессы разгосударствления и приватизации должны были обеспечить высокую долю акционерного капитала на фондовом рынке⁴.

Накопленный собственный опыт, опыт развития фондовых рынков в странах с транзитивной экономикой, а также общемировая тенденция сближения «рыночной» и «банковской» моделей позволили сделать вывод о том, что концептуальная модель фондового рынка республики требует кардинальных изменений. Большинство специалистов в этой области пришли к выводу, что главным направлением реформирования фондового рынка Республики Беларусь должно было стать изменение организационно-правовых условий его функционирования. Актуальность поддержки государства на этапе становления, небольшие размеры рынка, развитость банковской инфраструктуры - основные аргументы в пользу выбора «европейской» модели. Таким образом, с середины 1990-х гг. формируется национальная модель фондового рынка, базирующаяся на «европейской» с централизацией обращения ценных бумаг, государственной или полугосударственной фондовой биржей, центральным депозитарием и профессиональными участниками⁵.

Функционирование и дальнейшее развитие фондового рынка в Республике Беларусь должны основываться на следующих принципах: правовом порядке, предполагающем создание развитой правовой инфраструктуры; целостности, обеспечивающей применение одних и тех же интегрированных в международные правила совершения сделок с ценными бумагами на всей территории Республики Беларусь, единых депозитарной и расчетно-клиринговой систем, взаимодополняемых биржевого и внебиржевого рынков; эффективности, основанной на максимальной реализации потенциальных возможностей фондового рынка с целью создания благоприятных условий функционирования реального сектора экономики; конкуренции, предполагающей обеспечение необходимой свободы предпринимательской деятельности инвесторов, эмитентов и финансовых посредников; социальной справедливости при создании равных возможностей и упрощении условий доступа инвесторов и посредников на фондовый рынок; надежной защиты инвесторов, направленной на создание необходимых условий для реализации интересов субъектов фондового рынка и для защиты

их имущественных прав; прозрачности, основанной на предоставлении участникам фондового рынка полной информации; контроля через надежный и действенный механизм надзора, предупреждения и профилактики злоупотреблений и преступности на фондовом рынке.

Выбор концептуальной модели определяет основную задачу государства - создание на современном этапе условий для активизации фондового рынка республики как механизма привлечения инвестиций и перераспределения свободных финансовых ресурсов предприятий, банков, коммерческих структур, сбережений населения для поступательного экономического роста республики.

Фондовый рынок Беларуси в 1990-1995 гг. формировался на фоне ухудшения всех основных экономических показателей. Так, снизились реальные объемы ВВП (на 35 %); производства промышленной продукции (на 39 %) и сельскохозяйственной (на 26 %); инвестиций в основной капитал (на 61 %); реальные денежные доходы населения (на 44 %); дефицит государственного бюджета в 1995 г. достиг 2,7 % ВВП⁶.

Для стран с трансформационной экономикой, в том числе и для Республики Беларусь, характерно наличие инфляции, а ее темпы - один из макроэкономических факторов, влияющих на развитие фондового рынка. С началом проведения реформ Республика Беларусь столкнулась с процессом высвобождения подавленной инфляции. Высокие темпы инфляции, отрицательные реальные ставки процента по основным финансовым инструментам, быстрое падение курса национальной валюты, продолжавшиеся на протяжении 1993-1995 гг., явились основными причинами пассивности участников фондового рынка, что существенно повлияло как на развитие фондового рынка, так и формирование основных элементов институциональной инфраструктуры в данный период.

В экономике Республики Беларусь с 1996 г. наметились положительные тенденции - экономический рост, снижение уровня инфляции, увеличение реальных доходов населения - как необходимые условия и стимулирующие факторы развития фондового рынка.

Важным стимулом или препятствием развития фондового рынка является налоговая политика. Система налогообложения стран с трансформационной экономикой, по мнению ряда экономистов, испытывает большое влияние административных традиций инвестирования: основные потоки финансовых ресурсов проходят через банки, контролируемые государством; предпочитают депозитная форма сбережений и кредитная для привлечения средств, что дает возможность концентрировать и контролировать ресурсы в одних руках⁷. Отметим, что в соответствии с налоговым законодательством Республики Беларусь ставка налога на доходы по операциям с ценными бумагами, уплачиваемая юридическими лицами (за исключением кредитно-финансовых и страховых организаций), составляет 40 %. При ставке налога на прибыль от большинства других видов деятельности в размере 24 % она является высокой и нестимулирующей развитие фондового рынка. По такой же ставке (40 %) уплачиваются налоги и от погашения ценных бумаг, что является основной причиной, сдерживающей выпуск предприятиями облигационных займов.

Закономерным является тот факт, что развивающийся фондовый рынок требует если не льготной, то по крайней мере нейтральной системы налогообложения. Таким образом, установление сопоставимой ставки налога на доходы, полученные от операций с ценными бумагами, с действующей ставкой налога на прибыль, освобождение от налогообложения доходов, полученных от операций с корпоративными облигациями, освобождение эмиссионного дохода акционерных обществ от уплаты налогов, исключение двойного налогообложения позволило бы значительно активизировать процесс инвестирования и удешевить привлечение средств в реальный сектор экономики.

Эффективный фондовый рынок невозможен без наличия достаточного количества прибыльных предприятий. Уровень же стабильности и цивилизованности предприятий позволяет им рассматривать фондовый рынок в качестве обязательного элемента среды их существования: во-первых, как рациональный экономический субъект инвестор выбирает оптимальный вариант; во-вторых, мно-

гочисленность вариантов дает возможность потенциальным инвесторам найти оптимальное соотношение между уровнем прибыли и степенью риска вложений.

Процесс структурной перестройки экономики в Республике Беларусь, в том числе и создание новых открытых акционерных обществ в 1997-2003 гг., не имел однонаправленной тенденции: уменьшение более чем в 3 раза в 1998 г. (основная причина - резкое снижение темпов приватизации государственной собственности), сохранение темпов приватизации в 1999-2000 гг. (1,1 и 1,4 раза соответственно), уменьшение в 2001-2002 гг. (1,1 и 1,7 раза соответственно), исключение составил 2003 г. - зарегистрировано акций ОАО в 2,3 раза больше, чем в 2002 г.

Структура фондового рынка Республики Беларусь представлена государственными и корпоративными ценными бумагами в табл. 1.

Таблица 1

Динамика структуры рынка ценных бумаг Республики Беларусь

Наименование ценной бумаги	Годы						
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Корпоративные ценные бумаги (акции, облигации), %	50,46	44,75	27,90	40,10	26,11	57,55	51,54
ГКО, ГДО Министерства финансов РБ, %	37,77	42,39	24,57	25,26	34,57	15,43	12,50
КО Национального банка РБ, %	н/д	н/д	н/д	н/д		0,38	8,38
Муниципальные облигационные жилищные займы, %	1,55	0,90	1,51	0,27	0,09	0,01	0,00
Векселя банков, депозитные и сберегательные сертификаты, %	10,22	11,96	46,02	25,28	35,11	24,24	26,51
Векселя юридических лиц (кроме банков), %	0,00	0,00	0,00	9,09	4,12	2,39	1,07
ИТОГО объем по номиналу, млрд р.	32,2	55,2	364,2	923,2	1924,2	4547,3	7527,7

Источник: Материалы Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь.

Наибольший удельный вес приходится на корпоративные ценные бумаги, основу которых составляют акции открытых акционерных обществ: по состоянию на 01.01.2004 г. 1713 ОАО выпущено акций по номинальной стоимости на сумму 6732,2 млрд р. (из них в процессе приватизации государственной собственности создано 1411 ОАО, которыми выпущено акций на сумму 5088,8 млрд р.)⁸.

Роль фондового рынка в перераспределении денежных ресурсов на цели инвестиций может быть оценена по индикатору «Капитализация рынка акций/ВНП», характеризующему насыщенность хозяйственного оборота ценными бумагами, где под объемом капитализации понимается «...суммарная курсовая стоимость выпущенных акций компаний, имеющих регулярную котировку»⁹. Как свидетельствуют данные некоторых исследований, для основной части развитых рынков характерна капитализация выше 30 % ВВП/ВНП, для большинства формирующихся рынков - ниже 40 % ВВП/ВНП, причем роль рынка акций в странах, либо унаследовавших английские нормы права, либо испытавших сильное влияние США, более значительна, чем в ведущих странах континентальной Европы. Об объемах фондового рынка вместе с тем можно судить не только по показателям, рассчитанным «по остатку», но и «по обороту», так как они отражают природу фондового рынка как организованного пространства для заключения сделок. Фактором движения капитала является увеличение количества сделок на фондовом рынке.

Данные о заключенных сделках на биржевом и внебиржевом фондовых рынках Республики Беларусь свидетельствуют об устойчивой тенденции увеличения их количества и объема (табл. 2).

Тем не менее, несмотря на рост объема (в денежном выражении) вторичного рынка, коэффициент оборота (отношение оборота по всем видам ценных бумаг к эмиссии) по-прежнему остается на низком уровне - 0,86¹⁰. Низкий оборот акций в стоимостном выражении на фондовом рынке Беларуси объясняется действием запрета, установленного Декретом Президента Республики Беларусь от 20.03.1998 г. № 3, на отчуждение в период безвозмездной приватизации акций, приобретенных гражданами Республики Беларусь у государства за денежные средства на льготных условиях (по цене на 20 процентов ниже номи-

нальной стоимости) и в обмен на именные приватизационные чеки «Имущество». Завершив сроки безвозмездной и льготной приватизации, государство приобрело реальную возможность не только активизировать первичный рынок акций и их вторичное обращение, но и дальнейшее развитие институциональной инфраструктуры фондового рынка.

Таблица 2
Информация о заключенных сделках на вторичном рынке ценных бумаг
Республики Беларусь

Наименование ценной бумаги	Количество сделок, шт.			Объем сделок, млрд р.		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
ГКО/ГДО МФ	19 428	22 776	32 477	1811,3	3646,2	5097,1
КО НБ РБ	н/д	8	444	н/д	8,1	199,7
Облигации местных займов	416	20	18	13,8	1,2	1,7
Акции, всего	3603	4385	8923	11,0	10,4	24,0
в т. ч.:						
– на биржевом рынке	18	408	4776	0,1	0,8*	11,9
– на внебиржевом рынке	3585	3977	4147	10,9	9,6	12,1
Векселя (РУП «Белтрансгаз») (торги и аукционы)	369	3218	4460	7,4	137,7	253,0

Источник: Отчеты о работе Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь за 2001–2003 гг.

* Без учета акций ОАО «НГК «Славнефть»» на сумму 395 183,0 млрд р.

Без создания соответствующей инфраструктуры не может быть полноценной рыночной среды, нормального функционирования того либо иного сегмента рынка. Специфический элемент инфраструктуры фондового рынка - его финансовые посредники, благодаря деятельности которых осуществляется регулирование спроса и предложения на финансовых рынках. К функциям финансовых посредников можно отнести следующие: во-первых, вовлечение новых денежных ресурсов посредством создания системы «вторичных обязательств»; во-вторых, информирование инвесторов о методах эффективного использования средств; в-третьих, управление рисками и страхование; в-четвертых, специализацию операций и, в-пятых, стимулирование предпринимательской активности и потребительского спроса¹¹. Однако роль каждого отдельного финансового института посредников различна, а по мере усложнения финансовой системы увеличивается и набор предлагаемых ими услуг. Значение финансовых посредников велико для развивающихся рынков: взаимодействуя с эмитентами, инвесторами и между собой, они аккумулируют, как правило, небольшие краткосрочные сбережения многих мелких инвесторов и в дальнейшем инвестируют эти средства в долгосрочные финансовые инструменты, тем самым создают одновременно спрос и предложение на фондовые инструменты и выполняют важнейшую роль в перемещении средств в рамках финансовой системы.

Таблица 3
Динамика видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг
Республики Беларусь

Виды деятельности	Годы					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Посредническая	221	165	123	99	103	113
Коммерческая	218	162	120	96	100	111
Инвест. фонда	23	15	13	10	5	5
Депозитария	92	74	69	61	60	58
Регистратора	41	–	–	–	–	–
Консультационная	193	149	114	95	94	96
Доверительная	–	–	–	11	19	22
Биржевая	–	–	–	–	1	1

Источник: Материалы Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь.

Операционная способность белорусского фондового рынка (число инвестиционных институтов, их диверсификация) за годы его существования не имела однонаправленную тенденцию: период 1993-1995 гг. характеризовался увеличением количества профессиональных участников отечественного фондового

рынка с 51 до 259; период 1996-2001 г. - их уменьшением до 114, обусловленным аннулированием лицензий в связи с несоблюдением требований законодательства и самоликвидацией; с 2002 г. тенденция к сокращению количества профучастников, наблюдавшаяся с 1996 г., приостановилась, и в 2003 г. их число составило 126¹². В наборе услуг, предлагаемых институтами посредников, доминируют посреднические, депозитарные и консультационные (табл. 3).

Из приведенных данных видно, что за период с 1999 по 2002 г. количество лицензий уменьшалось по всем видам профессиональной деятельности. За 2002 г. вдвое снизилось число профучастников, имеющих лицензии на осуществление деятельности инвестиционного фонда. Впервые в 2001 г. выданы лицензии на осуществление доверительной (трастовой) деятельности по ценным бумагам.

Таким образом, анализ внутренних факторов, воздействующих на развитие фондового рынка, подтверждает, что для дальнейшего его развития и совершенствования необходимо предпринять ряд общепринятых мер, таких как совершенствование законодательства, осуществление эффективной приватизации, изменение налоговой политики, создание развитой институциональной инфраструктуры, расширение спектра фондовых инструментов. Потенциал развития фондового рынка Республики Беларусь - в расширении круга участников, в увеличении количества открытых акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, в повышении квалификации профессиональных посредников.

¹ См.: Рафалович С. М., Мороз Л. Н. Рынок ценных бумаг: проблемы становления и правового регулирования. Мн., 1996. С. 20.

² См.: Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М., 2002. С. 75.

³ См.: Рынок ценных бумаг / Под ред. проф. В.С. Золотарева. Ростов н/Д., 2000. С. 16.

⁴ См.: Рынок ценных бумаг / Под общ. ред. Е.М. Шелег. МН., 2000. С. 17; Тихонов Р. Ю. Рынок ценных бумаг. Мн., 1999. С. 141-142.

⁵ См.: Рынок ценных бумаг Республики Беларусь и тенденции его развития / Под ред. В.М. Луцко, А.Ю. Семенова, В.А. Котовой. Мн., 2001. С. 238-239; Тарасов В. Белоруссия выбирает европейскую модель фондового рынка // Рынок ценных бумаг. 1997. № 5. С. 57.

⁶ См.: Краткий статистический сборник: Республика Беларусь в цифрах. 2004. Мн., 2004.

⁷ См.: Рынок... С. 17.

⁸ См.: Отчет о работе Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь за 2003 год // Материалы Комитета по ценным бумагам при Совете Министров Республики Беларусь. 2004. С. 34.

⁹ Рубцов Б. Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М., 1996. С. 17.

¹⁰ См.: Отчет... С. 33.

¹¹ См.: Миловидов В. Д. Паевые инвестиционные фонды. М., 1996. С. 21.

¹² См.: Отчет... С. 15.

Поступила в редакцию 19.01.2005.

Владимир Леонидович Ключа - доктор экономических наук, профессор, проректор по учебной работе, заведующий кафедрой экономической теории.

Инна Викторовна Рубель - соискатель кафедры экономических наук Республиканского института высшей школы.

Н.П. ХВЕСЕНЯ

ЗНАЧЕНИЕ МАЛОГО БИЗНЕСА В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ

Рассматривается природа малой фирмы и роль малого бизнеса в экономике Республики Беларусь; анализируется состояние инновационного предпринимательства; оцениваются транзакционные издержки организации малой фирмы и определяются направления их снижения.

The paper considers the nature of a small firm and the role of small business in the economy of the Republic of Belarus. It analyses the state of innovative entrepreneurship, estimates transaction costs of the creation of a small firm and determines the ways of their reduction.

Предприятия самых разных размеров действуют в экономике любой страны. Их появление в соответствии с институциональной исследовательской традицией объясняется наличием и сокращением транзакционных издержек. Производство между индивидами может вестись на основе контрактов через ценовой