1(97), 2010

# Веснік

Гродзенскага дзяржаўнага універсітэта
імя Янкі Купалы

Навуковы часопіс

## Серыя 5

## Эканоміка

Выдаецца з сакавіка 1999 года 2 разы ў год

УДК 336.74

**В.Н. Усоский, В.В. Курьян, А.Г. Галова**

# РАЗВИТИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ КАК НЕОБХОДИМОЕ УСЛОВИЕ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА ДЛЯ УСКОРЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА ЭКОНОМИКИ БЕЛАРУСИ

Статья посвящена одной из наиболее актуальных задач для экономики Республики Беларусь – формированию полноценного рынка корпоративных ценных бумаг. В ней впервые эта проблема рассматривается комплексно, во взаимосвязи с финансовой и экономической системой в целом. В работе анализируются причины недостаточного развития данного сегмента финансового рынка, выявлены факторы, определяющие его состояние, существующие ограничения и сформулированы основные проблемы рынка корпоративных ценных бумаг в стране. Анализ основных проблем и ограничений развития фондового рынка Республики Беларусь как инструмента привлечения и распределения инвестиций, а также причин, генерирующих сложившиеся тенденции развития национальной экономики, позволил предложить ряд мер, которые смогут активизировать этот процесс. Особое внимание авторы уделили таким задачам создания целостной системы инвестиционного финансового посредничества, обеспечивающей выполнение функции по снабжению субъектов хозяйствования «длинными» деньгами, как создание Финансового Агентства развития Беларуси (ФАР), и государственного инвестиционного банка, который будет осуществлять организацию эмиссии, андеррайтинг, депозитарное обслуживание и все иные операции с корпоративными ценными бумагами.

Как неотъемлемый элемент финансовой системы подсистема финансового посредничества в экономике Беларуси стала складываться одновременно с началом рыночных преобразований в 90-е годы XX века. Появившиеся в нефинансовом секторе экономики частные компании начали предъявлять спрос на инвестиции на зарождающемся рынке корпоративных ценных бумаг. Предприятия нефинансового сектора экономики стали нуждаться в формировании адекватного механизма перераспределения национальных финансовых ресурсов, который был бы нацелен на коммерческую оптимизацию деятельности субъектов рынка. В 1991–2010 гг. во время проведения рыночных реформ были заложены основы для деятельности коммерческих банков и профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ). Беларусь – одна из первых на постсоветском пространстве приняла соответствующее законодательство, регламентирующее деятельность коммерческих банков и ПУРЦБ, а так же эмиссию на первичном рынке корпоративных ценных бумаг и их оборот на вторичном рынке.

В результате страна получила возможность реализовать адекватную для транзитивных экономик *модель финансового посредничества северо-американского типа, которая являлась рыночной подсистемой финансовой системы национальной экономики.* Модель финансового посредничества основана на существовании двух подсистем финансовых посредников: 1) коммерческих банков, осуществляющих расчетно-кассовое обслуживание граждан и предприятий, «собирающих» их срочные депозиты и выдающих им краткосрочные кредиты; 2) ПУРЦБ (аналог инвестиционных банков), обслуживающих инвестиционные потребности предприятий нефинансового сектора экономики. Каждая из подсистем финансовых посредников должна опираться на собственную клиентуру и соответствующую ей ресурсную базу. За государственным бюджетом как ключевым элементом финансовой системы национальной экономики должны были остаться функции финансирования производственной инфраструктуры экономики и инновационного развития. Однако это было реализовано не в полной мере, что проявилось в том числе и в том, что Национальный банк помимо своих монетарных функций продолжил выполнение функций квазибюджетного института, выдающего целевые долгосрочные кредиты коммерческим банкам в рамках выполнения государственных инвестиционных программ. Это свидетельствует о недостатке ресурсов у государственного бюджета для выполнения бюджетных проектов.

Возникающие коммерческие банки были призваны обеспечивать предприятия нефинансового сектора преимущественно оборотным капиталом, выдавая *краткосрочные коммерческие кредиты*, а долгосрочные инвестиции для финансирования своего основного капитала предприятия должны были привлекать с помощью *профессиональных участников рынка ценных бумаг (ПУРЦБ)* через фондовый рынок. При этом два типа финансовых посредников (коммерческие банки и ПУРЦБ), специализирующихся на выполнении различных функций, в рамках единой системы финансового посредничества должны были бы конкурировать друг с другом лишь отчасти и на незначительном по объему сегменте фондового рынка корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций).

Однако реальная ситуация сложилась таким образом, что ПУРЦБ не обладают достаточной капитальной базой, необходимой технологической

и финансовой инфраструктурой, подготовленными кадрами специалистов, которые были бы способны работать на фондовом рынке корпоративных ценных бумаг. В то же время коммерческие банки, аккумулирующие значительные размеры сбережений на финансовом рынке, могут предлагать *инвестиционные финансовые услуги* предприятиям нефинансового сектора, только в рамках пруденциальных нормативов, установленных Национальным банком Беларуси. Самым значимым из них для коммерческих банков является норматив предельного участия в уставных фондах коммерческих организаций (не более 25 % от нормативного капитала банка).

Предполагалось, что в течение определенного времени две относительно новые подсистемы финансовых посредников для национальной экономики (коммерческие банки и ПУРЦБ) будут постепенно «разгружать» государственный бюджет от обязанностей по обеспечению экономического роста финансовыми ресурсами в нужном объёме, в нужное время и по приемлемой цене. Однако до настоящего времени ресурсы государственного бюджета активно задействованы для решения проблем модернизации изнашиваемого основного капитала предприятий в нефинансовом секторе. Помимо непосредственного участия в финансировании этих предприятий, срочные депозиты Правительства страны размещаются в системообразующих коммерческих банках, посредством которых последние финансируют выполнение разнообразных государственных программ. Эмиссионные ресурсы Национального банка Беларуси также активно используются для выдачи формально краткосрочных межбанковских кредитов, однако они поддерживают не краткосрочную ликвидность системообразующих банков, а финансируют недостаток у этих банков долгосрочных средств для модернизации изнашиваемого основного капитала предприятий. Это позволяет сделать вывод о том, что, несмотря на ликвидацию практики выдачи Правительству «дешевых» прямых кредитов под 6,5 % годовых (прекращено с 01.01.2004 г.), Национальный банк Беларуси фактически продолжает выполнять квази-бюджетные функции в экономике, в том числе и через операции с государственными ценными бумагами, покупая их себе на баланс «до погашения». Определенная часть среднесрочных и долгосрочных ресурсов системообразующих коммерческих банков также выдается ими для удовлетворения *инвестиционных потребностей предприятий* и решения инфраструктурных проблем экономики. Однако необходимо подчеркнуть, что коммерче-ские банки в силу специфики своей деятельности не имеют адекватной долгосрочной ресурсной базы депозитов юридических и физических лиц.

Ситуация серьезно осложнилась в связи с мировым кризисом. Начиная с IV-го квартала 2008 г., значительно ухудшилась внешнеэкономическая конъюнктура экспортных рынков белорусских предприятий. Ситуация, в которой оказалась Беларусь в 2010 г., существенно ограничила возможности *государственного бюджета* финансировать рост экономики на уровне тех темпов, которые предусмотрены «Основными направлениями экономического и социального развития на 2006–2010 гг.». *Банковский сектор* страны также не обладает необходимыми долгосрочными инвестиционными ресурсами в объёмах, которые были бы достаточны для замещения сокращающихся бюджетных доходов и расходов. К тому же следует не забывать, что классические коммерческие банки способны обеспечивать экономический рост в основном только краткосрочными привлеченными ресурсами своих клиентов и лишь в той мере, в которой это не создаёт угрозы для поддержания ими своей текущей ликвидности, которая уже в течение 1,5 лет (с сентября 2008 г.) существенно подорвана. Коммерческие банки ежедневно заимствуют у Национального банка от 1,5 до 3,5 трлн. руб. по ставкам 18–20 % годовых на сутки. Этих денег на межбанковском рынке просто нет.

Долгосрочные кредитные ресурсы иностранных государств и международных финансовых организаций, которые страна интенсивно привлекает в последние два года, также явно недостаточны для решения проблем по финансированию крупных инфраструктурных и производственных проектов. Кредиты МВФ используются по их целевому назначению: для пополнения золотовалютных резервов; поддержания стабильности валютного курса белорусского рубля и его изменения в диапазоне 10 % валютного коридора в соответствии с программой МВФ; регулятивного контроля над величиной отрицательного сальдо текущего счета платежного баланса страны и проведения макроэкономической политики, обеспечивающей сбалансированность «разболтавшихся» пропорций.

Таким образом, можно сделать общий вывод о том, что экономика Беларуси оказалась сегодня в сложной ситуации дефицита инвестиционных ресурсов.

Исходя из сказанного, следует вывод о том, что *важнейшей задачей* в настоящее время является необходимость оперативного подключения недостаточно используемого потенциала инвестиционного финансового посредничества, профессиональных участников рынка ценных бумаг в систему обеспечения экономического роста долгосрочными инвестиционными ресурсами.

Возможности профессиональных участников рынка ценных бумаг на сегодняшний день объективно не велики, поэтому эту подсистему финансового сектора экономики Беларуси необходимо развивать, объявив государственным приоритетом. Принципиальное изменение роли рынка ценных бумаг в ускорении экономического роста –

задача не простая. Но не следует забывать о том, что минимально необходимые *условия* для этого в стране уже созданы в предшествующий период проведения рыночных реформ.

Создана двухуровневая депозитарная система, которая обеспечивает надёжное хранение и осуществляет учет перехода прав собственников по всем эмиссионным ценным бумагам белорусских субъектов хозяйствования. Существует общенациональная система биржевых торгов на базе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Разнообразные услуги на биржевом и внебиржевом рынках оказывают 74 компании, имеющие соответствующие лицензии (28 коммерческих банков и 46 небанковских организаций). Создана и успешно функционирует система государственного регулирования рынка ценных бумаг и надзора за ним в лице Департамента по ценным бумагам Министерства финансов и соответствующего управления Национального банка.

Важным шагом на пути развития белорусского рынка ценных бумаг стала также утвержденная совместным Постановлением Совета Министров Республики Беларусь и Национального банка Республики Беларусь 21.01.2008 г. «Программа развития рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь на 2008–2010 годы». В ходе реализации мероприятий Программы в соответствии с Декретом Президента Республики Беларусь от 14 апреля 2008 г. поэтапно снимаются ограничения на отчуждение акций открытых акционерных обществ (ОАО), созданных в процессе разгосударствления и приватизации. В целом ограничения по обращению акций сняты сегодня в отношении 1116 эмитентов. В настоящее время выполнены такие мероприятия Программы, как: отмена особого права государства на участие в управлении хозяйственными обществами («золотой акции»); совершенствуется система налогообложения доходов от операций с акциями и облигациями юридических лиц; установлен новый порядок отнесения расходов эмитента по выпуску и обслуживанию облигационных займов; повышается квалификация специалистов рынка ценных бумаг. Получили развитие банковские облигации. Новым инструментом белорусского рынка стали также биржевые облигации.

Общая стоимость акций, находящихся в обращении, на 1 января 2010 г. составила 38,4 трлн. руб., что в 2,3 раза больше, чем на 1 января 2008 г. и в 2,8 раза больше, чем на 1 января 2007 г. Суммарный объем торгов акциями на биржевом рынке в 2009 г. возрос по сравнению с 2007 г. в 15,6 раза (с 7,9 млрд. руб. до 123,6 млрд. руб.), а по сравнению с 2006 г. вырос в 206 раз. Причем самый большой объем торгов за последние годы был в 2008 г. – 201,8 млрд. руб. Такой существенный рост объемов торгов акциями субъектов хозяйствования в 2008 г. обусловлен принятием Постановления Совета Министров Республики Беларусь от 10 июля 2008 г. № 1002, в соответствии с которым совершение сделок купли-продажи с акциями открытых акционерных обществ осуществляется только через торговую систему ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» и вступлением в силу Декрета Президента Республики Беларусь от 14 апреля 2008 г. № 7, который отменяет ограничения на обращение акций открытых акционерных обществ, созданных в процессе разгосударствления и приватизации, отчуждение которых ранее было заморожено. По этой же причине возросло и количество открытых акционерных обществ, совершающих сделки на биржевом рынке с 10 в 2006 г., 12 – в 2007 г. до 83 – в 2008 г. В период финансового кризиса произошло снижение объемов торгов акциями на всех сегментах фондового рынка. Суммарный объем торгов акциями на бирже снизились с 201,8 млрд. руб. в 2008 г. до 123,6 млрд. руб. в 2009 г. или на 61,2 %. Суммарный объем торгов акциями открытых акционерных обществ на внебиржевом рынке также снизился за этот же период с 1467,9 млрд. руб. до 939,7 млрд. руб. или на 64 % [1; 2].

В период финансового кризиса произошло увеличение объемов торгов облигациями юридических лиц на всех сегментах фондового рынка. Объем биржевого рынка облигаций юридических лиц в 2009 г. составил 3593,72 млрд. руб., что более, чем в 3,4 раза превосходит показатели 2008 года. Объем внебиржевого рынка облигаций юридических лиц возрос в 2009 г. до 2193.1 млрд. руб. или более, чем в 26 раз. На 1 июля 2009 г. в обращении находился 201 выпуск корпоративных облигаций (в том числе 8 выпусков биржевых облигаций) 44 эмитентов, из которых 19 банков и 25 небанковские организации. При этом относительная доля в объемах выпуска небанковских облигаций составили всего лишь 15,6 % [3]. Увеличение суммы эмиссии долговых обязательств в 2008–2009 гг. объясняется несколькими обстоятельствами. Во-первых, ростом спроса банков на деньги в связи с увеличением дефицита на ресурсы в период финансового кризиса. Во-вторых, факторами, связанными с совершенствованием законодательства в части отнесения затрат по выпуску и обслуживанию облигационных займов на себестоимость продукции, работ и слуг и льготного режима налогообложения. В целом доля рынка корпоративных ценных бумаг в общем объеме торгов ценными бумагами возросла с 0,1 % в 2006 г. до 2,7 % в 2007 г. и 6,5 % в 2008 г.

Несмотря на рост некоторых показателей рынка корпоративных ценных бумаг, в его развитии имеется множество проблем, в результате чего он сегодня не может в полной мере удовлетворять все возрастающие потребности предприятий в инвестициях, не реализует имеющийся у него инвестиционный потенциал. В связи с этим рынок

корпоративных ценных бумаг Беларуси не выполняет своей главной функции по мобилизации и эффективному перераспределению финансовых ресурсов для нужд модернизации и смены основного капитала предприятий нефинансового сектора экономики. Потенциальные эмитенты корпоративных ценных бумаг используют собственные средства (прибыль и амортизацию) или осуществляют инвестиционные проекты за счет банковских кредитов. В 2009 г. в структуре источников финансирования в основной капитал средства консолидированного бюджета занимают 21,8 %, собственные средства организаций – 38,1 %, кредиты банков – 26,2 % [4].

Из существующих сегодня проблем, препятствующих развитию фондового рынка, к наиболее значимым мы относим следующие:

1) слабость развития национального фондового рынка и его низкая степень интегрированности в международную систему фондовых рынков, что очень важно, в виду того, что внутренних долгосрочных источников (сбережений в структуре ВВП) для покупки ценных бумаг белорусских эмитентов и превращения их в инвестиции явно не достаточно для нормального развития экономики страны;

2) низкая ликвидность рынка корпоративных ценных бумаг (при отсутствии постоянных котировок подавляющего большинства ценных бумаг невозможно определить их «справедливую» цену, что может привести к скупке по низкой цене контрольных пакетов акций акционерных обществ);

3) отсутствие эффективных собственников у предприятий, которые были бы реально способны осуществлять долгосрочную стратегию на рынке корпоративных ценных бумаг, направленную на модернизацию и смену основного капитала предприятий;

4) фрагментарность фондового рынка, неразвитость его сегментной структуры и отсутствие в нем целых сегментов (особенно в части торгуемых финансовых инструментов);

5) недокапитализированность коммерческих банков, ПУРЦБ и предприятий нефинансового сектора, что вызывает сомнения относительно их возможностей поддерживать рост оборота на вторичных рынках ценных бумаг, в том числе с использованием производных инструментов;

6) совмещение в рамках одного юридического лица БВФБ фондовой и валютной площадок. Понятно, что при незначительном объёме торгов, который мы сейчас имеем, очень трудно надеяться на самостоятельное функционирование отдельной фондовой биржи, так как размеров торгов и биржевых сборов будет недостаточно для покрытия необходимых расходов. И, тем не менее, классическим примером развития финансовых рынков является самостоятельное функционирование фондовых бирж, что является одним из условий эффективного функционирования рынка ценных бумаг;

7) состояние компаний, имеющих лицензии на брокерскую и дилерскую деятельность. Коммерческие банки, получившие эти лицензии (28 банков по состоянию на 01.01.2010 г.), практически не инвестируют средства в развитие соответствующих финансовых услуг. В их корпоративных стратегиях услуги на рынке ценных бумаг, как правило, или отсутствуют вовсе, или представлены слабо продуманными разовыми рекламными презентациями, больше напоминающие лозунги и призывы. В тех из них, где брокерские услуги всё-таки практикуют, принятие решений по сделкам неоправданно растянуто во времени и очень дорого обходятся заказчику. Нередки случаи, когда при продаже относительно небольших пакетов четверть, а то и треть выручки идёт на оплату услуг брокера. Что касается небанковских посредников, то они в основном не имеют достаточного капитала, а обслуживаемая ими клиентура позволяет привлекать недостаточные по объему финансовые ресурсы для создания общенациональной системы по организации оборота ценных бумаг. Их активность и ресурсы в основном сконцентрированы на оказании локальных услуг по ведению реестра держателей ценных бумаг, депозитариев, а также обслуживание интересов клиентов на рынке государственных ценных бумаг;

8) отсутствие ликвидного вторичного фондового рынка. Несмотря на значительную динамику оборота вторичного рынка ни по одной из ценных бумаг нет постоянных котировок;

9) неразвитость информационной поддержки эмитентами своих ценных бумаг, слабая доступность и оперативность текущей информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности эмитента. По белорусским бумагам инвесторам доступны лишь годовые балансы эмитентов, которые к тому же не учитывают всех требований МСФО.

Нельзя также не обратить внимания на существование ряда объективных ограничений для развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь. Прежде всего к ним относятся показатели экономической безопасности страны, в плане возможных размеров внешних заимствований корпоративных субъектов рынка.

Развитию фондового рынка также может препятствовать сложившаяся система и механизмы кредитования двухуровневой банковской системой предприятий нефинансового сектора. Предприятия сегодня предпочитают использовать в работе привычные схемы привлечения бесплатных ресурсов через бюджет и кредитных ресурсов через банковский рынок. Это во многом связано с относительной простотой доступа предприятий государственного сектора к сфере долгосрочных инвестиционных ресурсов, поставляемых государ-

ственным бюджетом, Национальным банком и государственными банками. На фоне высокой доходности по срочным вкладам у держателей ценных бумаг возникают серьезные проблемы с их реализацией на фондовом рынке. Принимая во внимание все достоинства такого инструмента, как корпоративные облигации, физические лица все же в большинстве случаев делают выбор в пользу депозитов по причине более высокой доходности и возможности беспрепятственного изъятия денежных средств из банков в случае возникновения для них такой необходимости.

Ограничением для развития фондового рынка следует считать также высокий уровень инфляции и девальвации рубля, и как следствие, высокую стоимость заимствований в реальном выражении (исключая уровень инфляции). Мировой кризис, приведший к росту дефицита рублей и иностранной валюты на денежных рынках, «укорочению» денег и их значительному удорожанию, также является фактором, существенно ограничивающим возможности развития фондового рынка в стране. Особенно это очевидно при продолжении функционирования перераспределительного механизма, «перебрасывающего» ресурсы от эффективных к неэффективным предприятиям через бюджетно-финансовую, двухуровневую банковскую системы, а также через ресурсную и ценовую системы государственного перераспределения.

Анализ основных проблем и ограничений развития фондового рынка Республики Беларусь как инструмента привлечения и распределения инвестиций, а также причин, генерирующих сложившиеся тенденции развития национальной экономики, позволяет предложить ряд мер, которые смогут активизировать этот процесс.

Для устранения противоречия между возможностями и задачами коммерческих банков и бюджета, с одной стороны, и потребностями в развитии предприятий нефинансового сектора экономики – с другой, необходимо создание целостной системы инвестиционного финансового посредничества. Институциональными инвесторами коллективного инвестирования являются инвестиционные банки и другие инвестиционные финансовые посредники (страховые и пенсионные фонды), способные реально выполнять функции по снабжению субъектов хозяйствования «длинными» деньгами, проводить андеррайтинг и осуществлять иные функции, традиционно свойственные финансовым посредникам на рынке корпоративных ценных бумаг. Однако эти институты после 19 лет рыночных реформ у нас очень слабо развиты.

С этой целью необходимо:

1. Создать условия для реформирования финансовой системы национальной экономики, которая включает в себя систему финансового посредничества в лице коммерческих банков и инвестиционных банков, выполняющих рыночные функции по формированию соответственно краткосрочных и долгосрочных источников финансирования субъектов рыночной экономики. Коммерческие банки выдают краткосрочные кредиты предприятиям для воспроизводства оборотного капитала, а инвестиционные банки работают на фондовом рынке с корпоративными ценными бумагами предприятий. В то же время происходит жесткое отделение стратегических функций и задач системы государственного бюджета, который финансирует развитие производственной и социальной инфраструктуры, от рынка корпоративных ценных бумаг, посредством которого должно обеспечиваться долгосрочными ресурсами обновление основного капитала предприятий. Коммерческие банки в рамках двухуровневой банковской системы кредитуют потребность в оборотных средствах предприятий нефинансового сектора экономики.

Правительство может коренным образом повлиять на структуру и динамику инвестиций, постепенно введя более жесткие бюджетные ограничения в отношении спроса на инвестиционные ресурсы как со стороны государственного бюджета, так и со стороны денежного рынка для предприятий вне зависимости от формы собственности. В то же время Национальный банк переходит к проведению процентной политики на универсальных рыночных принципах в отношении всех коммерческих банков (вне зависимости от их формы собственности). Целевые кредиты Национального банка, выдаваемые системообразующим банкам для финансирования государственных инвестиционных программ, должны быть сначала в соответствии с договоренностями с МВФ постепенно ограничены, а затем прекращены вовсе. Это сделает инструменты фондового рынка значительно более востребованными и функциональными, прежде всего, со стороны крупнейших системообразующих предприятий Беларуси и позволит формировать рыночную инвестиционную бизнес-среду и развивать инфраструктуру долгосрочного привлечения и размещения капитала.

2. Ускорить создание Финансового Агентства развития Беларуси (ФАР) – небанковской кредитно-финансовой организации для обеспечения финансирования приоритетных государственных программ, с одной стороны, а также для аккумулирования проблемных активов коммерческих банков с целью улучшения управления рыночными рисками и снижения уязвимости этих банков, с другой стороны. Уставный фонд ФАР формируется исключительно за счет денежных средств республиканского бюджета и местных бюджетов и может также пополняться из данных источников. Предметом деятельности ФАР должно стать аккумулирование бюджетных, заемных и привлеченных средств, доходов, полученных от осуществления деятельности по финансированию приоритетных проектов, реализация которых содействует экономическому

развитию страны. Данная структура будет способствовать развитию долгового рынка, на котором происходит покупка-продажа долгов субъектов экономики. В ФАР должны быть переведены проблемные активы банков и срочные депозиты Правительства, с помощью которых финансировались государственные программы системообразующими банками страны. Эти проблемные активы банков должны быть проданы на рынке через «поиск» субъектами долгового рынка «справедливой» стоимости некачественных активов. Все последующие льготные кредиты предприятиям должны выдаваться ФАР исключительно из средств государственного бюджета. Эмиссионные ресурсы Национального банка не должны быть задействованы на эти цели ни в коем случае. Дополнительные возможности наращивания активов ФАР могут быть связаны с размещением в нем депозитов Правительства Республики Беларусь, которые сегодня размещены в системообразующих банках и должны быть по утвержденному графику постепенно, но неуклонно переведены в ФАР.

Государство должно оказывать этому агентству всемерную поддержку и содействие, проводить политику стимулирования инвестиционной деятельности посредством бюджетной поддержки, предоставления гарантий и страхования сделок. К мерам такой поддержки могут быть отнесены освобождение от налогов, временный отказ государства как основного учредителя от получения своей доли прибыли, предоставление налоговых льгот по доходам от облигаций, эмитируемых агентством и др.

3. Создать государственный инвестиционный банк (ГИБ), который будет осуществлять организацию эмиссии, андеррайтинг, депозитарное обслуживание и все иные операции с корпоративными ценными бумагами. Главной задачей Инвестиционного банка будет оказание услуг по андеррайтингу для белорусских предприятий, которые производят первичное размещений ценных бумаг на национальном фондовом рынке. В том числе должна быть предусмотрена возможность приобретения всего эмитированного выпуска ценных бумаг и его последующей реализации на Белорусской валютно-фондовой бирже. Активы Инвестиционного банка могут состоять в большинстве своём из корпоративных ценных бумаг. По ряду наиболее крупных эмитентов (белорусских «голубых фишек») Инвестиционный банк должен будет выполнять функции маркет-мейкера, т. е. обеспечивать поддержание постоянных двухсторонних котировок по их ценным бумагам. Это создаст у инвесторов должный уровень доверия к ценным бумагам белорусских эмитентов и, следовательно, обеспечит главное – «запустит» процесс привлечения инвестиций в нефинансовый сектор экономики.

4. Основной задачей Инвестиционного банка является содействие привлечению прямых иностранных инвестиций стратегических инвесторов, которые на паритетных правах с белорусским государством будут осуществлять трансформацию приватизируемых системообразующих государственных банков и предприятий в эффективные рыночные структуры. Для того, чтобы системообразующие государственные банки и предприятия были подготовлены к приватизации, они должны быть вначале реструктуризированы с целью повышения балансовой стоимости их активов. Для этого с их балансов должны быть выведены проблемные активы и «направлены» в ФАР, через который они будут проданы на долговом рынке. Это позволит «очистить» балансы реструктурируемых субъектов, что тем самым позволит подготовить их к приватизации.

На втором этапе реформирования реструктурируемых субъектов государство «подыскивает» им стратегических инвесторов, которые хорошо известны на международных инвестиционных рынках. Посредством проведения необходимых мероприятий Инвестиционный банк помогает сформировать свободный оборот акций эмитента как необходимое условие выполнения требований допуска эмитента к иностранным инвестиционным ресурсам на международных инвестиционных рынках. Инвестиционный банк, привлекая необходимую для этого помощь международных инвестиционных банков как андеррайтеров, создает условия для осуществления последовательного вывода белорусских «голубых фишек» сначала на национальный фондовый рынок, а затем на международный фондовый рынок. Приоритетными субъектами приватизации должны являться, в первую очередь, крупные системообразующие государственные банки и предприятия. На основе реструктуризации балансов коммерческих банков из их организационно-управленческой структуры выделяются подразделения, специализирующиеся на работе с корпоративными ценными бумагами, и на их базе создаются другие инвестиционные банки в целях расширения конкуренции на фондовом рынке страны.

5. Формируются условия для расширения практики применения инструментов секьюритизации, что позволит привлекать долгосрочные инвестиционные ресурсы. Это потребует, помимо создания специализированных инвестиционных банков и других институциональных инвесторов, внесения соответствующих положений в законодательство страны, связанных с определением новых инструментов рынка ценных бумаг, механизмов уступки договорных денежных требований, стандартизацией активов, защитой интересов инвесторов.

6. В Законе Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах», следует расширить перечень профессиональных участников рынка ценных бумаг как инвестиционных финансовых

посредников, где пока на данном этапе не упоминаются брокеры, дилеры и андеррайтеры, не определены основные виды услуг и операций на фондовом рынке.

7. С целью ускорения процессов формирования эффективных собственников в стране разрешить сделки с мелкими пакетами на внебиржевом рынке, а также рассмотреть возможность отмены налогообложения выручки от продажи таких пакетов. Это позволит существенно ускорить процесс консолидации собственности («собьет» контрольные пакеты акций в руках отдельных собственников), значительно повысит качество финансового менеджмента и позволит приступить к реализации инвестиционной стратегии развития предприятия через привлечение средств на рынке корпоративных ценных бумаг. В связи с этим необходимо пересмотреть существующую законодательную норму преимущественного права акционерных обществ на приобретение во вторичном обороте акций собственной эмиссии, на которые ранее распространялся мораторий на отчуждение. Следует также поставить под сомнение предложение о введении уголовной ответственности за рейдерский захват акций с использованием несанкционированного доступа к реестру акционеров. Такая норма может привести к обострению корпоративных войн за обладание контрольным пакетом, негативно повлиять на формирование системы эффективных собственников в целом.

8. В действующей Национальной системе бухгалтерского учета (НСБУ) происходит завышение прибыльности, ценности бизнеса и увеличение балансовой стоимости активов по сравнению с их справедливой рыночной стоимостью предприятий. В итоге по балансу предприятий происходит увеличение балансовой стоимости активов по сравнению с их «справедливой» рыночной стоимостью, завышается срок полезного использования активов. В валовой выручке предприятий от реализации наряду с денежной составляющей выручки также присутствует задолженность дебиторов как просроченная, так и «мертвая», которая в условиях финансового кризиса с IV квартала 2008 г. растет.

Необходимо осуществить перевод предприятий на Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) для выявления адекватной оценки активов и пассивов предприятий, их имущества и долгов для принятия адекватных решений о покупке предприятий инвесторами. Требуется создание условий для формирования конкурентного рынка через механизм установления рыночных равновесных цен спроса и предложения по массовым объемам сделок, что позволит запустить механизмы формирования адекватных рыночных оценок активов («справедливой стоимости») на базе достоверных данных о финансовых результатах деятельности предприятий. Создание возможностей для установления рыночных равновесных цен на рынке ценных бумаг позволит выявить достоверные оценки действительной стоимости предприятий, что необходимо как один из фундаментальных факторов для выхода крупнейших белорусских банков и предприятий на международные рынки.

Для перевода предприятий на Международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) необходимо сформировать соответствующую законодательную и нормативную базу, стандарты, разработать методическое и кадровое обеспечение осуществления данного процесса.

9. Создать в рамках Республиканского Центрального депозитария ценных бумаг профессиональную белорусскую Национальную систему комплексного раскрытия информации об эмитентах. Объём, структура и периодичность обновления сведений в этой системе должны обеспечить возможность эффективного принятия решений инвесторами.

*Литература*

1. Пресс-релизы ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Итоги биржевого рынка ценных бумаг за периоды 2007, 2008, 2009 гг. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.bcse.by.

2. Бюллетень банковской статистики. – № 12 (126). – 2009, Минск, 2009. – С. 216–218.

3. Отчеты о работе Департамента по ценным бумагам Министерства Финансов Республики Беларусь за 1 полугодие 2009 г и за 2008 год [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www. minfin.gov/by/rmeny/department/otchet.

4. Статистический ежегодник Республики Беларусь. – Минск, 2009.

Поступила в редакцию 02.04.2010.

***Усоский Владимир Николаевич***, доктор экономических наук, доцент, зав. кафедрой финансов и банковского дела БГЭУ.

***Курьян Виктор Васильевич***, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов и банковского дела БГЭУ.

***Галова Анна Геннадьевна***, кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов и банковского дела БГЭУ.

The urgent agenda of the Belorussian economy is the formation of the valid corporate securities market. For the first time the problem is considered systematically, covering all internal ties with financial and economic systems. In the article the reasons of the lack development of this financial market segment are analyzed; in addition, the dominated factors, existing limitations are detected, besides, the main problems of the corporate securities market are summarized. The process of analyzing the main problems and limitations as the tools for attraction and allocation of investments, as well as for the reasons generating relevant tendencies of the national economy development is going to become a kind of solid background to offer measures for facilitation of this process. Particular focus is given to the objects of making a holistic system of financial intermediation according to its functions of providing economic agents with «long money», creating Financial Agency of Belarus and The State investment Bank (for emissions, underwriting, depository services, and for all other operations with corporate securities).

# Змест

Указ Прэзідэнта Рэспублікі Беларусь.....3

**Хроніка**

Слово Митрополита Минского и Слуцкого Филарета, Патриаршего Экзарха всея Беларуси по вручении Его Высокопреосвященству диплома Почётного профессора Гродненского государственного университета имени Янки Купалы.....4

Вручение аттестата Почетного профессора Гродненского государственного университета имени Янки Купалы доктору экономических наук, профессору, ректору Белорусского государственного экономического университета, Председателю Совета ректоров вузов Республики Беларусь Владимиру Николаевичу Шимову.....10

**Шимов В.Н.** Университет в современном обществе: основные проблемы и направления развития в глобализирующемся обществе.....10

**Экономическая теория**

**Соркин С.Л. (Гродно)** Основные категории и понятия теории экономической эффективности: теоретико-методологические аспекты .....16

**Кречко С.А., Марголин Ф.Б. (Гродно)** Адам Смит и современность.....23

**Региональная экономика**

**Кравцив В.С., Шульц С.Л. (Киев, Украина)** Экономико-пространственный аспект развития регионов Украины.....27

**Щербина Н.М. (Минск)** Сравнительный анализ социально-экономического развития белорусских регионов.....33

**Экономическая наука и образование**

**Серченя Т.И. (Минск)** Механизмы эффективного взаимодействия системы высшего профессионального образования и рынка труда при подготовке инновационных менеджеров .....42

**Леутина Л.И., Бондарь Т.Е. (Минск)** Развитие экономики образования в Республике Беларусь.....49

**Инновации и инвестиции**

**Сильванович В.И. (Гродно)** Налоговое регулирование как инструмент повышения эффективности функционирования аграрного сектора экономики.....54

**Наумович О.А. (Минск)** Проблемы и перспективы становления высокотехнологического уклада в Республике Беларусь.....57

**Микроэкономика**

**Кийко Ю.И. (Гродно)** Роль владельческого надзора в процессе увеличения стоимости фирмы.....62

**Финансы и кредит**

**Усоский В.Н., Курьян В.В., Галова А.Г. (Минск)** Развитие рынка ценных бумаг как необходимое условие привлечения капитала для ускорения экономического роста экономики Беларуси.....66

**Мировая экономика**

**Данилюк Е.С. (Гродно)** Теории европейской интеграции и концептуальные подходы к расширению Европейского Союза: влияние на формирование основ трансграничного сотрудничества.....73