

УДК 336.761

**ФОРМИРОВАНИЕ ЭФФЕКТИВНОГО РЫНКА КАПИТАЛА  
В РЕСПУБЛИКЕ БЕЛАРУСЬ**

*Канд. экон. наук, доц. КОТОВА В. А.*

Формирование рынков капитала на постсоветском пространстве детерминировано особыми специфическими условиями их восстановления и развития. Целесообразно говорить не о возникновении, а именно о возрождении рынков капитала во всем многообразии их составляющих, поскольку в социалистическую эпоху накопленный ранее в данной сфере богатый позитивный дореволюционный опыт был во многом утрачен и позабыт. Отправной датой его фактического воссоздания в Беларуси можно считать 1992 г., положивший начало во многом тождественным процессам перелива капитала и осуществления финансовых инвестиций в странах с переходной экономикой.

Рыночные реформы способствовали возрождению финансового рынка и его важнейшей компоненты – рынка ценных бумаг, потенциально обладающего функцией трансформации сбережений в инвестиции, аккумуляции капитала на макро- и микроуровне и его использования в целях финансового обеспечения долговременного устойчивого экономического роста.

Анализ формирующейся практики национального фондового рынка, осуществления портфельных инвестиций в Беларуси позволяет констатировать следующее:

- рынок ценных бумаг обладает воистину «младенческим» возрастом даже в среде «возникающих рынков» капитала «*emerging markets*», насчитывая в настоящее время менее двух десятилетий. Тем не менее становление (скорее, восстановление) данного рынка состоялось;

- белорусский рынок ценных бумаг не может механически копировать модели фондовых рынков иных стран на постсоветском пространстве, например России и Казахстана, поскольку значительно уступает им как в качественных характеристиках, так и по количественным показателям. При этом в данных странах достигнуты более весомые успехи в процессах преобразований на финансовых рынках, накалы страстей и экстремальность проявлений, несомненно, ярче и рельефнее. Качественнее и разнообразнее представлен спектр финансовых инструментов. Кроме того, обозначенные «*emerging markets*» значительно шире по объемам

сделок и по масштабам движения капиталов. Однако, несмотря на серьезные различия, налицо усиливающиеся тенденции взаимопереплетения осуществляемых портфельных инвестиций;

- важнейшая проблема на современном этапе развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь – его отставание от динамики экономического роста, потребностей формирования внутренних инвестиционных ресурсов и их перераспределения в реальный сектор экономики. Для создания условий экономического роста рынок ценных бумаг должен не столько обслуживать преимущественно спекулятивные сделки, сколько обеспечивать трансформацию сбережений в инвестиции, осуществляя при этом свою основную макроэкономическую функцию. Актуальность данной задачи повышается в связи с тем, что проблема финансового обеспечения экономического роста становится самой важной и острой макроэкономической проблемой, в условиях мирового экономического кризиса. В то же время следует констатировать, что рынок ценных бумаг Республики Беларусь в настоящее время только начинает приближаться к выполнению своей основной макроэкономической функции, обладая при этом значительным потенциалом развития, в том числе, в части финансирования отечественных предприятий.

Динамичному развитию отечественного фондового рынка препятствует неразработанность теоретико-методологических основ, которые могли бы способствовать формированию и функционированию полноценных сегментов финансового рынка, обладающего национальной спецификой и интегрируемого в мировое финансовое пространство, которое способствует насыщению экономики инвестиционными ресурсами и обеспечивает первостепенную защиту прав и интересов всех категорий инвесторов.

Поскольку формирование рынков капитала, проявивших себя фактически в качестве систем жизнеобеспечения в экономически развитых странах, осуществлялось в течение многих столетий, накопленные богатые традиции и позитивный опыт способствовали как становлению неоклассической финансовой теории, так и пре-

обладанию в настоящее время ее прикладных аспектов, культивируемых ведущими корпорациями мира и ориентированных на использование практического инструментария участниками стабильно функционирующих рынков капитала. В отличие от данных обстоятельств в силу относительно кратковременного трансформационного периода и масштабности осуществляемых рыночных преобразований в национальной экономике Республики Беларусь состояние теоретической, организационно-методической и институциональной базы в данной сфере остается одним из наиболее слабых мест, препятствующих совершенствованию финансового сектора экономики.

Опыт рыночных преобразований, производимых на постсоветском пространстве, свидетельствует о неэффективности заимствования готовых инвестиционных моделей, разработанных в условиях стабильно функционирующих рыночных систем и невозможности их прикладного использования в трансформационных экономиках. Данные модели опираются на рыночный фундаментализм, рациональную парадигму инвестиционного поведения, количественные методы анализа в ущерб качественным аспектам, технократичность и краткосрочность, игнорирование особенностей цивилизационного развития страны, формируемых социальных отношений, абстрагирование от учета реального исторического времени и информационных проблем при принятии инвестиционных решений.

В этих условиях особую актуальность приобретают теоретические исследования, способные либо адаптировать основные положения западной экономической, в том числе неоклассической, финансовой теории к реалиям формирующегося национального рынка капитала либо сформировать новый теоретический фундамент обозначенных выше процессов. Кроме того, формированию эффективного рынка капитала, обслуживающего интересы реального сектора экономики, препятствуют:

- наличие узкого спектра инструментов рынка ценных бумаг, порождающего противоречие между предъявляемым спросом на финансовые активы со стороны индивидуальных и институциональных инвесторов с наиболее благоприятным сочетанием доходности и рис-

кованности вложений и их наличным предложением, свидетельствующее об ограниченности инвестиционных альтернатив, дополнении рыночных рисков несистематическими, обусловленными специфическими особенностями динамики цен и доходностей финансовых активов;

- наличие деформированной качественной структуры рынка ценных бумаг, выражаемой в формальном преобладании долевого формы собственности, фондовых ценностей, доминировании акционерного капитала вследствие первоначальной ориентации на англосаксонскую модель финансового сектора, не представляющего в настоящее время источников финансирования инвестиций для отечественных предприятий;

- неразвитость отрасли коллективных инвестиций (пенсионных, паевых инвестиционных фондов), способствующих достижению высокого уровня диверсификации вложений, снижению рискованности фондовых операций, сокращению транзакционных издержек инвесторов вследствие экономии на масштабе;

- нестабильный институциональный фон, несовершенство нормативно-правовой среды, являющейся порождением преобладающего юридического (формального) подхода к определению ценных бумаг, не позволяющего раскрыть их истинное содержание, способствующего деформации их основных функций в национальной экономике.

Правда, 2008–2009 гг. прибавили оптимизма, поскольку в данной сфере произошли позитивные изменения. Так, в Беларуси в течение длительного периода времени имел место высокий уровень налоговой нагрузки на рынок ценных бумаг, фиксируемый в размере 40 %, взимаемых с суммы доходов, полученных юридическими лицами от операций с ценными бумагами (для кредитно-финансовых учреждений, например банков и страховых организаций, данный уровень составлял 30 %). Существовавшие налоговые ставки являлись весьма значимым фактором, препятствующим становлению сферы корпоративных заимствований, формированию долгового капитала, воплощенного в рынке корпоративных облигаций – одном из наиболее перспективных сегментов финансового рынка. Последующая либерализация (т. е. введение первоначальных предпочтений

для коммерческих банков, а затем и сведение к нулевым значениям налоговых ставок для промышленных предприятий) придала новый импульс расширению спектра данных финансовых инструментов.

Подчеркнем еще одно важное обстоятельство, способное оказать серьезное влияние на формирование национального рынка капитала, а именно характерное для неоклассики отсутствие информационных проблем для принятия инвестиционных решений. Данный аспект имеет особое значение, поскольку в настоящее время происходит становление информационной экономики. Исследование информационного фактора в экономике нашло свое отражение в работах К. Эрроу, Д. Стиглица и Ф. Махлупа, определивших роль и приоритетность информации в современном обществе, затронувших ситуации асимметрии и доступности информации для экономических агентов [3].

Установление наиболее оптимального сочетания цены и качества товаров является основой потребительского выбора на различных видах рынков. В отличие от множества из них качество товара на рынке капитала, внешне представленного закрепленным за ценной бумагой набором прав, не поддается однозначным статичным оценкам, будучи дифференцируемым и изменчивым в зависимости от степени достаточности и полноты информации, определяя при этом все разнообразие инвестиционных решений, корректируемых в зависимости от склонности к тем или иным уровням рискованности вложений.

В данной сфере неоклассическая теория финансов влечет нас к некому идеальному состоянию, зафиксированному в модели эффективности рынка капиталов Г. Робертса и Ю. Фама, характеризующейся максимально высокой степенью информационной эффективности и базирующейся на множестве допущений [4]:

- не существует ограничений на доступ к рынку капиталов, и ни один участник не доминирует настолько, чтобы оказывать существенное влияние на цены;
- доступ к рынку капитала не требует затрат, и нет никаких препятствий для свободной торговли ценными бумагами;
- необходимая информация о цене и количестве каждого вида ценных бумаг беспрепят-

ственно доступна широкому кругу пользователей, т. е. имеет место высокая степень информационной эффективности рынка;

- нет никаких дезорганизующих налогов.

Указанная выше модель является неким идеальным представлением об абсолютно конкурентном рынке капиталов, лишь некоторым ориентиром, фиксирующим направление позитивного движения. Реальная ситуация весьма далека от идеала даже на развитых рынках капитала. Страны с формирующимися рынками капитала первоначально не в состоянии преодолеть крайне слабый уровень информационной эффективности (*weak efficiency*).

Данной ситуации способствуют следующие обстоятельства:

- отсутствие благоприятной в информационном отношении среды для осуществления эффективного инвестиционного выбора. Преобладающими на рынке являются текущие котировки и нормативно-справочная информация. Классический фундаментальный анализ только зарождается и носит фрагментарный характер;

- незначительный опыт практической деятельности в условиях рыночной экономики, порождающий некорректность и быстрое старение информации, необходимость постоянного обновления аналитических данных, а также несоответствие уровня квалификации специалистов потребностям формирующихся рынков капитала;

- низкая информационная эффективность выступает в качестве одного из основных препятствий для перелива капитала к точкам его наиболее прибыльного использования. В результате непреодолимые барьеры преграждают доступ к рынкам капитала множеству потенциальных инвесторов. При этом закон средней нормы прибыли не реализуется, наблюдается широкий диапазон доходностей – от аномально высоких до чрезвычайно низких.

## ВЫВОДЫ

В основу адекватной парадигмы, способствующей формированию эффективного рынка капитала в белорусской экономике, по мнению автора, должно быть положено оптимальное сочетание экономического либерализма и государственного регулирования (не секрет, что

именно низкий уровень последнего обозначен аналитиками в качестве одной из фундаментальных причин разразившегося финансового кризиса). В экономике Республики Беларусь имела место иная крайность – чрезвычайная зарегулированность, являвшаяся практически непреодолимым препятствием для развития вторичного рынка ценных бумаг. Вследствие данных обстоятельств оборот корпоративных ценных бумаг в структуре фондового рынка составлял десятые и сотые доли процента при абсолютном доминировании государственных ценных бумаг. В результате практически отсутствуют возможности осуществления одного из этапов фундаментального анализа, базирующегося на сопоставлении балансовой и рыночной стоимости активов, и соответствующего прогнозирования долгосрочных тенденций. В свою очередь, подобная ситуация предопределяет наличие низкой степени информационной эффективности рынка капитала, преодоление которой является одной из наиболее острых и актуальных проблем государственной политики на рынке ценных бумаг.

В настоящее время в Республике Беларусь предприняты серьезные усилия по либерализации фондового рынка (главным образом в правовой плоскости), однако наилучшее сочетание взаимодействия государства и рынка в финансовой сфере пока не найдено.

Представляется, что стратегия привлечения инвесторов на отечественный рынок капитала в первую очередь, будет сориентирована на внутреннего инвестора. Что касается долгосрочной перспективы, то только внутренних ресурсов будет недостаточно для обеспечения устойчивого экономического роста, поэтому привлечение иностранных инвестиций также является составной частью государственной политики на рынке ценных бумаг. Необходимо создание условий для привлечения всех категорий инвесторов из разных стран мира и, в первую очередь, интегрируемых стран. Но создание внутренней широкой инвестиционной базы является необходимым предварительным условием массового прихода иностранных инвесторов и одновременно выступает в качестве основного фактора устойчивости национального рынка. Поэтому в тактическом плане необходимо разрешение противоречия между фор-

мирующимся спросом на финансовые активы со стороны внутренних и зарубежных инвесторов, и их наличным предложением.

Данное противоречие проявляется в преобладании в настоящий момент времени акционерного капитала в структуре фондового рынка и сосредоточенности на акциях как на основном источнике инвестиций, идущее от англосаксонской модели. Это предложение не соответствует предъявляемому спросу на финансовые активы с заданными критериями инвестиционной привлекательности, т. е. с оптимальным сочетанием доходности и надежности вложений.

Структура корпоративного финансирования на фондовом рынке должна выглядеть следующим образом: долгосрочные инвестиционные проекты обслуживаются за счет эмиссии облигаций, а пополнение оборотных средств осуществляется за счет выпуска классических векселей (не суррогатов), причем оба эти сегмента успешно развиваются и взаимно дополняют друг друга.

Взаимообусловленность и взаимодополняемость данных сегментов связана с тем, что организация корпоративных заимствований посредством выпуска векселей и облигаций имеет ряд преимуществ по сравнению с традиционными способами банковского кредитования, способствуя облегчению доступа к долговым капиталам и формированию публичной кредитной истории. Последнее обстоятельство особенно немаловажно, ибо позволяет впоследствии не только успешно размещать облигационные займы, но и привлекать инвестиции с международных рынков капиталов через эмиссию еврооблигаций.

Этот инвестиционный инструмент способен со временем выступить как в роли одной из наиболее привлекательных финансовых альтернатив, предлагаемых институциональным инвесторам на формирующихся рынках капитала, так и реализовать себя в качестве оптимального инвестиционного решения, приемлемого для индивидуальных сберегателей финансовых ресурсов. Представляется, что становление сегмента корпоративных облигаций с приемлемыми вариациями доходности и риска и наилучшим сочетанием интересов эмитентов и инвесторов является не просто одним из возможных

вариантов развития финансового рынка в Республике Беларусь, но и, в некотором смысле, приоритетным вариантом.

ЛИТЕРАТУРА

1. **Брейли, Р.** Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс; пер с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 20 с.
2. **Вебер, М.** Избранные произведения / М. Вебер; пер. с нем.; сост., общ. ред. и послесл. Ю. Н. Давыдова; предислов. П. П. Гайденко. – М.: Прогресс, 1990.
3. **Эрроу, К.** Восприятие риска в психологии и экономической науке / К. Эрроу // Теория и история экономических и социальных институтов и систем: THESIS. – 1994. – Вып. 5.
4. **Eugene F. Fama.** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance (May 1970).

Поступила 30.10.2009