

**АВИЛКИНА М.А.**  
**канд. экон. наук, доцент кафедры финансов**  
**Полоцкий государственный университет,**  
**Новополоцк**

**Аннотация.** В статье рассмотрены текущее состояние и проблемы фондового рынка Республики Беларусь. Обозначена роль развития рынка ценных бумаг в развитии национальной экономики. Определены ключевые условия эффективного функционирования рынка ценных бумаг и выявлено, каким образом выполняются данные условия в отношении сложившегося белорусского фондового рынка. Установлены факторы, сдерживающие развитие рынка ценных бумаг в государстве. Рассмотрены основные изменения в законодательстве, ориентированные на гармонизацию белорусского законодательства по рынку ценных бумаг с международными нормами. Обоснована необходимость развития рынка корпоративных облигаций, которые выступают заслуживающим внимания альтернативным инструментом привлечения предприятиями инвестиционных ресурсов в сравнении с традиционными банковскими кредитами. Обозначены необходимые предпосылки и направления развития фондового рынка в Республике Беларусь.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** ФОНДОВЫЙ РЫНОК, ЦЕННЫЕ БУМАГИ, КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ, ЭМИТЕНТЫ, ФИНАНСОВАЯ КУЛЬТУРА, ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА

**KEYWORDS:** STOCK MARKET, SECURITIES, CORPORATE BONDS, STOCK ISSUERS, FINANCIAL CULTURE, STOCK MARKET INFRASTRUCTURE

### **ФОНДОВЫЙ РЫНОК РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ: СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ**

Во многих развитых странах функциональное значение фондового рынка для развития национальной экономики представляется особенно важной. Во-первых, фондовый рынок обеспечивает привлечение внешних и внутренних инвестиций в экономику государств, за счет чего осуществляется перелив капитала из сравнительно менее эффективно функционирующих отраслей в наиболее прогрессирующие. Во-вторых, фондовый рынок выступает индикатором денежной ликвидности, поскольку отражает изменение денежной массы и сальдо внешнеторгового баланса. В случае увеличения денежной массы и притока капитала в национальную экономику финансовый рынок претерпевает избыточную ликвидность, способствуя приобретению инвесторами высоколиквидных активов – ценных бумаг. В-третьих, во многих развитых странах рынок ценных бумаг на протяжении последнего десятилетия активно выступает выгодной альтернативой традиционному привлечению денежных средств в виде банковских кредитов, поскольку выпуск ценных бумаг способствует удешевлению стоимости привлекаемых эмитентами ресурсов. В-четвертых, фондовый рынок участвует в решении проблемы бюджетного дефицита как в отношении республиканского, так и местных бюджетов.

В Республике Беларусь также признана практическая значимость фондового рынка для выхода национальной экономики на новый уровень развития. В этой связи действующее законодательства в сфере рынка ценных бумаг постоянно совершенствуется в направлении либерализации условий осуществления деятельности на фондовом рынке, сближения белорусского законодательства о ценных бумагах с международными стан-

дартами, создания условий для размещения ценных бумаг белорусских эмитентов на зарубежных фондовых рынках. Среди наиболее стратегически значимых мероприятий явились разработка и утверждение Программы развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011 – 2015 годы [1]. Кроме того, следует отметить отмену права («золотая акция») государства на участие в управлении хозяйственными обществами, снижение ставок налога на операции с ценными бумагами для организаций, расширение возможностей отечественного бизнеса по выпуску облигаций, поэтапная отмена моратория на акции ряда государственных предприятий и т.д.

Не умаляя значимости принятых на государственном уровне мер и решений по развитию белорусского фондового рынка, однако можно отметить, что до сих пор остаются очевидными факторы, сдерживающие развитие рынка ценных бумаг в государстве, которые следует принять во внимание. В этой связи рассмотрению состояния и проблем развития современного белорусского фондового рынка в настоящей работе отводится особое внимание.

Фондовый рынок представляет собой процесс движения капиталов в виде обращения эквивалентных им ценных бумаг (акций, облигаций и т.д.). Он находится в тесной взаимосвязи с денежно-кредитной и финансовой политикой государства. От состояния фондового рынка зависит во многом привлекательность инвестиционного климата любого государства.

Для обеспечения возможности в полном объеме извлечь экономическую выгоду от функционирования рынка ценных бумаг не только его участниками, но и государством в целом важно обеспечить создание необходимых условий:

- 1) обеспечить свободу перемещения капитала;
- 2) обеспечить ликвидность ценных бумаг;
- 3) создать необходимую инфраструктуру фондового рынка, в том числе эффективные торговые системы, обеспечивающие взаимодействие встречных интересов продавцов и покупателей;
- 4) обеспечить информационную прозрачность фондового рынка посредством полного и достоверного раскрытия информации со стороны:
  - эмитентов – о финансовом состоянии предприятия, о предстоящих выпусках ценных бумаг, крупных акционерах и т.д.;
  - профессиональных участников фондового рынка – о своей квалификации, об условиях предоставления клиентам различных услуг, своих финансовых обязательств;
  - организаторов торговли – о правилах торговли, условиях листинга и т.п.;
  - органов государственного регулирования – об изменениях нормативно-правовой базы, системе контроля деятельности на финансовом рынке.
- 5) обеспечить законодательную базу, регулиующую порядок создания и функционирования элементов инфраструктуры фондового рынка, процедуру регистрации и обращения ценных бумаг, также защиту имущественных интересов всех участников фондового рынка с ее приближением к международным стандартам;
- 6) обеспечить повышение финансовой грамотности и инвестиционной культуры населения на фондовом рынке.

В настоящее время белорусские граждане имеют реальную возможность приобретать и продавать не только государственные облигации, но и акции белорусских предприятий. Тем не менее рынок ценных бумаг до сих пор характеризуется низкой активностью со стороны его участников, что обусловлено наличием сдерживающих развитие национального фондового рынка факторов. Экономическая категория «фондовый рынок» содержит ключевое понятие «рынок». В Беларуси же регулируемая система выпуска и обращения ценных бумаг в настоящее время по многим критериям далека по сути от настоящего рынка и может именоваться рынком только условно. Проблемы со-

временного отечественного рынка обусловлены общим состоянием экономики Республики Беларусь и возможностью ее интеграции в мировую экономику.

Рассмотрим, насколько выполняются условия эффективного функционирования фондового рынка в отечественной практике.

**Свобода перемещения капитала.** В настоящее время следует отметить определенные препятствия по развитию обращения акций на фондовом рынке, вызванные нахождением значительной доли акций ведущих предприятий в государственной собственности. Так, на 1 января 2013 года государству принадлежало 83,6 % акций акционерных обществ, что составляет 75,5 % от общего объема их эмиссии [2]. В свою очередь, государство не заинтересовано в продаже частным инвесторам акции высокорентабельных предприятий, что и объясняет низкие темпы продажи пакетов государственных акций. Кроме того, в настоящее время существует список стратегических предприятий, акции которых продавать запрещено, но при наличии стратегического инвестора вопрос продажи акций таких предприятий может быть пересмотрен. Таким образом, при существующем жестком контроле со стороны государства над фондовым рынком о достаточной свободе перемещения капитала говорить не приходится.

За 2012 год объем биржевых сделок с акциями фактически увеличился в три раза, что могло бы, на первый взгляд, послужить индикатором повышения активности субъектов экономики в осуществлении операций с ценными бумагами на отечественном фондовом рынке. В то же время общая капитализация фондового рынка снизилась до 0,7 % к ВВП, при этом данный показатель на 2015 год имеет целевую отметку – 23 % к ВВП [2]. Такая неблагоприятная ситуация обусловлена незначительным количеством акций, находящихся в свободном обращении, а также наличием преимущественного права на их приобретение городскими и областными исполнительными комитетами, что препятствует их свободному обращению.

**Ликвидность ценных бумаг.** В настоящее время сравнительно высокий уровень инфляции и высокие инвестиционные риски препятствуют приходу на белорусский фондовый рынок зарубежных стратегически значимых инвесторов. Уровень ликвидности рынка корпоративных ценных бумаг остается низким, что связано с незначительным объемом предложения ценных бумаг (главным образом акций) на фондовом рынке. Так, в общем объеме сделок на вторичном рынке доля акций составила 6,5 % [2].

Для стимулирования роста объемов купли-продажи ценных бумаг и повышения интереса физических и юридических лиц к альтернативному варианту доходных инвестиций – вложениям в ценные бумаги – предусмотрены некоторые налоговые льготы. По корпоративным облигациям, выпущенным в период с 1 апреля 2008 года по 1 января 2015 года, полученные доходы при погашении или продаже облигаций в пределах текущей стоимости подлежат освобождению от налогообложения. Освобожден от налогообложения эмиссионный доход по акциям и доход по облигациям. Снижены налоговые ставки по доходам от продажи акций (12 % – для физических лиц, 9 % – для юридических лиц) и дивидендам (12 %). Несмотря на предпринятые стратегические меры, капитализация белорусского фондового рынка существенно не увеличилась, что обусловлено, прежде всего, существующими ограничениями на внутреннем рынке ценных бумаг. Покупатели – это преимущественно институциональные инвесторы (банки и страховые компании), а низкие доходы населения, нестабильный курс национальной валюты отталкивают белорусских граждан от подобных инвестиционных вложений.

**Инфраструктура фондового рынка.** Для эффективного, организованного функционирования рынка ценных бумаг необходимы такие торговые системы, которые способны обеспечить беспрепятственное взаимодействие интересов продавцов и покупателей ценных бумаг. В настоящее время инфраструктуру белорусского фондового рынка образуют ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» (торговая система), централизованная двухуровневая депозитарная система и профессиональные участники.

В соответствии с п. 65 Инструкции о некоторых вопросах выпуска и регистрации ценных бумаг, утвержденной постановлением Министерства финансов от 11 декабря 2009 года № 146, решение о выпуске облигаций разрабатывается с участием профессионального участника фондового рынка [3]. Размещение ценных бумаг вправе проводить как сам эмитент, так и профессиональный участник. Однако если размещение осуществляется на бирже, продажа облигаций может осуществляться только профессиональным участником, поскольку только последние допускаются к торгам на бирже.

Что касается приобретения и продажи акций открытых акционерных обществ, то совершение сделок с акциями возможно также исключительно через торговую систему Белорусской валютно-фондовой биржи. К торгам на бирже допускаются профессиональные участники – члены соответствующей фондовой секции. Поэтому для приобретения или продажи ценной бумаги, физическому лицу необходимо обратиться к профучастнику и заключить с ним договор, на основании которого будет выполнено профучастником поручение клиента по покупке или продаже ценных бумаг (при наличии встречного предложения на фондовом рынке).

Однако на практике, сделки купли-продажи акций между профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляемые через Белорусскую валютно-фондовую биржу, сопряжены с дополнительными расходами, которые для миноритарных акционеров зачастую превышают выгоду от совершения сделки. Как результат, в условиях существующей инфраструктуры белорусского фондового рынка наблюдается сравнительно низкий уровень средств инвесторов в источниках формирования уставных фондов. В 2012 году доля данного показателя достигла лишь 12 %, в 2011 году – 6 % [2].

Объем акций в свободном обращении остается также незначительным. Несмотря на развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг, активизации предприятий по самостоятельному привлечению финансовых ресурсов до сих пор не наблюдается. Если и происходит пополнение уставных фондов организаций, то осуществляется это преимущественно за счет источников собственных средств, например, за счет реструктуризации задолженности перед бюджетом с увеличением доли государства в уставных фондах [4, с. 19 – 20].

**Финансовая культура и информационная прозрачность фондового рынка.** Сегодня нередко имеет место недобросовестная практика на рынке ценных бумаг, связанная с манипулированием фондовым рынком, в том числе неисполнением обязательств по облигациям. Согласно отчету о работе Департамента по ценным бумагам, в 2012 году зафиксирован значительный рост числа совершенных правонарушений по сравнению с 2011 годом (более чем в два раза) [2].

Подпунктом 1.6 Указа № 277 от 28 апреля 2006 года «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» установлено, что к манипулированию рынком ценных бумаг относится перечень действий (бездействий), в число которых входят: умышленное распространение физическим и (или) юридическим лицом через средства массовой информации, в том числе через Интернет или иным способом, заведомо ложных сведений о ценных бумагах, эмитентах ценных бумаг, ценах на такие бумаги, включая информацию, представленную в рекламе; а также систематическое (два и более раза в течение 12 месяцев подряд) неисполнение обязательств по сделкам, заключенным в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» с одними и теми же акциями (за исключением случаев прекращения обязательств по основаниям, предусмотренным актами законодательства и (или) правилами биржевых торгов). Манипулирование рынком ценных бумаг также имеет место, если в результате соответствующего действия (бездействия) влияние на спрос, предложение, рыночную цену или объем торгов ценной бумагой будет признано существенным при отклонении от параметров,

устанавливаемых республиканским органом государственного управления, осуществляющим регулирование рынка ценных бумаг [5].

На практике эмитенты тщательно отслеживают ситуацию на фондовом рынке и изменение ставки рефинансирования. Если при выпуске облигаций эмитент не смог предвидеть рост процентных ставок, такая ситуация сулит ему существенные финансовые потери. При возникшей угрозе убытков от выплаты обещанного дохода инвесторам эмитенты вынуждены прибегать к невыполнению условий проспекта эмиссии. Так, в целях экономии денежных средств эмитентами выкупаются облигации, нередко с нарушениями законодательства. В 2012 году в ходе надзора за рынком ценных бумаг подобные нарушения зафиксированы у пяти эмитентов по восьми выпускам на общую сумму 170,7 млрд. белорус. руб. [4, с. 20].

Для предотвращения подобных ситуаций и защиты имущественных интересов инвесторов в 2012 году на законодательном уровне были предприняты следующие меры: исключена возможность выпуска облигаций неплатежеспособными эмитентами; установлен запрет на отчуждение непоплаченных облигаций; введены ограничения объема эмиссии облигаций, обязательства по которым обеспечиваются страхованием ответственности эмитента, величиной чистых активов эмитента.

С 30 июля 2012 года в Республике Беларусь впервые предусмотрена уголовная ответственность за манипулирование рынком ценных бумаг (ст. 226-3 Уголовного кодекса Республики Беларусь) [6]. Кроме того, в качестве надзора за возможными недобросовестными манипуляциями, Департаментом по ценным бумагам осуществляется мониторинг сделок в целях выявления фактов манипулирования рынком, за которые в 2012 году законодательно назначена административная и уголовная ответственность. Особое внимание надзора обращено на облигационный сегмент рынка ценных бумаг, где приобретает высокую значимость постоянный контроль за финансовым состоянием эмитентов как на стадии их выпуска и государственной регистрации, так и при обращении. Кроме того, современный белорусский фондовый рынок недостаточно прозрачен, что также находит отражение в доведении до акционеров информации не в полном объеме или ее искажении.

**Законодательная база.** В настоящее время главным нормативным документом, регулирующим развитие отечественного фондового рынка на долгосрочную перспективу, является Программа развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011 – 2015 годы. В рамках данной программы предусмотрены мероприятия, ориентированные на создание необходимых предпосылок привлечения ресурсов в экономику посредством эмиссии акций и облигаций. Среди принятых мер совершенствование системы государственного регулирования фондового рынка, развитие биржевой и депозитарной систем, налогового законодательства в отношении доходов от операций с ценными бумагами, обеспечение интеграционных процессов.

Так, в рамках совершенствования системы налогообложения предусмотрены освобождение от налогообложения доходов, полученных в виде эмиссионного дохода при размещении акций, а также продление действия налоговой льготы по корпоративным облигациям до 1 января 2015 года. Кроме того, в 2012 году Министерством финансов был подготовлен проект закона «О рынке ценных бумаг», который ориентирован на обеспечение эффективного правового регулирования отношений в сфере рынка ценных бумаг, его гармонизацию с международными стандартами.

Тем не менее, мы разделяем мнение первого заместителя министра финансов В. Амарина, что уровень развития фондового рынка остается сравнительно низким, и главным образом из-за недостаточного предложения ценных бумаг, отсутствия институтов коллективных инвестиций, сдержанной политики приватизации и управления государственной собственностью.

**Повышение финансовой грамотности и инвестиционной культуры населения на рынке ценных бумаг.** В настоящее время обеспечение широкого информиро-

вания граждан о состоянии, правовых основах, тенденциях и перспективах развития фондового рынка Республики Беларусь осуществляется Департаментом по ценным бумагам на Интернет-странице Министерства финансов Республики Беларусь. Руководство и сотрудники Департамента по ценным бумагам также организуют проведение семинаров по правовым вопросам, относящимся к компетенции Департамента по ценным бумагам, а также размещают публикации по вопросам законодательства о ценных бумагах в периодической печати (журнал «Юрист»).

В течение последних десятилетий в мировой практике наблюдается тенденция повышения значимости рынка корпоративных облигаций. Необходимо учитывать тот факт, что мировой опыт признал корпоративные облигации наиболее эффективным инструментом долгосрочного финансирования предприятий. Так, в современных развитых странах облигации превышают 60 % общих объемов эмиссий корпоративных ценных бумаг. Такая тенденция характерна для стран Западной Европы и Юго-Восточной Азии. В условиях растущей интеграции государственных экономических систем не исключено, что рынок корпоративных облигаций будет активнее формироваться и в Республике Беларусь. Такая тенденция справедливо заслуживает внимания, поскольку именно корпоративные облигации представляются достойным альтернативным инструментом привлечения предприятиями инвестиционных ресурсов в сравнении с традиционными банковскими кредитами.

Так, корпоративные облигации лишь немногим уступают в степени надежности банковским депозитам и государственным ценным бумагам. В то же время корпоративные облигации предлагают инвесторам более высокую доходность, которая дополняется возможностью оперативного управления инвестиционным портфелем через продажи облигаций на вторичном рынке. Корпоративным облигациям присущи меньшая, по сравнению с акциями, подверженность курсовым колебаниям, а также независимость процентных доходов от финансовых результатов деятельности эмитентов. Успешное размещение облигаций способствует формированию привлекательного кредитного рейтинга эмитента, что способствует повышению имиджа последнего (в том числе и на международном рынке). Также корпоративные облигации способны удовлетворить существующую острую потребность белорусских предприятий в финансировании долгосрочных инвестиционных проектов, а также содействовать пополнению их краткосрочных активов.

Исходя из вышеперечисленного отметим, что особые усилия следует устремить в сторону развития рынка корпоративных облигаций в Республике Беларусь. Для этого необходимы благоприятные предпосылки, в числе которых формирование проработанного законодательства о рынке корпоративных ценных бумаг, обеспечение стабильного курса национальной валюты и роста доходов населения, организация эффективной системы биржевых торгов и внебиржевого обращения ценных бумаг, информационная открытость эмитентов.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Программа развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2011 – 2015 годы: утв. постановлением Совета Министров Республики Беларусь от 12.04.2011 № 482/10.
2. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам М-ва финансов Респ. Беларусь в 2012 году [Электронный ресурс] / Официальный сайт М-ва финансов Респ. Беларусь. – Режим доступа: [http://www.minfin.gov.by/securities\\_department/reports](http://www.minfin.gov.by/securities_department/reports). – Дата доступа: 15.02.2014.

3. Инструкция о некоторых вопросах выпуска и регистрации ценных бумаг: утв. постановлением М-ва финансов от 11 дек. 2009 г., № 146 (с изм. и доп.).
4. Амарин, В. Страховой и фондовый рынки: итоги и перспективы развития [Расширенная коллегия Минфина] // Финансы, учет, аудит. – 2013. – № 3. – Март. – С. 17 – 22.
5. О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг: Указ Президента Респ. Беларусь от 28 апреля 2006 года, № 277 (с изм. и доп.).
6. Уголовный кодекс Республики Беларусь: Кодекс Республики Беларусь от 9 июля 1999 г. № 275-3 (с изм. и доп.)