

## АГРАРНАЯ ЭКОНОМИКА

УДК 336.763(476)

### РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ: СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Е. Н. ГРИДЮШКО

УО «Белорусская государственная сельскохозяйственная академия»,  
г. Горки, Республика Беларусь, 213407, e-mail: ElenaG2299@yandex.by

(Поступила в редакцию 26.03.2021)

*За 30-летний период развития рынка ценных бумаг была проделана масштабная работа по формированию правовой основы, технологической инфраструктуры, развитию отдельных сегментов. В разные годы функционирование фондового рынка происходило в рамках соответствующих нормативных документов. Анализ Стратегии развития финансового рынка до 2020 г. показал, что приоритет отдается рынку облигаций. Капитализация акций в ВВП республики составляет менее 1 %, что объясняется не только доминирующей ролью государственной формы собственности в акционерном капитале отечественных компаний, но и существующими ограничениями в обращении акций.*

*Как показали исследования, белорусский рынок ценных бумаг характеризует высокий уровень инфраструктуры. В настоящее время усилия Министерства финансов, как регулятора рынка, направлены на изучение мировой практики и вступление в Международную организацию комиссий по ценным бумагам, что позволит поднять имидж фондового рынка. В статье рассмотрены негативные моменты, связанные с недостаточным развитием механизмов секьюритизации и выпусков акций с использованием иностранных депозитарных расписок; отсутствием института коллективного инвестирования, что не позволяет населению и субъектам хозяйствования использовать в полной мере возможности рынка ценных бумаг.*

*В ближайшие годы развитие рынка ценных бумаг будет происходить в рамках Государственной программы «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на период до 2025 года». Достижению целевых ориентиров рынка будет способствовать реализация следующих задач, заложенных в программе: развитие рынков акций и облигаций; совершенствование инфраструктуры; внедрение механизмов дистанционного банковского обслуживания на рынке государственных ценных бумаг.*

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, акция, облигация, профессиональный участник, биржа.

*Over the 30-year period of development of securities market, large-scale work has been done to form the legal framework, technological infrastructure, and develop individual segments. Over the years, the functioning of stock market took place within the framework of relevant regulatory documents. Analysis of the Strategy for the Development of the Financial Market until 2020 showed that the priority is given to the bond market. The capitalization of shares in the republic's GDP is less than 1 %, which is explained not only by the dominant role of the state form of ownership in the share capital of domestic companies, but also by the existing restrictions on the circulation of shares.*

*Studies have shown that Belarusian securities market is characterized by a high level of infrastructure. At present, the efforts of the Ministry of Finance, as a market regulator, are aimed at studying world practice and joining the International Organization of Securities Commissions, which will improve the image of stock market. The article discusses the negative aspects associated with insufficient development of mechanisms for securitization and share issues using foreign depository receipts; the absence of the institution of collective investment, which does not allow the population and business entities to fully use the opportunities of the securities market.*

*In the coming years, the development of securities market will take place within the framework of the State Program «Management of public finances and regulation of the financial market for the period up to 2025». Achievement of the target market benchmarks will be facilitated by the implementation of the following tasks included in the program: development of stock and bond markets; improving infrastructure; introduction of remote banking mechanisms in the government securities market.*

**Key words:** securities market, share, bond, professional participant, exchange.

#### Введение

В эффективно функционирующей рыночной экономике наличие финансового рынка является неотъемлемым атрибутом, позволяющим перераспределять финансовые ресурсы между экономическими агентами. Финансовый рынок оперирует многочисленными финансовыми инструментами (ценные бумаги, депозиты, паи, кредиты и другие) и располагает разветвленной инфраструктурой, что определяет его сегментацию. Анализ структуры финансового рынка показал, что доминирующей составляющей выступает рынок ценных бумаг (фондовый рынок). Тенденцией развития рынка цен-

ных бумаг в странах мира является доминирование богатства в виде ценных бумаг по сравнению с материальным богатством. Уровень успешности отдельного человека определяется не количеством принадлежащих ему материальных благ, а объемами контрольных пакетов акций, которыми он владеет. В данном контексте возрастает роль рынка ценных бумаг в экономике государств. Так, отношение капитализации фондового рынка к ВВП в развитых странах составляет в среднем 89 %. В отдельных странах объемы биржевых торгов акциями достигают значительных величин по отношению к ВВП: США – 250 %, Швейцария – 220 %, Великобритания – 180 %, Южная Корея – 150 %. Среднее значение данного показателя по развивающимся странам составляет 47 % [1, с. 20].

### Основная часть

За почти 30-летний период существования белорусский рынок ценных бумаг испытывал трудности становления и развития. За прошедшие годы правительством республики проделана масштабная работа по становлению и развитию рынка, формированию его нормативной и технологической инфраструктуры. В разные годы определялись те или иные приоритетные направления развития рынка.

С 2017 г. основные подходы к решению проблем в области рынка ценных бумаг осуществлялись в рамках Стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 г., принятой совместным постановлением Совета Министров и Национального банка 28.03.2017 г. № 229/6 (далее – Стратегия). В Стратегии был заложен системный подход, позволяющий решить задачу по вхождению Республики Беларусь в число стран с высоким уровнем развития финансового рынка.

Программный документ предусматривал 5 глав, определяющих цель, задачи, направления развития финансового рынка и ожидаемые результаты реализации. Следует отметить, что закономерным предполагалось развитие всех сегментов финансового рынка (банковская система, некредитные финансовые организации, страховой сектор), но особое внимание отводится рынку ценных бумаг. В перечне мероприятий Стратегии, состоящем из 66 направлений, половина из них посвящена развитию фондового рынка [2]. В данном контексте принципиально важно провести анализ результатов реализации программного документа (табл. 1).

Таблица 1. Общая характеристика рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь

Показатели	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2020 г. в % к 2015 г.
Количество акционерных обществ, ед.	4608	4628	4552	4410	4258	4132	90
Количество эмитентов облигаций, ед.	108	257	247	262	255	271	251
Отношение объема эмиссии корпоративных ценных бумаг к ВВП, %	46,2	47,6	45,6	42,7	40,8	36,5	-9,7
в том числе акций	30,1	31,1	29,6	26,8	25,5	22,8	-7,3
облигаций	16,1	16,5	16	15,9	15,3	13,7	-2,4
Капитализация рынка корпоративных ценных бумаг к ВВП, %	19,4	20,2	15,1	24,5	22,5	18,8	-0,6
в том числе акций	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,8	-0,4
облигаций	19,0	19,8	14,4	23,9	21,9	18,0	-1,0

Примечание: Составлена автором на основании источника [3].

Одним из факторов развития фондового рынка является наличие акционерного капитала. В республике процессы приватизации и разгосударствления идут очень медленно. Так, в 2020 г. насчитывалось 4132 акционерных общества, что составляло только 3 % от общего количества коммерческих организаций. Более того, за анализируемый период произошло сокращение хозяйственных обществ на 476 единиц.

Характерной особенностью белорусского фондового рынка как в эти годы, так и за весь период его существования, является опережающий рост объемов эмиссии корпоративных ценных бумаг (в первую очередь акций) к ВВП по сравнению с их капитализацией. В 2015–2017 гг. этот показатель достигает 46–48 %, что свидетельствует о повышении значимости рынка ценных бумаг как источника инвестиций, обеспечивающего реализацию эмиссий и возможность ускоренного развития отдельных отраслей и производств в этот период. Однако основным показателем рынка является капитализация ценных бумаг к ВВП. Анализируя данный показатель за шестилетний период (в среднем 20 %) и сопоставляя с аналогичным показателем развитых стран (89 %), необходимо отметить, что степень глубины белорусского рынка в 4,5 раза ниже. При этом наибольший удельный вес в стоимости ВВП занимает оборот облигаций (в среднем 20 %), а капитализация отечественного рынка акций составляет в среднем 0,6 %, что в 78 раз ниже, чем в развивающихся странах (в среднем 47 %).

Как показывает зарубежная практика, объектом инвестирования на фондовом рынке являются преимущественно акции, при этом именно инвестор формирует спрос на эти ценные бумаги и влияет на дивидендную политику компании, а привлечение средств возможно только за счет мелких инве-

стором. Считается, что для создания ликвидного рынка ценных бумаг необходима доля свободнообращающихся акций, распределенных среди миноритарных инвесторов на уровне не менее 25 % от общего объема эмиссии, а количество мажоритарных акционеров в одном обществе не меньше 3–4 лиц. В Республике Беларусь доля государства составляет 88 % от общего количества акций акционерных обществ. При этом численность обществ с долей государства менее 50 % составляет только чуть более 20 %, а с долей государства более 75 % – почти 80 % от общего количества.

Можно констатировать, что преобладание объемов эмиссии ценных бумаг над их обращением, характеризует фондовый рынок Беларуси как неликвидный. Указанная особенность связана с рядом факторов, среди которых доминирование государственной собственности; отсутствие института коллективного инвестирования; наличием нормы законодательства, устанавливающей преимущественное право облисполкомов и Минского горисполкома на покупку акций организаций, перерабатывающих сельскохозяйственную продукцию, а также акций, приобретенных гражданами в процессе приватизации и разгосударствления в обмен на именные приватизационные чеки «Имущество». Следует отметить, что отмена данной нормы была предусмотрена перечнем мероприятий Стратегии, но осталась нереализованной.

Исследование инфраструктуры отечественного фондового рынка характеризует позитивно функционирование всех ее элементов. Основной торговой площадкой и клиринговой организацией является ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Эффективно выполняет возложенные на нее функции депозитарная система, представленная Республиканским центральным депозитарием и депозитариями второго уровня. Несмотря на ежегодную оптимизацию профессиональных участников рынка, имеется достаточное количество брокеров, дилеров, доверительных управляющих (табл. 2).

Таблица 2. Динамика состава профессиональных участников рынка ценных бумаг Республики Беларусь

Показатели	2015 г.	2016 г.	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	2020 г. к 2015 г., ед.
Количество профучастников, всего	65	60	62	61	58	57	-8
В том числе составляющие работы и услуги:							
брокерская деятельность	63	57	59	58	55	54	-9
дилерская деятельность	62	57	59	58	55	54	-8
депозитарная деятельность	33	32	32	32	30	31	-2
доверительное управление	19	19	20	22	22	23	-4
организация торговли ценными бумагами	1	1	1	1	1	1	-
клиринговая деятельность	1	1	1	1	1	1	-
Количество аттестованных специалистов	4078	3786	3587	3250	3104	2941	-1137

Примечание: Составлена автором на основании источника [3].

На рынке работают 57 профессиональных участников, в том числе Национальный банк, ОАО «Банк развития», 24 коммерческих банка и 31 организация небанковской сферы. Действуют около 3 тысяч аттестованных специалистов. Концепция улучшения инфраструктуры рынка ценных бумаг была заложена в рамках мероприятий Стратегии, однако некоторые из них не реализованы. Остаются открытыми вопросы акционирования центрального депозитария; создания на его базе торгового репозитария неорганизованного рынка; формирование на базе фондовой биржи компаний, выполняющих функции организаторов торговли. На протяжении всего периода существования белорусского рынка ценных бумаг единственным профессиональным участником, оказывающим услуги по организации торговли с ценными бумагами, является биржа. Со вступлением в силу Закона «О рынке ценных бумаг» с 1 января 2016 г. появилась возможность создания организаторов торговли, которые представляют собой промежуточное звено между биржевым и внебиржевым рынком и предъявляют менее строгие требования к процедуре допуска ценных бумаг к торгам. Наличие таких профессиональных участников позволяет расширить перечень предоставляемых услуг и создать конкуренцию фондовой бирже. Однако пока организаторы торговли отсутствуют на белорусском рынке.

Необходимость трансформации существующей инфраструктуры вызвана не только интенсивным развитием информационных технологий, но и интеграционными факторами. Как показывает опыт европейских стран, если элементы инфраструктуры рынка вовремя не реагируют на вызовы, то с течением времени они просто ликвидируются. Значимым импульсом, позволяющим придать развитию рынка ценных бумаг дополнительное ускорение, является внедрение в республике международной системы нумерации ценных бумаг (International Securities Identification Number). По состоянию на 01.09.2020 г. Центральным депозитарием присвоено 106 международных идентификационных кодов выпускам белорусских эмитентов [4]. В условиях внедрения в Беларуси международных стандартов учета, отчетности и аудита более активный переход на использование международных идентификационных кодов на внутреннем рынке будет способствовать интеграции национального финансового рынка в международный и создаст условия, с одной стороны, для выхода отечественных эмитентов на иностранные рынки капитала, а с другой – облегчит приход зарубежных инвесторов.

В ходе реализации Стратегии был принят ряд прогрессивных нормативно-правовых актов, способствующих развитию рынка. В 2016 г. была создана регулятивная основа для обращения акций с использованием иностранных депозитарных расписок, дающая возможность отечественным компаниям размещать свои акции на иностранных фондовых биржах. Знаковым событием 2017 г. можно назвать появление нового для республики инструмента управления дебиторской задолженностью – механизма секьюритизации. Существенное значение для становления института коллективных инвестиций имел Закон «Об инвестиционных фондах», вступивший в силу в 2018 г. В этот же период была усовершенствована нормативная база в области эмиссии, обращения и погашения государственных ценных бумаг, позволившая привлечь широкий круг инвесторов, увеличить объемы размещения облигаций и снизить расходы бюджета по их обслуживанию. Еще одной точкой приложения усилий Министерства финансов как регулятора рынка явилось получение согласия Совета Министров Республики Беларусь на вступление в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO), в результате чего регулятор получит доступ к наиболее актуальным подходам в области рынка ценных бумаг.

Несмотря на важность перечисленных выше нововведений, к сожалению, на практике они не смогли принести ожидаемого эффекта. Возможностью привлечения инвестиций через выпуск иностранных депозитарных расписок не воспользовалась ни одна отечественная организация; не получил должного развития и механизм секьюритизации, после вступления в силу правовых основ которого был реализован только единичный проект; остаются проблемы в организации инвестиционных фондов – ни один фонд не начал свою деятельность. Главной причиной этих проблем является сохранение институциональных барьеров, а точечные меры по развитию рынка являются недостаточными.

Закономерно, что в новой Государственной программе «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на период до 2025 года» актуализированы приоритетные направления развития фондового рынка в подпрограмме 4 «Эффективное функционирование рынка ценных бумаг» (табл. 3).

Таблица 3. Механизм реализации и целевые ориентиры подпрограммы «Эффективное функционирование рынка ценных бумаг»

Показатели	2021 г.	2022 г.	2023 г.	2024 г.	2025 г.	Мероприятия по реализации задачи
<b>Задача 1. Развитие рынка акций</b>						
Прирост объема операций по сравнению с предыдущим годом, не менее %	2,0	2,9	2,0	2,0	2,0	Снижение доли государства в акционерном капитале до 25 %+1 акция; продажа госпакетов акций организаций с долей государства не более 50 %; отмена преимущественного права Облисполкомов и Минского горисполкома на покупку акций.
<b>Задача 2. Развитие рынка облигаций</b>						
Прирост объема выпусков по сравнению с предыдущим годом, не менее %	2,0	2,9	2,0	2,0	2,0	Создание института квалифицированного инвестора и выпуск для них облигаций; выпуск стрип-облигаций; эмиссия гособлигаций, номинированных в белорусских рублях.
<b>Задача 3. Развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг</b>						
Прирост объема операций с облигациями и другими ценными бумагами по сравнению с предыдущим годом, не менее %	2,0	2,9	2,0	2,0	2,0	Стимулирование деятельности инвестиционных фондов путем введения льготного налогообложения; допуск к торгам на бирже не только профучастников; электронный доступ к продуктам; вступление Министерства финансов в IOSCO; установление корреспондентских отношений с мировыми расчетно-клиринговыми и депозитными институтами
<b>Задача 4. Внедрение и развитие механизма размещения государственных ценных бумаг (ГЦБ) посредством использования каналов дистанционного банковского обслуживания (ДБО)</b>						
Доля ГЦБ, размещенных с использованием каналов ДБО, в общем объеме ГЦБ, размещенных на внутреннем рынке в течение года, не менее %	4	6	8	10	10	Консолидация систем ДБО с торговой системой биржи с целью размещения государственных облигаций с использованием ДБО.

Примечание: Составлена автором на основании источника [5].

В результате реализации программы планируется к 2025 г. достичь прироста объемов операций с акциями; объемов выпусков облигаций и объемов операций с ценными бумагами – не менее 10,9 % нарастающим итогом в разрезе каждого показателя. Реализация механизма дистанционных продаж

государственных ценных бумаг должна обеспечить увеличение их удельного веса до 10 % в общем объеме.

### **Заключение**

Как показали исследования, отечественный фондовый рынок демонстрировал динамичное развитие. Сформировано законодательство, развивается инфраструктура, функционируют профессиональные участники. Вместе с тем приоритет при формировании эмиссионной структуры рынка отдается сегменту облигаций, на долю которого приходится более 98 % оборота. Ликвидность рынка акций остается недостаточной. Не получили должного развития механизмы секьюритизации и выпуска иностранных депозитарных расписок, институт инвестиционных фондов. Создание условий по увеличению спроса и предложения на рынке предусмотрено Государственной программой «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на период до 2025 года». Полная реализация мероприятий программы позволит устранить барьеры, препятствующие развитию национального рынка ценных бумаг, а тем самым повысить его ликвидность и конкурентоспособность.

### *ЛИТЕРАТУРА*

1. Господарик, Е. Анализ финансовых систем стран ЕАЭС и их влияние на экономический рост / Е. Господарик, М. Ковалев // Банковский вестник. – 2020. – № 8. – С. 18–25.
2. О стратегии развития финансового рынка Республики Беларусь до 2020 года [Электронный ресурс]: постановление Совета Министров Респ. Беларусь и Национального банка Респ. Беларусь, 28 марта 2017 г., № 229/6 // Бизнес-Инфо: аналит. правовая система. – Режим доступа: [www/business-info.by](http://www/business-info.by). – Дата доступа: 03.02.2021.
3. Отчеты о работе Департамента по ценным бумагам [Электронный ресурс] // Министерство финансов Респ. Беларусь / Отчеты о работе Департамента по ценным бумагам. – Режим доступа: [http://www.minfin.gov.by / upload/depceen/otchet](http://www.minfin.gov.by/upload/depceen/otchet) – Дата доступа: 09.02.2021.
4. Шурхай, В. Международные стандарты кодификации ценных бумаг / В. Шурхай // Финансы. Учет. Аудит. – 2020. – № 10. – С. 13–14.
5. О Государственной программе «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на период до 2025 года [Электронный ресурс]: постановление Совета Министров Респ. Беларусь, 12 марта 2020 г., № 143 // Бизнес-Инфо: аналит. правовая система. – Режим доступа: [www/business-info.by](http://www/business-info.by). – Дата доступа: 03.02.2021.