НОВАЯ ЭКОНОМИКА

СПЕЦВЫПУСК
№ 1
2024

Научно-теоретический,
научно-практический,
научно-методический журнал

Приказом Высшей аттестационной комиссии Республики Беларусь
от 31 января 2008 г. (№ 28) журнал НОВАЯ ЭКОНОМИКА включен
в Перечень научных изданий Республики Беларусь для опубликования
результатов диссертационных исследований по экономическим наукам.
Адрес нашего местонахождения в каталоге РИНЦ: https://elibrary.ru/title_about.asp?id=33689
ISSN 2224-2031

СОДЕРЖАНИЕ

ВСТУПИТЕЛЬНОЕ СЛОВО 4

ГЕНЕЗИС ФОНДОВОГО РЫНКА И ЕГО РОЛЬ В НАЦИОНАЛЬНОЙ И МИРОВОЙ ЭКОНОМИКЕ

Е.М. Шелег, В.В. Шевцова. Развитие рынка ценных бумаг в Республике Беларусь: экономическая роль, тенденции и перспективы 5

Т.В. Гриб. Рынок ценных бумаг Республики Беларусь: от теории к практике 16

Н.М. Гайденко. Новации в законодательстве о рынке ценных бумаг 25

К.А. Марусева, А.Ю. Новик. Рынок корпоративных ценных бумаг в Республике Беларусь: состояние и пути развития 34

Е.С. Сиващенко, Т.А. Верезубова. Операции на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики Республики Беларусь 45

А.М. Белобородько. Детерминанты развития и роста фондовых рынков России, Казахстана, Беларуси 51

О.И. Румянцева, Г.С. Кузьменко, Чжао Линьюнь. Влияние внешних шоков на национальные фондовые рынки в условиях финансовой глобализации 64

С.С. Осмоловец. Рынок ценных бумаг Китая: факторы формирования и выводы для Республики Беларусь 74

Луо Цзюй. Развитие сотрудничества между рынками ценных бумаг Китая и Беларуси в рамках инициативы «Один пояс — один путь» 84

А.П. Шкут. Сравнительный анализ рынков капитала и процессов сбережений и инвестиций у мировых лидеров — Китая, США и ЕС 89

ИНСТРУМЕНТЫ И ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА

Е.В. Клицунов. Инструменты фондового рынка: виды, особенности и место на современном финансовом рынке 99

Е.В. Берзинь. Инструменты индексного инвестирования в биржевой торговле: виды и особенности 104

А.В. Походзило. Производные финансовые инструменты (деривативы) — инструменты не для всех 112

Н.Э. Чубарова. Проблемы эффективного управления краткосрочными финансовыми вложениями как части оборотного капитала 118

А.Н. Аксенов. Центральный депозитарий и депозитарная система Республики Беларусь 124

А.Н. Кадушко. Особенности эмиссии биржевых облигаций: новации законодательства 132

А.В. Усачёв. Международный опыт регулирования рынка зеленых облигаций (Green Bond) 135

И.В. Милош. Зеленое финансирование на фондовом рынке 143

С.В. Дубков, А.Б. Дудкин, Ю.Ю. Королев. Роль социальных облигаций в достижении Целей устойчивого развития 146

А.С. Попкова. Социальные облигации как эффективный инструмент поддержки социального предпринимательства 155

Г.А. Мицкевич. Страхование как способ обеспечения ответственности эмитентов облигаций в Республике Беларусь 166

М.В. Миленин, Д.А. Глазко. Инвестиции страховщиков жизни в государственные ценные бумаги 171

А.С. Стрижевич. Квалификационные требования и организация аттестации специалистов рынка ценных бумаг в Республике Беларусь 177

АНАЛИЗ И ЦИФРОВАЯ ТРАНСФОРМАЦИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

Д.В. Сокол. Индексы волатильности и маркеры неопределенности фондовых рынков 188

Чень Хантунчжоу, Н.Н. Горбачев. IPO компаний технологического сектора Китая: достижения и вызовы для цифровой экономики 200

Юэлун Чжан. Analysis of the factor influence of the stock market on global economic security 212

Д.В. Милош. Методические аспекты оценки цифровых финансовых активов как инновационного инструмента формирования инвестиционного портфеля 220

Цзе Ян. Blockchain technology as a means of ensuring the security of financial transactions in the stock market 231

Редакционная коллегия

ПОЛОНИК Степан Степанович,
председатель редакционной коллегии, доктор экономических наук, профессор факультета маркетинга, менеджмента, предпринимательства Белорусского национального технического университета (г. Минск)

СМОЛЯРОВА Марина Александровна,
ученый секретарь, доцент кафедры экономики и управления инновационными проектами в промышленности факультета маркетинга, менеджмента, предпринимательства Белорусского национального технического университета (г. Минск)

АДУЛО Тадеуш Иванович,
доктор философских наук, профессор, заведующий отделом философской антропологии и философии культуры Института философии НАН Беларуси (г. Минск)

БАБОСОВ Евгений Михайлович,
главный научный сотрудник отдела политической социологии Института социологии НАН Беларуси (г. Минск)

БОНДАРЬ Александр Викторович,
заслуженный работник образования, доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономической политики Белорусского государственного экономического университета (г. Минск)

БРОВКА Геннадий Михайлович,
кандидат педагогических наук, декан факультета технологий управления и гуманитаризации Белорусского национального технического университета (г. Минск)

ГАНУШ Геннадий Иосифович,
доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой экономической теории и права Белорусского государственного аграрно-технического университета, член-корреспондент НАН Беларуси (г. Минск)

ГЛАЗЬЕВ Сергей Юрьевич,
академик РАН, доктор экономических наук, профессор, действующий член коллегии (министр) по интеграции и макроэкономике Евразийской экономической комиссии (г. Москва)

КЛЮНЯ Владимир Леонидович,
доктор экономических наук, профессор кафедры экономики Полоцкого государственного университета (г. Новополоцк)

КНЯЗЕВ Станислав Никифорович,
доктор юридических наук, профессор, заведующий кафедрой государственного управления Академии управления при Президенте Республики Беларусь (г. Минск)

КОРОТКЕВИЧ Алексей Иванович,
доктор экономических наук, доцент, заведующий кафедрой банковской экономики Белорусского государственного университета (г. Минск)

КРИШТАПОВИЧ Лев Евстафьевич,
доктор философских наук, профессор, начальник научно-исследовательского отдела Белорусского государственного университета культуры и искусств (г. Минск)

ЛИ Янь,
доктор исторических наук, профессор, заместитель директора Департамента мировой политической и экономической теории марксизма Института мировой экономики и политики (IWEP) (г. Пекин)

ЛУКИН Сергей Владимирович,
доктор экономических наук, профессор кафедры международного менеджмента экономического факультета Белорусского государственного университета (г. Минск)

МАРУШКО Дмитрий Александрович,
кандидат экономических наук, декан факультета цифровой экономики Белорусского государственного экономического университета (г. Минск)

МЕЛЬНИК Владимир Андреевич,
доктор политических наук, профессор кафедры идеологии и политических наук Академии управления при Президенте Республики Беларусь (г. Минск)

НЕХОРОШЕВА Людмила Николаевна,
доктор экономических наук, профессор, заведующая кафедрой экономики промышленных предприятий Белорусского государственного экономического университета (г. Минск)

НИКИТЕНКО Петр Георгиевич,
академик НАН Беларуси, профессор, доктор экономических наук, номинант Нобелевской премии по ноосферной экономике и китайской премии династии Тан по устойчивому развитию

ПУРС Геннадий Анатольевич,
кандидат экономических наук, директор РУП РНТЦ по ценообразованию в строительстве (г. Минск)

САМАЛЬ Сергей Александрович,
доктор экономических наук, профессор кафедры общей математики и информатики механико-математического факультета Белорусского государственного университета (г. Минск)

ТИХОНОВ Анатолий Олегович,
доктор экономических наук, профессор кафедры государственного строительства и управления Академии управления при Президенте Республики Беларусь (г. Минск)

ЧЖАН Юйянь,
академик, доктор экономических наук, профессор, директор Института мировой экономики и политики (IWEP), председатель и главный эксперт Национального института глобальных стратегий (NIGS), член Китайской академии общественных наук (CASS), член комитета Народного политического консультативного совета Китая, президент Китайской ассоциации мировой экономики (г. Пекин)

ШМАРЛОВСКАЯ Галина Александровна,
доктор экономических наук, профессор кафедры международного бизнеса Белорусского государственного экономического университета (г. Минск)

Главный редактор:
САЕВИЧ Виктор Валентинович,
председатель совета ОО «Новая экономика» (г. Минск)

Заместитель главного редактора:
ЧАО Ван,
доктор экономических наук, заместитель директора Китайско-белорусского центра экономических исследований «Один пояс — один путь»

ПАВЕЛ ЛЕМЕХ,

заместитель министра финансов Республики Беларусь

Журнал «Новая экономика» подготовил специальный выпуск, посвященный фондовому рынку. Как регулятор данной сферы Министерство финансов благодарит редакцию журнала и всех авторов за участие в подготовке этого выпуска. Полное и комплексное понимание задач по совершенствованию отношений на рынке ценных бумаг возможно только благодаря всестороннему изучению мнений профессионального сообщества, ученых, а также обычных граждан и предприятий.

С момента начала развития рынка ценных бумаг, фондовых бирж в мире прошло несколько сотен лет. Но его суть остается неизменной: быть одним из каналов распределения финансовых ресурсов в экономике. С одной стороны — для предприятий, которые реализуют различные проекты и нуждаются в инвестициях, с другой — для инвесторов, которые заинтересованы в сохранении и приумножении своих капиталов. Отличительной чертой ценных бумаг как инструмента привлечения финансовых ресурсов является возможность их размещения и обращения среди множества лиц. Предприятия могут сформировать необходимые денежные фонды из числа как крупных, так и небольших инвесторов. В свою очередь инвесторы всегда имеют возможность продать ценную бумагу третьим лицам на вторичном рынке.

Тысячи акционерных обществ и эмитентов облигаций в республике привлекли капитал через инструменты рынка ценных бумаг: акции и облигации. Так, объем эмиссии корпоративных облигаций за последние 15 лет увеличился почти в 100 раз и составил 29,3 млрд рублей. Это примерно 14 % ВВП. Республика Беларусь занимает 3-е место по данному показателю на постсоветском пространстве после России и Казахстана. Компании, ответственно работающие на рынке, на практике привлекли новых инвесторов не только внутри страны, но и на внешнем контуре благодаря публичной истории своей работы.

Последние годы характеризуются стремительным внедрением современных финансовых технологий, развитием систем удаленного доступа. Для граждан это означает возможность инвестировать из дома или офиса в режиме 24/7. Рынок стал более инклюзивным для каждого человека. Начало новой эры децентрализованных финансов создает перспективы сокращения посреднических цепочек в распределении капиталов, а значит, дает возможность быстрее и эффективнее привлекать ресурсы и инвестировать.

Приоритетной задачей является защита интересов инвесторов. Эта задача в том числе реализуется через установление минимальных требований для различных категорий эмитентов, контроль за раскрытием информации. Например, в республике для инвесторов функционирует Единый портал финансового рынка (https://epfr.gov.by/), размещающий отчетность и иную информацию о деятельности белорусских эмитентов, которые обязаны публично ее раскрывать. Подписавшись на электронную рассылку сообщений в отношении интересующего предприятия, каждый пользователь получает возможность быстро и бесплатно узнавать о таком предприятии новые сведения при их размещении на портале.

Потенциалом роста в республике по-прежнему обладает рынок акционерного капитала. Законодательные возможности для публичного размещения акций созданы. В отличие от эмиссии облигаций, привлечение инвестиций путем размещения акций не увеличивает срочную долговую нагрузку на предприятие. При увеличении собственного капитала компании растет стоимость имущества, приходящегося на каждую отдельную акцию, что дает акционерам возможность в последующем продать акции дороже. На практике многие предприятия Республики Беларусь уже успешно апробировали механизм передачи акций дополнительных выпусков своим работникам (опционы эмитента) в связи с выполнением ключевых показателей эффективности, таких как рост продаж, увеличение экспорта продукции и услуг.

Министерство финансов и далее продолжит совершенствовать регулирование рынка ценных бумаг. В 2024 г. в республике будут внедрены наиболее востребованные электронные административные процедуры, связанные с регистрацией акций и облигаций. Ведется активная работа по интеграции баз данных государственных органов в целях исключения случаев предоставления предприятиями отчетности и иной информации, если такие сведения уже имеются в государственных информационных ресурсах. В текущем году также будут завершены внутренние процедуры, которые позволят внедрить в стране первую национальную таксономию зеленых проектов. Для Республики Беларусь это важно еще и потому, что в мировой практике «зеленый курс» сопровождается введением дополнительных требований к качеству продукции и услуг. Реализация Целей устойчивого развития и ESG-повестки в нашей республике призвана не допустить потери конкурентоспособности национальных производителей.

В декабре 2023 г. между Республикой Беларусь и Российской Федерацией подписано Соглашение о проспектах ценных бумаг, которым впервые на территории стран СНГ установлена возможность взаимного признания проспектов ценных бумаг при условии их регистрации в государстве происхождения эмитента. Белорусским предприятиям не потребуется повторно регистрировать такие проспекты при размещении ценных бумаг на территории Российской Федерации.

Таким образом, рынок ценных бумаг дает предприятиям новые возможности. Время расширять масштабы привлечения инвестиций для развития экономики страны.

Развитие рынка ценных бумаг в Республике Беларусь: экономическая роль, тенденции и перспективы

Шелег Елена Михайловна,
кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов,
УО «Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

Шевцова Вера Викторовна,
ассистент кафедры финансов,
УО «Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассматривается история развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь, определяются некоторые направления его совершенствования.

The article examines the history of the development of the securities market in the Republic of Belarus, identifies some areas of its improvement.

Значение рынка ценных бумаг (далее — РЦБ) уже давно не является предметом дискуссий как в научной среде, так и в деловых кругах. Благодаря РЦБ осуществляется аккумуляция и передача денежных средств от поставщиков капитала к его потребителям. Стремительное развитие финансовых институтов и технологий, сопутствующей инфраструктуры сделали РЦБ в Республике Беларусь неотъемлемой частью экономической жизни и важнейшим сектором финансового рынка.

Несмотря на солидаризацию научного сообщества относительно значимой роли РЦБ в экономических процессах, до настоящего времени так и не сложилось единой точки зрения на определение самого понятия «рынок ценных бумаг». Научные трактовки РЦБ колеблются от самых общих, контурных, до частных, привязанных к конкретному объекту или явлению, а потому суживающих экономическое содержание понятия. Иллюстрируя контурные определения, приведем предложенное Б.М. Ческиловым определение РЦБ как «некоего собирательного понятия. Можно говорить о множестве РЦБ, причем они возникают по отдельности, с некоторым интервалом времени и функционируют в значительной степени обособленно» [1, с. 361]. Однако мы не разделяем позицию автора, который фактически отрицает самостоятельное существование РЦБ и его понимание как экономической категории.

Крайне обобщенное определение РЦБ дает Е.П. Губин, который рассматривает рынок ценных бумаг как «совокупность отношений между его участниками (субъектами) по поводу объектов рынка» [2, с. 376]. Мы не можем согласиться с подобной трактовкой, поскольку автор не конкретизирует те общественные отношения, которые возникают непосредственно между субъектами рынка, а в текущей редакции данное определение скорее применимо к экономической категории «рынок» вообще, чем к рынку ценных бумаг в частности.

Е.А. Суханов определяет рынок ценных бумаг следующим образом: «важнейшая и сложнейшая часть рыночного хозяйства есть не что иное, как совокупность сделок, совершаемых участниками имущественного оборота по поводу ценных бумаг» [3, с. 3]. Подчеркнем, что РЦБ не может рассматриваться как математическая сумма заключен-

ных на нем сделок, ведь в подобном понимании сущность РЦБ выражается лишь одним из его параметров, оставляя за бортом научного исследования структуру РЦБ, разнообразие его участников и видов сделок.

На наш взгляд, заслуживает внимания позиция профессора Г.И. Кравцовой, которая предлагает рассматривать РЦБ с позиций экономического содержания, с функциональной и с институциональной точек зрения [4, с. 10]. Аналогичная точка зрения принадлежит также и Е.В. Берзинь, которая предлагает рассматривать РЦБ как сложную систему, которую можно охарактеризовать с позиций как экономического содержания, так и функционального и институционального формирования [5, с. 315].

С позиций экономического содержания РЦБ рассматривается как совокупность экономических отношений между его участниками по поводу выпуска и обращения ценных бумаг. Такой позиции придерживаются в своих работах В.А. Боровкова, Т.А. Батяева, И.И. Столяров, Н.Ф. Кузьменко и др. В частности, В.А. Боровкова предлагает рассматривать РЦБ как сферу экономических отношений, связанных с выпуском и обращением ценных бумагах [6, с. 7]. Н.Ф. Кузьменко рассматривает РЦБ как сферу отношений участников по поводу эмиссии, обращения ценных бумаг, а также их гашения, где происходит перераспределение финансовых ресурсов между поставщиками данных ресурсов (инвесторами) и потребителями (эмитентами) на основе обращения ценных бумаг как товара [7, с. 152].

Через систему отношений определяется РЦБ и в финансовом законодательстве Республики Беларусь. Так, согласно Закону Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг», рынок ценных бумаг — это система отношений между юридическими и (или) физическими лицами, а также иными субъектами гражданского права в ходе эмиссии (выдачи), обращения и погашения ценных бумаг, осуществления профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам [8].

С функциональной точки зрения РЦБ можно определить как организационную форму купли-продажи ценных бумаг, обеспечивающую перераспределение временно свободных денежных средств между экономическими субъектами, отраслями и секторами экономики. Например, В.В. Лялин, П.В. Воробьев определяют РЦБ как часть финансового рынка, где осуществляется передача денежных средств от собственников капитала к лицам, нуждающимся в нем [9, с. 11].

С институциональной точки зрения рынок ценных бумаг представляет собой совокупность финансовых институтов, создающих условия для выпуска и обращения ценных бумаг, т.е. осуществляющих посредничество при движении капитала от продавцов ценных бумаг к их покупателям. Данную позицию разделяют В.Н. Едронова, Т.Н. Новожилова, которые рассматривают РЦБ как совокупность механизмов, институтов и инструментов, используемых для привлечения инвестиций в экономику путем установления экономических отношений между теми, кто нуждается в инвестициях, и теми, кто хотел бы инвестировать свой избыточный доход с целью получения нового дополнительного дохода [10, с. 9].

Существуют и гибридные определения РЦБ, сочетающие в себе экономическое содержание категории и черты институционального (функционального) подхода. Так, А.А. Мишарев утверждает, что РЦБ — это совокупность экономических отношений и обслуживающих эти отношения институтов, обеспечивающих мобилизацию свободных денежных ресурсов и превращение их в инвестиции путем выпуска особых финансовых документов — ценных бумаг [11, с. 24].

Обобщая вышеприведенные определения РЦБ, отметим, что в современной экономике РЦБ является важнейшей частью финансового рынка и представляет собой многофункциональную систему, обеспечивающую перераспределение временно свободных денежных средств между субъектами рынка, отраслями и секторами экономики. Для понимания сущности РЦБ его необходимо рассматривать с точки зрения экономического содержания, институциональной и функциональной структуры.

Рынок ценных бумаг в Республике Беларусь начал активно формироваться в 1992 г., когда была создана нормативно-правовая база, регламентирующая функционирование рынка, появились соответствующие финансовые институты и инфраструктура. При этом концептуальные основы законодательства в сфере РЦБ были заимствованы из практического опыта стран с развитыми традициями существования финансовых рынков (США, Германия). Нормативно-правовой фундамент, регламентировавший РЦБ в Республике Беларусь, был заложен в Законах Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых

биржах», «Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью», совместном Постановлении Совета министров и Национального банка Республики Беларусь от 22 мая 1992 г. № 301 «Вопросы государственной инспекции Республики Беларусь по ценным бумагам». В частности, Постановлением № 301 впервые была создана Государственная инспекция по ценным бумагам как орган государственного управления по регулированию рынка ценных бумаг, в обязанности которого вменялась разработка нормативной базы РЦБ, проведение единой государственной политики по развитию РЦБ, обеспечение справедливой конкуренции его участников и защита интересов инвесторов от возникающих необоснованных рисков. В результате уже к 1993 г. Республика Беларусь одной из первых среди стран СНГ сформировала законодательство в сфере РЦБ, а в апреле 1993 г. были выданы первые лицензии на право заниматься профессиональной деятельностью на РЦБ. Как отмечала С.С. Осмоловец, «фактически модель фондового рынка Беларуси была на тот момент во многом идентична американской модели» [12, с. 90]. Для американской модели развития РЦБ характерны высокий уровень конкуренции, ограничения на деятельность коммерческих банков и доминирование небанковских финансовых институтов, финансирование дефицита государственного бюджета преимущественно за счет выпуска ценных бумаг [13, с. 46].

Дальнейшее развитие РЦБ было связано с началом процесса приватизации. В 1992 г. был создан Комитет по управлению государственным имуществом, в 1993 г. принят Закон «Об именных приватизационных чеках», дававший право гражданам Республики Беларусь лично безвозмездно участвовать в приватизации государственной собственности, а также Закон «О разгосударствлении и приватизации государственной собственности в Республике Беларусь». Можно отметить некоторые особенности процесса приватизации в Республике Беларусь. Так, в 1991–1992 гг. наиболее распространенными способами приватизации были выкуп арендованного имущества трудовыми коллективами либо выкуп государственного имущества трудовыми коллективами. С 1996 г. акционирование стало единственным методом приватизации [12, с. 91]. Многие исследователи отмечают низкие темпы приватизации в Республике Беларусь. Подобная динамика обусловлена несколькими причинами.

Во-первых, за именные приватизационные чеки «Имущество» приватизировались, как правило, предприятия со сложным финансовым состоянием, которые не получали прибыль и не могли выплачивать дивиденды.

Во-вторых, в 2004 г. Указом Президента от 1 марта № 125 «Об особом праве («золотой акции») государства на участие в управлении хозяйственными обществами» регламентирован механизм, позволявший государству при необходимости вмешиваться в деятельность организаций с долей государственной собственности, которые созданы в результате процессов разгосударствления и приватизации, если в них сложилась неблагоприятная социально-экономическая ситуация. Призванная защитить права и интересы миноритарных акционеров, «золотая акция» вызвала неоднозначную реакцию у крупного бизнеса и иностранных инвесторов, поэтому институт «золотой акции» был отменен Указом Президента от 4.03.2008 г. № 144.

В-третьих, Декретом Президента № 3 от 20 марта 1998 г. был объявлен мораторий в течение периода безвозмездной приватизации на обращение акций, приобретенных гражданами Республики Беларусь у государства за денежные средства на льготных условиях (по цене на 20 % ниже номинальной стоимости) и в обмен на именные приватизационные чеки «Имущество». В 2011 г. этот мораторий был отменен, но введена норма, согласно которой облисполкомам и Минскому городскому исполнительному комитету предоставлено право преимущественной покупки у граждан акций, приобретенных в период безвозмездной приватизации, что ограничивало их свободное обращение.

С 2011 по 2017 г. продолжилась целенаправленная работа по совершенствованию нормативно-правовой базы РЦБ, развитию его сегментов, инструментов и инфраструктуры. Ужесточались и систематизировались требования к профессиональным участникам РЦБ. Так, по состоянию на 01.01.2018 г. количество профессиональных участников рынка ценных бумаг составило 62 (на 01.01.2011 г. — 72 участника), в том числе 25 банков (40,3 %), 1 НКФО (1,6 %), 36 организаций небанковской сферы (58,1 %) [14].

Магистральная линия дальнейших преобразований РЦБ в Республике Беларусь с 2017 по 2020 г. была определена Стратегией развития финансового рынка Республики Беларусь до

2020 г., утвержденной совместным Постановлением Совета министров и Национального банка Республики Беларусь от 28.03.2017 г. № 229/6. В данном нормативном документе отмечается ряд негативных тенденций развития РЦБ в Республике Беларусь: недостаточное развитие отдельных сегментов рынка (вторичный рынок акций, рынок производных ценных бумаг и секьюритизированных активов); недостаточное развитие институтов РЦБ (инвестиционные и пенсионные фонды); доминирование банковского кредитования в качестве источника заемного финансирования.

Отмечая значительный потенциал в расширении доступа инвесторов к инструментам долгосрочного финансирования за счет развития рынка ценных бумаг, авторы документа предлагали дальнейшее совершенствование инфраструктуры и инструментов рынка ценных бумаг, дальнейшее развитие регулирования РЦБ и повышение эффективности бизнес-процессов.

В процессе реализации обозначенных Стратегией направлений были сделаны достаточно прогрессивные инновации на отечественном РЦБ. В частности, нормативно урегулирована возможность обращения акций белорусских предприятий с использованием иностранных депозитарных расписок, что нацелено на размещение акций на мировых фондовых биржах. Был внедрен принципиально новый для республики способ превращения активов (дебиторской задолженности) в обязательства (ценные бумаги) посредством операций секьюритизации. В 2018 г. вступил в силу Закон «Об инвестиционных фондах», регламентировавший правовую основу для становления институтов коллективного инвестирования. Были сделаны шаги, направленные на вступление в Международную организацию комиссий по ценным бумагам (IOSCO).

Мощным драйвером развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь стала масштабная налоговая поддержка. В частности, в соответствии со статьей 181 Особенной части Налогового кодекса Республики Беларусь налогом на прибыль не облагается прибыль от операций со следующими ценными бумагами:

- государственными ценными бумагами, эмитируемыми Министерством финансов от имени Республики Беларусь;
- облигациями, эмитируемыми Национальным банком, и векселями, выдаваемыми Национальным банком, при осуществлении денежно-кредитного регулирования;
- облигациями, эмитируемыми банками, в установленном порядке осуществляющими привлечение во вклады (депозиты) средств физических лиц в белорусских рублях, обеспеченные обязательствами по возврату основной суммы долга и уплате процентов по предоставленным ими кредитам на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости;
- облигациями, эмитируемыми с 1 апреля 2008 г. по 1 января 2015 г. и с 1 июля 2015 г. юридическими лицами, признаваемыми в соответствии со статьей 15 Налогового кодекса налоговыми резидентами Республики Беларусь;
- облигациями местных исполнительных и распорядительных органов;
- облигациями открытого акционерного общества «Банк развития Республики Беларусь» [15].

На рынке акций в случае получения доходов за счет дивидендов нужно заплатить подоходный налог по стандартной ставке 13 %. Однако, согласно статье 214 Налогового кодекса Республики Беларусь, в отношении доходов в виде дивидендов, получаемых плательщиками, являющимися налоговыми резидентами Республики Беларусь, ставка подоходного налога с физических лиц устанавливается в размере 6 % при условии, если в течение трех предшествующих календарных лет последовательно прибыль не распределялась между участниками (акционерами) белорусской организации — налоговыми резидентами Республики Беларусь. Если же в течение пяти предшествующих календарных лет последовательно прибыль не распределялась между участниками (акционерами) белорусской организации — налоговыми резидентами Республики Беларусь, ставка подоходного налога с физических лиц в отношении доходов в виде дивидендов устанавливается в размере 0 % [15]. Кроме того, до 1 января 2025 г. освобождаются от налога на прибыль инвестиционные фонды, зарегистрированные (инвестиционные паи которых зарегистрированы) в Республике Беларусь, от осуществления инвестиционных операций, а также дивиденды, получаемые инвесторами — юридическими лицами от участия в таких фондах.

Можно констатировать, что в настоящее время в Республике Беларусь сформирован РЦБ с достаточно высоким уровнем регуляторного, функционального и технологическо-

го развития, созданы и функционируют необходимые инфраструктурные институты.

Так, в структуре Министерства финансов Республики Беларусь с 2006 г. создан Департамент по ценным бумагам, который обеспечивает государственное регулирование рынка ценных бумаг, контрольные и координирующие функции, контроль и надзор за эмиссией, обращением, погашением ценных бумаг, деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Инфраструктура рынка ценных бумаг Республики Беларусь по состоянию на 01.01.2023 г. включает следующие элементы: 48 профучастников, национальная электронная торговая площадка — ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», депозитарная система, 2 специализированных депозитария выделенных активов, 1 специализированный депозитарий инвестиционного фонда [16].

ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» предоставляет возможность совершать операции с различными ценными бумагами в электронном виде. На сегодняшний день торги ведутся на валютном, фондовом, срочных рынках; на рынке депозитных аукционов; на внебиржевом рынке через котировочную автоматизированную систему (БЕКАС).

Двухуровневая депозитарная система, состоящая из РУП «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» и 25 депозитариев второго уровня, обеспечивает автоматизированный учет, расчеты и хранение ценных бумаг. По состоянию на 01.01.2023 г. на централизованном хранении в депозитарии находились ценные бумаги на общую сумму 73,79 млрд руб., в том числе 62,1 % — акции, 29 % — корпоративные облигации, 5,8 % — облигации местных займов, 3,1 % — биржевые облигации [17].

На 1 января 2023 г. на РЦБ Республики Беларусь функционировало 48 профессиональных участников, которые представлены Национальным банком, ОАО «Банк развития Республики Беларусь», банками, организациями небанковской сферы. Кадровый состав рынка представлен 2465 аттестованными специалистами. Информация о составе, структуре и динамике профессиональных участников РЦБ в Республике Беларусь за период 2018–2022 гг. представлена в таблице 1.

Можно констатировать, что в Республике Беларусь проводится систематическая работа по оптимизации численности профессиональных участников РЦБ как за счет пересмотра требований к соискателям специальных разрешений (лицензий) на осуществление профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам, так и посредством регулярного контроля (надзора) за соблюдением финансового законодательства действующими профучастниками. Так, по состоянию на 01.01.2023 г. число профучастников, осуществляющих брокерскую деятельность, составило 44, дилерскую деятельность — 46, депозитарную деятельность — 26, деятельность по доверительному управлению ценными бумагами — 23, деятельность по организации

Таблица 1. Информация о составе, структуре и динамике профессиональных участников РЦБ в Республике Беларусь за 2019–2022 гг.

Наименование показателя	На 01.01.2020 г.		На 01.01.2021 г.		На 01.01.2022 г.		На 01.01.2023 г.	
	Количество	Темп роста, %	Количество	Темп роста, %	Количество	Темп роста, %	Количество	Темп роста, %
Количество профучастников, всего	59	96,7	56	94,9	52	92,9	48	92,3
Национальный банк Республики Беларусь	1	100	1	100	1	100	1	100
Банки	24	100	24	100	23	95,8	21	91,3
ОАО «Банк развития Республики Беларусь»	1	100	1	100	1	100	1	100
НКФО	–	–	–	–	–	–	1	
Организации небанковской сферы	33	94,3	30	90,9	27	90	21	77,8

Источник: собственная разработка на основе [16, 18]

торговли ценными бумагами — 1, клиринговую деятельность — 1 [16].

Отметим, что структура профессиональных участников РЦБ Беларуси за рассматриваемый период существенных изменений не претерпела и равным образом представлена банками и организациями небанковский сферы.

Значимым фактором динамичного развития финансового рынка и РЦБ является полноценное стабильное функционирование рынка корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций). Как показывает таблица 2, в Республике Беларусь наблюдается положительная динамика объема эмиссии акций и корпоративных облигаций, а их доля в ВВП страны на протяжении последних четырех лет стабильно составляет около 40 %.

Данные таблицы убедительно свидетельствуют о доминировании эмиссии корпоративных ценных бумаг над их обращением в структуре рынка ценных бумаг Республики Беларусь. В частности, доля общего объема эмиссии корпоративных ценных бумаг составила на 1 января 2023 г. 38,1 % ВВП, в то время как общая сумма сделок с корпоративными ценными бумагами почти в пять раз ниже — 7,61 %. Кроме того, настораживает тенденция сокращения количества эмитентов акций и облигаций. Так, на 1 января 2023 г. относительно аналогичной даты 2020 г. количество эмитентов облигаций снизилось на 5,5 %, а численность зарегистрированных акционерных обществ — на 8,5 %. При этом доля акционерных обществ в общем количестве зарегистрированных коммерческих организаций в Республике Беларусь незначительна и имеет тенденцию к снижению. Так, по состоянию на 1 января 2022 г. величина рассматриваемого показателя составила 3,4 % (на 1 января 2020 г. данный показатель составлял 3,7 %) [19].

Подобная статистика наглядно демонстрирует необходимость повышения роли РЦБ как источника инвестиций для корпоративного сектора экономики нашей страны, а также отражает имеющийся потенциал роста эмиссионных возможностей организаций. Так, по результатам анализа Всемирного банка доля корпоративного рынка ценных бумаг по странам в среднем составляет 66,5 % [20]. Соответственно, для белорусского рынка ценных бумаг и его корпоративного сегмента просма-

Таблица 2. Оценка динамики и структуры эмиссии корпоративных ценных бумаг в Республике Беларусь за 2019–2022 гг.

Наименование показателя	На 01.01.2020 г.	На 01.01.2021 г.	На 01.01.2022 г.	На 01.01.2023 г.
Количество зарегистрированных акционерных обществ	4258	4105	4012	3897
Общий объем выпусков акций, млрд руб.	33,6	38,5	41,7	45,6
Общее количество эмитентов облигаций	255	269	269	241
Общий объем выпусков корпоративных облигаций, млрд руб.	20,2	21,8	24,1	27,5
Общий объем выпуска корпоративных ценных бумаг (акций, облигаций), млрд руб.	53,8	60,3	65,8	73,1
Доля общего объема выпусков акций в ВВП, %	24,9	25,7	23,5	23,8
Доля общего объема выпусков корпоративных облигаций в ВВП, %	14,9	14,6	13,6	14,3
Доля общего объема эмиссии корпоративных ценных бумаг в ВВП, %	39,8	40,3	37,1	38,1
Общая сумма сделок с акциями, млн руб.	766,6	1200	556,9	443,4
Доля суммы сделок с акциями в ВВП, %	0,57	0,8	0,31	0,21
Общая сумма сделок с облигациями, млрд руб.	21,3	15,8	18,1	14,2
Доля общей суммы сделок с облигациями в ВВП, %	15,8	10,5	10,2	7,4
Доля общей суммы сделок с акциями и облигациями в ВВП, %	16,37	11,3	10,51	7,61

Источник: собственная разработка на основе [16, 18, 19]

триваются серьезные перспективы приумножения эмиссионных возможностей.

Проведенный анализ развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь позволяет выявить некоторые его проблемы и обозначить возможные направления развития РЦБ в Республике Беларусь.

1. Превалирование объемов эмиссии корпоративных ценных бумаг над их обращением в структуре отечественного рынка ценных бумаг свидетельствует о его недостаточной ликвидности. Поэтому считаем актуальным вопрос о совершенствовании механизмов эмиссии, обращения ценных бумаг и доступа на финансовый рынок в соответствии с общемировой практикой. Необходимо оперативно имплементировать лучшие мировые наработки в сфере эмиссии и обращения ценных бумаг с учетом особенностей национальной экономики. Международный опыт позволяет утверждать о наличии как минимум двух критериев, которым должен удовлетворять ликвидный РЦБ. Во-первых, доля свободно обращающихся акций, распределенных среди мелких и средних инвесторов, в общем объеме эмиссии должна составлять не менее 25 %. Во-вторых, количество крупнейших акционеров в одном акционерном обществе, совокупная доля которых превышает 50 % плюс 1 акция, должно быть не менее 3–4 лиц [21]. По оценкам специалистов Национального банка Республики Беларусь, в экономике Республики Беларусь присутствует мажоритарный акционер — государство, доля которого составляет около 90 % от общего количества акций акционерных обществ, или 74,5 % в совокупном акционерном капитале белорусских предприятий. При этом количество акционерных обществ с долей государства в уставном фонде менее 50 % составляет 383 субъекта хозяйствования (327 открытых акционерных обществ и 56 закрытых акционерных обществ). Количество акционерных обществ с долей государства в уставном фонде более 75 % — 1300 [21]. Придерживаясь принципиальной позиции сохранения государственного контроля над важнейшими сферами экономики, считаем целесообразным поступательное снижение доли государства в акционерном капитале. В Стратегии управления государственными финансами и регулирования финансового рынка до 2025 г. предлагается реализовывать данное направление с условием сохранения в собственности государства блокирующих пакетов — 25 % плюс 1 акция, а также постепенно расширить продажи на бирже государственных пакетов акций организаций, в уставном фонде которых доля государства не превышает 50 %. Повышению ликвидности белорусского рынка ценных бумаг, на наш взгляд, будет способствовать также отмена преимущественного права облисполкомов и Минского горисполкома на покупку акций, приобретенных гражданами в процессе разгосударствления в обмен на чеки «Имущество» и на льготных условиях. Практическая реализация обозначенных мероприятий призвана позитивно воздействовать на обращение акций на РЦБ.

2. Необходимость дальнейшей диверсификации инфраструктуры РЦБ в Республике Беларусь. Подчеркнем, что инфраструктура современного рынка ценных бумаг представлена разнообразными организациями, которые обслуживают РЦБ и выполняют на нем самые разнообразные функции, кроме функции купли-продажи. Это прежде всего организаторы торговли ценными бумагами — фондовые биржи, фондовые отделы товарных бирж, внебиржевые организаторы (торговые системы, организующие проведение регулярных торгов по ценным бумагам). Ключевое отличие между ними — перечень требований, предъявляемых к участникам для допуска к торгам. Так, биржевая торговля подразумевает обязательную процедуру листинга и ранжирования ценных бумаг эмитента путем включения в соответствующие котировальные листы. Внебиржевая деятельность по организации торгов предполагает лишь определенные, менее жесткие требования к участникам и ценным бумагам, существенно расширяя объем совершаемых сделок. Например, на внебиржевом организаторе торгов — системе Forex объемы торгов в несколько раз превосходят обороты фондовых активов на бирже NASDAQ и в несколько раз превышают мировой ВВП. Если мировой ВВП в 2019–2021 гг. находился в диапазоне чуть менее 90–95 трлн долл. США, капитализация фондового мирового рынка превышала 100 трлн долл. США, то капитализация Forex составила около 2409 трлн долл. США. Ежедневные обороты на Forex составляют около 6 трлн долл. США, обороты фондового рынка — около 1 трлн долл. США [22]. С момента вступления в силу Закона Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг» в Беларуси появилась нормативно урегулированная возможность создания новых профессиональных участников — организаторов торговли ценными бумагами. Однако до настоящего времени

сохраняется монополия на организацию торгов ценными бумагами со стороны ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа». Между тем появление новых организаторов торговли способствовало бы развитию конкуренции на РЦБ, привлекло дополнительных участников за счет упрощения процедуры выхода на рынок и снижения издержек, а также существенно расширило бы объем внебиржевого рынка в Республике Беларусь.

Отметим, что к инфраструктуре РЦБ наряду с организаторами торговли ценными бумагами относят также различные информационные (рейтинговые) агентства. Они обеспечивают участников рынка финансовой информацией, предлагают аналитические исследования, публикуют и оценивают информацию эмитентов [4, с. 135]. Многие информационные агентства для оценки тенденций РЦБ разрабатывают, рассчитывают и систематически публикуют различные биржевые индексы. Например, крупнейшее мировое рейтинговое агентство Standard & Poor's создало и публикует индекс американского фондового рынка S&P 500, который является наиболее чувствительным барометром динамики американской экономики. На сегодняшний день в каждой стране с развитым или развивающимся РЦБ есть соответствующие информационные агентства как неотъемлемый инфраструктурный объект РЦБ: международная корпорация Fitch Ratings (США, Великобритания), DBRS (Канада), Japan Credit Rating Agency (Япония), Dagong Global Credit Rating (Китай), CIBIL (Индия), ExpertRA (Россия). В Республике Беларусь регулирование деятельности рейтинговых агентств осуществляет Национальный банк, а для ее осуществления обязательны аккредитация и согласование с регулятором методологических подходов к присвоению кредитных рейтингов. В настоящее время единственным аккредитованным рейтинговым агентством в нашей стране является рейтинговое агентство BIK Ratings. Считаем, что для принятия обоснованных инвестиционных решений на РЦБ важно обладать объективной информацией о финансовом состоянии эмитента и сопутствующих кредитных рисках, поэтому развитие специализированных информационных агентств можно рассматривать как важное направление развития инфраструктуры РЦБ в Республике Беларусь.

3. Не утрачивает свою актуальность и формирование международного сотрудничества в сфере РЦБ. Имплементация прогрессивных наработок в сфере регулирования РЦБ и использование современных цифровых технологий на белорусском фондовом рынке повышают его прозрачность и доступность для иностранных инвесторов. С учетом текущих экономических реалий наиболее актуальной представляется интеграция рынка ценных бумаг Республики Беларусь в общий финансовый рынок ЕАЭС в рамках реализации Договора о Евразийском экономическом союзе от 29 мая 2014 г. В стадии активной проработки находится ряд документов: Концепция формирования общего финансового рынка ЕАЭС, Дорожная карта по формированию общего биржевого пространства ЕАЭС, Соглашение о допуске брокеров и дилеров одного государства — члена ЕАЭС к участию в организованных торгах на биржах (организаторах торговли) других государств-членов, Соглашение о взаимном допуске к размещению и обращению ценных бумаг на организованных торгах в государствах — членах ЕАЭС, План гармонизации законодательства государств — членов ЕАЭС в финансовой сфере. Подчеркнем, что для формирования общего финансового рынка ЕАЭС необходимо оперативное решение целого ряда концептуальных вопросов: регулирование общего финансового рынка; гармонизация законодательства государств-членов в финансовой сфере; обеспечение взаимного допуска участников финансовых рынков государств-членов; надзор за деятельностью участников общего финансового рынка; развитие инфраструктуры общего финансового рынка; формирование общего биржевого пространства; защита прав и интересов инвесторов и потребителей финансовых услуг на общем финансовом рынке; обеспечение кибербезопасности; развитие общего платежного пространства; выработка механизмов преодоления асимметрии уровня развития финансовых рынков участников ЕАЭС.

4. В условиях цифровой экономики глобальное значение приобретает использование на РЦБ информационных технологий, направленных на цифровизацию финансовых процессов. В Республике Беларусь в настоящее время наблюдается достаточно острая конкуренция организаций банковского сектора за предоставление потребителям услуг удаленного доступа к финансовым продуктам и (или) услугам. Кроме того, в нашей стране началась работа по внедрению международной системы по присвоению ценным бумагам белорусских эмитентов международных кодов ценных бумаг ISIN (International Securities

Identification Numbers), CFI (Classification of Financial Instruments) и FISN (Financial Instrument Short Name). При этом РУП «Республиканский центральный депозитарий», которое выполняет функции Национального нумерующего агентства (ННА) в Республике Беларусь, наделено полномочиями присвоения международных кодов. Переход на использование международных идентификационных кодов на внутреннем рынке повысит прозрачность отечественного РЦБ и создаст предпосылки для его гармоничной интеграции в мировой финансовый рынок.

Развитие цифровых технологий, а также систем удаленного доступа требует пересмотра и совершенствования технологического обеспечения корпоративного управления в акционерных обществах. Острую актуальность приобретает вопрос осуществления корпоративных действий в акционерных обществах с использованием систем удаленного доступа, что позволит сократить издержки организаций на проведение общих собраний акционеров, создать комфортные и прозрачные условия участия в собраниях акционеров, получения корпоративной информации, регистрации, голосования и принятия решений с использованием мобильных устройств [21].

5. В текущей повестке функционирования РЦБ в Республике Беларусь практически полностью отсутствуют вопросы развития механизмов зеленого финансирования. Между тем именно проблема зеленого финансирования проходит магистральной линией при оценке приоритетов развития мирового финансового рынка, поэтому крайне злободневна для развитых и развивающихся экономик.

До настоящего времени не сложилось единого научного подхода и нормативного трактования термина «зеленое финансирование». В наиболее широком понимании зеленое финансирование представляет собой любую финансовую активность, если ее результаты благоприятны для окружающей среды [23, с. 47]. Традиционно любой проект в сфере улучшения экологической обстановки крайне затратен и предполагает привлечение существенных инвестиций, аккумулировать и направить которые способен лишь финансовый рынок. Повышению инвестиционной привлекательности зеленого проекта способствуют мощная государственная поддержка, автоматическое присвоение более высокого кредитного рейтинга, имиджевые преимущества. Среди инструментов зеленого финансирования выделяют зеленые облигации, зеленые займы и зеленое кредитование.

В Республике Беларусь утвержден План действий по развитию зеленой экономики на 2021–2025 гг., где к числу приоритетных направлений в обозначенной перспективе относится развитие сферы зеленого финансирования. Однако до настоящего времени так и не сформирована система зеленого финансирования: не сформулированы единообразные законодательные критерии для верификации зеленого проекта; не выверены научно обоснованные направления использования финансовых инструментов для развития зеленой экономики, полностью отсутствует специализированная зеленая инфраструктура на финансовом рынке. Зеленое финансирование в Республике Беларусь в настоящее время носит инициативный характер и реализуется некоторыми банками страны посредством генерации зеленых банковских продуктов или кредитования зеленых проектов. Например, ОАО «Приорбанк» открыло программу кредитования «Зеленая экономика», направленную на стимулирование потребителей приобретать товары, использование которых сократит расходы тепло-, электроэнергии, водных ресурсов. ОАО «Белинвестбанк» осуществляет финансирование зеленых проектов, внедрение которых способствует благоприятному влиянию на изменение климата, сокращению выбросов в атмосферу вредных веществ. В качестве примеров зеленого финансирования, осуществленного банком, можно привести строительство мини-гидроэлектростанции в Слонимском районе, а также строительство ветропарка и ветроэнергетической установки в Лиозненском районе. Считаем, что фрагментарная деятельность в области зеленой экономики на уровне отдельных банков должна смениться формированием целостной системы зеленого финансирования, необходимыми атрибутами которой являются законодательная база, в том числе в части дефиниций, стандартизации и верификации зеленых проектов; участники данной системы; финансовые инструменты; инфраструктурные институты и элементы (рейтинги кредитоспособности, индексы, методики, реестры, базы данных и другие); определение обоснованных мер государственной поддержки. Внедрение такой системы в будущем позволит получить доступ к дополнительным источникам финансирования зеленых проектов, что ускорит процесс перехода Республики Беларусь к зеленой экономике.

Таким образом, в настоящее время в Республике Беларусь сформирован полноценный РЦБ с проработанной нормативно-правовой базой, с достаточно высоким уровнем институционального и технологического развития. Матрица приоритетов дальнейшего совершенствования отечественного РЦБ определена Государственной программой «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на период до 2025 г.», среди которых: совершенствование механизмов эмиссии, обращения ценных бумаг и доступа на финансовый рынок; развитие международного сотрудничества в сфере РЦБ, в том числе и путем формирования общего финансового рынка ЕАЭС; дальнейшая цифровизация финансовых процессов и внедрение современных финансовых технологий. Необходимо развивать и диверсифицировать институциональную инфраструктуру РЦБ в Республике Беларусь, а также сформировать целостную систему зеленого финансирования.

Литература

1. Ческидов, Б.М. Модели рынков ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2006. — 416 с.

2. Предпринимательское право Российской Федерации / Е.П. Губин [и др.]; под ред. Е.П. Губина, П.Г. Лахно. — М.: Юристъ, 2005. — 577 с.

3. Ценные бумаги в российском гражданском праве / В.А. Белов [и др.]; под ред. проф. Е.А. Суханова. — М.: Учебно-консультационный центр «ЮрИнфоР», 1996. — 448 с.

4. Фондовый рынок: учеб. пособие / Г.И. Кравцова [и др.]; под общ. ред. проф. Г.И. Кравцовой. — Минск: БГЭУ, 2016. — 494 с.

5. Финансы и финансовый рынок: учебник / О.А. Пузанкевич [и др.]; под ред. О.А. Пузанкевич. — Минск: БГЭУ, 2016. — 415 с.

6. Боровкова, В.А. Рынок ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2006. — 320 с.

7. Кузьменко, Н.Ф. Сущность и функции рынка ценных бумаг / Н.Ф. Кузьменко // Интеллектуальный потенциал XXI века: ступени познания. — 2016. — № 33. — С. 151–155.

8. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: Закон Респ. Беларусь, 5 января 2015 г., № 231-З // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: https://pravo.by/document/?guid=3871&p0=H11500231. — Дата доступа: 26.04.2023.

9. Лялин, В.А. Рынок ценных бумаг: учебник / В.А. Лялин, П.В. Воробьев. — 2-е изд., перераб. и доп. — Москва: Проспект, 2013. — 400 с.

10. Едронова, В.Н. Рынок ценных бумаг: учеб. пособие / В.Н. Едронова, Т.Н. Новожилова. — М.: Магистр, 2007. — 684 с.

11. Мишарев, А.А. Рынок ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2007. — 256 с.

12. Осмоловец, С.С. Институциональные особенности развития рынка ценных бумаг Беларуси / С.С. Осмоловец // Вестник Белорусского государственного экономического университета. — 2015. — № 3. — С. 90–97.

13. Иванов, В.В. Финансовые рынки: эволюция и особенности современной модели в Российской Федерации /В.В. Иванов, Р.К. Нурмухаметов // Финансы. — 2022. — № 1. — С. 46–51.

14. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2017 году [Электронный ресурс] // Официальный сайт Министерства финансов Республики Беларусь. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/upload/depcen/otchet/dcb2017.pdf. — Дата доступа: 24.04.2023 г.

15. Налоговый кодекс Республики Беларусь. Особенная часть [Электронный ресурс]: 29 декабря 2009 г. № 71-З; принят Палатой представителей 11 декабря 2009 г.; одобрен Советом республики 18 декабря 2009 г.; в ред. Закона Республики Беларусь от 30 декабря 2022 г. № 230-З // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. — Минск, 2023.

16. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2022 году [Электронный ресурс] // Официальный сайт Министерства финансов Республики Беларусь. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/otchet/2022/2022.pdf/. — Дата доступа: 25.04.2023 г.

17. Центральный депозитарий и депозитарная система Республики Беларусь. 2022. Итоги [Электронный ресурс] // Официальный сайт РУП «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг». — Режим доступа: https://www.centraldepo.by/upload/Itogi_RUS/Itogi_2022.pdf. — Дата доступа: 24.04.2023 г.

18. Отчеты о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2019–2021 гг. [Электронный ресурс] // Официальный сайт Министерства финансов Республики Беларусь. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/ 4dbabe1aa4c7d.html. — Дата доступа: 25.04.2023 г.

19. Беларусь в цифрах. 2022. Статистический сборник [Электронный ресурс] // Официальный сайт Национального статистического комите-

та Республики Беларусь. — Режим доступа: https://www.belstat.gov.by/ofitsialnaya-statistika/publications/izdania/public_compilation/index_50202. — Дата доступа: 25.04.2023 г.

20. Федюнина, Е.А. Анализ развития рынка ценных бумаг в экономике России в 2012–2019 гг. [Электронный ресурс] / Е.А. Федюнина, М.С. Гордиенко, Я.Я. Иванова // ЦИТИСЭ. — 2020. — № 3 (25). — Режим доступа: https://www.researchgate.net/publication/346433647_Analysis_of_development_of_the_securities_market_in_the_economy_of_Russia_2012-2019. — Дата доступа: 24.04.2023 г.

21. О Государственной программе «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка» на 2020 год и на период до 2025 года: Постановление Совета министров Республики Беларусь, 12 марта 2020 г., № 143 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. — Минск, 2023.

22. Основные факты и статистика Форекс [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://tradersunion.com/ru/chto-takoe-foreks/foreks-fakty. — Дата доступа: 26.04.2023 г.

23. Журавская, К. Рынок зеленых облигаций: глобальные тренды и особенности в европейских странах / К. Журавская // Банковский вестник. — 2022. — № 10/711. — С. 47–57.

Рынок ценных бумаг Республики Беларусь: от теории к практике

Гриб Татьяна Викторовна,
заместитель начальника управления — начальник отдела анализа функционирования рынка ценных бумаг Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь)

В статье дано определение понятия «рынок ценных бумаг», освещена история его становления в Республике Беларусь, приведены характеристики основных инфраструктур фондового рынка, представлен краткий обзор количественных и качественных показателей его функционирования, сделаны выводы о достижениях и сложностях в процессе его развития, даны рекомендации начинающим инвесторам фондового рынка.

The article defines the concept of "securities market", highlights the history of its formation in the Republic of Belarus, characterizes the main infrastructures of the securities market, provides a brief overview of quantitative and qualitative indicators of its functioning, draws conclusions about the achievements and difficulties in the process of its development and gives recommendations to novice investors of the securities market.

Бытует мнение, что фондовый рынок нашей страны — явление скорее теоретическое, нежели практическое. А так ли это — попробуем последовательно разобраться.

История становления в Республике Беларусь «загадочного» для большинства обывателей сегмента финансового рынка начинает свой отсчет с начала 1990-х гг., достаточно шокового и кризисного времени в жизни страны, с принятия законодательных актов — положения «О товарной и фондовой биржах» (1991 г.) и Закона «О ценных бумагах и фондовых биржах» (1992 г.). Стимулом развития фондового рынка в то время стали процессы разгосударствления и приватизации, формализованные созданием акционерных обществ с соответствующим распределением акций среди частных инвесторов. Облигационный рынок начал зарождение с первых выпусков государственных облигаций в 1994 г.

Как видим, рынок ценных бумаг Беларуси достаточно молод, однако с момента его создания достичь удалось многого, но обо всем по порядку.

Бесчисленное множество сформулированных определений понятия «фондовый рынок» не оставляют маневра для новаций. Белорусское правовое поле определяет рынок ценных бумаг как систему отношений между юридическими и (или) физическими лицами, а также иными субъектами гражданского права в ходе эмиссии (выдачи), обращения и погашения ценных бумаг, осуществления профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам [8]. Иными словами, это регулируемый механизм, который призван осуществлять посредничество между теми, кто хочет вложить средства, и теми, кто хочет их привлечь, путем совершения операций с ценными бумагами.

Условно развитие фондового рынка Беларуси можно разделить на ряд этапов:

- **1991–1993 гг.** — создание законодательной базы, появление первых ценных бумаг и участников рынка, к которым на 80 % относились банки и крупные торговые дома;
- **1993–1997 гг.** — формирование рынка государственных ценных бумаг. На то время в стране действовали три биржи: Белагроспроса биржа, Межбанковская валютная биржа, Белорусская фондовая

биржа. Развитие получила чеково-денежная приватизация. На рынке появились ценные бумаги предприятий различных отраслей, инвестиционные фонды;
- **1996–2000 гг.** — период развития вексельного рынка, а также появления муниципальных облигаций;
- **с 2001 г.** — развитие рынка государственных и корпоративных ценных бумаг.

Фондовый рынок республики — развивающийся, имеет признаки двух основных моделей: североамериканской и европейской. Характеризуется ведущей ролью государства в его создании, высокой концентрацией государственных ценных бумаг и ценных бумаг банков на рынке, возрастающей долей корпоративных ценных бумаг. Его предназначение заключается в аккумулировании финансовых ресурсов и обеспечении возможности их перераспределения путем совершения операций с ценными бумагами.

В том числе в целях развития рынка ценных бумаг в Беларуси принята Государственная программа «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка» на 2020 г. и на период до 2025 г., утвержденная Постановлением Совета министров Республики Беларусь от 12 марта 2020 г. № 143.

«Кто в доме хозяин?»

Регулятором фондового рынка является Министерство финансов. Одной из основных задач ведомства является государственное регулирование рынка ценных бумаг, отношений в сфере секьюритизации, инвестиционных фондов. В соответствии с возложенными на него задачами осуществляет контроль за эмиссией (выдачей), обращением и погашением ценных бумаг, а также за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг [1].

Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется путем формирования законодательной и нормативной правовой базы, лицензирования и контроля со стороны компетентных государственных структур, непосредственного участия государства в формировании рынка в качестве регулятора, эмитента, инвестора.

Фондовый рынок — это единственный сегмент финансового рынка Беларуси, где на законодательном уровне предусмотрена возможность построения системы так называемого двухуровневого регулирования, включающего государственное регулирование и саморегулирование. Институт саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг (далее — профучастники) имеет существенное значение в концепции дальнейшего развития финансового рынка. Однако, несмотря на предоставленные возможности, до настоящего времени официально не создано ни одной саморегулируемой организации профучастников. Тем не менее уже 20 лет, объединяя юридические лица под эгидой активного участия в развитии и совершенствовании системы регулирования рынка ценных бумаг, функционирует как прообраз саморегулируемой организации Белорусская ассоциация участников рынка ценных бумаг (БАУРЦБ).

Инструменты рынка ценных бумаг

Рынок ценных бумаг, как и любой другой рынок, — это площадка, где встречаются спрос и предложение на «товар», в качестве которого выступает ценная бумага. Гражданский кодекс Республики Беларусь под ценной бумагой подразумевает документ либо совокупность определенных записей, удостоверяющих с соблюдением установленной формы и (или) обязательных реквизитов имущественные и неимущественные права [2].

Какими «товарами» снабжается фондовый рынок? Условно все ценные бумаги можно разделить на три основные группы:
- долговые (в первую очередь облигации) — по сути, констатация факта займа денег у инвестора на определенный срок за вознаграждение;
- долевые (например, всем известная акция) — закрепляют право собственности (или другие вещные права) за ее владельцем на долю в компании-эмитенте;
- производные (например, опцион или фьючерс) — удостоверяют право на другую ценную бумагу.

Законодательно к ценным бумагам относятся: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законодательством о ценных бумагах или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг [2].

Реальная часть фондового рынка Беларуси представлена акциями открытых и закрытых акционерных обществ, облигациями юридиче-

ских лиц, банков, органов местного управления, государственными ценными бумагами, облигациями Национального банка, депозитными и сберегательными сертификатами.

Акции. Акция — это именная эмиссионная ценная бумага, свидетельствующая о вкладе в уставный фонд акционерного общества, эмитируемая на неопределенный срок в бездокументарной форме и удостоверяющая определенный объем прав владельца в зависимости от ее категории (простая (обыкновенная) или привилегированная), типа (для привилегированной акции) [8].

Проще говоря, акция — это подтверждение права ее владельца на долю в уставном фонде общества, которое ее эмитировало. Даже если эта доля незначительная, она предоставляет возможность ее владельцу участвовать в собраниях акционеров с правом голоса (если акция голосующая), получать прибыль в виде дивидендов и часть имущества — в случае ликвидации общества.

Акционерные общества вправе эмитировать (выпускать) акции двух категорий: простые (обыкновенные) и привилегированные.

Как визуально выглядят акции? Никак. При упоминании слова «акция» сразу представляется строгий бланк, однако в настоящее время они существуют только в бездокументарной форме — в виде записей на счетах. Поэтому и подтверждением права на акции будет служить выписка по счету «депо» — личному счету, открытому владельцу акции депозитарием, на котором учитываются права на ценные бумаги.

Основным видом акций, обращающихся на белорусском рынке, являются простые (обыкновенные). Это обусловлено требованием законодательства о максимально допустимом количестве привилегированных акций в уставном фонде эмитента — 25 %.

Где можно приобрести акции? Есть два способа: на бирже (организованный рынок) и вне ее (неорганизованный рынок). Выбор способа зависит от вида акционерного общества (открытое либо закрытое), а также состава участников конкретной сделки с акциями. Сделки с акциями на бирже должны осуществляться при посредничестве квалифицированного посредника (брокера). На неорганизованном рынке сделки совершаются непосредственно между их участниками в простой письменной форме путем заключения договора и подлежат обязательной регистрации брокером или депозитарием.

Зачем покупать акции? Можно их приобретать, чтобы участвовать в управлении компанией, но чаще всего их покупают с целью получения прибыли либо за счет дивидендов, либо за счет роста цены на данную ценную бумагу. Однако всегда следует помнить, что вложение средств в акции не гарантирует доход, поскольку вложение средств в ценные бумаги — это риск, который неизменно сопровождает любые инвестиции.

Облигации. Принципиальная разница между акциями и облигациями заключается в том, что, приобретая акцию, инвестор становится одним из собственников компании — эмитента, а купив облигацию — кредитором. Облигация — это фактически долговая расписка организации, ее выпустившей. Приобретая данную ценную бумагу, инвестор отдает свои деньги взаймы и рассчитывает получить доход. Как правило, условия получения этого дохода известны при покупке, что позволяет заранее оценить свою выгоду. Это положительно отличает облигацию от других ценных бумаг.

В практике существует великое множество видов облигаций. Хочется вспомнить основные из них, принимая во внимание ряд признаков:

- в зависимости от эмитента — государственные и корпоративные и др.;
- в зависимости от срока обращения — краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 года до 5 лет), долгосрочные (свыше 5 лет);
- в зависимости от способа получения дохода — процентные (с фиксированным либо плавающим процентом), дисконтные (размещаются по цене ниже номинальной стоимости, а погашаются по номиналу), структурные (получение выплат зависит от наступления или ненаступления обстоятельств, определенных проспектом эмиссии);
- в зависимости от обеспечения — обеспеченные (обеспечиваются залогом, и (или) поручительством, и (или) страхованием ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций, и (или) правом требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости, или банковской гарантией) [6] и необеспеченные (могут выпускать только прибыльные эмитенты с учетом требований законодательства) и др.

2023 г. ознаменован масштабными изменениями в законодательстве по ценным бума-

гам. Так, внедрены в практику новые виды облигаций — **депозитарные** (эмитируемые в бездокументарной форме, выпуск которых регистрируется центральным депозитарием ценных бумаг в Республике Беларусь), **структурные** (облигации, предусматривающие право владельца на получение выплат по ним, включая выплату номинальной стоимости облигаций, в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, определенных проспектом эмиссии), **стрип-облигации** (предусматривают возможность раздельного размещения и обращения в виде стрипов на номинальную стоимость стрип-облигаций и стрипов на процентный доход по стрип-облигациям), **биржевые облигации, эмитированные в рамках программ** (представляют собой зарегистрированную совокупность облигаций большого объема, в рамках которого эмитент имеет возможность «конструировать» отдельные выпуски с нужными параметрами, соответствующими текущим потребностям эмитента и запросам инвесторов).

Новым явлением для рынка облигаций стал первый выпуск зеленых облигаций, который состоялся в декабре 2022 г. На площадке Белорусской валютно-фондовой биржи были размещены внутренние зеленые государственные облигации на сумму 5 млрд российских рублей сроком на 3 года со ставкой процентного дохода 12,5 % годовых. Выпуск полностью приобретен отечественными и российскими инвесторами за один день. Зеленая облигация — это любой тип облигационного инструмента, поступления от которого будут использоваться исключительно для финансирования или рефинансирования частично или полностью новых или существующих проектов экологической направленности.

Облигации, как и акции, можно приобретать на организованном и на неорганизованном рынке. С каким риском может столкнуться владелец облигации? Самый «грозный» риск — это риск дефолта, то есть банкротства эмитента. Поэтому обеспеченные облигации всегда более надежный вид вложений. Риск ликвидности — это риск того, что не всегда можно быстро продать облигацию, если того потребуют обстоятельства. Риск доходности — это риск того, что другой эмитент предложит доход выше по аналогичным облигациям и вы могли бы получить больше, приобретя его бумаги, и так далее.

Пожалуй, самыми надежными в плане вложений на фондовом рынке можно считать облигации Министерства финансов, Национального банка, облигации местных исполнительных органов. Однако закон рынка таков, что чем ниже риски, тем ниже и доход.

Ключевой и не всегда привлекательной для инвесторов особенностью корпоративных облигаций, предназначенных для размещения на территории Республики Беларусь, является то, что их номинальная стоимость должна быть выражена в белорусских рублях.

Данное требование, установленное законодательством в 2021 г., обуславливает отрицательные тенденции в отношении количества и объема сделок на облигационном сегменте рынка ценных бумаг, который является основополагающим в общей структуре рынка.

Чем привлекательны ценные бумаги?

Давая общую оценку роли ценных бумаг как инструментов инвестирования, прежде всего хочется акцентировать внимание на следующем. Это достаточно гибкий инструмент для вложения свободных средств как физическими, так и юридическими лицами. Долговые ценные бумаги — это отличная возможность для мобилизации средств на развитие бизнеса. Фондовый рынок, на котором устанавливаются «курсы» на ценные бумаги, — достоверный индикатор любых изменений в экономике страны. Достаточно весомым аргументом при выборе инструмента инвестирования является налогообложение. Оно в отношении фондового рынка довольно лояльное, а именно — облигации относятся к ценным бумагам, прибыль (доход) от операций с которыми подлежит льготированию (освобождается от налогообложения налогом на прибыль). Также есть льготы по уплате налога на доходы от дивидендов.

Несколько рекомендаций начинающим инвесторам

Стоит не единожды подумать, прежде чем инвестировать свои сбережения в ценные бумаги.

Всегда стоит соотносить риск и доходность. И если сегодня цена на ценную бумагу стремительно растет, то завтра она может так же стремительно снижаться.

Диверсификация вложений — это не просто слово, а необходимость для инвестора. Стоит распределять свои инвестиции.

Анализируйте рыночную конъюнктуру и тенденции, характерные для финансового рынка. А если данная задача самостоятельно

труднореализуема — всегда можно рассмотреть возможность обращения за услугами к профессионалам рынка.

Участники рынка ценных бумаг

Всех участников рынка ценных бумаг по их функциональному назначению можно разделить на 3 крупные категории [5, 8]:

- эмитенты (юридические лица Республики Беларусь, осуществляющие эмиссию эмиссионных ценных бумаг и несущие от своего имени обязательства перед владельцами эмиссионных ценных бумаг по осуществлению прав, удостоверенных этими эмиссионными ценными бумагами);
- инвесторы (субъекты гражданского права, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги);
- субъекты, занимающиеся обслуживанием рынка (инфраструктура рынка).

Инфраструктура фондового рынка

Эффективность функционирования рынка ценных бумаг страны во многом определяется развитостью его инфраструктуры. Существуют различные подходы к определению перечня элементов инфраструктуры. Мне близок тот, который выделяет **торговую** (предназначена для оказания услуг, связанных с созданием условий для совершения сделок купли-продажи ценных бумаг), **депозитарную** (для обеспечения учета ценных бумаг, прав на них и осуществления переводов ценных бумаг), **расчетно-клиринговую** (система взаиморасчетов между сторонами по ценным бумагам) и **информационную** (обеспечивающая участников рынка актуальной информацией) системы, а также **институт профессиональных участников** рынка ценных бумаг (юридические лица Республики Беларусь, имеющие лицензию на осуществление профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам, — квалифицированные посредники на фондовом рынке).

В Республике Беларусь создана необходимая инфраструктура:

- активно работает национальная электронная торговая площадка — открытое акционерное общество «Белорусская валютно-фондовая биржа» (далее — биржа), предоставляющая возможность совершать операции с различными ценными бумагами в электронном виде;
- функционирует двухуровневая депозитарная система, состоящая из республиканского унитарного предприятия «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» (далее — центральный депозитарий) и 24 депозитариев второго уровня, которые осуществляют автоматизированный учет, расчеты и хранение ценных бумаг;
- профессиональные участники рынка ценных бумаг (брокеры, дилеры, доверительные управляющие, клиринговые организации, депозитарии, организаторы торговли), чья деятельность лицензируется и регулируется государством, представлены 42 организациями: Национальный банк Республики Беларусь, 20 коммерческих банков, ОАО «Банк развития Республики Беларусь», 1 небанковская кредитно-финансовая организация и 19 организаций небанковской сферы (на 1 октября 2023 г.).

Говоря про инфраструктуру фондового рынка, нельзя не упомянуть о достаточно многочисленном институте специалистов, имеющих квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг. По состоянию на 1 октября 2023 г. их количество составило 2372 человека.

Единственным организатором торговли и клиринговой организацией в нашей стране является биржа.

В настоящее время в Республике Беларусь в целях организации информационного обеспечения участников финансового рынка и создания единого ресурса для раскрытия информации на рынке ценных бумаг функционирует Единый портал финансового рынка (http://epfr.gov.by). Информация, размещенная участниками рынка на нем, является общедоступной и предоставляется для просмотра на безвозмездной основе.

Кроме того, источником информации об организации торговли ценными бумагами, об итогах торгов, о торгуемых инструментах и т.д. является сайт биржи (https://www.bcse.by/). Центральным депозитарием также оказываются услуги по раскрытию информации участникам рынка ценных бумаг, на его сайте размещен справочник выпусков эмиссионных ценных бумаг и другая полезная информация (https://www.centraldepo.by/).

Рынок в цифрах

Как говорится, статистика поучительна только в динамике. Поэтому пусть цифры скажут сами за себя. По состоянию на 01.10.2023 г. общий объем выпусков ценных

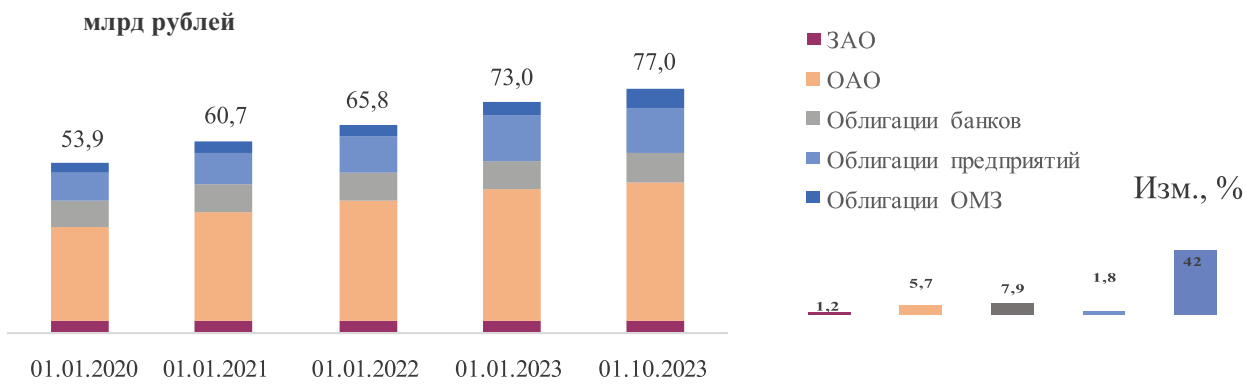


Рисунок 1. Динамика общего объема выпусков ЦБ в обращении

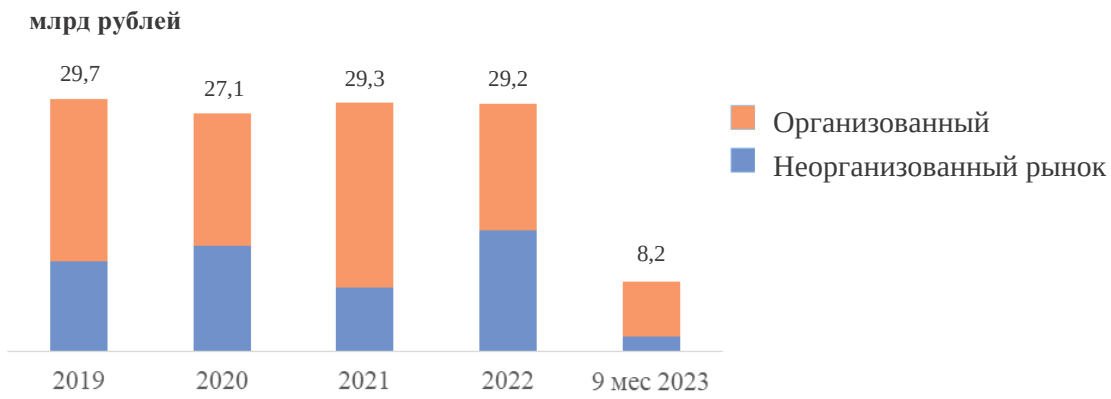


Рисунок 2. Динамика объемов операций на фондовом рынке

бумаг (акций и облигаций) составил 77,0 млрд руб., что на 7 % больше по сравнению с 01.10.2022 г. (72,0 млрд руб.) [12, 13]. Наглядным образом динамика общего объема выпусков ценных бумаг в обращении представлена на рисунке 1.

Совокупный объем операций на организованном рынке за 9 месяцев 2023 г. составил 1,8 млрд руб., в том числе операций с акциями — на сумму 0,01 млрд руб., с облигациями банков, предприятий и органов местного управления — на 1,8 млрд руб. [12]. Динамика объемов операций отражена на рисунке 2.

На неорганизованном рынке в течение 9 месяцев 2023 г. было заключено сделок купли-продажи с ценными бумагами на общую сумму 6,4 млрд руб., в том числе сделок с акциями — на сумму 0,4 млрд руб., облигациями банков, предприятий и органов местного управления — на сумму 6,0 млрд руб.

Рынок акций

По состоянию на 01.10.2023 г. в Республике Беларусь функционировало 3821 акционерное общество, из них 1985 — открытые акционерные общества, 1836 — закрытые акционерные общества. Общий объем эмиссии акций на 01.10.2023 г. составил 47,4 млрд руб. (увеличение по сравнению с 01.10.2022 г. на 5,4%), в том числе:

- открытых акционерных обществ — 43,4 млрд руб., или 91,6 % общего объема эмиссии акций;
- закрытых акционерных обществ — 4,0 млрд руб., или 8,4 % общего объема эмиссии акций.

Динамика количества эмитентов, выпусков акций, а также объемов акций в обращении графически представлена на рисунке 3 [11, 12].

Рынок облигаций

По состоянию на 01.10.2023 г. число банков, предприятий и органов местного управления, выпуски облигаций которых находятся в обращении, составило 228 субъектов (уменьшение по сравнению с 01.10.2022 г. на 10,2 %). Общее количество выпусков данных групп эмитентов по состоянию на 01.10.2023 г. — 987 (уменьшение по сравнению с 01.10.2022 г. на 0,9 %), общий объем

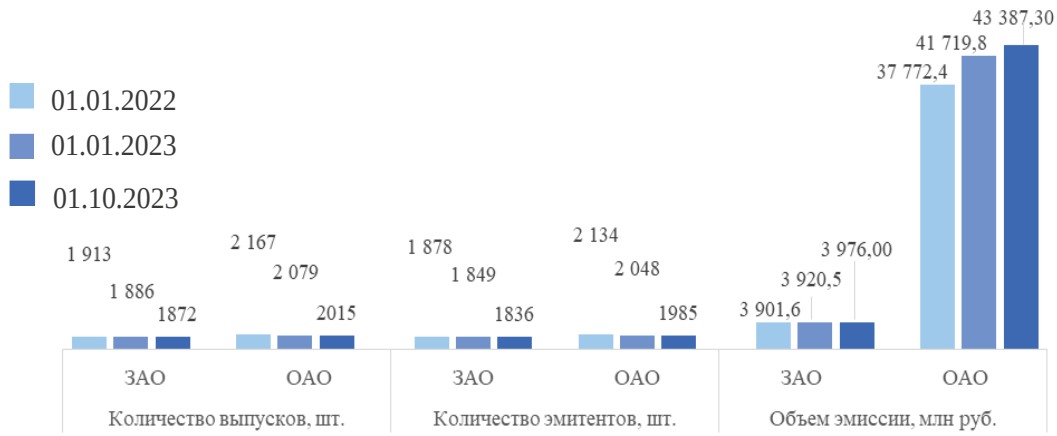


Рисунок 3. Рынок акций

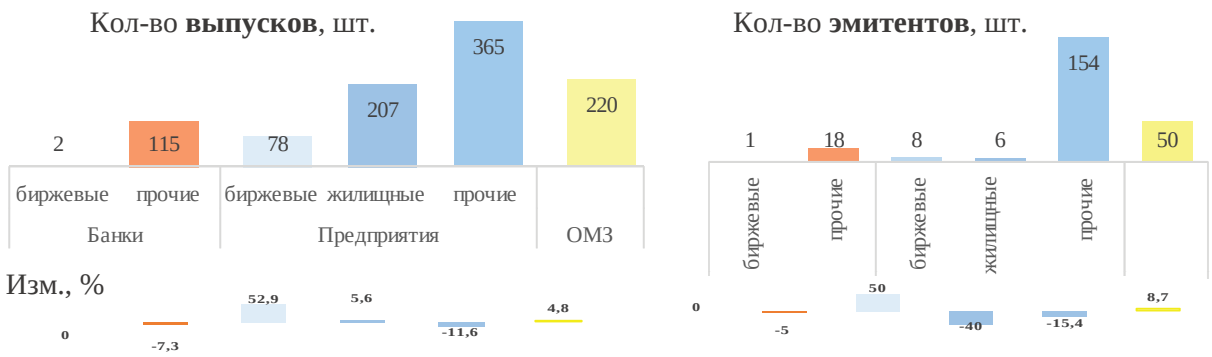


Рисунок 4. Рынок корпоративных облигаций

выпусков облигаций на 01.10.2023 г. составил 29,7 млрд руб. (увеличение по сравнению с 01.10.2022 г. на 9,9 %) [12, 13].

При этом структура рынка облигаций банков, предприятий и органов местного управления по состоянию на 01.10.2023 г. сложилась следующим образом:

- объем выпусков облигаций банков — 9,5 млрд руб. (32,1 %);
- объем выпусков облигаций предприятий — 14,3 млрд руб. (48,3 %);
- объем выпусков облигаций органов местного управления — 5,8 млрд руб. (19,5 %).

Информация о выпусках корпоративных облигаций по состоянию на 01.10.2023 г. представлена на рисунке 4 [12, 13].

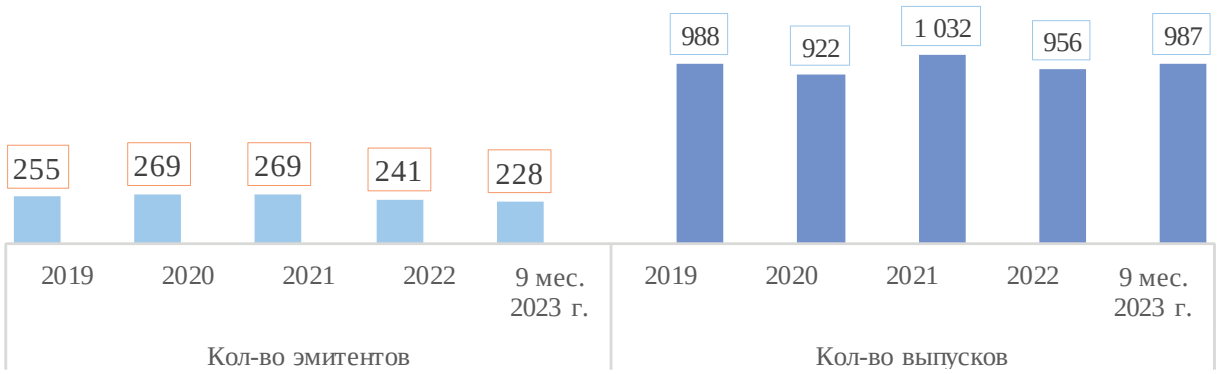


Рисунок 5. Динамика регистраций корпоративных облигаций

Таблица 1. Профессиональные участники рынка

Вид деятельности	Количество профессиональных участников, шт.				
	2019 г.	2020 г.	2021 г.	2022 г.	9 мес. 2023 г.
Брокерская деятельность	56	55	49	44	42
Дилерская деятельность	56	54	50	46	42
Деятельность по ДУ	22	25	25	23	24
Депозитарная деятельность	30	31	30	26	26
Организация торговли	1	1	1	1	1
Клиринговая деятельность	1	1	1	1	1

В целом с точки зрения динамики таких показателей, как количество выпусков, количество эмитентов, облигационный сегмент фондового рынка Беларуси демонстрирует относительную стабильность. Графически общая динамика отражена на рисунке 5 [9–13].

С позиции иных критериев классификации выпусков облигаций, находящихся в обращении по состоянию на 01.10.2023 г., для рынка облигаций Республики Беларусь характерно:

- преобладание в обращении выпусков облигаций, номинированных в национальной денежной единице, а также планомерное уменьшение доли выпусков валютных облигаций;

Справочно. *Доля выпусков облигаций, номинированных в иностранной валюте, составила 28,0 % в общем объеме выпусков, находящихся в обращении на 01.10.2023 г. (по состоянию на 01.01.2022 г. доля валютных облигаций составляла 36,9 %) [12, 13].*

- преимущественно долгосрочный период обращения выпусков облигаций (со сроком обращения от 5 до 10 лет, а также более 10 лет);

Справочно. *На 01.10.2023 г. доля выпусков долгосрочных облигаций в общем объеме выпусков облигаций, находящихся в обращении, составила 74,8 % [12, 13].*

- доминирование необеспеченных облигаций в общем объеме выпусков ценных бумаг в обращении;

Справочно. *На 01.10.2023 г. доля выпусков необеспеченных облигаций составила 91,6 % в общем объеме выпусков облигаций, находящихся в обращении [12, 13].*

- использование постоянного либо переменного процентного дохода в качестве вида доходности по вновь зарегистрированным выпускам облигаций.

Справочно. *На 01.10.2023 г. 95,1 % от общего объема выпусков корпоративных облигаций составляли выпуски, по которым установлена доходность в виде постоянного (38,1 %) либо переменного (57 %) процентного дохода [12, 13].*

Лицензирование

По состоянию на 01.10.2023 г. количество профучастников составило 42 организации, в том числе Национальный банк Республики Беларусь, 20 коммерческих банков, ОАО «Банк развития Республики Беларусь», 1 небанковская кредитно-финансовая организация и 19 организаций небанковской сферы. Динамика числа профессиональных участников фондового рынка за период 2019–2022 г. и 9 месяцев 2023 г. представлена в таблице 1 [14].

Как видим, фондовый рынок в Беларуси все же не теория, он существует и полностью соответствует запросам национальных инвесторов: создана и исправно функционирует инфраструктура, законодательно-правовая база для существования двухуровневой системы регулирования, постоянно совершенствуется и расширяется перечень доступных долговых инструментов, обеспечены налоговые преференции, непрерывно ведется работа над внедрением в нормативную базу лучших международных практик.

Какие тенденции сложатся на рынке ценных бумаг в 2024 г., судить пока рано, однако стоит понимать, что фондовый рынок не существует в вакууме, он является неотъемлемой частью общей финансовой системы, точно так же находящейся под влиянием геополитических рисков, проверяющих ее «на прочность».

Литература

1. Вопросы Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]: Постановление Совета министров Республики Беларусь, 31 октября 2001 г., № 1585 // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by. — Дата доступа: 13.11.2023.

2. Гражданский кодекс Республики Беларусь [Электронный ресурс]: 7 дек. 1998 г., № 218-З: принят Палатой представителей 28 окт. 1998 г.; одобр. Советом Респ. 19 ноябр. 1998 г.; в ред. Закона Респ. Беларусь от 13.11.2023 г. № 312-З / Национальный правовой интернет портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://pravo.by. — Дата доступа: 26.02.2020.

3. Когда выпуск ценных бумаг станет эффективным инструментом привлечения капитала [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.sb.by. — Дата доступа: 11.11.2023.

4. Налоговый кодекс Республики Беларусь (общая часть) [Электронный ресурс]: 29 дек. 2009 г., № 271-З: принят Палатой представителей 11 дек. 2009 г.; одобр. Советом Респ. 18 дек. 2009 г.; в ред. Закона Респ. Беларусь от 17.07.2023 г. № 284-З // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by. — Дата доступа: 30.11.2023.

5. О лицензировании [Электронный ресурс]: Закон Республики Беларусь, 14 октября 2022 г., № 213-З // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://pravo.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

6. О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг [Электронный ресурс]: Указ Президента Республики Беларусь, 28 апреля 2006 г., № 277 // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by. — Дата доступа: 13.11.2023.

7. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2022 год // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

8. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: Закон Респ. Беларусь, 5 янв. 2015 г., № 231-З // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://pravo.by. — Дата доступа: 20.11.2023.

9. Пресс-релиз «Итоги функционирования рынка ценных бумаг за 2020 год» // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

10. Пресс-релиз «Итоги функционирования рынка ценных бумаг за 2021 год» // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

11. Пресс-релиз «Итоги функционирования рынка ценных бумаг за 2022 год» // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

12. Пресс-релиз «Итоги функционирования рынка ценных бумаг за 9 месяцев 2023 г.» // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

13. Реестр выпусков облигаций, находящихся в обращении на 01.10.2023 г. // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 15.11.2023.

14. Реестр профессиональных участников рынка ценных бумаг // Сайт Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: http://minfin.gov.by. — Дата доступа: 16.11.2023.

Новации в законодательстве о рынке ценных бумаг

Гайденко Наталья Михайловна,
начальник отдела развития рынка ценных бумаг Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь)

В статье освещены основные изменения законодательства о ценных бумагах, представлен краткий обзор новых финансовых инструментов, рассмотрены институты квалифицированного инвестора на рынке ценных бумаг, иностранного номинального держателя, представителя владельцев облигаций, приведены новации процедуры эмиссии ценных бумаг.

The article reveals the main changes in the legislation on securities, provides a brief overview of new financial instruments, considers the concept of such class of investors as "Qualified Institutional Buyer (QIB)", as well as institutes of foreign nominee holder and a representative of bondholders, and provides innovations in the procedure for issuing securities.

Министерством финансов Республики Беларусь (далее — Минфин) ведется постоянная и системная работа по совершенствованию законодательства, регулирующего фондовый рынок, с целью его дальнейшего развития, повышения эффективности, устойчивости и прозрачности.

На реализацию этих задач и целей направлены вступившие в силу с 23 июля 2023 г. изменения в ключевые документы, регулирующие рынок ценных бумаг: Закон Республики Беларусь от 5 января 2015 г. № 231-З «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о рынке ценных бумаг) и Указ Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» (далее — Указ № 277).

Остановимся подробнее на основных новациях указанных законодательных актов.

Закон о рынке ценных бумаг содержит ряд новаций, направленных на развитие отечественного фондового рынка, по следующим направлениям:

- введение новых финансовых инструментов (депозитарные облигации, структурные облигации и стрип-облигации);
- внедрение институтов квалифицированного инвестора на рынке ценных бумаг (далее — квалифицированный инвестор), представителя владельцев облигаций;
- формализация института номинального держателя ценных бумаг;
- упрощение порядка эмиссии ценных бумаг;
- введение новых оснований для отказа в государственной регистрации выпусков ценных бумаг;
- упорядочение процессов эмиссии и обращения ценных бумаг иностранных эмитентов на территории Республики Беларусь, в т.ч. предоставление им права осуществлять эмиссию ценных бумаг в соответствии с белорусским законодательством по решению правительства;
- внедрение в национальное законодательство международных стандартов в области регулирования рынка ценных бумаг с учетом требований Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), стандартов группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ).

Так, Законом о рынке ценных бумаг вводятся **новые финансовые инструменты**: структурные облигации, депозитарные обли-

гации, стрип-облигации и программы биржевых облигаций [2].

Структурные облигации предусматривают право владельца на получение выплат по ним, включая выплату номинальной стоимости облигаций, в зависимости от наступления или ненаступления одного или нескольких обстоятельств, определенных проспектом эмиссии. Например, эмитент структурных облигаций может указать, что полученные от инвесторов денежные средства он вложит в покупку акций других эмитентов, а выплаты по облигациям будут зависеть от колебания цен на эти акции. В случае если цены на акции будут расти, то эмитент выплатит купонный доход. Если цены будут падать, то обязанность выплаты процентов не наступит.

Депозитарные облигации подлежат регистрации Центральным депозитарием ценных бумаг в Республике Беларусь (далее — центральный депозитарий) по упрощенной процедуре. Депозитарные облигации будут востребованы прежде всего вновь созданными компаниями (стартапами), позволяя им привлекать финансирование на начальной стадии функционирования под реализацию инвестиционных проектов. Внедрение такого финансового инструмента, как депозитарные облигации, является одним из элементов развития венчурного финансирования в республике.

Стрип-облигации — это облигации, которые эмитируются в бездокументарной форме, с доходом в виде фиксированного процента от номинальной стоимости облигаций, выплачиваемым владельцу облигации единовременно при ее погашении или периодически в течение срока обращения облигации, ставка которого по всем процентным периодам установлена в проспекте эмиссии облигаций и имеет одинаковый размер, и проспектом эмиссии которых предусмотрена возможность раздельного размещения и обращения в виде стрипов на номинальную стоимость стрип-облигаций и стрипов на процентный доход по стрип-облигациям. Таким образом, стрип-облигации позволяют обеспечивать раздельное обращение номинала и процентных купонов в виде стрипов, являющихся рядом выпусков дисконтных облигаций, созданных на основе одного выпуска процентных стрип-облигаций, за счет чего повышается ликвидность стрип-облигаций.

Кроме того, предусматривается возможность осуществления **программы эмиссии биржевых облигаций**: на основании одного проспекта эмиссии биржевых облигаций организации смогут эмитировать несколько выпусков биржевых облигаций с разными ставками и сроками обращения.

Законом о рынке ценных бумаг предусмотрено также внедрение ряда новых институтов на рынке ценных бумаг:

- института квалифицированного инвестора;
- института иностранного номинального держателя;
- института представителя владельцев облигаций.

Создание **института квалифицированного инвестора** неразрывно связано с введением в правовое поле новых видов финансовых инструментов — депозитарных облигаций, структурных облигаций. С учетом рискового характера эти инструменты будут предназначены для размещения и обращения только среди квалифицированных инвесторов. В данную категорию попадают банки, страховые организации, инвестиционные фонды и другие лица, имеющие опыт работы на рынке ценных бумаг, способные в наилучшей степени оценивать риски, проистекающие из инвестирования в новые долговые финансовые инструменты.

Новым для законодательства о ценных бумагах является **формализация института номинального держателя ценных бумаг**. Номинальным держателем будет выступать иностранный депозитарий, который не является владельцем ценных бумаг, но учитывает такие ценные бумаги своих клиентов от своего имени.

Законом о рынке ценных бумаг предусматривается **внедрение института представителя владельцев облигаций.** Это юридическое лицо, выступающее от имени всех владельцев облигаций в отношениях с эмитентом, лицом, предоставившим обеспечение исполнения обязательств по облигациям эмитента, иными лицами и государственными органами с целью защиты прав владельцев облигаций.

Законодательством определены случаи назначения (избрания) лица, действующего от имени и в интересах владельцев облигаций (далее — представитель владельцев облигаций), порядок осуществления деятельности общего собрания владельцев облигаций и представителя владельцев облигаций, требования к представителю владельцев облигаций, его права и обязанности [4].

Эмитент облигаций вправе, а в случаях, предусмотренных законом, обязан назначить представителя владельцев облигаций.

Лицами, действующими в качестве представителей владельцев облигаций, могут быть назначены (избраны):

- профессиональный участник рынка ценных бумаг (далее — профучастник): брокер, депозитарий, доверительный управляющий;
- управляющая организация инвестиционного фонда, специализированный депозитарий инвестиционного фонда;
- иная коммерческая организация, созданная в соответствии с законодательством Республики Беларусь, осуществляющая деятельность не менее 3 лет.

Представитель владельцев облигаций осуществляет свои полномочия от имени владельцев облигаций без доверенности на основании проспекта эмиссии облигаций и договора, заключаемого с эмитентом.

Полномочия представителя владельцев облигаций возникают:

- в случае если проспект эмиссии облигаций, изменения, вносимые в него, подлежат регистрации республиканским органом государственного управления, осуществляющим государственное регулирование рынка ценных бумаг, — с даты такой регистрации;
- в иных случаях — с даты утверждения проспекта эмиссии облигаций либо изменений, вносимых в него, в части сведений о представителе владельцев облигаций.

Законом о рынке ценных бумаг значительно упрощается процесс эмиссии ценных бумаг, что позволит белорусским эмитентам предложить инвесторам широкий спектр финансовых инструментов с меньшими временными и финансовыми затратами (таблица 1).

Для большинства случаев **отменяется необходимость утверждения решения о выпуске ценных бумаг** как отдельного формализованного документа [2]. Сохранится необходимость утверждения только решения о выпуске акций при их закрытом размещении, поскольку в этом случае проспект эмиссии не готовится.

Необходимость составления, утверждения и предоставления для государственной регистрации ценных бумаг такого документа, как решение о выпуске облигаций, отменяется. При этом компетенция по принятию соответствующего протокольного решения сохраняется.

Все сведения об эмитенте и его ценных бумагах будут содержаться в едином документе — проспекте эмиссии.

Также отменяется такой документ, как краткая информация об эмиссии ценных бумаг (как в случае эмиссии акций, так и в случае эмиссии облигаций), поскольку этот документ, по сути, представляет собой сокращенную версию проспекта эмиссии.

Устанавливается возможность при создании акционерного общества путем учреждения, в котором отсутствуют руководитель и главный бухгалтер, **подписания решения о выпуске акций уполномоченным на подписание решения о выпуске акций учредителем хозяйственного общества либо единственным учредителем** (в случае учреждения хозяйственного общества одним лицом) [2].

На момент утверждения решения о выпуске акций при создании акционерного общества путем его учреждения акционерное общество как юридическое лицо еще не существует (в соответствии с абзацем 3 части 2 статьи 11 Закона о хозяйственных обществах решением об учреждении хозяйственного общества только определяется работа по подготовке к государственной регистрации хозяйственного общества).

При создании акционерного общества путем учреждения утверждение решения о выпуске акций относится к компетенции учредительного собрания акционерного общества.

Таблица. 1 Документы, представляемые для государственной регистрации ценных бумаг

Эмиссия акций	
Открытое размещение	*Закрытое размещение*
• проспект эмиссии • решение о выпуске акций • краткая информация об эмиссии	• решение о выпуске акций
Эмиссия облигаций	
Открытая продажа	*Закрытая продажа*
• проспект эмиссии • решение о выпуске облигаций • краткая информация об эмиссии	• проспект эмиссии • решение о выпуске облигаций

При этом в штате акционерного общества отсутствуют руководитель и главный бухгалтер этого акционерного общества по состоянию на дату утверждения решения о выпуске акций при создании акционерного общества путем его учреждения.

Для разрешения данной ситуации право подписания указанного решения предоставляется учредителю, уполномоченному на такое подписание, вместо руководителя эмитента и главного бухгалтера эмитента.

При этом важно отметить, что данное обстоятельство не относится к подписанию проспекта эмиссии, поскольку проспект эмиссии акций и проспект эмиссии облигаций не составляются при создании акционерного общества либо юридического лица иной организационно-правовой формы. Проспект эмиссии акций составляется только в случаях увеличения уставного фонда уже действующего акционерного общества. Проспект эмиссии облигаций также составляется юридическими лицами, зарегистрированными в Едином государственном регистре юридических лиц и индивидуальных предпринимателей и имеющими руководителя и главного бухгалтера.

Изменениями в Закон о рынке ценных бумаг также предусматривается возможность представлять для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг копии бухгалтерской и (или) финансовой отчетности, составляемой эмитентами облигаций, за последний отчетный год и квартал, предшествующий кварталу, в котором принято решение о выпуске облигаций (при государственной регистрации выпуска облигаций, за исключением случаев, установленных Президентом Республики Беларусь). Это особенно актуально для отчетности за предыдущие отчетные периоды в ситуациях, когда за указанный период сменились лица, ее подписавшие, а необходимые для представления оригинальные экземпляры отсутствуют.

К уже существующим **основаниям для отказа в государственной регистрации (регистрации) эмиссионных ценных бумаг** добавилось наличие в течение пяти лет до даты представления документов для государственной регистрации (регистрации) выпуска облигаций факта (фактов) неисполнения обязательств по облигациям в течение более чем 10 дней с даты окончания срока исполнения обязательств:

- эмитентом, у которого на дату неисполнения обязательств по облигациям собственником имущества или участником (за исключением Республики Беларусь или ее административно-территориальных единиц), владевшим более чем 25 % долей в уставном фонде (акций), являлся эмитент, представивший документы для государственной регистрации (регистрации) выпуска облигаций;
- эмитентом, руководителем управляющей организации которого на дату неисполнения обязательств по облигациям являлось лицо, осуществляющее полномочия единоличного исполнительного органа эмитента, представившего документы для государственной регистрации (регистрации) выпуска облигаций.

В целях единообразного подхода срок для исчисления «технического дефолта» установлен исходя из срока, установленного Положением Банка России от 24 февраля 2016 г. № 534-П «О допуске ценных бумаг к организованным торгам».

Данные меры направлены на защиту интересов инвесторов в ценные бумаги, которые не проходят процедуру государственной регистрации, создавая равные условия эмиссии для аналогичных видов ценных бумаг независимо от органа (организации), который уполномочен регистрировать эти ценные бумаги.

Закон о рынке ценных бумаг **предоставляет возможность иностранным эмитентам эмитировать ценные бумаги по белорусскому праву** [2].

В настоящее время иностранные эмитенты могут эмитировать в Республике Беларусь ценные бумаги, только если выпуск таких ценных бумаг был предварительно зарегистрирован в государстве происхождения эмитента. Вместе с тем практика показала, что не все эмитенты могут выполнить данное требование. Так, международные финансовые организации, такие как Евразийский банк развития, юридически являются организациями, созданными в соответствии с международными договорами, и не имеют страны резидентства. При этом такие организации осуществляют финансирование различных проектов в Республике Беларусь и с учетом международной практики для этих целей также эмитируют ценные бумаги для мобилизации финансовых ресурсов в национальной валюте. Соответствующими полномочиями по определению конкретных международных финансовых организаций, которые будут вправе осуществлять эмиссию ценных бумаг по национальному праву, наделяется правительство, принимая во внимание необходимость оценки

целесообразности такого допуска в контексте целей мобилизации финансовых ресурсов на территории Республики Беларусь.

Вводится норма, позволяющая применять к эмиссионным ценным бумагам эмитентов-нерезидентов, выпуск которых зарегистрирован на территории Республики Беларусь, национальные требования при совершении операций с ними на территории республики, которая позволит применять к ним контрольные меры (например, выдавать предписания и приостанавливать торги этими ценными бумагами, отстранять участников от торгов с этими ценными бумагами и т.п.).

Кроме того, формализован порядок допуска к размещению и обращению ценных бумагам эмитентов-резидентов, зарегистрированных за пределами Республики Беларусь.

В национальное законодательство внедряются **международные стандарты Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) и Группы разработки финансовых мер борьбы с отмыванием денег (ФАТФ)**.

Для этих целей полномочия Минфина дополнены правом передачи конфиденциальной информации в рамках заключенных международных соглашений.

Введены понятия «бенефициарный владелец» и «иной владелец» [2]. Они позволят не допустить к управлению финансовыми структурами недобросовестных участников финансового рынка.

Также установлена обязательность публичного раскрытия информации о владельцах крупных пакетов акций, обновлена методика их определения. При этом Законом о рынке ценных бумаг установлена возможность ограничения раскрытия информации с учетом интересов государства.

Эти нововведения сближают подходы к регулированию рынка ценных бумаг в рамках ЕАЭС и Союзного государства Беларуси и России.

Основываясь на работе по сближению законодательства в рамках ЕАЭС, СНГ, Союзного государства Беларуси и России, а также с учетом отмены ограничения по количеству акционеров закрытого акционерного общества Законом о рынке ценных бумаг устанавливается ограничение **количества лиц, участвующих в закрытой продаже облигаций, в количестве 150 человек** (по аналогии со статьями 20.1 и 22 Федерального закона РФ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»).

Дополнен перечень целей приобретения акций собственной эмиссии [1]. Так, решение о приобретении акционерным обществом акций этого общества может также приниматься в целях приобретения акций для:

- последующей безвозмездной передачи либо продажи членам совета директоров (наблюдательного совета), исполнительного органа и (или) работникам этого акционерного общества при выполнении ими условий, предусмотренных локальными правовыми актами, утвержденными общим собранием акционеров, и (или) гражданско-правовыми (трудовыми) договорами, заключаемыми с такими лицами;
- последующего совершения этим акционерным обществом сделок с акциями в качестве маркет-мейкера либо для последующей передачи акций маркет-мейкеру для совершения сделок с акциями в торговой системе организатора торговли ценными бумагами, в том числе фондовой биржи, направленных на поддержание ликвидности акций.

Маркет-мейкером является участник торгов на фондовой бирже, который принимает на себя обязательства по поддержанию цен, спроса, предложения и (или) объема торгов ценными бумагами на основании договора, одной из сторон которого является фондовая биржа, на условиях, установленных таким договором.

Корректировка **Указа № 277** осуществлена в целях упрощения доступа к совершению сделок, ужесточения требований к эмитентам корпоративных облигаций и их поручителям, внедрения дополнительных механизмов для защиты денежных средств инвесторов, в том числе путем совершенствования способов обеспечения исполнения обязательств эмитентов по эмитированным ими облигациям.

Так, изменения в Указ № 277 предусматривают ряд нововведений, которые разработаны на основании обобщения практических ситуаций недобросовестного поведения как эмитентов, так и обеспечителей по обязательствам эмитентов облигаций, выражавшегося в намеренном уклонении от осуществления выплат владельцам облигаций, в том числе путем расторжения соответствующих договоров либо изменения их условий не в пользу владельцев облигаций.

Максимальный объем эмиссии необеспеченных облигаций ограничен 80 % стоимости чистых активов эмитента, уменьшенной на суммы предоставленного эмитентом обеспече-

ния исполнения обязательств в виде поручительства, гарантии, залога имущества и иных способов обеспечения, не прекращенных на дату определения стоимости чистых активов. Например, если стоимость чистых активов эмитента составляет 1 млн руб., то такой эмитент сможет эмитировать облигации максимум на 800 тыс. руб. Если же такой эмитент дополнительно является поручителем по обязательствам других должников, к примеру на 300 тыс. руб., то возможный объем эмиссии необеспеченных облигаций составит 500 тыс. руб.

Установлена обязательность проведения аудита достоверности бухгалтерской и (или) финансовой отчетности эмитентов необеспеченных облигаций, а также организаций, поручительством которых обеспечивается исполнение обязательств по облигациям эмитента облигаций (юридического лица, намеревающегося осуществить эмиссию таких облигаций).

Для небанковских профучастников и акционерных обществ вводится обязанность открытия текущих (расчетных) банковских счетов со специальным режимом функционирования по учету денежных средств клиентов и инвесторов.

Совершенствуется регулирование таких способов обеспечения обязательств, как поручительство, страхование ответственности эмитента облигаций, банковская гарантия [3]. Например, устанавливается, что договоры о предоставлении поручительства, о страховании ответственности эмитента не могут быть расторгнуты до исполнения обязательств по облигациям.

Реализация указанных мер создает предпосылки для снижения темпов развития облигационного сегмента. Но в сложившейся ситуации увеличения количества дефолтов по облигациям предлагаемые изменения являются крайне необходимыми и направлены на пресечение возможности организаций привлекать деньги у обычных граждан в больших объемах.

Данные меры направлены на повышение надежности корпоративных облигаций и, как следствие, доверия инвесторов к данным инструментам.

Одновременно Указом № 277 предусмотрен ряд норм, стимулирующих инвестиционную активность на рынке ценных бумаг, а именно: право юридических и физических лиц самостоятельно совершать сделки с некоторыми ценными бумагами на фондовой бирже, а также допуск иностранных профучастников к участию в биржевых торгах.

Таким образом, расширяются возможности субъектов хозяйствования по привлечению инвестиций, в том числе иностранных, с использованием облигационных инструментов.

С учетом особенностей обращения структурных и депозитарных облигаций к числу сделок, совершаемых в процессе обращения ценных бумаг на организованном рынке, отнесены сделки купли-продажи с указанными облигациями.

Определено, что обращение депозитарных облигаций может осуществляться среди лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами на рынке ценных бумаг и (или) собственниками имущества, участниками (акционерами) эмитента депозитарных облигаций, в случае наличия у эмитента депозитарных облигаций кредитного рейтинга уровня by.BBB+ и выше по национальной рейтинговой шкале для Республики Беларусь, присвоенного рейтинговым агентством обществом с ограниченной ответственностью «БИК Рейтингс» [7].

Кроме того, в развитие положений указанных законодательных актов, а также по результатам практического опыта обновлен ряд подзаконных актов, регулирующих деятельность на рынке ценных бумаг.

Так, **определен перечень иных юридических и физических лиц, которые вправе выступать участниками торгов ценными бумагами** после их допуска к торгам в порядке и на условиях, установленных организатором торговли ценными бумагами, в том числе фондовой биржей (таблица 2) [7]. Предусмотрено, что участниками торгов ценными бумагами при совершении сделок от своего имени и за свой счет на организованном рынке после их допуска к торгам в порядке и на условиях, установленных организатором торговли ценными бумагами, в том числе фондовой биржей, вправе выступать:

- юридические лица, являющиеся квалифицированными инвесторами на рынке ценных бумаг, указанные в абзацах 4–12 части 1 статьи 531 Закона Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг», при наличии в штате работника, имеющего действующий квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг первой категории, заключившие с клиринговой организацией договор об оказании услуг клиринговой организацией (далее — договор с клиринговой организацией);

Таблица 2. Прямой допуск к торгам на бирже с некоторыми ценными бумагами

Торговля ценными бумагами на бирже без посредничества профучастников:	
• биржевые облигации • депозитарные облигации • структурные облигации	➢ для юрлиц — квалифицированных инвесторов при наличии в штате специалиста с аттестатом 1-й категории и заключенного договора с клиринговой организацией ➢ для физлиц — квалифицированных инвесторов при наличии договора с клиринговой организацией
• ценные бумаги собственной эмиссии, за исключением акций, после прохождения листинга	➢ для эмитентов при наличии в штате специалиста с аттестатом 1-й категории и заключенного договора с клиринговой организацией

- физические лица, являющиеся квалифицированными инвесторами на рынке ценных бумаг, заключившие договор с клиринговой организацией;
- эмитенты при наличии в штате работника, имеющего действующий квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг первой категории, заключившие договор с клиринговой организацией.

Определен **перечень ценных бумаг, сделки с которыми на организованном рынке вправе без посредничества профессиональных участников** рынка ценных бумаг совершать лица, не являющиеся профучастниками (таблица 2) [7]. К числу таких ценных бумаг отнесены:

- депозитарные облигации, структурные облигации и биржевые облигации — для физических и юридических лиц, являющихся квалифицированными инвесторами на рынке ценных бумаг;
- ценные бумаги собственной эмиссии, за исключением акций, допущенные к обращению в торговой системе организатора торговли ценными бумагами, в том числе фондовой биржи, после прохождения листинга (для эмитентов, имеющих в штате работника с квалификационным аттестатом специалиста рынка ценных бумаг первой категории).

Также снижены требования финансовой достаточности к небанковским профессиональным участникам рынка ценных бумаг (изменились минимальные размеры собственного капитала (чистых активов) профессионального участника рынка ценных бумаг) (таблица 3) [5].

Отменена выдача на бумажном носителе свидетельств о государственной аккредитации на осуществление деятельности специализированного депозитария инвестиционного фонда, управляющей организации инвестиционного фонда, деятельности специализированного депозитария выделенных активов. Вместо них подтверждением факта наличия соответствующей аккредитации будет выступать наличие сведений в соответствующем реестре, ведение которого осуществляется Минфином.

Отменена выдача свидетельства о государственной регистрации выпуска ценных бумаг. Информация о зарегистрированных выпусках (дополнительных выпусках) эмиссионных ценных бумаг (с указанием присвоенных выпускам ценных бумаг государственных регистрационных номеров) содержится в Государственном реестре ценных бумаг, ведение которого осуществляет Минфин.

В рамках оптимизации раскрытия информации на рынке ценных бумаг путем ее представления регулятору и начала цифровизации этих действий предусмотрена **оптимизация состава отчетности** на рынке ценных бумаг, а также централизованный ежедневный сбор сведений из депозитарной системы [6].

Обновлен проспект эмиссии ценных бумаг [8]. Так, проспект эмиссии дополнен раз-

Таблица 3. Снижение требований финансовой достаточности

Минимальные размеры собственного капитала/чистых активов	
↓ с 5 до 3 тыс. базовых величин	для брокеров
↓ с 30 до 15 тыс. базовых величин	для доверительных управляющих ценными бумагами
↓ с 50 до 25 тыс. базовых величин	для специализированных депозитариев выделенных активов
↓ с 30 до 10 тыс. базовых величин	для депозитариев

делом «Краткое резюме», который должен содержать в доступной для понимания всеми категориями инвесторов форме информацию об эмитенте, в том числе о целях и стратегии его дальнейшей деятельности, которая, по мнению эмитента, позволит инвесторам сформировать предварительное представление о таком эмитенте как субъекте хозяйствования до детального изучения иных положений проспекта эмиссии.

Внедрена табличная форма основных параметров выпуска облигаций.

В проспект эмиссии дополнительно включены сведения о:

- размере уставного фонда эмитента, нормативного капитала (для банков, небанковских кредитно-финансовых организаций, ОАО «Банк развития Республики Беларусь», иных организаций, которые отражают в бухгалтерском учете совершаемые ими операции и составляют бухгалтерскую и (или) финансовую отчетность в соответствии с нормативными правовыми актами Национального банка, регулирующими вопросы бухгалтерского учета и бухгалтерской и (или) финансовой отчетности для банков и небанковских кредитно-финансовых организаций;
- бенефициарных владельцах эмитента;
- дочерних и зависимых хозяйственных обществах эмитента, унитарных предприятиях, учредителем которых является эмитент (полное и сокращенное (при его наличии) наименование, место нахождения, учетный номер плательщика) на первое число месяца, предшествующего месяцу утверждения проспекта эмиссии (при отсутствии у эмитента более актуальной информации);
- кредитном рейтинге (рейтинге) эмитента (при его наличии), о присвоенном кредитном рейтинге (рейтинге) эмиссионным ценным бумагам (при его наличии);
- примененных к эмитенту и его руководителям мерах административной ответственности за нарушения законодательства о ценных бумагах, таможенного и налогового законодательства;
- наличии (отсутствии) открытых в отношении эмитента исполнительных производств и задолженности по исполнительным документам;
- представителе владельцев облигаций (при его наличии).

В связи с введением новых видов финансовых инструментов (структурных, депозитарных и стрип-облигаций), внедрением программы эмиссии биржевых облигаций в проспект эмиссии также включаются:

- порядок и условия стрипования облигаций;
- сведения, которые должны содержаться в проспекте эмиссии программы биржевых облигаций: его общей части и специальных частей.

В целях реализации подпункта 2.3 пункта 2 Директивы Президента Республики Беларусь от 27 декабря 2006 г. № 2 «О дебюрократизации государственного аппарата и повышении качества обеспечения жизнедеятельности населения», а также облегчения для эмитентов заполнения раздела проспекта эмиссии «Сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента», предусмотрено, что указанный раздел будет включать в себя бухгалтерскую и (или) финансовую отчетность, составляемую эмитентом, аудиторские заключения по этой отчетности, расчет стоимости чистых активов эмитента облигаций в виде копий указанных документов, прилагаемых к проспекту эмиссии. Таким образом, исключается необходимость переноса в проспект эмиссии сведений из этих документов.

Кроме того, в проспект эмиссии предусмотрено включение макета образца бланка облигации в виде приложения к проспекту эмиссии (в случае эмиссии облигаций в документарной форме). Это позволит инвесторам сравнивать предлагаемую к продаже облигацию в документарной форме с макетом, содержащимся в проспекте эмиссии, и убедиться в ее соответствии указанному макету (реквизиты облигации, объем прав, удостоверяемых облигацией, содержащиеся в проспекте эмиссии и в макете образца бланка облигации, должны быть идентичны).

Анкета выпуска эмиссионных ценных бумаг, включенных в Государственный реестр ценных бумаг, дополнена информацией о выпуске стрипов и о проведении процедуры стрипования.

Введены формы:

- информации о предстоящей процедуре стрипования, направляемой в центральный депозитарий;
- заявления инициатора процедуры стрипования в случае осуществления процедуры стрипования выпуска стрип-облигаций по инициативе лица, на счете «депо» которого находится весь выпуск стрип-облигаций.

Литература

1. Закон Республики Беларусь от 9 декабря 1992 г. № 2020-XII «О хозяйственных обществах» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

2. Закон Республики Беларусь от 5 января 2015 г. № 231-З «О рынке ценных бумаг» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

3. Указ Президента Республики Беларусь от 28 апреля 2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

4. Постановление Совета министров Республики Беларусь от 25 июля 2023 г. № 477 «Об утверждении Положения о представителе владельцев облигаций, порядке осуществления деятельности общего собрания владельцев облигаций» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

5. Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 5 апреля 2016 г. № 20 «Об установлении требований финансовой достаточности и квалификационных требований» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

6. Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 13 июня 2016 г. № 43 «О раскрытии информации на рынке ценных бумаг» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

7. Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 31 августа 2016 г. № 76 «О регулировании рынка ценных бумаг» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

8. Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 31 августа 2016 г. № 78 «Об эмиссии эмиссионных ценных бумаг» // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by.

Рынок корпоративных ценных бумаг в Республике Беларусь: состояние и пути развития

Марусева Ксения Александровна,
кандидат экономических наук, доцент, БГЭУ
(г. Минск, Беларусь)

Новик Алеся Юрьевна,
студентка БГЭУ
(г. Минск, Беларусь)

В статье проведен анализ состояния рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь. Представлена структура и динамика как эмитентов в 2018–2022 гг. на отечественном рынке, так и объемы ежегодного выпуска и обращения корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций). На основе приведенного анализа были выделены основные проблемы, связанные с недостаточным развитием данного сегмента финансового рынка Республики Беларусь, и предложены некоторые предложения по его активизации.

The article analyzes the state of the corporate securities market of the Republic of Belarus. The structure and dynamics of both issuers in 2018–2022 are presented. on the domestic market, and the volume of annual issuance and circulation of corporate securities (stocks and bonds). On the basis of the above analysis, the main problems associated with the insufficient development of this segment of the financial market of the Republic of Belarus were identified, and some proposals were proposed for its activation.

В современных условиях экономики развитие рынка корпоративных ценных бумаг является основой для создания конкурентной среды, повышения мобильности и эффективности производства, расширения инвестиционной деятельности, что обеспечивает стабильность в развитии экономики страны. Главным принципом регулирования рынка корпоративных ценных бумаг является реализация общенациональных интересов и обеспечение гарантий безопасности инвестиционной деятельности в экономике [1].

Несмотря на то что законодательством допускается возможность эмиссии широкого спектра ценных бумаг, в хозяйственном обороте превалируют два вида ценных бумаг: акции и облигации. Поэтому рынок корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь делится на рынок акций и рынок облигаций. Рассмотрим каждый сегмент по отдельности.

В 2022 г. эмитентами акций в Республике Беларусь стали 3897 юридических лиц. По сравнению с 2021 г. их количество уменьшилось на 115 эмитентов в абсолютном выражении, или на 2,86 %, если рассматривать в относительном выражении.

Если рассматривать структуру акционерных обществ на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг., то можно заметить, что большую долю занимают открытые акционерные общества по сравнению с закрытыми.

Из рисунка 1 видно, что количество открытых акционерных обществ в 2022 г. составило 2048. В абсолютном выражении их количество уменьшилось на 86 эмитентов, или на 4,03 % в относительном выражении, по сравнению с 2021 г.

Число закрытых акционерных обществ, выпускающих акции, в 2021 г. снизилось на 1,54 % в относительном выражении, или на

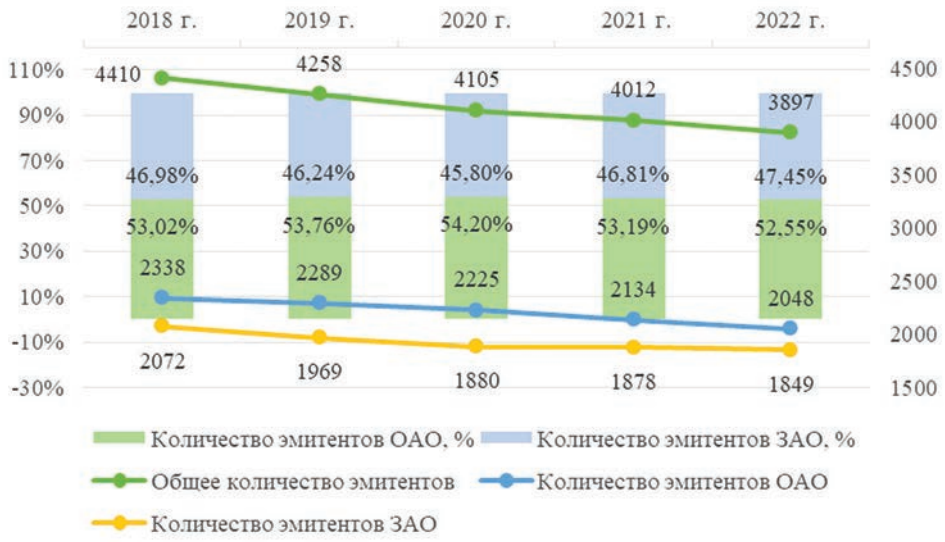


Рисунок 1. Динамика и структура акционерных обществ на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг.

Источник: собственная разработка на основе [2–6]

29 эмитентов в абсолютном выражении, и составило 1849 юридических лиц в форме закрытого акционерного общества.

На рисунке 1 представлена структура акционерных обществ на рынке корпоративных ценных бумаг. Так, в 2022 г. количество эмитентов в форме открытого акционерного общества от общего числа эмитентов составило 47,45 %. Процентное соотношение закрытого акционерного общества к общему количеству составило 52,55 %.

Структура эмитентов облигаций представлена следующим образом: облигации банков и облигации предприятий. Наибольшую долю в структуре эмитентов облигаций на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь занимают облигации белорусских предприятий.

Так, общее количество эмитентов облигаций на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь в 2022 г. составило 195 эмитентов.

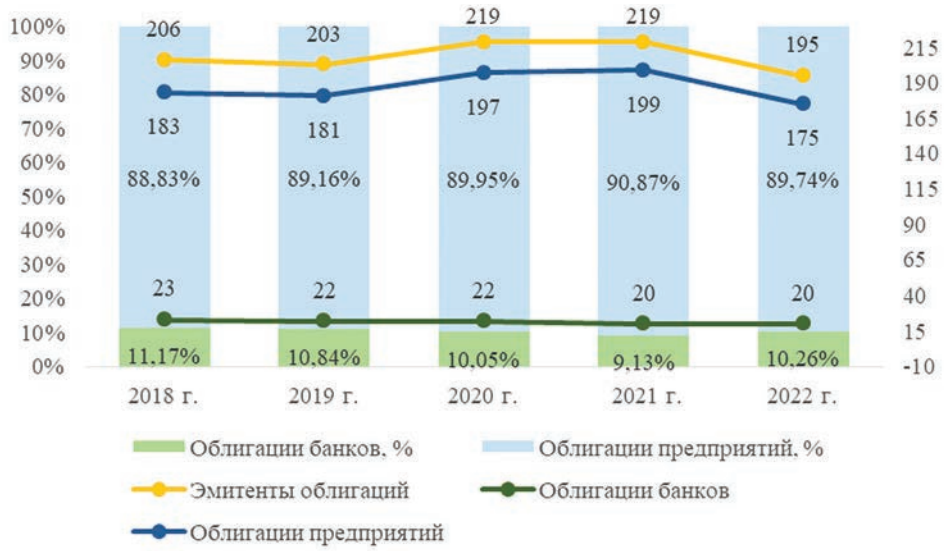


Рисунок 2. Динамика и структура эмитентов облигаций на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг., шт.

Источник: собственная разработка на основе [2–6]

По сравнению с 2021 г. общее количество эмитентов облигаций на рынке в 2022 г. уменьшилось на 24 эмитента в абсолютном выражении, или на 10,96 % в относительном выражении.

В 2022 г. структура имела следующий вид: 89,74 % эмитентов являлись предприятиями, а 10,26 % — банками. По сравнению с 2021 г. процент банков в структуре эмитентов облигаций вырос, а процент предприятий, напротив, уменьшился. Это произошло из-за снижения количества предприятий, выпускающих облигации, в то время как количество банков, являющихся эмитентами облигаций, осталось прежним.

На основании проведенного анализа можно сделать вывод, что количество эмитентов акций имеет явно выраженную отрицательную динамику и с каждым годом в среднем уменьшается на 3,04 %. Динамика же эмитентов облигаций имеет неоднозначную тенденцию. Если в 2020 г. этот показатель вырос, а в 2021 г. остался прежним, то в 2022 г. количество эмитентов облигаций уменьшилось. При этом за последние пять лет это самый низкий показатель эмитентов, выпускающих облигации. В среднем за последние пять лет структура юридических лиц, выпускающих акции, распределяется в следующем соотношении: 53,54 % являются открытыми акционерными обществами и 46,46 % являются закрытыми акционерными обществами. Структура эмитентов облигаций усредненно за пять лет представлена следующим образом: 10,29 % эмитентов являются банками и 89,71 % являются предприятиями.

Количество выпусков акций в 2022 г. составило 3965. Если рассматривать динамику, то их количество по сравнению с 2021 г. уменьшилось на 115 выпусков, или на 2,81 %.

Из рисунка 3 видно, что количество выпусков акций открытыми акционерными обществами в 2022 г. составило 2079, а 1886 выпусков акций были сделаны закрытыми акционерными обществами.

В 2022 г. 52,43 % составляли выпуски открытых акционерных обществ, а 47,57 % — выпуски закрытых акционерных обществ. Это означает, что в 2022 г. открытые акционерные общества совершили на 4,86 % больше выпусков акций, чем закрытые акционерные общества.

В 2022 г. общий объем выпусков акций составил 4034 млн рублей, из них 4017,77 млн рублей были выпущены открытыми акционерными обществами, а 16,3 млн рублей — закрытыми акционерными обществами. Объем новых выпусков акций увеличился по сравнению с 2021 г. на 813 млн рублей, или на 25,24 %.

Объем новых выпусков акций открытыми акционерными обществами в 2022 г. составил 4017,7 млн рублей. Так, их объем увеличился по сравнению с 2021 г. на 685 млн рублей в абсолютном выражении, или на 20,57 % в относительном выражении.

Объем выпусков акций закрытых акционерных обществ в 2022 г. составил 16,3 млн рублей, что означает увеличение на 127,5 млн

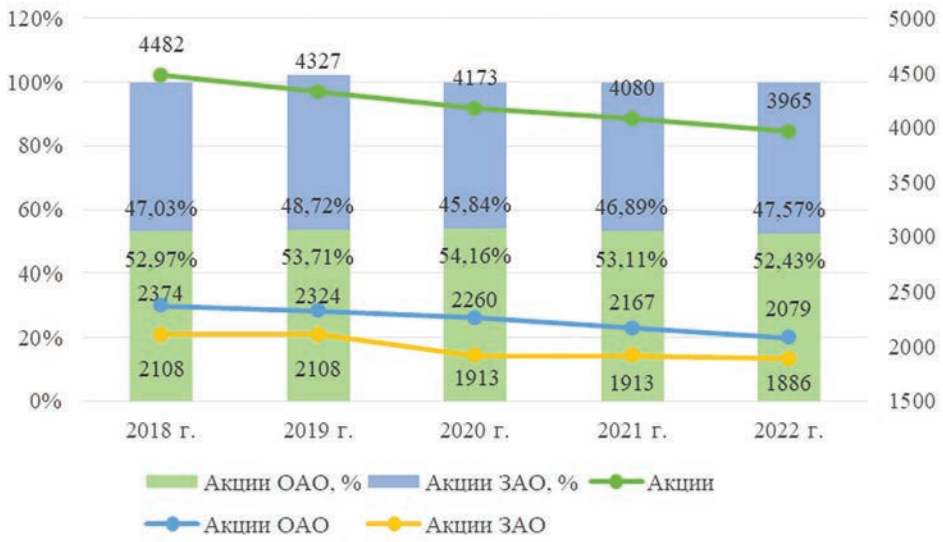


Рисунок 3. Динамика и структура выпусков акций на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг., шт.

Источник: собственная разработка на основе [2–6]

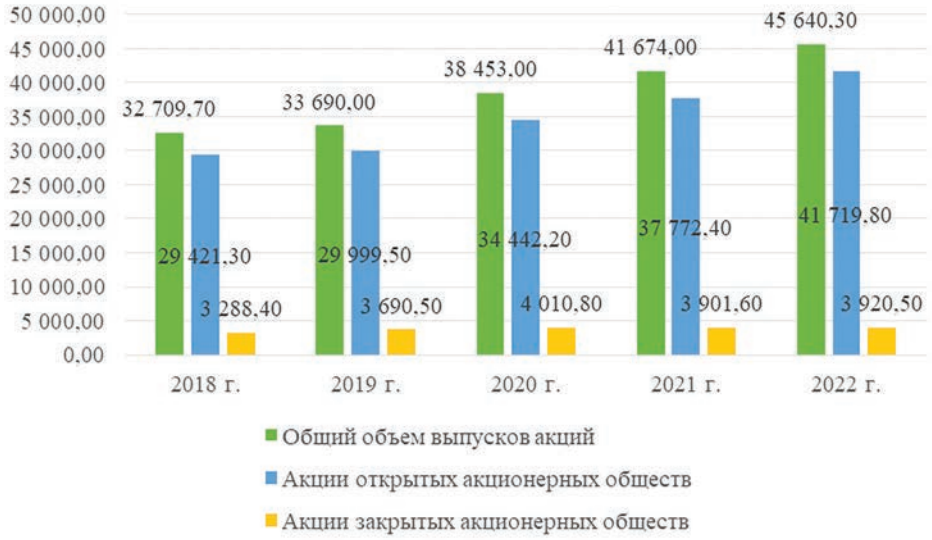


Рисунок 4. Общий объем выпусков акций на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг., млн рублей

Источник: собственная разработка на основе [7]

рублей по сравнению с 2021 г. В 2021 г. объем новых выпусков акций закрытых акционерных обществ составил -111,2 млн рублей. Это означает, что количество аннулированных выпусков превысило количество выпущенных.

Общий объем выпусков акций в 2022 г. составил 45 640,3 млн рублей. Общий объем акций, выпущенных открытыми акционерными обществами в 2022 г., составил 41 719,8 млн рублей. Общий объем акций, выпущенных закрытыми акционерными обществами в 2022 г., составил 3920,5 млн рублей.

Если учесть тот факт, что количество выпусков акций имеет отрицательную тенденцию и с каждым годом уменьшается как количество акций, выпускаемых ОАО, так и количество акций, выпускаемых ЗАО, то можно сделать вывод, что эмитенты начали выпускать акции большим номиналом.

Если рассматривать структуру количества выпусков акций в 2022 г., то можно сказать,

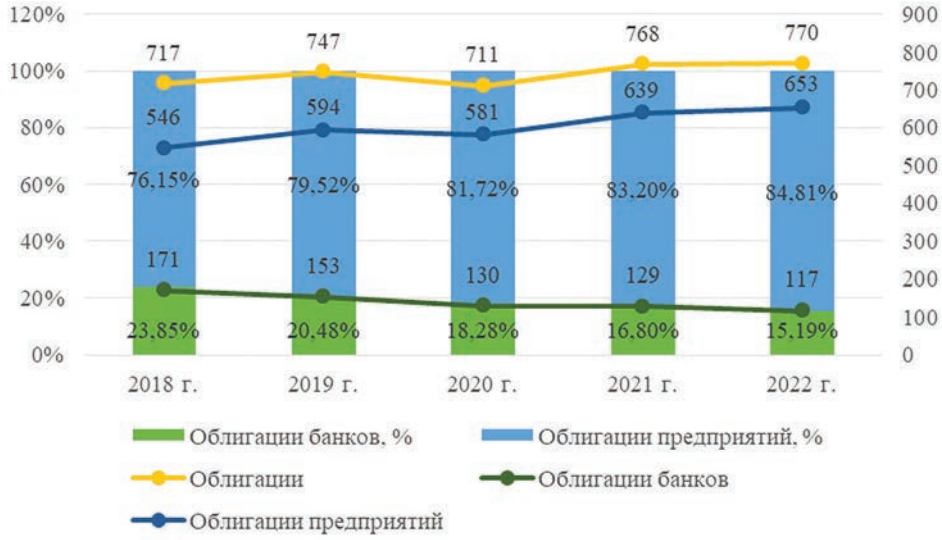


Рисунок 5. Динамика и структура выпусков облигаций на рынке корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг., шт.

Источник: собственная разработка на основе [2–6]

что количество выпусков распределяется примерно поровну между ОАО и ЗАО. При этом, если рассматривать объем новых выпусков акций в 2022 г., то 99,60 % объема приходится на акции открытых акционерных обществ. Это свидетельствует о том, что акции закрытых акционерных обществ выпускаются номиналом во много раз меньшим, чем открытых акционерных обществ.

Количество выпусков облигаций на рынке корпоративных ценных бумаг в 2022 г. составило 770, из них 653 выпуска были совершены предприятиями, 117 были совершены банками. На рисунке 5 видно, что количество выпусков облигаций банками имеет отрицательную тенденцию, а число выпусков облигаций предприятиями, напротив, растет.

Объем новых выпусков облигаций, номинированных в белорусских рублях, составил 5249,9 млн рублей и увеличился по сравнению с 2021 г. на 1496 млн рублей, или на 39,85 %.

В 2022 г. выпуск облигаций, номинированных в российских рублях, не совершался.

Выпуск облигаций, номинированных в долларах США, составил в 2022 г. 8,9 млн долл. США.

За последние пять лет выпуск облигаций, номинированных в китайских юанях, производился только в 2021 г. и составил 2,4 млн китайских юаней.

Можно сделать вывод, что популярность выпусков облигаций, номинированных в долларах США и евро, с каждым годом снижается. При этом вместо них возрастает количество выпусков облигаций в белорусских рублях.

В 2022 г. общий объем выпусков облигаций, номинированных в белорусских рублях, составил 14 636,5 млн рублей.

Объем выпусков облигаций, номинированных в российских рублях, составил 11 758,2 млн российских рублей.

Объем выпусков облигаций, номинированных в долларах США, составил 1570,4 млн долл. США.

Рассмотрев динамику общего объема выпусков облигаций в разрезе валют, можно заметить, что возрастает доля выпусков, номинированных в национальной валюте. При этом объем выпусков облигаций, номинированных в иностранных валютах, неуклонно сокращается.

Если рассматривать структуру облигаций по количество выпусков, то в 2022 г. 84,81 % составляли выпуски облигаций, совершенные белорусскими предприятиями, а 15,19 % составляли выпуски облигаций, произведенные

Рисунок 6. Объем рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг., млн рублей

Источник: собственная разработка на основе [7]

банками Республики Беларусь. В 2022 г. предприятиями было выпущено облигаций на 69,62 % больше по сравнению с выпусками банков.

Проанализируем показатели рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь. Объем рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь за 2018–2022 гг. показан на рисунке 6.

Объем рынка корпоративных ценных бумаг в 2022 г. составил 13 311,7 млн рублей. По сравнению с 2021 г. в 2022 г. он уменьшился в абсолютном выражении на 3988,2 млн рублей, или на 23,05 % в относительном выражении. За анализируемые пять лет это самый низкий показатель.

Если рассматривать структуру корпоративного рынка ценных бумаг Республики Беларусь, то можно заметить, что большинство операций проводятся на неорганизованном рынке ценных бумаг.

Соотношение рынка корпоративных ценных бумаг в Республике Беларусь на 2022 г. распределяется следующим образом: 6,23 % приходится на организованный рынок корпоративных ценных бумаг и 93,77 % занимает неорганизованный рынок корпоративных ценных бумаг.

Объем организованного рынка корпоративных ценных бумаг в 2022 г. составил 829,7 млн рублей. Так, в 2022 г. он уменьшился на 379,7 млн рублей, или на 31,39 %. Объем неорганизованного рынка в 2022 г. составил 12 482,2 млн рублей и снизился на 3608,3 млн рублей, или на 22,42 %.

В 2022 г. объем сделок с акциями на организованном рынке составил 17,2 млн рублей. По сравнению с 2021 г. он уменьшился на 12,8 млн рублей, или на 42,66 %. Объем организованного рынка облигаций в 2022 г. составил 812,5 млн рублей и уменьшился по сравнению с 2021 г. на 366,9 млн рублей, или на 31,1 %. Можно заметить, что в целом и объем акций, и объем облигаций имеют снижающуюся тенденцию.

В 2022 г. объем неорганизованного рынка акций составил 65,4 млн рублей. По сравнению с 2021 г. он снизился на 19,8 млн рублей, или на 23,24%.

Объем неорганизованного рынка облигаций в 2022 г. составил 12 416,8 млн рублей и снизился по сравнению с 2021 г. на 3588,5 млн рублей, или на 22,4 %.

Объем сделок купли-продажи акций в целом имеет отрицательную тенденцию, несмотря на увеличение в 2021 г. по сравнению с 2020 г. объема сделок на 37,7 млн рублей. Так, в 2022 г. он составил 82,5 млн рублей. В 2022 г. общий объем сделок с акциями снизился на 32,7 млн рублей в абсолютном выражении, или на 28,38 %.

Объем сделок с облигациями также имеет снижающуюся тенденцию. Так, в 2022 г. он составил 13 229,2 млн рублей и уменьшился по сравнению с 2021 г. на 3955,5 млн рублей, или на 23,01 %.

Проведенный анализ свидетельствует о замедлении рынка корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь и, как следствие, спаде активности эмитентов корпоративных ценных бумаг.

Можно выделить следующие проблемы развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь:

- преобладание необеспеченных облигаций над обеспеченными;
- рост объемов эмиссии, приводящей к риску;
- невысокая заинтересованность белорусских инвесторов в размещении средств на внутреннем рынке ценных бумаг, что вызвано ограниченным предложением со стороны белорусских эмитентов ценных бумаг с высокой ликвидностью;
- низкие доходы населения и отрицательная динамика сбережений, сужающие инвестиционные возможности данной категории потенциальных инвесторов;
- доминирующая доля государства в уставных фондах большинства стратегически значимых акционерных обществ, что ограничивает свободу перемещения капитала;
- недостаточная интеграция белорусской депозитарной системы в мировую, что усложняет процесс взаимодействия при передаче имущественных прав при совершении сделок с ценными бумагами, обращающимися и учитываемыми за пределами страны;
- недостаточное развитие отдельных сегментов рынка (вторичный рынок акций и облигаций предприятий, рынок производных ценных бумаг и секьюритизированных активов) и его институтов;
- несовершенность системы раскрытия информации, недоработанные, несистематизированные и малоинформативные сайты биржи и Единого портала финансового рынка [8].

Современное состояние рынка ценных бумаг существенно ограничивает доступ отече-

ственных предприятий к его ресурсам и эффективным механизмам их мобилизации [9].

Нормативно-правовая база, регулирующая отношения, связанные с выпуском, обращением и погашением корпоративных облигаций в Республике Беларусь, является достаточной для того, чтобы использовать данный инструмент в качестве привлечения предприятиями инвестиций. Ключевым фактором, который сдерживает развитие рынка корпоративных облигаций, является высокое налогообложение. Законодательно установлено, что доходы от операций с ценными бумагами включаются в налогооблагаемую базу налога на прибыль. Для инвесторов более привлекательными являются государственные ценные бумаги, ценные бумаги Национального банка и ценные бумаги местных целевых облигационных займов, так как налогооблагаемая база может быть уменьшена на суммы доходов от операций с ними. Другими причинами, оказывающими сдерживающее влияние на развитие рынка корпоративных облигаций, в настоящее время являются:

- отсутствие опыта работы с корпоративными облигациями у предприятий;
- недоверие инвесторов, вытекающее из недостаточной информационной прозрачности эмитентов, а также низкого качества корпоративного управления;
- сложность процедуры регистрации эмиссии и длительность предварительных мероприятий, необходимых для размещения новых бумаг [10].

Вместе с тем при размещении облигаций юридическим лицам приходится сталкиваться со следующими проблемами:

- для финансирования инвестиций необходимы так называемые длинные деньги, т.е. долгосрочные заимствования, в то время как спрос на долгосрочные корпоративные облигации со стороны потенциальных инвесторов ограничен: для юридических лиц — профессиональных участников рынка ценных бумаг — по причине замораживания активов на длительный срок, для юридических лиц нефинансового сектора — по причине отсутствия свободных денежных средств, для физических лиц — по причине повышенного риска;
- в сравнении с банковскими депозитами инвестирование в облигации сопряжено с более высокой степенью риска, так как в случае неисполнения эмитентом своих обязательств отсутствуют надежные гарантии возврата вложенных средств. Если при возникновении проблем с возвратом банковского депозита автоматически включается механизм возмещения ГУ «Агентство по гарантированному возмещению банковских вкладов (депозитов) физических лиц», то чистые активы эмитента и даже предоставленное в залог имущество не всегда являются достаточно ликвидными для быстрой выплаты номинальной стоимости облигаций и процентов по ним [11].

Необходима также популяризация инвестирования в фондовый рынок среди населения. В Республике Беларусь неудовлетворительный уровень финансовых знаний у 44 % населения, а хорошим уровнем финансовой грамотности обладает 12,6 % населения. Исходя из этого для вовлечения физических лиц в процесс инвестирования на фондовом рынке требуется создание и развитие различных институтов индивидуального инвестирования, которые будут включать как увеличение финансовой грамотности населения, так и упрощение процесса инвестирования.

Будет целесообразно расширить круг инвесторов, осуществляющих вложения на финансовом рынке, путем развития институтов как индивидуального (ИИС), так и коллективного инвестирования с учетом установленного с 2021 г. временного льготного режима налогообложения доходов в данной сфере (инвестиционные и пенсионные фонды, фонды прямых инвестиций) как наиболее значимых и ресурсоемких участников рынка [12].

Требуется сформировать в целях создания нормального спроса на фондовом рынке, ликвидации существующих здесь диспропорций целостную систему институциональных инвесторов, аккумулирующих индивидуальные и коллективные целевые сбережения, которые позволяют подключить к рынку население, являющееся крупнейшим субъектом экономических отношений в стране. К основным институциональным инвесторам относятся инвестиционные, страховые и пенсионные фонды. Это в свою очередь потребует решения вопросов реформирования системы пенсионного обеспечения, расширения возможностей добровольного и обязательного страхования, разработки законодательства об индивидуальных накопительных схемах и прочих мероприятий, широко используемых в зарубежных странах [13].

Будет благоприятно влиять на рынок формирование нового инфраструктурного инсти-

тута — инвестиционных фондов, которые, согласно международному опыту, могут стать активными и авторитетными участниками рынка ценных бумаг за счет аккумулирования значительных объемов денежных средств, предназначенных для последующего инвестирования в развитие экономики. Такие фонды уже функционируют в ЕАЭС: в Казахстане, Кыргызстане и России. Стоит отметить, что государственной программой «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка» на 2020 г. и на период до 2025 г., утвержденной Постановлением Совета министров Республики Беларусь от 12 марта 2020 г. № 143, предусмотрено проведение работы по активизации индустрии инвестиционных фондов, в частности, в Беларуси уже создан специализированный депозитарий инвестиционного фонда [14].

Инвестиционные фонды являются важным участником развитых фондовых рынков. Они привлекают большую долю инвестиций на фондовые рынки и способствуют их развитию. Первым таким фондом в Беларуси может стать инвестиционный пенсионный фонд. Данные фонды сыграли важную роль в становлении фондовых рынков в странах Центральной и Восточной Европы.

Учитывая, что подавляющая часть сделок с ценными бумагами с участием профессиональных участников в стране осуществлялась банками, целесообразно рассмотреть развитие такой сферы финансовой деятельности, как инвестиционный банкинг. Отметим, что развитие инвестиционного банкинга декларируется в основных программных документах развития экономики и финансового рынка Беларуси.

Ряд белорусских банков рассматривают инвестиционный банкинг как неотъемлемую часть своей деятельности и предлагают физическим и юридическим лицам широкий спектр инвестиционно-банковских услуг.

Значительный импульс развитию брокерской деятельности, да и всего инвестиционного банкинга, могут дать индивидуальные инвестиционные (сберегательные) счета (ИИС), которые широко используются в мировой финансовой практике [13].

Для формирования в стране полноценного, ликвидного и эффективного рынка ценных бумаг необходимо прежде всего воздействие на вышеназванные факторы, оказывающие решающее, долгосрочное влияние на данный институт. Следует выработать стратегии развития, основанные на корректировании этих факторов с целью изменения структуры рынка ценных бумаг и его долгосрочных перспектив. В связи с этим для развития ликвидного рынка ценных бумаг в Республике Беларусь требуется:

- занять четкую и однозначную позицию в отношении выбора дальнейших экономических преобразований в стране. Продолжение приватизации, снятие ограничений в движении капиталов, участии иностранных инвесторов в операциях на внутреннем рынке и прочие меры, означающие переход к реальному запуску рыночных механизмов, являются первым и наиболее важным условием для развития рынка ценных бумаг;
- освободить доходы акционерных обществ, полученные при размещении ими акций по цене выше номинальной стоимости, от уплаты налогов, привести в соответствие ставки налогов на доходы, полученные от операций с акциями, с действующей ставкой налога на прибыль, урегулировать вопросы налогообложения сложных операций (срочные сделки, операции с производными финансовыми инструментами и др.). Сегодня в мировой практике существует много методов налогового стимулирования инвестиций в ценные бумаги, которые не используются у нас. В связи с этим потребуется дополнительное изучение международного опыта в данной области для стимулирования инвесторов к вложению средств в белорусские корпоративные ценные бумаги;
- необходимо появление профессиональных посредников, которые свяжут инвесторов с заемщиками, диверсифицируют риски и снизят издержки, создавая таким образом спрос на финансовые инструменты. Для появления институциональных инвесторов необходимо ускорить развитие рынка ценных бумаг: увеличить количество эмитентов, разнообразить финансовые инструменты, повысить ликвидность и прозрачность рынка. Институциональные инвесторы со своей стороны будут усиливать этот процесс [15].

В Республике Беларусь также требуется развитие торговой, расчетно-клиринговой и депозитарной инфраструктуры рынка ценных бумаг.

Необходимо установление взаимодействия с международными депозитариями в целях

создания условий для прямого допуска иностранных инвесторов к операциям с ценными бумагами на внутреннем рынке ценных бумаг. Можно предположить, что способствовать этому будет введение института «номинального держателя», которое предусмотрено Законом Республики Беларусь от 18 июля 2022 г. № 197-З «Об изменении законов по вопросам рынка ценных бумаг» (вступил в силу в 2023 г.). В рамках нововведения предполагается открытие депозитариям-нерезидентам в Центральном депозитарии Беларуси счетов «депо» для учета прав на ценные бумаги, в отношении которых депозитарии-нерезиденты не являются владельцами и осуществляют их учет в интересах своих клиентов [14].

Также нужно активизировать работу по интеграции национальной депозитарной системы с международными расчетно-клиринговыми системами (Euroclear Bank и Clearstream Banking в Европейском союзе), что обеспечит доступ иностранным инвесторам к отечественному рынку ценных бумаг путем открытия указанными организациями счетов номинального держателя в белорусской депозитарной системе [13].

Следует усовершенствовать биржевой рынок как самый оптимальный механизм торговли стандартизированными ценными бумагами. Преимуществами биржевых операций являются повышенная ликвидность торгуемых активов, транспарентность совершаемых сделок, доступ инвесторов к большому перечню торгуемых инструментов и фактическое отсутствие необходимости поиска «физического» партнера для совершения операции купли-продажи, расширение перспектив привлечения нового капитала в лице компаний, желающих пройти процедуру IPO на национальном рынке, стимулирование населения и институциональных инвесторов к инвестированию свободного капитала.

Развитие сотрудничества с биржами других стран позволит Белорусской валютно-фондовой бирже получать необходимый опыт в проблемных сферах. Кроме того, это позволит без масштабных затрат существенно увеличить количество торгуемых на совместной площадке инструментов, повысить оборачиваемость и ликвидность ценных бумаг, увеличить инвестиционную привлекательность фондовой биржи и повысить потенциал биржи в плане прохождения процедуры IPO [16].

Следует также провести мероприятия по присоединению к Многостороннему меморандуму IOSCO о взаимопонимании в области консультирования, сотрудничества и обмена информацией (MMoU IOSCO) с учетом состоявшегося вступления Министерства финансов Республики Беларусь в IOSCO [17].

Развитие присутствия на рынке маркетмейкеров позволит напрямую разогреть рынок путем увеличения биржевых и внебиржевых оборотов, повысить ликвидность торгуемых ценных бумаг, сгладить возможные колебания цен на рынке под воздействием внутренних и внешних шоков. Институт маркетмейкинга играет важную роль на фондовом рынке. На развивающихся рынках, где ценные бумаги обладают недостаточной ликвидностью, важность маркетмейкинга значительно возрастает. Мировая практика свидетельствует о том, что деятельность маркетмейкеров оказывает положительное влияние на функционирование различных финансовых рынков, которые в свою очередь способствуют поддержанию финансовой стабильности и повышению эффективности денежно-кредитной политики государства. В Республике Беларусь цены на акции при сделках на организованном рынке зачастую формируются не рыночными методами, а основываясь на личном анализе продавца или договоренности между участниками сделки, что приводит к завышению/занижению справедливой стоимости акций. Важность существования в Республике Беларусь маркетмейкеров определяется тем, что на текущем этапе развития финансового рынка наличие названной институциональной единицы будет способствовать решению поставленной государственными органами цели по повышению ликвидности рынка ценных бумаг Республики Беларусь.

Стоит также рассмотреть создание механизма free-float (free-float — доля свободно обращающихся акций, акций, распределенных среди мелких и средних инвесторов). Мировой опыт показывает, что для создания ликвидного рынка акций, на котором будет формироваться рыночная цена и который будет помогать экономике аккумулировать и перераспределять сбережения, необходимо, чтобы free-float составлял не менее 20–25 % от общего объема обращающихся на рынке акций. Например, в Китайской Народной Республике при приватизации государственного предприятия путем акционирования 20 % акций обязательно распределяются через биржевые аукционы среди розничных инвесторов. На Варшавской фондовой бирже компания может выйти на биржевой рынок, только если

25 % акций принадлежит миноритарным акционерам, то есть каждый из которых владеет менее 5 % акций. Функционирование механизма free-float поможет запустить рыночный механизм на биржевом рынке. Это положительно повлияет на ликвидность акций, котировки, капитализацию рынка [18].

Таким образом, можно сделать вывод, что основными сдерживающими факторами в развитии рынка ценных бумаг Беларуси являются: нестабильная макроэкономическая обстановка, отсутствие развитого биржевого рынка, отсутствие маркетмейкеров, наличие на бирже большого количества неликвидных ценных бумаг, малое количество торгуемых инструментов, отсутствие институтов коллективного инвестирования, низкая финансовая грамотность населения.

Вместе с тем, как показали исследования, отечественный фондовый рынок демонстрировал динамичное развитие. Сформировано законодательство, развивается инфраструктура, функционируют профессиональные участники. Однако 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.

На основе проведенного анализа функционирования рынков ценных бумаг можно выделить следующие направления развития белорусского рынка ценных бумаг: стабилизация макроэкономических колебаний экономики, разработка государственной стратегии по повышению финансовой грамотности населения, развитие биржевого рынка ценных бумаг, развитие присутствия маркетмейкеров, создание институтов коллективного инвестирования, корректировка правил листинга на Белорусской валютно-фондовой бирже, создание альтернативных торговых площадок и возможная интеграция торговой площадки с площадками более развитых фондовых бирж.

В заключение хотелось бы отметить, что приведенные институциональные реформы и мероприятия далеко не все, которые необходимы для изменения ситуации, сложившейся на нашем рынке ценных бумаг. Однако вышеназванные меры являются определяющими, без них все остальные не позволят добиться превращения отечественного рынка ценных бумаг в полноценный институт, позволяющий решать важнейшие задачи современного экономического развития.

Предложенные меры по совершенствованию фондового рынка будут способствовать развитию корпоративного финансирования с помощью инструментов рынка ценных бумаг Республики Беларусь. Однако для всеобъемлющего и эффективного развития данного направления требуется принятие мер для всестороннего улучшения фондового рынка. Они должны включать принятие нормативно-правовых документов, трансформацию системы налогообложения, оптимизацию роли государства и снятие институциональных барьеров. Внедрение всех вышеперечисленных прогрессивных мер может стать толчком для долгосрочного развития фондового рынка Республики Беларусь.

Литература

1. Лянгвинская, Д.В. Развитие рынка ценных бумаг в Республике Беларусь / Д.В. Лянгвинская, Н.Л. Давыдова // Экономика и социум. — 2022. — № 9 (100). — С. 846–852.

2. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2018 год [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/4703278e19964c5b.html. — Дата доступа: 26.04.2023.

3. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2019 год [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/2f232de1d1834076.html. — Дата доступа: 26.04.2023.

4. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2020 год [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/930a296dce5f4383.html. — Дата доступа: 26.04.2023.

5. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2021 год [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/f77133af39e349eb.html. — Дата доступа: 26.04.2023.

6. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь за 2022 год [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/securities_department/reports/doc/4af4dbabe1aa4c7d.html. — Дата доступа: 26.04.2023.

7. Показатели рынка корпоративных ценных бумаг [Электронный ресурс]. — Режим доступа:

https://www.nbrb.by/statistics/FinancialMarkets/CorpSecurMarket. — Дата доступа: 26.04.2023.

8. Кетько, А.А. Рынок корпоративных облигаций в Республике Беларусь / А.А. Кетько // Современная наука и молодые ученые: материалы II Международной научно-практической конференции, Пенза, 10 мая 2020 г.: в 2 т.; ред.: Г.Ю. Гуляев. — Пенза, 2020. — С. 49–52.

9. Дергун, Л.В. Рынок корпоративных ценных бумаг Республики Беларусь: состояние и проблемы развития / Л.В. Дергун // Банковская система: устойчивость и перспективы развития: материалы 9-й международной научно-практической конференции по вопросам банковской экономики, Пинск, 25-26 октября 2018 г. / Полесский государственный университет. — Пинск, 2018. — С. 38–44.

10. Плисюк, А. Развитие рынка корпоративных ценных бумаг в Республике Беларусь / А.Плисюк, И. Зацепня, Н. Давыдова // Стратегия экономического развития Украины: теоретические основы и механизмы реализации: материалы Международной науч.-практ. конф., Нежин, 14-15 апреля 2016 г.: в 3 ч. / Министерство образования и науки Украины, Национальный университет биоресурсов и природопользования Украины [и др.]; ред. коллегия: В.С. Лукач (научный редактор) [и др.]. — Нежин: издатель ЧП Лысенко Н.Н., 2016. — Ч. 1. — С. 177–179.

11. Бословяк, С.В. Корпоративные облигации в системе инвестиционного банкинга / С.В. Бословяк // Вестник Полоцкого государственного университета. Серия D. Экономические и юридические науки. — 2018. — № 13. — С. 95–99.

12. Володько, Р.А. Направления совершенствования фондового рынка Республики Беларусь в области корпоративного финансирования / Р.А. Володько // 77-я научная конференция студентов и аспирантов Белорусского государственного университета: материалы конф. в 3 ч., Минск, 11-22 мая 2020 г. / Белорус. гос. ун-т; редкол.: В.Г. Сафонов (гл. ред.) [и др.]. — Минск, 2021. — С. 430–433.

13. Раков, А.А. Инвестиционный банкинг как институт, обеспечивающий развитие рынка корпоративных ценных бумаг / А.А. Раков, В.А. Куропатенков // Банкаўскі веснік. — 2020. — № 5/682. — С. 3–11.

14. Колокольчикова, А.С. Инфраструктура рынка ценных бумаг Республики Беларусь: характеристика и анализ базовых элементов / А.С. Колокольчикова, Е.В. Ванкевич // Вестник Витебского государственного технологического университета. — 2022. — № 2 (43). — С. 145–157.

15. Каминский, Д.В. Институциональные реформы, необходимые для развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь / Д.В. Каминский // Экономика, финансы и управление в XXI веке: анализ тенденций и перспективы развития: материалы III Международной научно-практической конференции, Киев, 19-22 марта 2018 г.: тез. докл. — Киев, 2018. — С. 132–136.

16. Опыт формирования рынка ценных бумаг в странах с малой открытой экономикой и его применение в Республике Беларусь [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://elib.bsu.by/handle/123456789/282998. — Дата доступа: 26.04.2023.

17. Семенчукова, И.Ю. Рынок ценных бумаг и проблемы его функционирования в Республике Беларусь / И.Ю. Семенчукова, В.П. Черный, Е.А. Ерошенко // Материалы докладов 54-й международной научно-технической конференции преподавателей и студентов, Витебск, 28 апреля 2021 г. — Витебск, 2021. — С. 161–164.

18. Савик, С.А. Состояние и перспективы развития биржевого рынка ценных бумаг Республики Беларусь / С.А. Савик // Инновационные подходы в современной науке: материалы Международной (заочной) научно-практической конференции, Прага, 25 декабря 2019 г. — Прага, 2019. — С. 324–328.

Операции на открытом рынке как инструмент денежно-кредитной политики Республики Беларусь

Сиващенко Елизавета Сергеевна,
аспирант кафедры финансов, БГЭУ
(г. Минск, Беларусь)

Верезубова Татьяна Анатольевна,
профессор кафедры финансов, доктор экономических наук, БГЭУ
(г. Минск, Беларусь)

Денежно-кредитная политика, являясь составляющей компонентой макроэкономической политики государства, способствует достижению основных целей Программы социально-экономического развития Республики Беларусь, ввиду чего необходимым выступает определение ее основных целей и задач, а впоследствии соответствующих методов и инструментов ее реализации. Из группы последних целесообразно выделить операции на открытом рынке.

Monetary policy, being a component of the government's macroeconomic policy, contributes to the achievement of the main objectives of the Program of Social and Economic Development of the Republic of Belarus, therefore, it is necessary to define its main goals and objectives and, subsequently, appropriate methods and instruments of its implementation. It is advisable to single out open market operations from the group of the latter.

Одним из основных видов деятельности центрального банка является проведение денежно-кредитной (монетарной) политики.

Под монетарной политикой в общем смысле понимают деятельность центрального банка, направленную на регулирование объема денежной массы, уровня процентных ставок и других денежно-кредитных показателей с целью достижения поставленных им задач, таких как снижение инфляции, рост объемов реального производства [1, с. 42].

В соответствии с Банковским кодексом основными целями денежно-кредитной политики являются:

- защита и обеспечение устойчивости белорусского рубля, в том числе его покупательной способности и обменного курса по отношению к иностранным валютам;
- развитие и укрепление банковской системы Республики Беларусь;
- обеспечение эффективного, надежного и безопасного функционирования платежной системы [2].

Для реализации указанных выше целей и задач уполномоченный государственный орган (центральный банк) прибегает к использованию следующих двух групп методов регулирования денежно-кредитной сферы:

1) прямые и косвенные;
2) общие и селективные методы.

Под прямыми методами понимают административные меры в форме различных директив (установление лимитов роста кредитования, лимиты привлечения депозитов) центрального банка, касающихся объема денежного предложения и цены кредитных ресурсов на финансовом рынке. Реализация этих методов дает наиболее быстрый экономический эффект.

Косвенные методы трактуются как методы, которые воздействуют на мотивацию поведения субъектов хозяйствования при помощи рыночных механизмов. К ним относятся: изменения норматива обязательных резервов и учетной ставки, а также операции на открытом рынке.

Данные методы имеют большой временной лаг, ввиду чего последствия их применения не столь предсказуемы, нежели при использовании прямых методов. Вместе с тем их применение не приводит к дисторсиям рынка, поэтому использование косвенных методов непосредственно связано со степенью развитости денежного рынка. Переход к указанным методам характерен для общемирового процесса либерализации банковской деятельности.

Общие методы являются преимущественно косвенными, оказывающими влияние на денежный рынок в целом (учетная, или дисконтная, политика).

Селективные методы регулируют конкретные виды кредита и носят в основном директивный характер. Более того, благодаря этим методам решаются частные задачи, такие как ограничение выдачи ссуд некоторым банкам, рефинансирование на льготных условиях.

В экономических системах в качестве основных инструментов денежно-кредитной политики обычно выделяют операции на открытом рынке, изменение резервной нормы, изменение ставки рефинансирования [3, с. 21–24].

Среди перечисленных косвенных методов денежно-кредитной политики особое место принадлежит операциям на открытом рынке, которые затрагивают такой важный сегмент финансовых отношений в современном обществе, как ценные бумаги, ввиду чего в данной работе мы подробнее рассмотрим данный инструмент денежно-кредитной политики.

Сущность операций на открытом рынке заключается в том, что с их помощью центральный банк оказывает воздействие на процентные ставки (а тем самым и на объем кредитования) и денежную массу посредством покупки или продажи ценных бумаг.

Вместе с тем термин «операции на открытом рынке» может толковаться как продажа (покупка) центральным банком государственных ценных бумаг на открытых рынках коммерческими банками, которая уменьшает (увеличивает) резервы банков и, следовательно, уменьшает (увеличивает) кредитные возможности банков, увеличивая (уменьшая) процентную ставку, применяющуюся в краткосрочном периоде и обладающую большой гибкостью.

Операции на открытом рынке, ставшие основным инструментом денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой (США, Англия, Германия, Канада и др.) в 40-х гг. XX века, из-за чрезмерного расширения рынка государственных облигаций и их активного приобретения центральными банками стали важнейшим рычагом контроля и регулирования денежного предложения со стороны центральных банков стран с развивающейся экономикой [4].

Более подробное рассмотрение данного процесса позволяет сделать вывод, что, покупая ценные бумаги, центральный банк способствует дальнейшему росту цен на них, вследствие чего происходит снижение процентных ставок и увеличение кредитного объема, а денежная масса, находящаяся в обращении, в свою очередь демонстрирует увеличение, и наоборот.

В Республике Беларусь операции на открытом рынке подразделяются на основные и дополнительные. Первые играют главную роль в регулировании текущей ликвидности и достижении операционного ориентира. Вместе с тем их осуществление возможно в форме кредитов, сделок СВОП, эмиссии облигаций, прямого и обратного РЕПО, депозитов.

Первостепенными характеристиками данного рода операций в Республике Беларусь являются нижеперечисленные:

- проведение на аукционной основе;
- осуществление в соответствии с графиком основных операций Национального банка на открытом рынке;
- определение процентной ставки и объема может быть осуществлено непосредственно в ходе аукционных торгов или накануне проведения аукциона в зависимости от формы его проведения.

Задачей второй группы операций выступает сглаживание непрогнозируемых колебаний текущей ликвидности либо удлинения сроков регулирования ликвидности.

Дополнительные операции обладают теми же характеристиками, что и основные, однако при этом имеют отличительные особенности:

- дата и сроки проведения устанавливаются Национальным банком исходя из конкретной ситуации с ликвидностью;
- процедурой проведения является аукцион или доразмещение ценных бумаг Национального банка [5].

Как было упомянуто выше, операции на открытом рынке могут проводиться в различных формах, одни из которых осуществляются в целях поддержки ликвидности, а другие, соответственно, изъятия. Более целесообразно представить их в таблице 1.

Вместе с тем в экономической теории приводят еще две классификации операций на

Таблица 1. Операции на открытом рынке и их характеристики

Название инструмента и его формы	Характеристики					
	Ликвидность	Процентная ставка	Срок	Инициатор сделки	Автономность	Процедура проведения операции
Основные операции на открытом рынке						
Кредиты	поддержка	рыночная	по графику операций	НБ РБ	нет	аукцион
СВОП						
Облигации	изъятие					
Прямое РЕПО	поддержка					
Обратное РЕПО	изъятие					
Депозиты						
Дополнительные операции на открытом рынке						
Кредиты	поддержка	рыночная	не стандартизированы	НБ РБ	нет	аукцион, доразмещение облигаций
СВОП						
Облигации	изъятие					
Прямое РЕПО	поддержка					
Обратное РЕПО	изъятие					
Депозиты						

Источник: [5]

открытом рынке, которые представлены на рисунке 1.

Относительно частоты проведения выделяют регулярные, или плановые, и нерегулярные операции.

Первые представляют собой такие операции, о которых центральный банк уведомляет заранее.

Вторые же представляют собой такие операции, которые выполняются центральным банком только по мере необходимости и не могут быть запланированы заранее, например, операции, осуществляемые в ответ на неожиданные нарушения экономического равновесия.

Нерегулярные операции делятся на нерегулярные плановые (когда дата операции заранее известна) и нерегулярные двусторонние (те операции, о которых неизвестно ни до, ни после совершения операции).

В зависимости от цели проведения операции разбиваются на две категории.

В качестве корректирующих, или защитных, операций понимаются такие операции, целью которых является компенсация краткосрочных изменений структуры резервов банка.

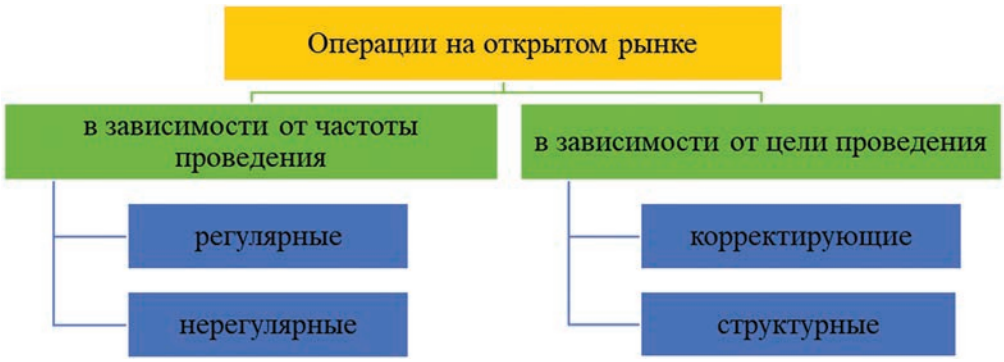


Рисунок 1. Классификация операций на открытом рынке

Источник: [6]

Наряду с корректирующими выделяют структурные операции, целью проведения которых выступает качественное и долговременное воздействие на денежно-кредитную сферу.

В современной экономической литературе выделяют следующие три основных типа операций на открытом рынке:

- операции с ценными бумагами;
- рефинансирование кредитных организаций центральным банком;
- операции с участием иностранной валюты.

Сущность операций с ценными бумагами заключается в осуществлении сделок купли-продажи центральным банком ценных бумаг с твердым процентом на открытом рынке при условии собственной инициативы банка и в осуществлении сделок за свой счет.

Данного вида операции можно классифицировать на основании следующих критериев (более подробно классификация представлена в таблице 2):

- условия сделки;
- вид сделки;
- объект сделки;
- срочность операций;
- сфера осуществления операций;
- вариант установления процентных ставок.

Целью проведения операций с иностранной валютой выступает «очищение» от излишней денежной массы, а также увеличение предложения ликвидности. Частота проведения данных операций зависит прежде всего от наличия необходимого достаточного объема резервов, сформированных в иностранной валюте.

В разрезе операций с использованием иностранной валюты выделяют виды, отраженные на рисунке 2.

Сделки купли-продажи иностранной валюты при условии необязательного выполнения обратной операции чаще всего используются в качестве структурных операций, целью которых будет являться воздействие национальной денежной единицы на курс валяют, рассчитанное на долговременный период.

Сделки купли-продажи валюты при условии обязательного выполнения обратной операции используются центральным банком как корректирующие, поскольку они проводятся на достаточно короткий срок и при этом не оказывают влияния на курс обменных операций национальной валюты.

Исходя из типов операций, возможных к исполнению на открытом рынке, можно определить тактику центрального банка по применению таких операций.

В долгосрочной перспективе рост спроса на ликвидность может быть компенсирован центральным банком при помощи следующих прямых операций:

- прямые покупки, имеющие периодический характер, с условием «до погашения» долгосрочных ценных бумаг;
- операции по покупке или продаже ценных бумаг;
- операции по покупке или продаже иностранной валюты.

Более того, банк может осуществлять прямые покупки ценных бумаг, которые носят краткосрочный характер, а также осуществлять прямые или краткосрочные сделки РЕПО и СВОП.

Таблица 2. Классификация операций с ценными бумагами

Критерий	Характеристика
Условия сделки	в этом случае идет речь о покупке или продаже ценных бумаг до их погашения или же операции с ними же на определенный срок с условием обратной операции
Вид сделки	сделка в виде «купля — продажа» является прямой сделкой; сделка в виде «продажа — покупка» является обратной сделкой
Объект сделки	государственные облигации либо рыночные и нерыночные ценные бумаги
Срочность операций	существуют краткосрочные (сроком до трех месяцев), среднесрочные (обычно от трех месяцев до года) и долгосрочные сделки (от одного года и выше)
Сфера осуществления операций	банковский или открытый рынок, первичный или вторичный рынок
Вариант установления процентных ставок	способы установления процентных ставок определяются либо центральным банком самостоятельно, либо рынком, на котором осуществляется сделка

Источник: [6]

Рисунок 2. Виды операций с иностранной валютой

Источник: [6]

При наличии избытка уровня ликвидности в банке центральный банк вправе осуществить следующие действия:

- предложить коммерческим банкам краткосрочный депозит на счете в центральном банке на достаточно выгодных условиях;
- осуществить продажу векселей на условии непродолжительного срока их погашения;
- осуществить продажу векселя с учетом обратного его выкупа в ограниченные сроки (обратное прямое РЕПО);
- произвести короткие обратные сделки СВОП.

Рассмотрим операции на открытом рынке в аналитическом разрезе на примере Республики Беларусь.

В состав операций на открытом рынке включены следующие:

- ломбардный кредит на аукционной основе;
- покупка ценных бумаг на условиях РЕПО;
- аукционные сделки СВОП;
- депозиты на аукционной основе;
- продажа ценных бумаг на условиях РЕПО;
- эмиссия облигаций Национального банка.

Динамику изменения ставок целесообразно рассмотреть за период с марта 2008 г. по март 2015 г., поскольку с 13 мая 2015 г. Национальным банком были сняты ограничения по установлению процентных ставок по данным операциям.

При этом учитывалось, что для установления ставок в расчет бралась ставка рефинансирования, выступавшая в роли нижней (для первых трех операций из перечня) и верхней (для последних трех операций из перечня) границы для двух групп операций.

Более подробно коридоры ставок представлены на рисунке 3.

Наиболее заметное увеличение коридора ставок отмечалось в конце 2011 — начале 2012 г. ввиду наступления финансового кризиса, вызванного многолетним отрицательным сальдо торгового баланса и издержками элементов административно-командной системы в экономике и обострившегося из-за ажиотажного спроса на иностранную валюту, а также в конце 2014 — начале 2015 г. по причине снижения объема ВВП и накопления инфляционно-девальвационного потенциала.

Вместе с тем наименьшие значения отмечались в конце 2010 — начале 2011 г., снижение которых объяснялось действиями правительства по стабилизации уровня общего экономического роста, уменьшению сверхнормативных запасов готовой продукции на складах предприятий, а также усилиями государства по увеличению экспорта товаров и уменьшению отрицательного внешнеторгового сальдо.

По результатам проведенного исследования можно сделать вывод, что операции на открытом рынке обеспечивают гибкий механизм регулирования денежного предложения, поскольку, в отличие от других инструментов, они оказывают быстрое корректирующее воздействие на уровень ликвидности коммерческих банков, чем обуславливаются гибкость, практичность и оперативность в применении данного метода денежно-кредитного регулирования.

Важным отличием данного инструмента от иных средств регулирования, что также определяет его гибкость, является возможность его применения по мере необходимости и в любых количествах, поскольку при его воздействии на объем денежного предложения побочных эффектов, приводящих к негативным последствиям, не возникает. Способность реагировать на краткосрочные тенденции развития рынка, оказывать стабилизирующее воздействие на состояние де-

Рисунок 3. Динамика ставок по операциям на открытом рынке, %

Источник: собственная разработка автора на основе [7]

нежного обращения и экономики в целом является особенностью данного инструмента.

Литература

1. Сиващенко, Е.С. Теоретические основы денежно-кредитной политики и применение ее основных режимов в Республике Беларусь / Е.С. Сиващенко, Т.А. Верезубова // Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты реализации и перспективы: сб. ст. / Институт экономики НАН Беларуси; сост.: Д.В. Муха [и др.]. — Минск, 2022. — С. 42–47.

2. Банковский кодекс Республики Беларусь [Электронный ресурс]: 31 окт. 2000 г., № 441-З: принят Палатой представителей 3 окт. 2000 г.; одобр. Советом Респ. 12 окт. 2000 г.; в ред. Закона Респ. Беларусь от 09.12.2022 г. // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. — Минск, 2023.

3. Пушко, Н.В. Государственная экономическая политика: метод. реком. / Н.В. Пушко. — Могилев: МИМВД, 2021. — 42 с.

4. Операции на открытом рынке [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://finlit.uz/ru/articles/monetary-policy/open-market-operations/. — Дата доступа: 06.06.2023.

5. Положение о принципах регулирования ликвидности банков Республики Беларусь Национальным банком Республики Беларусь [Электронный ресурс]: утв. Постановлением правления Национального банка Респ. Беларусь, 30 дек. 2016 г., № 657 (в ред. Постановления правления Национального банка от 5 июля 2019 г. № 287) // Нормативно-правовые акты и письма Национального банка / Национальный банк Республики Беларусь. — Режим доступа: https://www.nbrb.by/bel/mp/principles.asp. — Дата доступа: 12.04.2023.

6. Операции банка на открытом рынке [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://clck.ru/34cvLi. — Дата доступа: 06.06.2023.

7. Ставки по операциям Национального банка Республики Беларусь на финансовом рынке [Электронный ресурс]. — Режим доступа: clck.ru/34hYLn. — Дата доступа: 14.06.2023.

Детерминанты развития и роста фондовых рынков России, Казахстана, Беларуси

Белобородько Александр Михайлович,
кандидат экономических наук,
доцент кафедры экономики и управления НОЧУ ВО
«Московский экономический институт»
(г. Москва, Россия)

В статье представлены и рассмотрены семь детерминант развития и роста рынка ценных бумаг стран — членов ЕАЭС. Преобразование региональных финансовых рынков во многом зависит от внутренних усилий, частных инвестиций и масштабных многосторонних правительственных программ. ЕАЭС может стать финансово стабильным и динамично развивающимся регионом, используя эффективные механизмы регионального сотрудничества и активно участвуя в функционировании цепочек добавленной стоимости, выстроенных национальным бизнесом, предлагающим конкурентоспособные товары и финансовые услуги. В статье подробно проанализированы семь детерминант:

- **размер фондового рынка;**
- **ликвидность фондового рынка;**
- **волатильность фондового рынка;**
- **концентрация на фондовом рынке;**
- **связь фондового рынка с показателями реального сектора;**
- **интерес населения к ценным бумагам;**
- **финансовая грамотность участников торгов.**

Большой размер и большая ликвидность могут улучшить способность фондового рынка обслуживать национальную экономику, но для этой цели необходимо усилить интерес населения к операциям на рынке ценных бумаг, преодолеть концентрацию на фондовых рынках. Увеличение ликвидности и повышение капитализации фондового рынка стран ЕАЭС требует обширной и разнообразной структуры отечественных и иностранных инвесторов. Отсутствие диверсифицированной инвесторской базы и сильная зависимость от основных источников финансирования являются двумя важными детерминантами, обусловливающими ограниченность и недостаточную ликвидность евразийских фондовых рынков.

База инвесторов должна быть диверсифицированной и состоять из институциональных инвесторов (например, паевых инвестиционных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний) и других финансовых учреждений, занимающихся активами различного уровня риска и ориентированных на различные сектора экономики. Эти институциональные инвесторы могут сыграть решающую роль в развитии и интеграции фондовых бирж путем накопления средств и их перенаправления на фондовые рынки стран ЕАЭС.

The article presents seven determinants of the development and growth of the securities market of the member countries of the EAEU. The transformation of regional financial markets depends largely on domestic efforts, private investment and large-scale multilateral government programs. The EAEU can become a financially stable and dynamically developing region using effective mechanisms of regional cooperation and actively participating in the functioning of value chains built by national businesses offering competitive goods and financial services.

The article analyzes in detail seven determinants:

- **the size of the stock market;**
- **stock market liquidity;**

- **stock market volatility;**
- **concentration in the stock market;**
- **connection of the stock market with indicators of the real sector;**
- **public interest in securities;**
- **financial literacy of stock market players.**

Large size and high liquidity can improve the ability of the stock market to serve the national economy, but for this purpose it is necessary to increase the interest of the population in operations in the securities market, to overcome the concentration in the stock markets. Increasing liquidity and increasing the capitalization of the stock market of the EAEU countries requires an extensive and diverse structure of domestic and foreign investors.

The lack of a diversified investor base and heavy reliance on major funding sources are two important determinants of the limited and insufficient liquidity of Eurasian equity markets. The investor base should be diversified and consist of institutional investors (mutual funds, pension funds and insurance companies) and other financial institutions dealing with assets of different levels of risk and focused on different sectors of the economy. These institutional investors can play a decisive role in the development and integration of stock exchanges by accumulating funds and redirecting them to the stock markets of the EAEU countries.

Введение. Обычно используемыми критериями для оценки развития фондового рынка являются размер фондового рынка и показатели ликвидности фондового рынка. В данной статье будет рассмотрено, достаточно ли они комплексны и объективны для оценки развития фондовых рынков ЕАЭС.

Рост фондового рынка означает, что он увеличивается в размерах или ликвидности.

Развитие подразумевает увеличение или улучшение способности института фондового рынка удовлетворять потребности экономики, как это предусмотрено среди основных функций фондовых рынков. Категория «*развитие фондового рынка*» лучше отражается в качестве услуг, предоставляемых фондовым рынком, чем в его размере, ликвидности или биржевом индексе. Пример: если бы фондовый рынок был наводнен деньгами, как, например, в России до 2019 г., он был бы более ликвидным, но необязательно более «развитым». С другой стороны, хорошо развитый рынок может лучше обслуживать экономику благодаря своим размерам и ликвидности, чем рынок с меньшим размером и ликвидностью, как, например, рынки Беларуси или Кыргызстана. Это не означает, что размер и ликвидность не имеют значения для его развития.

Для оценки состояния развития фондового рынка в странах ЕАЭС в статье рассмотрен набор показателей, которые представляют основные аспекты фондовых рынков в этих странах, а именно:

1) размер фондового рынка;
2) ликвидность фондового рынка;
3) волатильность фондового рынка;
4) концентрация на фондовом рынке;
5) связь фондового рынка с показателями реального сектора;
6) интерес населения к ценным бумагам;
7) финансовая грамотность участников торгов.

Размер. Большой размер и большая ликвидность могут улучшить способность фондового рынка обслуживать экономику, но для этой цели эффективнее использовать эти факторы на развитых рынках, как это происходило с IPO компаний стран ЕАЭС, когда до введения западных санкций крупнейшие компании евразийских стран проводили первичную продажу своих ценных бумаг на зарубежных площадках. IPO, размещенные на отечественных площадках, не оправдали надежд для большинства отечественных эмитентов в 2020–2021 гг. (таблица 1). Только для двух компаний — Segezha Group и ГК «Самолет» — IPO оказался успешным на российской площадке.

Тезисы. Фондовые рынки (это происходит на многих развивающихся фондовых рынках, в том числе в странах ЕАЭС) могут слишком быстро расти, но это не означает, что они способны быстро развиваться. Более того, рост и развитие фондового рынка не должны мешать друг другу — они могут усиливать друг друга. Различие между ростом фондового рынка и его развитием лучше всего определяется традиционным аналогичным сравнением экономического роста и экономического развития.

Существуют следующие сценарии:

- фондовый рынок может быть большим, но неликвидным;

Таблица 1. IPO на MOEX в 2020–2021 гг.

Эмитент	Объем привлеченных средств	Цена закрытия в первый день торгов, рос. руб.	Цена закрытия 24.12.2021 г., рос. руб.	Изменение цены с момента IPO, %
Segezha Group	30 млрд рос. руб.	8,1	10,928	34,9
Ozon	990 млн долл. США	2674,5	2260	-15,5
ГК «Самолет»	2,9 млрд руб.	969	4760,2	391,2
Softline	400 млн долл. США	570	478,6	-16
Fix Price	2 млрд долл. США	724,5	541	-25,3
«Совкомфлот»	550 млн долл. США	105	77,1	-26,6
СПБ «Биржа»	175 млн долл. США	1005,1	968,5	-3,6
CIAN	292 млн долл. США	1250,6	975,6	-22
«Ренессанс страхование»	250 млн долл. США	125	98	-21,6
EMC	500 млн долл. США	940	995,4	5,9

Источник: составлено автором на основе данных «Ведомостей», Мосбиржи. Создано с помощью Datawrapper

- он может быть достаточно ликвидным, но торговля происходит только с небольшим количеством акций, на которые приходится значительная часть общей рыночной капитализации;
- фондовые рынки могут быть крупными, ликвидными и неконцентрированными, но могут не быть связаны или даже не отражать результаты в реальном секторе, как, например, Чикагская опционная.

Следовательно, одного или двух индикаторов будет технически недостаточно, чтобы охватить все аспекты *развития* современного фондового рынка. В статье будут проанализированы основные показатели и факторы фондового рынка в России, Беларуси, Казахстане, Армении, Кыргызстане, которые оказывают наибольшее влияние на эффективность/неэффективность рынка Евразийского региона, включая объем торговли, ликвидность, размер капитализации, прозрачность и глобальные факторы.

По позиции фондового рынка Россия по фактору «Развитие финансового рынка» в 2017–2018 гг. занимала 107-е место в мировом рейтинге по данным Банка России. Капитализация российского рынка акций на конец 2018 г. была 576,1 млрд долл. США (минус 7,5 % к концу 2017 г.). Соотношение показателя капитализации и ВВП России в 2018 г. снизилось до 29 %, что привело к низкому числу эмитентов на бирже и низкой капитализации. Ликвидность акций Московской биржи в этот период резко снизилась. Увеличение количества частных инвесторов до 12 млн значительно повлияло на капитализацию российского оператора газа в 2020–2021 гг.

В АО «Казахстанская фондовая биржа» (KASE) в 2020 г. объем торгов на рынке ценных бумаг вырос на 49,0 % и составил 7,9 трлн тенге. По итогам 2020 г. значение индекса KASE выросло за год на 13,2 % — до 2675,58 пункта. Капитализация рынка акций выросла за 2020 г. на 10,6 % и составила 19,1 трлн тенге. В Центральном депозитарии было открыто 17 тыс. новых счетов физических лиц. Процедуру листинга прошли ценные бумаги 14 новых эмитентов:

- три — в секторе акций;
- девять — в секторе корпоративных облигаций;
- два — в секторе ценных бумаг инвестиционных фондов.

На 1 января 2021 г. на KASE обращались негосударственные ценные бумаги 477 наименований. Количество эмитентов — 191.

Среднее значение объема торгов для Казахстана в течение этого периода составило 24,93 % при минимуме в размере -62,67 % в 2006 г. и максимуме в размере 208,82 %

Таблица 2. Отчет «Газпром» АО, 2017–2022 гг.

Даты	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Цена акции «Газпром» АО, руб.	130,5	153,5	256,4	212,7	343,0	159,3
Число акций АО, млн	23 673	23 673	23 673	23 673	23 673	23 673
Free-float, %	46,0	46,0	46,0	49,8		
Капитализация, млрд руб.	3 089	3 634	6 070	5 034	8 120	3 771
EV, млрд руб.	5 487	6 649	9 238	8 906	10 990	6 640
Балансовая стоимость, млрд руб.	11 524	13 192	13 975	14 118	16 130	16 130
EPS, руб.	30,2	61,5	50,8	5,70	88,4	88,4
FCF/акцию, руб.	-9,25	-0,93	-2,81	16,7	45,7	45,7
BV/акцию, руб.	486,8	557,3	590,3	596,4	681,4	681,4
Рентабельность EBITDA, %	22,4	31,6	24,3	23,2	36,0	36,0
Чистая рентабельность, %	10,9	17,7	15,7	2,1	20,4	20,4
Доходность FCF, %	-7,1	-0,6	-1,1	7,9	13,3	28,7
ROE, %	6,1	10,9	8,5	0,9	12,9	12,9
ROA, %	3,9	7,0	5,5	0,6	7,7	7,7
P/E	4,32	2,50	5,05	37,3	3,88	1,80
P/S	0,47	0,44	0,79	0,80	0,79	0,37
P/BV	0,27	0,28	0,43	0,36	0,50	0,23
EV/EBITDA	3,74	2,56	4,97	6,08	2,98	1,80
Долг/EBITDA	1,63	1,16	1,70	2,64	0,78	0,78

Источник: составлено автором на основе данных «Ведомостей», Мосбиржи.

в 2003 г. Ниже представлена на рисунках 1 и 2 рыночная капитализация (также известная как рыночная стоимость) стран — членов ЕАЭС, США и Китая за период с 1998 по 2020 г.

Капитализация фондового рынка представляет собой произведение цены акции на количество акций в обращении (включая их несколько классов) для зарегистрированных на бирже отечественных компаний. Исключаются инвестиционные фонды, паевые фонды и компании, единственная бизнес-цель которых состоит в том, чтобы владеть акциями других зарегистрированных на бирже компаний. Данные, представленные на рисунках, представляют собой значения на конец года, конвертированные в доллары США с использованием соответствующих обменных курсов на конец года.

Рыночная капитализация широко используется в специальной литературе в качестве стабильной меры развития фондового рынка по двум причинам:

- во-первых, это показатель размера фондового рынка, который положительно коррелируется со способностью мобилизовать капитал и диверсифицировать риски;
- во-вторых, предполагается, что прошлые нераспределенные прибыли компаний и перспективы будущего роста распределяются таким образом, что более высокое отношение к ВВП может означать перспективы роста, а также развитие фондового рынка [3].

Основным недостатком этой меры является то, что довольно высокий коэффициент, обусловленный исключительно высокой оценкой стоимости только нескольких крупных компаний, практически не изменивших объем привлеченных средств или не изменив широту фондового рынка, может быть неверно истолкован как развитие фондового рынка [1].

Большое распространение для оценки развития рынка ценных бумаг в странах ЕАЭС имеет коэффициент отношения капитализации рынка к ВВП страны, как показано на рисунке 2. В 2006 г. рынки ценных бумаг РФ и Казахстана пережили шок от случившегося кризиса. Однако после 2014 г. уровень капи-

Рисунок 1. Капитализация фондового рынка США на фоне России, Казахстана, Беларуси, млрд долл. США

Источник: The World Bank

тализации биржевых титулов обеих стран стал прибавлять в росте, и капитализация фондовой биржи Казахстана значительно приблизилась к уровню рынка ЦБ России. Выросла также капитализация фондового рынка Беларуси.

Кроме вышеперечисленных индикаторов развития и роста рынка ценных бумаг, часто используется показатель оборачиваемости акции на вторичном рынке. Это один из распространенных способов оценить ликвидность обращаемых титулов. Данный индикатор

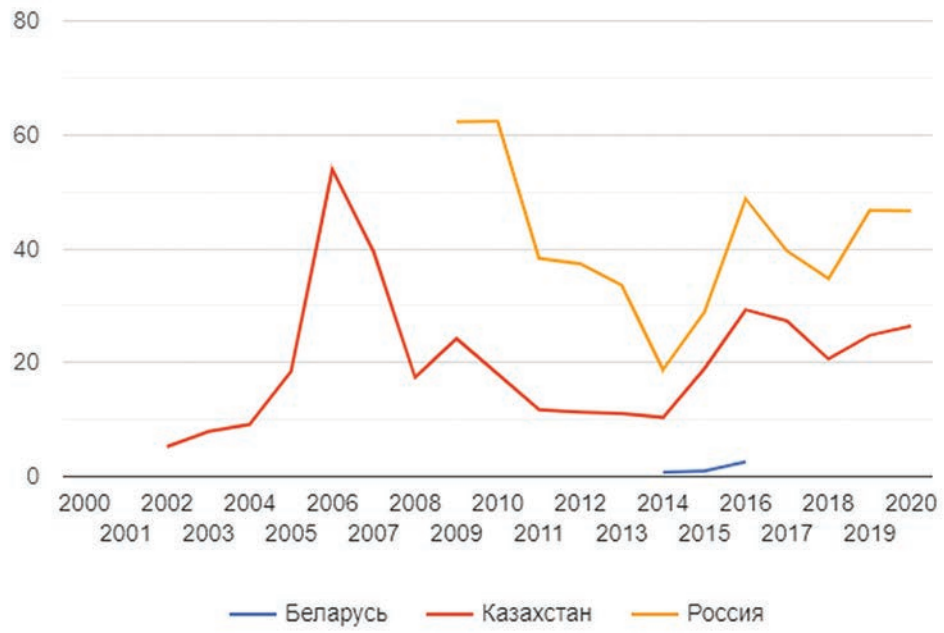


Рисунок 2. Капитализация фондового рынка России, Казахстана, Беларуси в % от ВВП

Источник: The World Bank

определяется путем деления оборота ценных бумаг за определенный период на количество бумаг в свободном обращении за тот же период. Количество бумаг в свободном обращении называется free-float. В свободном обращении находится не весь выпуск акций компаний. Часть ценных бумаг по закрытой подписке остается у владельцев предприятия и учредителей, другая часть еще до биржевых торгов приобретается институциональными инвесторами. Никто из них не торопится продать активы:

- владельцы через пакет акций контролируют компанию;
- институциональные инвесторы покупают бумаги в длинную.

Акции компаний, контролируемых государством, также не попадают на рынок. Московская биржа при расчете индексов исключает из free-float:

- акции, принадлежащие государственным учреждениям и компаниям;
- пакеты в ведении Госказначейства.

Единицей измерения среднего объема является количество акций в единицу времени, обычно за сессию. Операции оцениваются по акциям, облигациям, опционным контрактам, фьючерсным контрактам и товарам.

Оборот рассчитывается как отношение стоимости всех акций, сменивших своих владельцев за определенный период, к ВВП страны. На рисунке 3 показана динамика изменения объема торгов в странах ЕАЭС до 2022 г. Объем торгов обычно выше, когда цена ценной бумаги меняется. Новости о финансовом положении, продуктах или планах компании, как положительные, так и отрицательные, обычно приводят к временному увеличению объема торгов ее акциями.

Изменения в объеме торгов могут сделать наблюдаемые движения цен более значительными, как это происходило в период 2006–2008 гг. (рисунок 3). Более высокий объем торгуемых акций является показателем более высокой ликвидности на рынке. Для институциональных инвесторов, которые хотят продать большое количество акций определенной компании, более низкая ликвидность заставит их продавать акции медленно в течение более длительного периода времени, чтобы избежать потерь из-за проскальзывания. Профессионалы финансового рынка рассматривают данные объема торгов как один из основных индикаторов поведения рынка: падение объема торгов демонстрирует дисбаланс ликвидности. Колебание цены будет в этом случае незначительным: тренд находится в своей завершающей стадии, интерес биржевых игроков к такой бумаге или же контракту будет низким.

В Соединенных Штатах правило 144 Закона о ценных бумагах 1933 г. ограничивает по-

Рисунок 3. Объем торгов на фондовых рынках России, Казахстана, Беларуси, %

Источник: The World Federation of Exchanges

купку или продажу ценной бумаги на сумму, превышающую определенную долю ее среднего объема торгов, также известную как относительный объем. Таким образом, расчет объема торгов регулируется Комиссией по ценным бумагам SEC.

Использование различных индикаторов может дать более точное представление о развитии фондового рынка, поскольку это сложный иерархический институт и ни один из всех показателей или индикаторов не может охватить все аспекты его развития.

Ликвидность фондового рынка. Одним из важнейших аспектов развития фондового рынка является ликвидность. Ликвидные рынки обладают целым рядом преимуществ:

1) они делают фондовые активы более привлекательными для инвесторов, поскольку те могут легче совершать сделки с ними;
2) ликвидные рынки позволяют инвесторам быстро менять содержание собственного портфеля;
3) ликвидные рынки позволяют финансовым институтам иметь крупные несоответствия активов и пассивов;
4) позволяют компаниям иметь постоянный доступ к капиталу посредством эмиссии акций;
5) ликвидные фондовые рынки позволяют центральному банку использовать косвенные денежные инструменты и в целом способствуют более стабильному механизму трансмиссии денег [4];
6) с ликвидными рынками инвесторы не теряют доступ к своим сбережениям на время осуществления инвестиционного проекта, поскольку они могут легко, быстро и с минимальными затратами продать свою долю в компании [4].

Следовательно, более ликвидные рынки могут способствовать инвестированию в долгосрочные, потенциально более прибыльные проекты, улучшая тем самым распределение капитала и улучшая перспективы долгосрочного роста. Иными словами, чем более ликвиден фондовый рынок, тем больше объем сбережений, которые направляются по его каналам. Хотя экономисты выдвигают многие теоретические определения ликвидности, однако аналитики используют этот термин для обозначения возможности легко покупать и продавать на данной бирже ценные бумаги.

Существует пять аспектов ликвидности рынка. В статье расширен ряд аспектов при определении ликвидности рынка, который заключается в исследовании следующих характеристик рынка, описывающих ликвидность рынка с разных точек зрения, необходимых для получения достаточно полной картины. А. Кайл выделяет три свойства ликвидности рынка, которые в специальной литературе принято называть *аспектами (атрибутами) ликвидности:*

- *сжатость* расходов на проведение сделки *(tightness)*;
- *глубина* объема заявок *(depth)*;
- *упругость (resilience)* — скорость, с которой цены восстанавливаются до исходных уровней после флуктуаций, причиной которых является новая информация [5].

В данной статье предлагается добавить к имеющимся еще два атрибута:

- *мгновенность (immediacy)*;
- *широта (breadth)*.

Сжатость характеризует низкие операционные издержки, определяемые спредом между ценами покупки и продажи.

Мгновенность (immediacy) описывается скоростью, с которой ордера могут выполняться и рассчитываться, и, таким образом, отражает, помимо всего прочего, эффективность торговых, клиринговых и расчетных систем.

Глубина (depth) относится к наличию большого количества заказов, либо фактических, либо легко обнаруживаемых потенциальными покупателями и продавцами, как выше, так и ниже цены, по которой ценная бумага будет торговаться на рынке.

Ширина (breadth) означает количество пакетов заказов и их стоимость с минимальным влиянием на цены.

Устойчивость (resiliency, некоторые переводят как упругость) обычно обозначает скорость, с которой колебания цен, возникающие в результате торгов, затухают [4]. Комплекс всех атрибутов ликвидности будет количественно определять все затраты, связанные с биржевой торговлей, включая как временные затраты, так и неопределенность в поиске партнера и завершении сделки. Тем не менее ни одна из перечисленных мер не измеряет однозначно сжатость, мгновенность, глубину, широту и устойчивость.

Из-за трудностей, связанных с разработкой такого показателя, наиболее часто используемыми аналитиками показателями ликвидности являются отношение *(рыночная стоимость / ВВП)* и коэффициент оборачиваемости *(объем оборота ценных бумаг / ВВП)*.

Индикаторы, основанные на объеме продаж, наиболее важны при измерении ширины рынка, демонстрируя уровень насыщенности биржи количеством и качеством заказов в объеме с минимальным влиянием на цену трансакции.

1. *Коэффициент объема:* объем продаж / ВВП равняется общей стоимости акций, торгуемых на фондовом рынке, деленной на ВВП. Он показывает организованную торговлю акциями как процент от всего национального производства и, следовательно, должен положительно отражать ликвидность фондового рынка в масштабах всей национальной или мировой экономики.

2. *Коэффициент оборачиваемости.* Поскольку стоимости ценных бумаг компании можно дать несколько трактований, например, связав ее со стоимостью рассматриваемого объема рыночных продаж акций, то коэффициент оборачиваемости обычно используется в качестве второго показателя ликвидности. Коэффициент оборачиваемости равен стоимости всех торгуемых акций, деленной на рыночную капитализацию.

В некотором смысле коэффициент оборачиваемости как показатель ликвидности дополняет следующий индекс: торговую стоимость / ВВП. В то время как первое отражает рыночную торговлю относительно размера экономики, второе измеряет торговый оборот по сравнению с размером фондового рынка. Небольшой ликвидный рынок будет иметь высокий коэффициент оборачиваемости, но небольшой коэффициент объема: торгуемая стоимость / ВВП. Высокий коэффициент оборачиваемости часто используется как показатель низкой стоимости трансакции.

Однако некоторые аналитики справедливо усматривают в большом обороте хороший показатель спекулятивной активности на данном рынке. Как отмечалось ранее, величина оборота получается путем деления среднегодовой рыночной капитализации за один год на общую годовую торговую стоимость. Значение 100 % означает, что оба условия равны и что в среднем каждая акция переходила из рук в руки один раз в течение рассматриваемого года. Более высокий коэффициент оборачиваемости означает, что акции часто переходят из рук в руки, что может отражать тенденцию к спекуляции. Наконец, использование обоих индикаторов — торгуемой стоимости / ВВП и коэффициента оборачиваемости — может обеспечить более детальную и реальную картину ликвидности фондовых рынков, чем информация, предоставленная только одним из них.

Волатильность фондового рынка. Предполагается, что цены на акции служат сигналами для распределения ресурсов. Тем не менее чрезмерная волатильность может исказить «сигнальную» функцию фондовых рынков. Хотя в данной работе теоретически сложно определить четкий критерий для определения степени «избыточности» волатильности, многие аналитики утверждают, что меньшая волатильность отражает более активное развитие фондового рынка. Тем не менее определенная степень волатильности фондового рынка неизбежна, даже желательна, так как колебания цен на акции указывают на изменение цен по разным видам экономической деятельности, что позволяет инвестору лучше распределять ресурсы. Существуют значительные последствия, связанные с волатильностью фондового рынка, поскольку она влияет на стимулы для сбережений и инвестиций. Теоретически можно заключить при прочих равных условиях: чем более нестабильный фондовый рынок, тем больше сбережений будет оставаться на руках и, следовательно, тем меньше будет инвестиций.

Чрезмерная волатильность на фондовом рынке может привести к тому, что инвесторы будут требовать более высокую премию за риск, увеличивая стоимость капитала, что, в свою очередь, будет препятствовать вложению инвестиций и экономическому росту. Кроме того, эта волатильность может привести к переводу средств в менее рискованные активы, что, разумеется, приведет к тому, что компаниям придется платить больше за доступ к капиталу.

Волатильность на фондовом рынке может возникнуть в результате волатильности базовых активов, в частности, волатильности реального потока выпуска, чья текущая дисконтная стоимость, отражающая потенциальную цену акций, должна иметь значение. Возможно, более высокий коэффициент левереджа может побудить руководителей фирм, в том числе и государственных компаний, осуществлять более рискованные проекты, что они не стали бы делать в противном случае. Кроме того, неопределенность макроэкономической политики может также привести к волатильности фондового рынка, например, волатильность обменных курсов или волатильность уровня инфляции на примере фондовых рынков стран ЕАЭС в 2006 г. (рисунок 4). Волатильность фондового рынка

также может быть вызвана появлением любой новой непредвиденной информации политического характера, которая изменяет ожидаемую доходность акций: выборы руководства страны, заболевание владельца (Стив Джобс), смена главы ФРС (Алан Гринспен), санкции Запада против России и Беларуси, начало СВО.

Концентрация на фондовом рынке. Рыночная концентрация — относительная величина и означает количество предприятий, присутствующих на рынке. Это явление зачастую называется просто концентрацией. Фондовые рынки могут быть относительно большими по сравнению с их экономикой, но все равно резко концентрированными. То есть только несколько крупных компаний доминируют на данном рынке, как, например, в РФ или Казахстане. Следовательно, концентрацию рынка можно измерить, зная долю рыночной капитализации, приходящуюся на крупные компании на рынке. Концентрация отрицательно влияет на динамику развития рынка, поскольку она препятствует расширению рынка из-за концентрации капитала в сфере крупных компаний, ограничивая диапазон привлекательных инвестиционных возможностей, и, таким образом, отрицательно влияет на ликвидность рассматриваемого фондового рынка. Кроме того, фондовый рынок, представленный лишь несколькими крупными компаниями, может ослабить связь между ценами на акции неведущих компаний и/или их перспективами роста. То есть на цены акций в нелидирующих компаниях больше влияют рыночные колебания цен акций ведущих компаний, чем их собственные достижения и перспективы. Это искажает «сигнальную» функцию фондовых рынков. Концентрация на рынке также может стимулировать спекулятивную деятельность такого рынка, так как инвестиционные альтернативы сужены и возможности диверсификации портфеля ограниченны.

Фондовые рынки и хозяйственная деятельность. Связь между ценами на акции и реальной экономической деятельностью носит круговой характер. С одной стороны, цены на акции зависят от результатов деятельности компании и ее перспектив роста, следовательно, в той степени, в которой производительность компании улучшается, а норма прибыли увеличивается, цены на акции в свою очередь растут. С другой стороны, цены на акции должны отражать дисконтированную стоимость ожидаемых будущих дивидендов или ожидаемого будущего роста; с этой точки зрения цены на акции служат ведущим индикатором будущих изменений в реальной экономической деятельности. Как

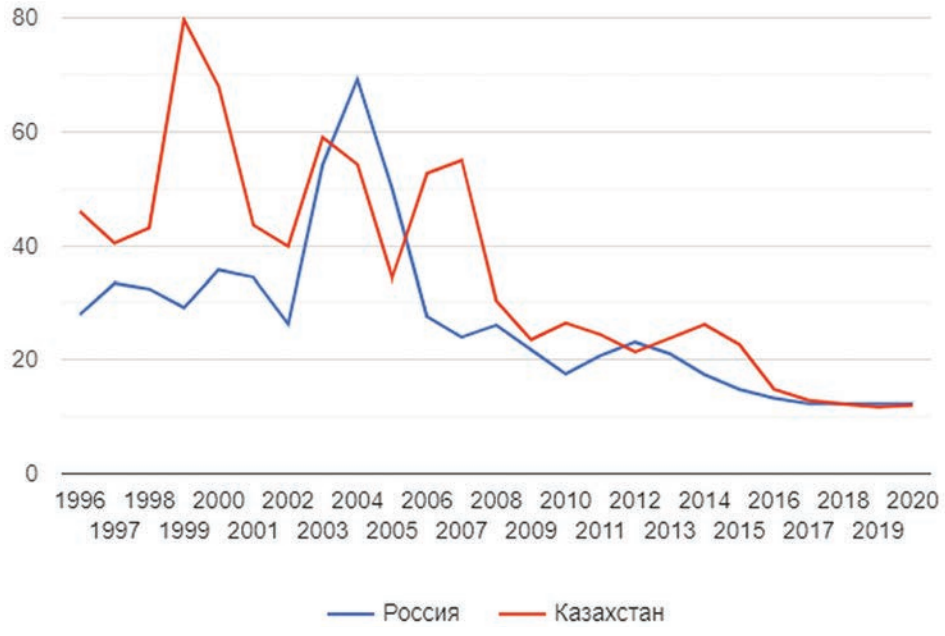


Рисунок 4. Волатильность индекса Московской биржи и Казахстана в % (вычисленная как средняя годовая волатильность)

Источник: Global Financial Development Database, Economic outlook around the world

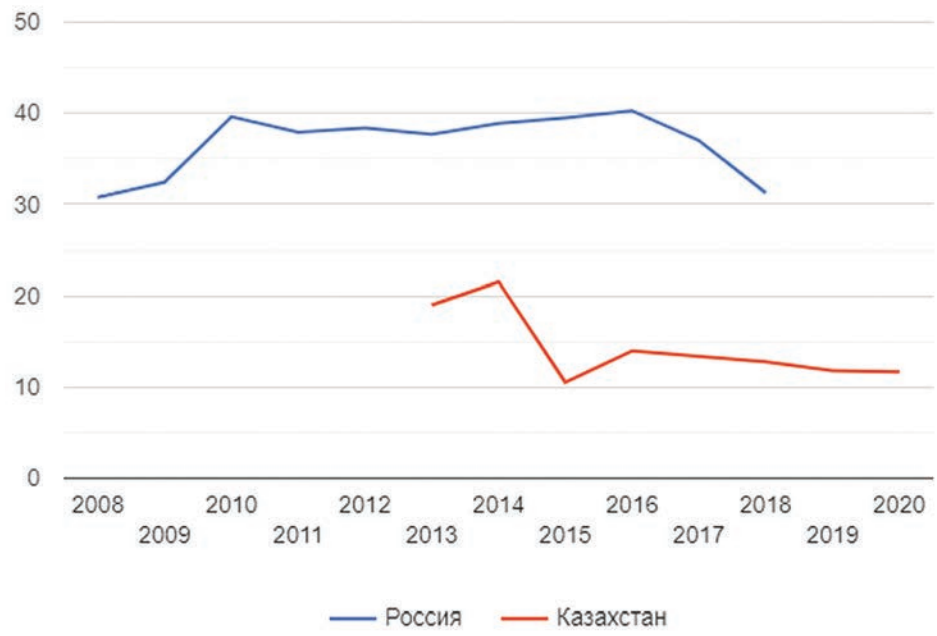


Рисунок 5. Капитализация фондовых рынков стран ЕАЭС без 10 топ-фирм, %

Источник: The World Federation of Exchanges, Всемирная федерация бирж

правило, существует три основных канала, по которым цены на акции могут влиять на экономический рост:

1) *эффект благосостояния:* при жизненном цикле и/или постоянном доходе более высокие цены на акции и увеличение благосостояния в ценных бумагах приводят инвесторов к увеличению их потребления. Это увеличение потребления будет более значительным в странах с большой базой владения акциями населением;

Рисунок 6. Объем торгов без 10 топ-фирм на фондовых рынках стран ЕАЭС, %

Источник: The World Federation of Exchanges

2) *стоимость капитала:* с ростом цен на акции стоимость нового капитала по сравнению с существующим капиталом уменьшается, все больше компаний становятся публичными и привлекают средства для инвестиций посредством IPO. Кроме того, хорошие результаты на фондовом рынке могут привлечь иностранный капитал, что позволит снизить процентные ставки (при прочих равных условиях);
3) *эффект доверия/ожидания:* высокоэффективный фондовый рынок может улучшить общие ожидания, стать аттрактором, что может дополнительно стимулировать экономический рост за счет увеличения инвестиций в рамках эффекта положительной обратной связи. Более того, цены на акции сигнализируют о более быстром росте компаний. Как следствие, возможный рост будущих реальных доходов физических лиц также может вызвать увеличение потребления. Хотя эти факторы/каналы трудно количественно оценить, важно точно оценить силу связи между фондовыми рынками и реальной экономической деятельностью.

Спрос на акции (у инвесторов) является пятым важным показателем фондового рынка, рассматриваемым в этой работе. Потенциальные акционеры/инвесторы имеют разные предпочтения в отношении комбинации «риск — доходность» в фондах, в которые они инвестируют: некоторые предпочитают комбинации с высоким риском и высокой доходностью, другие предпочитают низкий риск и низкий доход. В целом все эти инвесторы стоят перед трилеммой:

- во-первых, поскольку акционерный капитал является одной из наиболее рискованных инвестиционных альтернатив, акционеры неизменно ожидают более высокой прибыли;
- во-вторых, акционеры должны контролировать использование своих средств и требовать раскрытия информации, которая позволяет им убедиться, что руководство управляет фирмой таким образом, чтобы максимизировать отдачу от инвестиций;
- в-третьих, инвесторы всегда стремятся иметь возможность продать свои акции в любой момент. Тем не менее инвесторы готовы продолжительно держать акции с более высокой ожидаемой доходностью на ликвидном и информативном фондовом рынке.

С макроэкономической точки зрения существует ряд других факторов, которые значительно влияют на спрос на акции и, следовательно, на развитие фондовых рынков.

Экономический рост и уровень ВВП на душу населения имеют решающее значение на детерминанты развития фондового рынка. Более высокие темпы экономического роста позволяют большему количеству людей инвестировать в акции. Увеличение дохода на душу населения увеличивает способность человека сберегать или инвестировать. Тем не менее увеличение дохода на душу населения следует рассматривать с осторожностью, поскольку физические лица будут инвестировать только после удовлетворения своих основных потребностей. Иными словами, значительное увеличение дохода на душу населения, если оно будет реализовано с низкой первичной базы потребления, будет в значительной степени в первую очередь направлено на увеличение потребления и, таким образом, не приведет к значительному увеличению инвестиций, если оно вообще произойдет. Другими словами, важен не только рост ВВП на душу населения, но также (и, возможно, даже в большей степени) уровень ВВП на душу населения.

Увеличение индивидуального финансового благосостояния и позитивные экономические перспективы приводят к изменениям в привычках населения к сбережениям и инвестициям, а также в распределении рисков в поведении отдельных домохозяйств. В поисках более высокой доходности физические лица могут перейти от банковских вкладов к инвестициям в ценные бумаги.

Финансовая грамотность участников биржевых торгов. Проект Стратегии повышения финансовой грамотности в Российской Федерации был представлен на обсуждение в I квартале 2023 г. Такое решение приняла Межведомственная координационная комиссия (МКК) по реализации Стратегии на 2017–2023 гг. Даже после сильного шока люди довольно быстро смогли вернуться к рациональному финансовому поведению. Например, спрос на наличные увеличился в 2022 г. очень значительно, но затем быстро уменьшился, как только банки предложили ставки по депозитам, которые превышали инфляцию.

В целях поддержки населения Центральный банк расширил просветительскую и разъ-

яснительную работу по таким вопросам, как кредитные каникулы, валютный контроль, работа с платежными картами и многим другим. В результате в России удалось сохранить доверие населения к финансовой системе. В 2022 г. власти завершили интеграцию финансовой грамотности в общеобразовательные стандарты. Уроки финансовой грамотности уже охватили 20 млн учащихся школ, колледжей и университетов.

Согласно опросу, проведенному ИнФОМ, молодые люди демонстрируют самые высокие темпы роста финансовой грамотности, лучше понимают важность сбережений и диверсификации инвестиций, ответственно распоряжаются своими вкладами. Это краеугольный камень их будущего финансового благополучия и расширения класса частных инвесторов, в которых так нуждается сейчас российская экономика.

Выводы. В свете вышеизложенного можно определить развитый фондовый рынок как *достаточно большой и ликвидный рынок (относительно размера экономики страны), обладающий неконцентрированной рыночной капитализацией и демонстрирующий адекватную связь с показателями деятельности реального сектора экономики.*

Следует подчеркнуть, что предыдущий анализ не выделяет детально другие важные аспекты развития фондового рынка, а именно институциональные факторы. Тем не менее статусы институциональных и всех других факторов действительно отражены в пяти аспектах, которые были рассмотрены. Наконец, было бы целесообразно установить индекс развития фондового рынка, разработав средневзвешенное значение, учитывающее размер рынка, ликвидность, волатильность, связь с реальным сектором и концентрацию рынка. Тем не менее вес, который должен быть назначен для каждого отдельного фактора, может вызывать значительные дискуссионные споры.

Проведенный графический анализ демонстрирует низкую ликвидность всех трех фондовых бирж России, Казахстана, Беларуси по сравнению с рынком США. На основании представленных в работе графиков (рисунки 2 и 3) можно заключить, что казахстанский индекс имел относительно слабую связь с московским индексом до 2010 г. Финансовый кризис, затронувший оба индекса, привел к их высокой корреляции. Результаты корреляции отражаются в графическом анализе (рисунок 2). График волатильности на рисунке 4, демонстрирующий высокую корреляционную зависимость рынка ценных бумаг Казахстана и России, говорит о значительном влиянии мировых цен на нефть на капитализацию отечественных компаний.

Высокая концентрация на обоих фондовых рынках позволяет сделать заключение о высокой спекулятивной составляющей на этих рынках: небольшое количество котирующихся на бирже компаний будет стимулировать спекулятивную активность, поскольку ограниченное количество обращаемых на фондовой бирже акций считается «открытым приглашением» для спекулянтов.

Развитие ликвидности и повышение капитализации фондового рынка стран ЕАЭС требует обширной и разнообразной структуры инвесторов. Отсутствие диверсифицированной инвесторской базы и сильная зависимость от основных источников финансирования являются двумя важными детерминантами, обусловливающими ограниченность и недостаточную ликвидность евразийских фондовых рынков. База инвесторов должна быть диверсифицированной и состоять из институциональных инвесторов (например, паевых инвестиционных фондов, пенсионных фондов и страховых компаний) и других финансовых учреждений, занимающихся активами различного уровня риска и ориентированных на различные сектора экономики.

Эти институциональные инвесторы могут сыграть решающую роль в накоплении средств и их перенаправлении на фондовые рынки ЕАЭС. Институциональные инвесторы обычно являются крупнейшими инвесторами на фондовых рынках в развитых странах. Таким образом, для интеграции стран в новый Евразийский союз предстоит тщательно и подробно разработать согласованную финансовую политику, направленную на обеспечение соответствия и взаимодействия всех перечисленных в статье показателей.

Литература

1. Adelegan, O. Can Regional Cross-Listings Accelerate Stock Market Development? Empirical Evidence from Sub-Saharan Africa // IMF Working Paper. — № 08/281. — 46 p. — Posted: 18 Dec 2008.

2. Stoker, M. Optimizing Liquidity During Times of Stress [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.jpmorgan.com/solutions/treasury-payments/insights/optimizing-liquidity. — Дата доступа: 11.05.2023.

3. Raghuram, G.R., Luigi, Z. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century // Journal of Financial Economics. — Volume 69. — Issue 1. — July 2003. — P. 5–50.

4. Sarr, A., Lybek, T. Measuring Liquidity in Financial Markets // IMF Working Paper — № 02/232. — 64 p. — Posted: 15 Feb 2006.

5. Velming, S. Impact of Liquidity Management on Profitability. Master Thesis. 2009 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:282882/FULLTEXT01.pdfImpact. — Дата доступа: 11.05.2023.

Влияние внешних шоков на национальные фондовые рынки в условиях финансовой глобализации

Румянцева Оксана Игоревна,
доктор экономических наук, доцент,
Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

Кузьменко Галина Семеновна,
кандидат экономических наук, доцент,
Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

Чжао Линьюнь,
аспирант, Белорусский государственный
экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассмотрено влияние на фондовые рынки развитых и развивающихся стран наиболее сильных внешних шоков последних лет — пандемии COVID-19 и санкционной политики в отношении РФ. Показано, что денежно-кредитная и бюджетная политика наиболее развитых стран, направленная на преодоление последствий этих шоков, в условиях международной финансовой интеграции способствует углублению глобальных дисбалансов в финансовой сфере, усиливает волатильность развивающихся фондовых рынков и риски на них. Выделены особенности организации и регулирования фондового рынка КНР, рассмотрено влияние на его функционирование внешних шоков и проводимой антикризисной политики.

The article considers the impact on the stock markets of developed and developing countries of the most severe external shocks of recent years — the COVID-19 pandemic and the sanctions policy against the Russian Federation. It is shown that the monetary and fiscal policy of the most developed countries, aimed at overcoming the consequences of these shocks, in the context of international financial integration contributes to the deepening of global imbalances in the financial sector, increases the volatility of emerging stock markets and risks to them. The features of the organization and regulation of the PRC stock market are highlighted, the impact on its functioning of external shocks and the ongoing anti-crisis policy is considered.

Глобальные интеграционные процессы в финансовой сфере оказывают значительное влияние на функционирование национальных финансовых рынков, особенно фондовых, однако результаты этого влияния различаются в зависимости от уровня экономического развития страны. Позитивное воздействие либерализации движения капитала наиболее заметно на финансовых рынках ведущих стран мира, имеющих хорошо развитую институциональную структуру. Преимущества от финансовой глобализации меньше, а негативные последствия больше в развивающихся странах, где еще не сформировалась необходимая финансовая инфраструктура, отсутствуют эффективные регулирующие механизмы снижения внешних рисков, а финансовые рынки функционируют с существенными ограничениями. Согласно результатам исследований МВФ, в государствах, где финансовый рынок

хорошо развит, либерализация трансграничного движения капитала приводит к дополнительному росту ВВП (примерно на 3,5 % в течение пяти лет), в то время как в странах с недостаточно развитым внутренним финансовым рынком темпы роста ВВП снижаются. Кроме того, влияние финансовой глобализации зависит от того, насколько в той или иной стране высок уровень финансовой инклюзии (доли населения, имеющего доступ к финансовым услугам).

Таким образом, интеграционные процессы в финансовой сфере, наряду с позитивным воздействием на экономическое развитие, способствуют углублению дисбалансов на мировом финансовом рынке и усилению экономического неравенства между развитыми и развивающимися странами. Глобальные дисбалансы образуются в результате ограниченного доступа развивающихся стран к международной ликвидности (в отличие от стран — эмитентов резервных валют), разницы в ставках доходности финансовых активов из-за различий темпов инфляции и т.п. Негативное воздействие значительно сильнее проявляется в государствах с низким уровнем финансовой инклюзии, поскольку из-за неравного доступа к финансовым услугам на внутреннем рынке притоки иностранного капитала повышают доступность финансовых ресурсов в основном только для тех, кто и так активно ими пользовался. Кроме того, снятие ограничений на трансграничное движение капитала в развивающихся странах, т.е. открытие их внутренних финансовых рынков, может послужить дополнительным фактором волатильности этих рынков и спровоцировать кризисы. Так, начиная с 1980 г. более чем в 50 развивающихся экономиках было отмечено 150 случаев резкого притока капитала, и примерно в 20 % случаев за этим следовали кризисы [4].

Помимо значительного возрастания рисков в международной финансовой системе, финансовая глобализация создала ряд новых проблем. В частности, локальные кризисы, зарождающиеся на тех или иных финансовых рынках, стали чаще приобретать глобальный характер. Наиболее яркий пример — мировой финансовый кризис 2008 г., который первоначально развивался как ипотечный кризис на фондовом рынке США. Возникло такое новое явление, как цепная реакция кризисных процессов на национальных финансовых рынках (феномен «инфекционности» кризисов), когда кризис в одной стране (или группе стран) распространяется на финансовые рынки большинства стран мира, провоцируя развитие системного риска во всей глобальной финансовой системе. При этом риски резкого оттока капитала могут оказаться критичными для малых развивающихся стран и стран с низким уровнем дохода [8]. Опасность оттока капитала для развивающихся стран со слабо развитыми фондовыми и валютными рынками заключается в том, что усиление волатильности этих рынков стимулирует инвесторов с ограниченным портфелем продавать активы в национальной валюте. Если к тому же страна имеет большой уровень задолженности в иностранной валюте, отток капитала может создать системные риски для финансовой стабильности.

Следует отметить, что до кризиса 2008 г. развитие интеграционных процессов на региональном и мировом уровнях, несмотря на отдельные кризисные явления (азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг., крах акций доткомов и т.д.), в целом позитивно влияло на динамику макроэкономических показателей, в том числе в финансовой сфере. В предкризисный период центральные банки развитых стран проводили в основном мягкую, экспансионистскую денежно-кредитную политику, основываясь на точке зрения, что в сложившихся условиях острые финансовые кризисы либо невозможны, либо могут возникать только в странах с формирующимися рынками в силу значительной волатильности последних. Вместе с тем отдельные экономисты выступали с предупреждениями, что избыточная денежная эмиссия в развитых странах может привести к возникновению финансовых пузырей на их фондовых рынках и развитию серьезных кризисных процессов.

Последовавший кризис на финансовом рынке США, который быстро превратился в мировой финансовый кризис, потребовал чрезвычайных мер по поддержанию финансовой стабильности и ликвидности участников финансовых рынков в развитых и развивающихся странах. Принятые монетарными регуляторами антикризисные меры включали, как известно, использование не только традиционных, но и нетрадиционных, новых инструментов в рамках проводимой ими сверхмягкой денежно-кредитной политики, таких как масштабный выкуп финансовых активов (количественное смягчение), ослабление требований к финансовым институтам и др. Процентные ставки в развитых странах поддерживались на чрезвычайно низком уровне или даже вво-

дились отрицательные процентные ставки по депозитам. Не менее мягкой была и налогово-бюджетная политика многих правительств, допускавших дефицит бюджета свыше 10 % ВВП (например, в США, Великобритании, Японии и т.д.) [6, с. 16].

В условиях финансовой глобализации денежно-кредитная и бюджетная политика развитых стран влияет не только на их внутренние финансовые рынки (объемы ликвидности, процентные ставки и т.п.), но и на финансовые рынки других стран, в том числе фондовые. Рассмотрим характер этого влияния подробнее.

Несмотря на чрезвычайно мягкую денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику, темпы инфляции в развитых странах оставались очень низкими вследствие переноса инфляции на другие страны, в первую очередь развивающиеся. В целом по группе развитых стран с 2000 по 2020 г. темпы инфляции находились в основном в диапазоне 0,5–2 %. Исключение составил 2007 г. — 3,1 %, но уже в кризисном 2008 г. темпы инфляции составили всего 1,5 %. В США, несмотря на огромный рост активов ФРС, темпы инфляции за рассматриваемый период не только не выросли, но и значительно снизились — с 2,9 % в 2007 г. (в 2008 г. — 3,8 %) до 1,2 % в 2020 г. [10].

Однако программы количественного смягчения развитых стран несут значительные риски для развивающихся стран. Масштабная денежная эмиссия в ведущих экономиках приводит к образованию в них избыточный ликвидности и стимулирует тем самым приток спекулятивного капитала на финансовые рынки развивающихся стран, где обращаются финансовые активы с более высокой доходностью. Например, около 40 % прироста денежной массы в США в период количественного смягчения в 2008–2009 гг. превратилось в отток капитала. Резкий рост объемов международного спекулятивного капитала на фондовых рынках развивающихся стран провоцирует образование на них финансовых пузырей, повышение волатильности курсов их национальных валют, формирование избыточного долгового бремени национальных компаний, усиление инфляционного давления, а также может вызвать масштабные финансовые потрясения при резком оттоке капитала иностранных инвесторов.

Несмотря на то что политика количественного смягчения в США декларировалась как экстраординарная, временная мера и должна была завершиться к 2015 г., она продолжала осуществляться не только ФРС, но и центральными банками других ведущих экономик вплоть до 2022 г. Более того, в целях борьбы с пандемией COVID-19 и ее последствиями, а также с последствиями введения санкций в связи со специальной военной операцией России в Украине масштабы количественного смягчения в 2020–2021 гг. в развитых странах были резко увеличены. По оценкам, только за 2020 г. центральные банки ведущих стран мира эмитировали денежные средства в размере примерно 10 трлн долл. США, причем около 8 трлн из этой суммы эмитировали ФРС США и ЕЦБ. Приблизительно такие же объемы эмиссии были произведены центральными банками развитых стран за 12 лет — с 2008 по 2020 г. За последние 14 лет ФРС, ЕЦБ, Банк Англии и Банк Японии предоставили банкам в общей сложности 25 трлн долл. США путем покупки облигаций в рамках программы количественного смягчения, а также покупки сомнительных активов — таких как ценные бумаги, обеспеченные ипотекой [7].

В 2021–2022 гг. накопленные в результате сверхмягкой монетарной политики объемы ликвидности в сочетании с внешними шоками (пандемией и санкционной политикой) привели к значительному росту инфляции не только в развивающихся, но и в развитых странах. В 2021 г. темпы инфляции группы развитых стран составили 5,2 % по сравнению с 0,5 % в 2020 г. (и планируемым показателем 2 % в США и ЕС), а в 2022 г. достигли 7,3 %, чего не было с 1983 г. [10]. При этом уровень инфляции находится на многолетних максимумах практически во всех развитых странах. Огромные объемы финансирования, попадая сначала на финансовые рынки развитых стран, стимулируют развитие инфляции сначала в этих странах, а затем, учитывая масштаб их экономик и уровень глобальной интеграции, — в менее развитых странах. В группе развивающихся стран и стран с формирующимися рынками темпы инфляции увеличились с 4,7 % в 2020 г. до 10,1 % в 2022 г. [10].

Последствия проводимой в развитых странах антикризисной монетарной политики и внешних шоков 2020-х гг. оказали значительное влияние на национальные фондовые рынки.

Пандемия COVID-19 привела к наиболее сильным в последние десятилетия потрясениям на фондовых рынках (падению курсов ак-

ций в большинстве стран мира, увеличению спредов доходностей по облигациям и т.п.). Однако во многом благодаря оперативно принятым развитыми странами мерам денежно-кредитной политики конъюнктура фондовых рынков начала стабилизироваться уже начиная с апреля 2020 г., и в целом реакция фондовых рынков на пандемию оказалась более мягкой в сравнении с последствиями для экономики (сокращение объемов производства, рост безработицы и т.п.). Однако в результате предпринятого масштабного смягчения монетарной политики пандемия привела к увеличению разрыва между финансовой сферой и реальной экономикой в развитых странах, то есть между котировками фондовых инструментов и экономическим положением предприятий сферы производства и сферы услуг, а также домохозяйств.

В США, в частности, в 2020 г. наблюдался резкий рост основных фондовых индексов (продолжавшийся до января 2022 г.). Например, уже летом 2020 г. рынок акций США рос высокими темпами, индекс S&P 500, учитывающий капитализацию 500 крупнейших американских компаний, почти вернулся к докризисным показателям. Только за три месяца он увеличился на 40 %. Причем это происходило на фоне обвала экономики (в 2020 г. ВВП США снизился на 3 %), падения прибылей и волны банкротств. Рост индексов на американском фондовом рынке обеспечивался главным образом действиями ФРС — снижением ключевой ставки (в марте 2020 г. — до диапазона 0–0,25 %) и запуском программы скупки государственных облигаций и ипотечных ценных бумаг. Причем было заявлено, что американский регулятор готов скупать активы в неограниченном количестве, включая высокодоходные корпоративные облигации, то есть ценные бумаги с высоким риском дефолта. По мнению многих экспертов, предоставленная ФРС избыточная ликвидность в итоге формирует очередной пузырь на рынке акций, поскольку рост котировок лишен всяких оснований. В результате установилось наихудшее в последние десятилетия соотношение риска и доходности на американском рынке акций.

Данные тенденции характерны также для фондовых рынков развитых стран Европы и Японии.

Серьезный ущерб пандемия COVID-19 и вызванные ею последствия нанесли также развивающимся странам, в том числе крупнейшим экономикам. Однако, в отличие от развитых стран, центральные банки развивающихся стран в период пандемии оказывали практически на порядок меньшие объемы прямой помощи экономике. Предпринятые меры были нацелены на предупреждение кризиса ликвидности на финансовых рынках и обеспечение финансовой стабильности, но количественное смягчение (программы скупки активов) шире использовалось и давало больший эффект в странах с уровнем дохода выше среднего, поскольку рынки капиталов в них более развиты и финансовый сектор по своей организации больше соответствует современным требованиям.

Наряду с пандемией сильнейшим внешним шоком для национальных экономик и финансовых рынков являются санкции, вводимые против России с 2014 г. (по причине ее политической позиции касательно украинского кризиса) и особенно после начала специальной военной операции в Украине. Ни одна экономика за последнее столетие, по масштабам сопоставимая с российской, еще не подвергалась такому масштабному и интенсивному санкционному давлению. Поскольку мировая экономика в настоящее время интегрирована в гораздо большей степени, а доля торговли в мировом производстве намного выше, чем в XX веке, санкции, вводимые против России, имеют глобальный экономический эффект, намного превосходящий все, что наблюдалось раньше.

Ужесточающаяся санкционная политика в отношении России оказывает негативное влияние не только на ее экономику и финансовую систему, но и на экономики и финансовые системы развитых стран — инициаторов санкций, а также на остальные страны мира, в том числе за счет вторичных эффектов санкций. Дальнейшие шоки цен на энергоносители и продовольствие могут поддерживать высокий уровень инфляции в развитых странах и в целом в мировом хозяйстве в течение достаточно продолжительного периода, а также спровоцировать развитие нового мирового экономического и финансового кризиса.

Последствия пандемии и санкционной политики оказали более сильное влияние на развивающиеся фондовые рынки, чем на фондовые рынки развитых стран. Это обусловлено следующими причинами. Во-первых, развивающиеся фондовые рынки характеризуются слабыми институциональными условиями (так называемыми институциональными пустотами) в отношении систем регулирования, механизмов обеспечения выполнения

обязательств и т.п. Во-вторых, они обладают меньшей емкостью, имеют более низкую ликвидность и большую асимметрию информации, чем развитые рынки, поэтому любое неожиданное глобальное воздействие значительно увеличивает неопределенность на этих рынках и усиливает риски. В связи с этими особенностями развивающиеся фондовые рынки в гораздо большей степени уязвимы по отношению к внешним рискам и предоставляют правительствам и центральным банкам меньшие возможности для осуществления эффективной антикризисной монетарной и бюджетной политики.

В целом меры, принятые развитыми и развивающимися странами для борьбы с пандемией, позволили частично смягчить ее экономические и социальные последствия, однако их результатом также стало усиление ряда факторов риска, включая чрезмерно высокий уровень государственной задолженности и нарастание финансовой нестабильности. Накопление государственного долга в сочетании с развитием инфляционных процессов оказывает заметное влияние на функционирование рынков государственных ценных бумаг в развитых и развивающихся странах.

Самое большое годовое увеличение задолженности за последние 70 лет в целом в мировом хозяйстве произошло в 2020 г. в связи с необходимостью борьбы с пандемией. За этот год, по данным МВФ, объем мирового долга увеличился на 28 п. п. (до 226 трлн долл. США) и составил 256 % к мировому ВВП. При этом более половины данного увеличения пришлось на государственные заимствования — мировой государственный долг возрос до 99 % к ВВП. В настоящее время на долю государственного долга приходится почти 40 % совокупного мирового долга, это самый высокий показатель с середины 1960-х гг. [11]. По данным 2022 г. большая часть совокупного мирового долга по-прежнему приходится на развитые экономики (более 207 трлн долл. США), тогда как на развивающиеся страны — только 99 трлн долл., хотя темпы прироста задолженности последних были выше, чем у развитых стран.

До пандемии 2020 г. процентные ставки в мире были низкими на фоне рекордных бюджетных дефицитов и роста государственных долгов. Развитые страны считали, что можно наращивать дефицит государственного бюджета и накапливать обязательства без негативных последствий для рынка государственных облигаций. В частности, США — страна с федеральной задолженностью свыше 30 трлн долл. и фондовым рынком, обладающим огромной емкостью, — в условиях почти нулевых процентных ставок не испытывали серьезных финансовых напряжений при обслуживании долга. Ужесточение монетарной политики и повышение процентных ставок в США и ЕС в 2022 г. повлекло за собой увеличение стоимости заимствования. Темпы роста доходности государственных бондов США являются рекордными за последние четыре десятилетия, в 2022 г. процентные ставки по шестимесячным казначейским ценным бумагам превышали 4 % (в 2021 г. — немного выше нуля), по долгосрочным (10 лет и более) составили 3,7–4 % (в 2021 г. — 1,5–2 %). При этом повышение процентной ставки на 1 п. п. увеличивает расходы на обслуживание долга на 400 млрд долл. в год. На обслуживание долга США требуется теперь 1,06 трлн долл. в год, причем процентные ставки продолжают расти. Меняются также настроения инвесторов в развитых странах. Например, попытки Великобритании в сентябре 2022 г. увеличить выпуск государственных долговых обязательств привели к дестабилизации фондового рынка и риску дефолта пенсионных фондов, а цена долгосрочных государственных обязательств снизилась на 50 % [9].

Усиливается давление и на стоимость заимствования для развивающихся стран. С середины 2022 г. в связи с развитием инфляции в результате последствий пандемии, а также ужесточением денежно-кредитной и санкционной политики развитых стран большинство центральных банков развивающихся стран были вынуждены резко увеличить ключевые ставки, притом что уровень процентных ставок во многих из них был и до этого гораздо выше, чем в развитых странах. Так, например, в декабре 2022 г. процентные ставки в Бразилии достигли 13,75 %, в Египте — 13,25 %, в Мексике — 10,5 %, в Турции — 9,0 % [5]. В странах, которые размещали займы по большей части среди резидентов (в Бразилии, Индии, Южной Африке и др.), фондовый рынок менее подвержен риску оттока капитала вследствие внешних шоков. В странах, привлекавших займы в долларах, внешние риски возрастают, поскольку при повышении доходности облигаций США (более надежного заемщика) они вынуждены тоже повышать процентные ставки по своим ценным бумагам, чтобы предотвратить отток капитала.

Процентные ставки повышаются также и по корпоративным облигациям, что не только увеличивает стоимость заимствований для экономических субъектов, но и резко усиливает риск кризиса рефинансирования, поскольку многие компании уже не смогут привлечь новые займы, чтобы рассчитаться по предыдущим. По оценкам МВФ, в случае экономического кризиса в крупных экономиках произойдет дефолт почти 40 % корпоративного долга. Долгосрочные финансовые риски вследствие вызванного пандемией роста задолженности с большей вероятностью будут возникать в развивающихся странах и особенно в странах с низким уровнем дохода, где государственный и частный сектор имеет гораздо меньше возможностей для обслуживания задолженности по сравнению с развитыми странами и где экономическая ситуация во многих случаях была проблемной еще до пандемии.

Проводимая до 2022 г. развитыми странами сверхмягкая монетарная политика привела к дисбалансам также и на рынках акций.

Поддерживая сверхнизкие и даже отрицательные ставки по депозитам, центральные банки развитых стран тем самым вынуждали инвесторов вкладывать денежные средства во все более рискованные проекты в надежде стимулировать экономический рост. Однако на практике значительная часть этих средств, в частности, в США, поступала так называемым «компаниям-зомби», которые не получают собственных доходов и погашают свои долги в основном путем привлечения новых кредитов и займов.

Если во время кризиса 2008 г. первопричиной проблем на американском финансовом рынке являлись невозвратные ипотечные кредиты, то в настоящее время в качестве безнадежных должников выступают уже не неплатежеспособные граждане США, а компании (иногда очень крупные) с многочисленными активами, но отсутствующей прибылью и большой задолженностью. Получив многомиллиардные кредиты, они использовали полученные средства не для инвестирования в реальное производство или развитие новых технологий, а в основном на фондовом рынке — для увеличения стоимости своих акций (проведения операций по обратному выкупу акций, получивших название «максимизация акционерной стоимости») [3]. С начала смягчения денежно-кредитной политики в США, с 2008 по 2020 г., в такие выкупы акций было инвестировано около 5 трлн долл., что привело к серьезному изменению конъюнктуры фондового рынка. Капитализация многих компаний, которые никогда не приносили прибыли, была многократно завышена. Значительная часть таких компаний, по оценкам экспертов, вообще не осуществляет никакой деятельности, а только обещает доходы инвесторам и выпускает пресс-релизы. Таким образом, в США сформирован финансовый пузырь на рынке корпоративных ценных бумаг, который может лопнуть при любом намеке на неблагоприятное изменение конъюнктуры и спровоцировать кризис глобального характера.

В гораздо меньшей степени, чем в остальных крупнейших развивающихся экономиках, внешние шоки 2020-х гг. повлияли на фондовый рынок в КНР, что обусловлено спецификой его организации.

Китайский фондовый рынок является вторым крупнейшим в мире после фондового рынка США, причем в последние годы темпы его роста намного превышают общемировые, а капитализация в 2022 г. составила 18,7 трлн долл. США [1]. В стране функционируют три фондовые биржи[1], каждая из которых входит в десятку крупнейших бирж мира. Вместе с тем китайский фондовый рынок в значительной степени обособлен от глобального фондового рынка, движение капитала как в страну, так и из нее контролируется и регулируется государством.

Две биржи (Шанхайская и Шэньчжэньская) являются, по сути, изолированными площадками, куда редко допускаются нерезиденты, приток иностранного капитала ограничен, а расчеты ведутся в юанях. Основными участниками торгов выступают индивидуальные инвесторы[2]. Гонконгская биржа, напротив, открыта для зарубежных инвесторов, у нее другая законодательная база и регулятор, а уровень регулирования и стандарты корпоративной отчетности приближены к требованиям ведущих мировых бирж. Расчеты ведутся в гонконгских долларах. На этой площадке нерезидентам предоставляется доступ даже к участию в IPO китайских компаний (правда, зарегистрированных в офшорных юрисдикциях), а по программе stock connect можно покупать акции китайских

[1] В 2021 г. была основана Пекинская фондовая биржа, деятельность которой ориентирована на инновационные и быстрорастущие малые и средние компании.

[2] На китайском фондовом рынке в качестве участников выступают главным образом миллионы частных лиц, подавляющее большинство которых при этом не обладает необходимыми финансовыми знаниями.

компаний, торгующихся на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах. Однако данная программа не дает полного доступа к китайскому фондовому рынку, кроме того, существует еще целый ряд ограничений для иностранных инвесторов. В связи с этим доля нерезидентов на китайском рынке очень мала: по данным Goldman Sachs, в 2022 г. она составляла всего 4,5 % от всей его капитализации. Таким образом, функционирование китайского фондового рынка мало подвержено влиянию трансграничного движения капитала и демонстрирует зависимость главным образом от развития национальной экономики.

Еще одной характерной чертой фондового рынка КНР является высокая степень контроля со стороны государства. Правительство может регулировать стоимость первичного размещения акций, устанавливать лимиты на долю акций компаний, принадлежащих иностранным инвесторам, и т.д. Поскольку государство контролирует потоки капитала не только в страну, но и из страны, китайские компании, которые хотят торговать на внешних рынках, должны получить соответствующие лицензии. Лицензирование является инструментом регулирования, например, после кризиса на китайском фондовом рынке в 2015 г. регулятор прекратил выдавать лицензии (вплоть до 2018 г.) и ограничил таким образом вывод капитала из страны.

Следствием применяемых ограничений является высокая волатильность рынка акций, предназначенных для внутренних инвесторов. В качестве причин резких колебаний конъюнктуры китайского фондового рынка можно выделить, во-первых, специфику состава его участников — на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах 70 % оборота акций приходится на индивидуальных инвесторов, которые часто не могут правильно оценить риски и быстрее поддаются панике, тогда как крупные инвесторы разрабатывают рыночные стратегии и характеризуются более высокой толерантностью к риску. На Гонконгской бирже оборот акций, приходящихся на индивидуальных инвесторов, составляет только 20 %. Во-вторых, волатильности способствуют неразвитость рыночных механизмов функционирования китайских бирж, в частности, так называемых автоматических выключателей, которые останавливают торги в случае снижения котировок ниже порогового значения.

Таким образом, спецификой функционирования фондового рынка КНР является его по большей части закрытость от внешних шоков и зависимость главным образом от развития экономических процессов в национальном хозяйстве, а также жесткое государственное регулирование. Динамика его конъюнктуры, включая ее резкие изменения, обусловлена в основном внутренними факторами.

Опосредованное же влияние внешних шоков на фондовый рынок КНР (через воздействие на экономику) в 2020-х гг. было ослаблено в результате начавшейся реализации стратегического плана развития, включающего ослабление зависимости от инвестиций и экспорта и переориентацию на внутреннее потребление, а также смягчение проводимой денежно-кредитной политики. Хотя смягчение было не таким значительным, как в ведущих развитых странах, тем не менее предоставленные экономике для поддержания экономического роста объемы финансирования росли беспрецедентными для данной страны темпами. Только в 2020 г. кредитная эмиссия в целом (включая теневые банковские продукты), осуществлявшаяся в рамках борьбы с последствиями пандемии, превысила 4 трлн долл. и составила около 30 % ВВП, что является беспрецедентным для страны. В 2021 г. Народный банк Китая опять смягчил монетарную политику, чтобы стимулировать замедляющуюся экономику. Однако темпы инфляции в стране остаются низкими, в 2020 г. они составили 2,5 %, в 2021 г. — 0,9 %, в 2022 г. — 1,9 % в годовом исчислении [10]. В результате принятых мер, когда в большинстве стран мира произошло снижение реального ВВП (несмотря на значительные объемы прямой монетарной помощи экономике со стороны центральных банков), в Китае в 2020 г. он увеличился на 2,2 %, в 2021 г. рост составил 8,4 %, в 2022 г. — 3,0 % [12].

Опираясь на рост экономики, китайский фондовый рынок до февраля 2021 г. развивался достаточно высокими темпами. Однако в 2022 г. экономический рост в стране начал существенно замедляться под влиянием как внешних, так и внутренних факторов. Значительное воздействие на экономику оказывает в том числе развитие негативных процессов в финансовой сфере, в частности, рост кредитной задолженности. По данным МВФ, в 2020 г. соотношение непогашенных обязательств КНР к ВВП составило 255 % (общий объем задолженности превышает 20 трлн долл.), а в 2022 г. это соотношение увеличилось еще на 40 %. При этом общий внешний долг страны вырос с 68,1 % к ВВП в 2020 г. до 76,9 % в 2022 г. [2]. Внутренняя задол-

женность увеличивалась гораздо более высокими темпами, и в настоящее время корпоративный долг КНР является самым большим в мире. По данным Банка международных расчетов, общий объем кредитов нефинансовому сектору страны к середине 2022 г. превысил 52 трлн долл., что составляет 295 % ВВП страны (для сравнения: в США — 263,5 %, в Великобритании — 257 %, в Германии — 195 %).

В значительной степени рост внутреннего долга Китая был обусловлен необходимостью борьбы с последствиями пандемии COVID-19. Однако в 2021 г. власти отказались от государственной поддержки бизнеса и ввели новые правила антимонопольного регулирования высокотехнологичных компаний. Наряду с угрозой делистинга китайских ценных бумаг на американских биржах из-за обострения конфронтации между странами это привело к существенному падению котировок акций многих китайских компаний. Капитализация китайского индекса iShares MSCI China в 2021 г. снизилась более чем на 22 %.

Помимо пандемии, влияние на экономику и, соответственно, фондовый рынок Китая оказывают военная операция РФ в Украине и последовавшая антироссийская санкционная политика, а также масштабные санкции и ограничения, введенные с 2018 г. развитыми странами (в первую очередь США) непосредственно против КНР. Уже в феврале 2022 г. иностранные инвесторы уменьшили вложения в китайские ценные бумаги на сумму свыше 30 млрд долл., т.е. отток капитала из страны по объему превысил отток в марте 2020 г., вызванный началом пандемии. В марте 2022 г. отток капитала продолжился в том числе на фоне новой волны COVID-19 в стране. Это коснулось не только Гонконгской биржи, но и остальных бирж через программу stock connect. В результате за три недели 2022 г. фондовый рынок страны потерял примерно треть своей капитализации, что составляет почти 3 трлн долл. Однако падение индексов носило краткосрочный характер, поскольку не подтвердились опасения инвесторов, что жесткие антироссийские санкции могут затронуть и экономику Китая.

Несмотря на негативные процессы в финансовой сфере и высокую степень волатильности[1], капитализация фондового рынка Китая растет значительными темпами. В 2023 г. страна стала лидером на мировом рынке IPO, китайские компании привлекли на национальном фондовом рынке в пять раз больший объем инвестиций, чем компании в США. Этому способствовали отмена ограничений в связи с пандемией и новый упрощенный режим листинга на Шанхайской и Шэньчжэньской биржах. Однако особенности организации и функционирования фондового рынка страны обусловливают существенные риски его развития даже в условиях обособления, смягчающего воздействие внешних шоков.

Таким образом, в современных условиях влияние международной финансовой интеграции на функционирование национальных финансовых рынков, в том числе фондовых, наряду с позитивными последствиями способствует образованию глобальных дисбалансов в финансовой сфере. Дисбалансы углубляются вследствие неравного доступа развитых и развивающихся стран к международной ликвидности и финансовым инновациям, разницы в ставках доходности финансовых активов по странам из-за различий темпов инфляции, неравной возможности ведущих и развивающихся экономик влиять на объемы и направления трансграничного движения капитала и т.д. Это способствует неравномерному распределению рисков и усилению волатильности финансовых рынков развивающихся стран.

Финансовая глобализация усиливает как взаимозависимость национальных финансовых рынков, так и зависимость многих стран от движения международного капитала, что делает их фондовые рынки намного более уязвимыми к внешним шокам. Усиливается влияние денежно-кредитной политики развитых стран на функционирование фондовых рынков в развивающихся странах. Программы количественного смягчения, направленные на преодоление последствий шоков 2020-х гг., привели к образованию избыточной ликвидности в развитых странах, что увеличило объемы международного спекулятивного капитала и стимулировало его приток на фондовые рынки развивающихся стран, усиливая в них риски финансовой нестабильности.

Проводя сверхмягкую монетарную политику, страны — эмитенты резервных валют в условиях глобальной интеграции до 2021 г. экспортировали инфляцию в остальные страны мира, в первую очередь разви-

[1] Китайский фондовый рынок является одним из самых волатильных в мире, его котировки могут меняться очень быстро и при этом резко.

вающиеся. Резкий рост в 2022 г. темпов инфляции в развитых странах и последовавшее ужесточение денежно-кредитного регулирования повлекли за собой повышение процентных ставок и увеличение доходности государственных и корпоративных облигаций, в результате чего обслуживание государственного долга и заимствования обходятся все дороже. При этом в развивающихся странах процентные ставки возрастают в большей степени, а глобальное ужесточение условий финансирования усиливает вероятность развития в них масштабного долгового кризиса.

Наиболее сильными внешними шоками последних лет, оказывающими существенное негативное воздействие на функционирование национальных фондовых рынков, являются последствия пандемии COVID-19 и санкционной политики в отношении России. Пандемия привела к наиболее значительным за последние семь десятилетий потрясениям на фондовых рынках — массовому падению курсов акций, увеличению спредов доходностей по облигациям и т.п. Однако благодаря предпринятым монетарным мерам, особенно в развитых странах, влияние пандемии на фондовые рынки было существенно смягчено, но при этом увеличился разрыв между котировками финансовых инструментов и реальным финансовым положением экономических субъектов.

Последствия пандемии и санкций оказали наиболее сильное влияние на развивающиеся фондовые рынки, что обусловлено их меньшей емкостью, более низкой ликвидностью и большей асимметрией информации, чем у рынков развитых стран. Кроме того, данные рынки более уязвимы по отношению к внешним рискам вследствие слабого развития систем регулирования, механизмов обеспечения выполнения обязательств и т.п. Таким образом, фондовые рынки развивающихся стран, как правило, не имеют действенных механизмов для смягчения воздействия внешних шоков. Поэтому в современных условиях финансовая и монетарная политика развивающихся стран должна способствовать эффективному контролю за возникающими внешними рисками и минимизации издержек финансовой глобализации, ведь устойчивость национального финансового рынка, включая фондовый рынок, к внешним шокам является важным элементом финансового суверенитета государства и условием стабильного развития его экономики.

Литература

1. Каковы особенности и риски китайского фондового рынка [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2022/07/03/929628-osobennosti-i-riski-kitaiskogo-rinka. — Дата доступа: 20.03.2023.

2. Перспективы развития мировой экономики. Адаптация к условиям высокой инфляции / Международный валютный фонд, октябрь 2022 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.imf.org/ru/Publications/GFSR/Issues/2022/10/11/global-financial-stability-report-october-2022. — Дата доступа: 20.03.2023.

3. Перспективы развития мировой экономики. Противостояние кризису стоимости жизни / Международный валютный фонд, октябрь 2022 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.imf.org/ru/Publications/WEO/Issues/2022/10/11/world-economic-outlook-october-2022#. — Дата доступа: 20.02.2023.

4. Плюсы и минусы финансовой глобализации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://econs.online/articles/ekonomika/plyusy-i-minusy-finansovoy-globalizatsii/. — Дата доступа: 18.02.2023.

5. Рейтинг стран по процентной ставке [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://take-profit.org/statistics/interest-rate/. — Дата доступа: 15.03.2023.

6. Тихонов, А. Денежно-кредитная политика в посткризисный период и проблемы адаптации национальной экономики // Банковский вестник. — 2018. — № 1. — С. 15–20.

7. Boehl, G., Goy, G., Strobel, F. The federal reserve and quantitative easing: A boost for investment, a burden on inflation. VoxEU. Aug. 30, 2020 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://cepr.org/voxeu/columns/federal-reserve-and-quantitative-easing-boost-investment-burden-inflation. — Дата доступа: 2.03.2023.

8. Davis, J.S., Presno, I. Capital Controls and Monetary Policy Autonomy in a Small Open Economy // Journal of Monetary Economics. — 2017. — № 85. — PP. 114–130 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2016.11.008. — Дата доступа: 2.03.2023.

9. Global Macro Views — The End of the MMT Illusion. IIF [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.iif.com/portals/0/Files/content/IIF110322_GMV.pdf. — Дата доступа: 12.03.2023.

10. Inflation rate, average consumer prices. Annual percent change [Электронный ресурс]. —

Режим доступа: https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC. — Дата доступа: 2.03.2023.

11. Meyer, V., Caporal, J. The shifting roles of monetary and fiscal policy in light of COVID-19. — Washington, DC: Center for Strategic and International Studies, 2021. — 15 p. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://csis-website-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/210223_Meyer_Monetary_Fiscal.pdf?lPd.UOY.lxNalGcHcCG4A7irYwW-BONFr. — Дата доступа: 12.03.2023.

12. Real GDP growth. Annual percent change [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD/CHN. — Дата доступа: 15.03.2023.

Рынок ценных бумаг Китая: факторы формирования и выводы для Республики Беларусь

Осмоловец Светлана Славомировна,
доцент, кандидат экономических наук,
УО «Белорусский государственный экономический университет»
(г. Минск, Беларусь)

Статья посвящена сравнительной оценке динамики развития рынков ценных бумаг Китайской Народной Республики и Республики Беларусь. Выделены ключевые факторы формирования ликвидного фондового рынка в Китае: профессиональное доверительное управление государственными активами, развитие деятельности институциональных инвесторов, выделение доли акций в акционерном капитале государственных предприятий для частных инвесторов, государственная поддержка предпринимательства и инноваций. Разработаны практические рекомендации по формированию условий для повышения ликвидности рынка ценных бумаг в Республике Беларусь.

This article provides a comparative analysis of the dynamics of development in the securities markets of the People's Republic of China and the Republic of Belarus. Key factors for the formation of a liquid stock market in China are identified, including professional management of state assets, the development of institutional investor activity, the allocation of shares in the equity capital of state-owned enterprises for private investors, and state support for entrepreneurship and innovation. Practical recommendations are presented for creating conditions to increase the liquidity of the securities market in the Republic of Belarus.

Развитие фондового рынка Республики Беларусь является приоритетом государственных социально-экономических программ [1], поскольку ценные бумаги позволяют предприятиям привлекать долгосрочное финансирование, не обращаясь к банковскому кредиту, способствуют гибкому управлению капиталом, создают стимулы у инвесторов для сбережений. Опыт Китайской Народной Республики интересен для Республики Беларусь, поскольку там за короткий промежуток времени был сформирован ликвидный рынок капитала, по масштабам сопоставимый с финансовым рынком США.

Началом формирования финансового рынка КНР стали реформы по переходу от плановой экономики к рыночной, начатые в конце 1970-х гг., основанные на концепциях поддержки инноваций и предпринимательства [2, с. 68]. В 1990-е гг. были созданы Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи. Зарегистрированные на бирже в тот период эмитенты представляли собой дочерние компании государственных предприятий, выделивших часть активов для листинга. При этом контрольный пакет акций таких публичных предприятий принадлежал материнской компании и не подлежал свободному обращению [3, с. 12].

За период с 2003 по 2021 г. совокупная капитализация биржевого рынка акций Китая выросла с 4,2 трлн до 91,6 трлн юаней (рисунок 1). В структуре капитализации фондовых бирж преобладает Шанхайская фондовая биржа, на которой котируются крупнейшие эмитенты Китая, несмотря на то что с 2003 по 2021 г. ее доля в совокупной капитализации снизилась с 70,2 до 56,7 %.

Основу биржевого рынка ценных бумаг Китая составляют акции. Так, доля биржевых сделок с акциями, совершенных через электронную книгу заявок Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых бирж, изменилась за период с 2015 по 2022 г. с 99,1 до 90,9 % [4].

Рисунок 1. Капитализация биржевого фондового рынка акций Китая (трлн юаней) и ее структура в разрезе фондовых бирж, %

Источник: Всемирная федерация фондовых бирж [4]

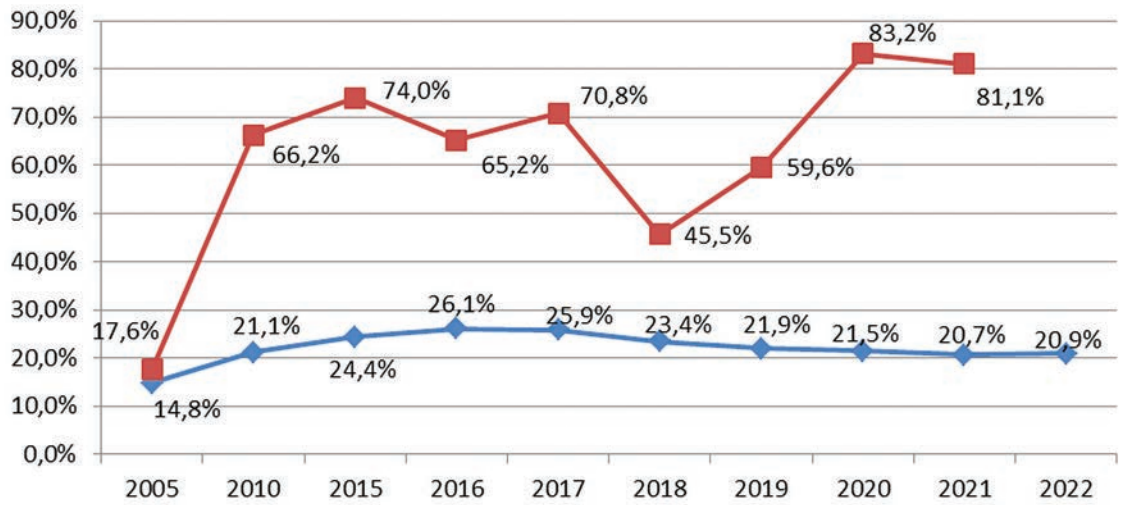


Рисунок 2. Динамика капитализации биржевого рынка акций Беларуси (в % к ВВП) за период с 2005 по 2022 г.

Источники: [5, 6, 7]

Опыт Китая показал, что рынок акций может достичь высокой капитализации за короткое время. Так, если рыночная капитализация биржевого рынка акций Китая по отношению к ВВП выросла за период с 2005 по 2021 г. более чем в 4 раза — с 17,6 до 81,1 %, то капитализация рынка акций открытых акционерных обществ Беларуси (по номинальной стоимости[1]) по отношению к ВВП изменилась за тот же период незначительно — всего с 14,8 до 20,9 % (рисунок 2).

Большая часть открытых акционерных обществ Беларуси была создана в процессе приватизации. По состоянию на 01.01.2020 г. государство в Республике Беларусь являлось мажоритарным акционером с долей собственности около 90 % от общего количества акций акционерных обществ, или 74,5 % в совокупном капитале акционерных обществ Республики Беларусь. Количество открытых акционерных обществ с долей государства в уставном фонде менее 50 % составило 327 [1].

Особенностью акционирования предприятий в Беларуси было преобразование государственных республиканских унитарных

[1] Данных о капитализации рынка акций Республики Беларусь по рыночной стоимости нет.

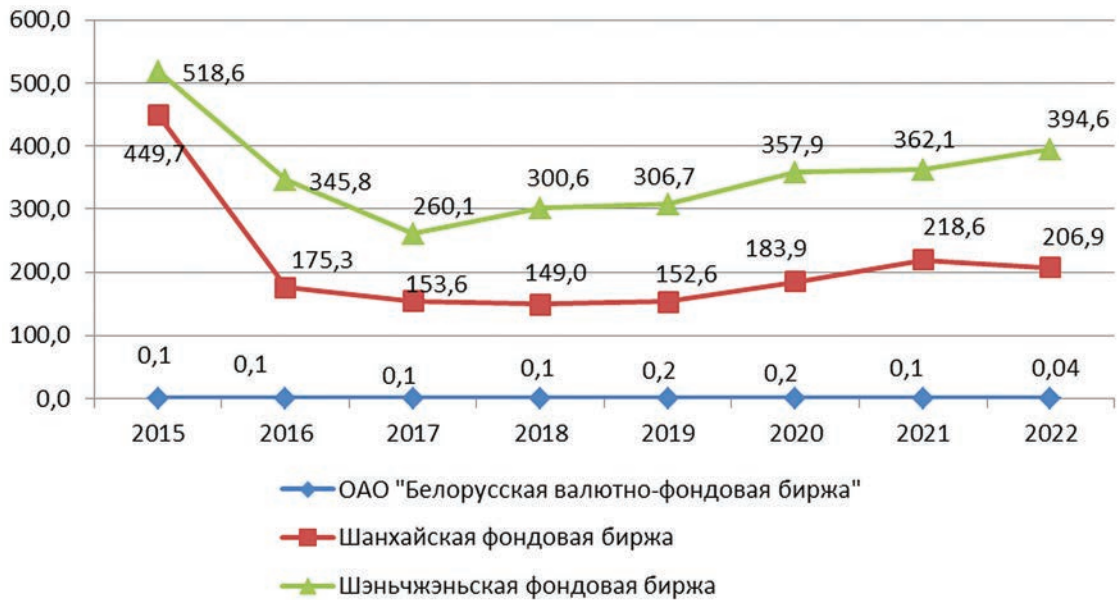


Рисунок 3. Скорость оборота акций на биржевом рынке КНР и Республики Беларусь, %

Источники: [4, 6]

предприятий в акционерные общества с сохранением собственности государства на акции и введением ограничений на их обращение, в отличие от КНР, где постепенно выделялась в структуре акционерного капитала доля акций, предназначенных для сделок на биржевом рынке. Так, если в 1990-х гг. в Китае доля акций с ограниченным обращением на биржевом рынке составляла около 80 %, то уже к 2020 г. она снизилась до 19,3 % [8].

На рынке акций Беларуси при этом до 2008 г. действовали строгие ограничения, включающие: а) запрет на отчуждение акций, приобретенных гражданами Республики Беларусь у государства за денежные средства на льготных условиях (по цене на 20 % ниже номинальной стоимости) и в обмен на именные приватизационные чеки «Имущество», а также полученных взамен их долей в имуществе арендных и коллективных (народных) предприятий при преобразовании их в акционерные общества; б) преимущественное право государства на приобретение акций предприятий, созданных в процессе разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности, пользующихся различными формами государственной поддержки [9].

Ликвидность биржевого рынка акций Беларуси очень низкая, скорость оборота акций на биржевом рынке[1] не превышала в период с 2015 по 2022 г. 0,18 %. В то же время в КНР на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах данный показатель к 2022 г. составил 206,9 и 394,6 % соответственно (рисунок 3).

Акции предприятий Республики Беларусь обращаются на биржевом рынке преимущественно вне листинга. В ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» из 2053 открытых акционерных обществ (по состоянию на 01.05.2023 г.) в котировальный лист 1-го уровня включены акции 2 эмитентов, в котировальный лист 2-го уровня — акции всего 12 эмитентов[2]. Акции остальных ОАО обращаются в составе внесписочных ценных бумаг, к эмитентам которых не предъявляется никаких листинговых требований.

На биржевом рынке Китая существуют строгие правила листинга, которые обеспечивают отбор акций и облигаций, а на бирже торгуются исключительно ценные бумаги из котировальных листов. Например, на Шэньчжэньской фондовой бирже правила листинга включают не только требования к результатам хозяйственной деятельности, финансовой устойчивости, к капиталу акционерного общества, раскрытию информации, корпоративному управлению, но и правила ликвидности, позволяющие обеспечить свободное обраще-

[1] Рассчитано как отношение общего объема торговли акциями на бирже к совокупной рыночной капитализации рынка акций.

[2] По данным ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».

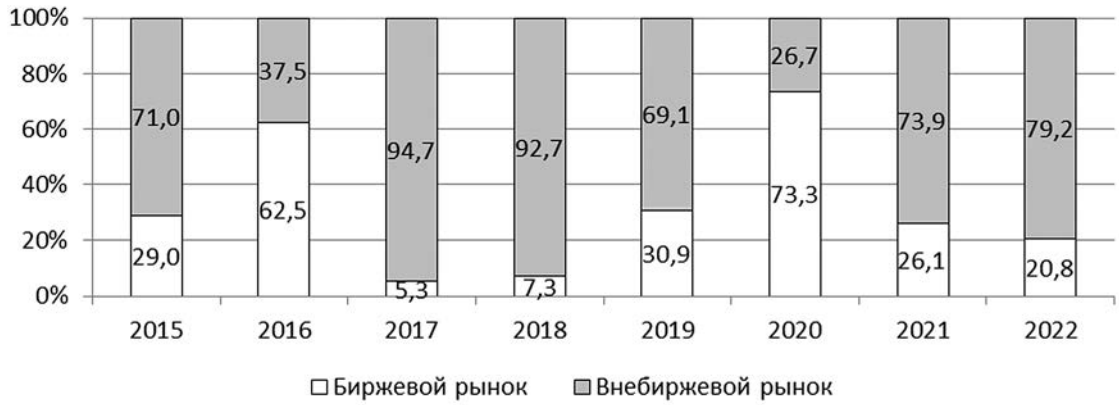


Рисунок 4. Структура сделок с акциями в Республике Беларусь, %

Источник: [6]

ние акций, например, доля акций в свободном обращении должна составлять: а) более 25 %, если уставный капитал после IPO составляет менее 400 млн акций; б) более 10 %, если акционерный капитал после IPO составил более 400 млн юаней [10].

В Беларуси низкая ликвидность рынка, преобладание государственной собственности на акции препятствуют свободному обращению акций и формированию справедливой рыночной цены на них.

Особенностью рынка акций Беларуси является преобладание в структуре сделок внебиржевого рынка ценных бумаг, где совершаются дискретные сделки с акциями при их первичном размещении либо при приватизации. В 2022 г. доля биржевого рынка в структуре сделок с акциями составила всего 20,8 % (рисунок 4).

Большое значение в развитии рынка ценных бумаг КНР сыграли инструменты коллективного инвестирования, в том числе государственные инвестиционные компании по доверительному управлению активами.

С 2014 по 2022 г. отношение активов институциональных инвесторов к ВВП выросло с 30,9 до 55,1 %, а их количество за тот же

Рисунок 5. Динамика отношения активов институциональных инвесторов к ВВП и изменение количества институциональных инвесторов в КНР за период с 2014 по 2022 г., %

Источники: [11, 12]

период увеличилось почти в 6 раз: с 34,5 тыс. до 171,7 тыс. (рисунок 5).

На рынке Китайской Народной Республики существуют различные виды инвестиционных фондов, которые различаются по своей структуре, стратегии и сферам инвестирования, основными из которых являются:

а) венчурные фонды, которые специализируются на инвестировании в технологические стартапы и компании с высоким потенциалом роста на ранних стадиях развития;

б) фонды прямых инвестиций, инвестирующие в компании на более поздних стадиях развития, предоставляя долевое финансирование и долговое финансирование; доля их активов на рынке доверительного управления активами составила в 2022 г. 30,3 % [11];

в) особую роль выполняют государственные инвестиционные фонды (ГИФ) — организации, созданные для профессионального доверительного управления государственными активами. ГИФ могут инвестировать в различные отрасли экономики, включая инфраструктуру, технологии, образование, здравоохранение и другие сектора, считающиеся стратегическими для национального развития, среди них выделяют фонды акций, фонды облигаций, смешанные фонды, фонды денежного рынка, открытые и закрытые фонды. Сумма активов ГИФ составила в 2022 г. 21,7 % ВВП [13].

Например, крупнейший государственный инвестиционный фонд Китая China Investment Corporation (CIC) был создан в сентябре 2007 г. с целью управления частью валютных резервов Китая. Активы фонда были сформированы при его создании в размере 200 млрд долл. США из валютных резервов Китая. CIC уполномочен осуществлять зарубежные инвестиции и инвестиции в акционерный капитал финансовых учреждений (банков, страховых компаний, инвестиционных фондов) в Китае через свои дочерние компании: CIC International Co., Ltd. (CIC International), CIC Capital Corporation (CIC Capital) и Central Huijin Investment Ltd. (Central Huijin). Зарубежная инвестиционная деятельность CIC, осуществляемая CIC International и CIC Capital, включает инвестиции в зарубежный акционерный капитал и облигации; хедж-фонды; прямые инвестиции и инвестиции в инвестиционные фонды в таких секторах, как недвижимость, инфраструктура, ресурсы и сельское хозяйство. Central Huijin инвестирует в акционерный капитал государственных финансовых учреждений Китая. По данным годового отчета за 2021 г., на 31.12.2021 г. общий объем активов CIC составил 1,35 трлн долл. США, чистые активы — 1,25 трлн долл., из них 38,3 % активов размещено в финансовые инструменты на внутреннем рынке, 61,7 % — в зарубежные финансовые активы [14].

Еще один государственный инвестиционный фонд Китая — National Council for Social Security Fund (NCSSF, Национальный совет по Фонду социального обеспечения), который управляет пенсионными резервами Китая, созданный в 2000 г. NCSSF с помощью управляющих компаний размещает пенсионные резервы на внутреннем рынке в банковские депозиты, облигации, продукты секьюритизации активов, акции, инвестиционные фонды ценных бумаг, инвестиционные фонды акций и другие финансовые инструменты, на зарубежном рынке — в продукты денежного рынка (банковские депозиты, банковские векселя, крупные оборотные депозитные сертификаты), долгосрочные ценные бумаги (облигации, акции, инвестиционные фонды ценных бумаг), производные финансовые инструменты (свопы, форварды и другие производные финансовые инструменты, используемые для управления рисками). На конец 2021 г. инвестиционный доход фонда социального страхования составил 1,131 млрд юаней, а доходность инвестиций — 80,4 %. С момента своего создания среднегодовая инвестиционная доходность фонда социального страхования составила 8,30 %, а совокупный инвестиционный доход — 18,0 трлн юаней [15].

Опыт Китая позволяет сделать следующие выводы о факторах успешного развития рынка ценных бумаг.

1. Формирование и развитие рынка ценных бумаг Китая было обусловлено последовательной политикой правительства КНР, обеспечившей преобразование государственных предприятий в публичные компании и листинг таких акций, а также привлечение на биржевой рынок иностранных и национальных инвесторов.
2. Значимым фактором развития фондового рынка Китая стал приток частного капитала и развитие механизмов инвестирования благодаря деятельности институциональных инвесторов, в первую очередь инвестиционных фондов и доверительных управляющих активами.

3. Китай активно использует зарубежный капитал и сотрудничество с международными финансовыми центрами для привлечения иностранного капитала для финансирования инноваций. Китай активно сотрудничает с международными финансовыми центрами, такими как Гонконг и Лондон, для привлечения иностранных инвестиций и развития фондового рынка. Это включает в себя схему взаимного доступа с 2014 г. между рынками акций Шанхая и Гонконга (Shanghai-Hong Kong Stock Connect) и схему взаимного доступа между рынками акций Шэньчжэня и Гонконга (Shenzhen-Hong Kong Stock Connect), которые позволяют инвесторам с обеих сторон легко инвестировать в акции, торгуемые на другом рынке [16]. С 2019 г. была запущена программа сотрудничества бирж Китая и Лондона Shanghai-London Stock Connect, позволившая китайским компаниям проходить листинг на Лондонской фондовой бирже (LSE), а британским компаниям — на Шанхайской фондовой бирже. Благодаря этой программе иностранные инвесторы получили доступ к китайским акциям класса А [17].
4. Развитие культуры инноваций и предпринимательства на рынке ценных бумаг Китая. К малым предприятиям в Китае относят предприятия с числом работников менее 300 и объемом выручки менее 20 млн юаней, к средним — с числом занятых от 300 до 1000 и выручкой менее 400 млн юаней [18]. Согласно отчету OECD в 2020 г. в Китае насчитывалось более 140 млн малых и средних предприятий и самозанятых, из этого количества 98,5 % составили микро- и малые предприятия. Малые и средние предприятия (далее — МСП) обеспечивают (по данным на 2020 г.) более 60 % общего ВВП, 50 % налоговых поступлений, 75 % создания рабочих мест и 68 % экспорта [19].

Поддержка финансирования предпринимательства и инноваций в Китае выражается в расширении возможностей для финансирования малого и среднего бизнеса, стартапов, инновационных проектов и предоставлении широкого спектра инструментов:

- посредством последовательного обеспечения доступности банковского кредита. Так, если крупные компании могут привлечь финансирование на рынке ценных бумаг как внутри страны, так и за рубежом, то малым и средним инновационным предприятиям доступны венчурное финансирование, банковский кредит, лизинг. В 2010–2022 гг. правительство Китая посредством Национальной стратегии поддержки финансирования МСП и предпринимателей обеспечивало доступность кредита для малых и средних предприятий, в том числе для использования на финансирование инноваций. К 2020 г. процентные ставки по кредитам для МСП и крупных фирм составили 4,84 и 5,06 %. Таким образом, малые и средние предприятия имеют больше преимуществ с точки зрения условий кредитования, чем крупные предприятия [19];
- посредством обеспечения разнообразия финансовых инструментов на рынке ценных бумаг. Так, торгуемые акции в Китае представлены типами А и В (для национальных и иностранных инвесторов). За пределами материкового Китая обращаются Н-акции в гонконгских долларах, Red chips, P-chips на Гонконгской фондовой бирже [20, с. 42]. Поскольку акциями национальных китайских компаний разрешено торговать только внутри страны, то за пределами Китая — на Лондонской, Нью-Йоркской, Сингапурской фондовых биржах — обращаются квазиакции крупных технологических китайских предприятий (Alibaba, Tencent и другие), фактически представляющие собой акции офшорных фирм, имеющих право на прибыль материнской компании (так называемые N-chips). По состоянию на 30.09.2022 г. на рынке ценных бумаг США было зарегистрировано 262 китайских эмитента, из них более половины использовали офшорные компании для листинга [21].

В Китае обращаются различные типы облигаций и долговых ценных бумаг. Самый распространенный класс ценных бумаг — государственные облигации. К ним относят казначейские облигации, облигации центрального банка, облигации местных органов власти, облигации политических банков (например, Банк развития Китая). К другой группе облигаций относят финансовые (выпускаемые финансовыми учреждениями) и корпоративные облигации (выпускаются предприятиями). Долговые ценные бумаги предприятий нефинансового сектора бывают следующих ос-

новных форм: долговые ноты, ценные бумаги, обеспеченные активами предприятий, корпоративные облигации, среднесрочные ноты и коммерческие бумаги [22, с. 20; 23, с. 7].

Выводы и предложения для Республики Беларусь.

1. Развитие финансового рынка Китая было обусловлено последовательной политикой правительства этой страны по экономическому развитию и переходу к рыночной экономике, начатой с 1980-х гг. В основу политики экономического роста была положена государственная поддержка предпринимательства, осуществляемая в форме прямой финансовой поддержки, венчурного финансирования, посредством предоставления доступа к рыночным финансовым инструментам, с помощью налоговых льгот в отношении расходов на НИОКР и производство инновационной продукции.

В Республике Беларусь складывается иная ситуация, обусловленная преобладанием в структуре произведенного ВВП доли крупных предприятий (таблица 1).

Вклад малых и средних предприятий в производство ВВП Беларуси изменился с 23,6 % в 2016 г. до 26,6 % в 2021 г. При этом доля таких предприятий в общем количестве юридических лиц выросла за тот же период с 98 до 99 % (таблица 1). Повышение вклада малого и среднего предпринимательства в производство ВВП в Республике Беларусь станет важным фактором в развитии финансового рынка.

2. Формирование ликвидного финансового рынка невозможно без развития рынка акций. Формирование ликвидного рынка акций в Беларуси возможно только после принятия ряда мер, которые могут повысить инвестиционную привлекательность этого финансового инструмента для инвесторов.

Международный опыт показывает, что для создания ликвидного рынка акций, на котором на регулярной основе формируется справедливая рыночная стоимость акций, необходимо, чтобы доля акций в свободном обращении (free-float) составляла не менее 25 % от общего объема эмиссии, а количество мажоритарных акционеров в одном обществе, совокупная доля которых превышает 50 % плюс 1 акция, составляло не менее 3–4 лиц [1]. Поэтому необходимо включить в условия листинга ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» для котировальных листов 1-го и 2-го уровней дифференцированные нормы о выделении в составе акционерного капитала некоторого количества акций для их свободного обращения, в зависимости от количества акционеров и капитализации компании. Учитывая международные подходы к определению структуры капитала публичного акционерного общества, акции которого допущены к торгам на бирже, и опыт китайских фондовых бирж [10], долю акций в свободном обращении рекомендуется установить не менее 25 % от размера акционерного капитала. Нормы листинга котировального листа 1-го уровня ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» должны предполагать наличие дивидендной политики акционерного общества, а также требования к качеству корпоративного управления.

Необходимо изменить процедуру дополнительного выпуска акций для открытых акционерных обществ при их открытой продаже. В настоящее время в Беларуси правила выпуска акций предусматривают временную регистрацию акций в депозитарной системе, с заменой временных акций на постоянный выпуск после утверждения результатов эмиссии и внесения изменений в устав общества. Такая процедура позволяет инвестору распо-

Таблица 1. Характеристика участия МСП в производстве ВВП в Беларуси

Показатель	31.12. 2016 г.	31.12. 2017 г.	31.12. 2018 г.	31.12. 2019 г.	31.12. 2020 г.	31.12. 2021 г.
Общее число юридических лиц, ед.	109 276	111 753	112 956	112 503	113 106	113 581
Количество МСП и микроорганизаций, ед.	107 382	109 971	111 214	110 777	111 405	111 908
Доля МСП и микроорганизаций в общем количестве юридических лиц, %	98	98	98	98	98	99
Доля МСП и микроорганизаций в производстве ВВП, %	23,6	24,6	24,5	25,6	25,8	26,6

Источник: [24]

ряжаться приобретенными акциями, а акционерному обществу — средствами, полученными от продажи акций, только после завершения процесса открытой продажи этих акций и завершения всех необходимых административных процедур для регистрации постоянного выпуска акций, что составляет более 60 календарных дней [25]. Однако процедура выпуска временных акций с заменой их на постоянный выпуск усложняет процесс выхода предприятий на биржу, препятствует привлечению средств предприятиями при IPO. При открытой продаже акций на биржевом рынке акции должны проходить государственную регистрацию перед выпуском их к обращению на бирже, а срок размещения акций при их первичной продаже на бирже не следует ограничивать.

Ликвидность фондового рынка должна быть обеспечена за счет повышения доступности биржевого рынка для частных инвесторов, в частности, за счет формирования инфраструктуры институтов коллективного инвестирования. Законодательство Республики Беларусь об инвестиционных фондах было сформировано в 2017 г. с принятием Закона Республики Беларусь от 17 июля 2017 г. № 52-З «Об инвестиционных фондах». Однако к настоящему времени ни одного инвестиционного фонда не было образовано. В условиях доминирования банков в финансовой системе в Республике Беларусь целесообразно формирование институтов коллективного инвестирования по нескольким направлениям.

1. Создание на базе банков фондов банковского управления (ФБУ), инвестирующих в акции и облигации белорусских предприятий из котировальных листов 1-го и 2-го уровней, в том числе в ценные бумаги биржевой площадки «Рынок инноваций». В Республике Беларусь создание фондов банковского управления началось с 2010 г. с принятием Указа Президента Республики Беларусь «О проведении эксперимента по созданию фондов банковского управления» № 131 от 3 марта 2010 г. В эксперименте участвовали ОАО «Белинвестбанк» и ОАО «Приорбанк». 31 декабря 2012 г. эксперимент завершился, был признан успешным, на период действия названных ФБУ в отношении доходов, полученных от размещения средств фондов, действовали налоговые льготы. С апреля 2014 г. были внесены соответствующие изменения в Банковский кодекс Республики Беларусь о признании доверительного управления ФБУ банковской операцией. Для повышения привлекательности данного инструмента и использования потенциала доверительного управления активами ФБУ в целях развития фондового рынка целесообразно ввести налоговые льготы в отношении доходов, полученных от доверительного управления фондом банковского управления, при размещении активов фондов в ценные бумаги эмитентов Республики Беларусь.

2. Использование опыта КНР позволяет сделать вывод о целесообразности развития доверительного управления государственными активами на профессиональной основе и формирования для этого инвестиционных холдингов и корпораций. Предлагаем рассмотреть формирование государственных доверительных управляющих компаний для профессионального управления страховыми резервами государственных страховых компаний. В настоящее время в Республике Беларусь недостаточно использован инвестиционный потенциал страховых резервов страховщиков. Страховые резервы страховщиков составили на 31.12.2022 г. 3,0 млрд рублей, или 1,6 % ВВП [26]. В настоящее время законодательство Республики Беларусь не предусматривает размещение средств страховых резервов в акции предприятий Беларуси [27]. Однако размещение средств страховых резервов, сформированных от взносов, поступивших по договорам страхования жизни, возможно в акции открытых акционерных обществ, обращающиеся в котировальных листах 1-го уровня ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», что будет способствовать притоку инвестиций в капитал акционерных обществ.

Использование опыта Китайской Народной Республики в развитии рынка ценных бумаг Республики Беларусь будет способствовать повышению ликвидности рынка акций, созданию условий для формирования сбережений частных инвесторов, формированию конкуренции на рынке капитала, развитию инструментов долгосрочного финансирования инвестиционных проектов.

Литература

1. Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка на 2020 год и на период до 2025 года: Постановление Совета министров Республики Беларусь 12 марта 2020 г. № 143 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/bp/act/postsm_120320_143.pdf. — Дата доступа: 31.03.2023.

2. Гао, И. Формирование научно-технического потенциала Китая // Вестник РУДН. — Серия: Экономика. — 2007. — № 3–4 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://cyberleninka.ru/article/n/formirovanie-nauchno-tehnicheskogo-potentsiala-kitaya. — Дата доступа: 27.10.2022.

3. Liu, S., Zhang, J. Conditional Conservatism and Investment Efficiency Under a State Ownership Environment: Evidence from China // Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Forthcoming [Electronic resource]. — 2022. — Режим доступа: https://ssrn.com/abstract=4204493. — Дата доступа: 20.11.2022.

4. Портал статистики [Electronic resource]. — The World Federation of Exchanges. — Режим доступа: https://statistics.world-exchanges.org. — Дата доступа: 30.03.2023.

5. Производство ВВП [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.belstat.gov.by/upload-belstat/upload-belstat-excel/Oficial_statistika/Godovwe/GDP_production-221230.xlsx. — Дата доступа: 31.03.2023.

6. Показатели рынка корпоративных ценных бумаг [Электронный ресурс]. — Режим доступа: ttps://www.nbrb.by/statistics/financialmarkets/corpsecurmarket. — Дата доступа: 31.03.2023.

7. Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) [Electronic resource]. — Режим доступа: https:// www.data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS. — Дата доступа: 20.10.2022.

8. Annual Report 2020 [Electronic resource]. — Режим доступа: www.csrc. gov.cn/csrc_en/c102063/c1606114/1606114/files/CSRC%20Annual%20Report%202020.pdf. — Дата доступа: 20.10.2022.

9. Осмоловец, С.С. Перспективы привлечения иностранных инвестиций предприятиями Республики Беларусь с помощью IPO // Научные труды БГЭУ. — Мн.: БГЭУ, 2011. — С. 301–309.

10. Listing Standards [Electronic resource]. — Режим доступа: www.szse.cn/English/listings/standards/index.html. — Дата доступа: 30.03.2023.

11. 资产管理业务总体存量 (Общая инвентаризация бизнеса по управлению активами) [Electronic resource]. — Режим доступа: https://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/comprehensive/. — Дата доступа: 30.03.2023.

12. GDP (current LCU) [Electronic resource]. — Режим доступа: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN?view=chart&locations=CN. — Дата доступа: 30.03.2023.

13. 公募基金行业数据 (Данные отрасли государственных фондов) [Electronic resource]. — Режим доступа: https://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/mutualfundindustrydata/?_x_tr_sl=zh-TW&_x_tr_tl=ru&_x_tr_hl=ru&_x_tr_pto=wapp. — Дата доступа: 30.03.2023.

14. Annual report 2021 [Electronic resource]. — Режим доступа: www.china-inv.cn/chinainven/xhtml/Media/2021EN.pdf. — Дата доступа: 30.03.2023.

15. 全国社会保障基金理事会社保基金年度报告 (2021年度) (Годовой отчет Фонда социального страхования Национального совета Фонда социального страхования, 2021 г.) [Electronic resource]. — Режим доступа: www.ssf.gov.cn/portal/xxgk/fdzdgknr/cwbg/sbjjndbg/webinfo/2022/08/1662381965418407.htm. — Дата доступа: 30.03.2023.

16. Shanghai-Hong Kong Stock Connect [Electronic resource]. — Режим доступа: http://english.sse.com.cn/access/stockconnect/introduction/. — Дата доступа: 30.03.2023.

17. Shanghai London Stock Connect [Electronic resource]. — Режим доступа: https://www.londonstockexchange.com/discover/china/shanghai-london-stock-connect?tab=investing. — Дата доступа: 31.03.2023.

18. Wonglimpiyarat, J. China's innovation financing system: Triple Helix policy perspectives. Triple Helix / J. Wonglimpiyarat, P. Khaemasunun [Electronic resource]. — 2015. — Режим доступа: https://www.researchgate.net/publication/276400624_China's_innovation_financing_system_Triple_Helix_policy_perspectives. — Дата доступа: 30.03.2023.

19. Financing SMEs and Entrepreneurs 2022. — 33. People's Republic of China [Electronic resource]. — Режим доступа: https://www.oecdilibrary.org/sites/a3891ad8-en/index.html?itemId=/content/component/a3891ad8-en. — Дата доступа: 30.03.2023.

20. Шевченко, Д.А. Проблемы IPO на рынке ценных бумаг материкового Китая / Д.А. Шевченко, Д.П. Хомяков // Финансы и кредит. — 2015. — № 32 (656). — С. 39–47.

21. Chinese Companies Listed on Major U.S. Stock Exchanges [Electronic resource]. — Режим доступа: https://www.uscc.gov/sites/default/files/2022-09/Chinese_Companies_Listed_on_US_ Stock_Exchanges.pdf. — Дата доступа: 20.10.2022.

22. Hu Grace, X., Wang, J. A Review of China's Financial Markets // Annu. Rev. Financ. Econ. — 2022. — 69 p. [Electronic resource]. — Режим доступа: https://ssrn.com/abstract=4099958. — Дата доступа: 20.10.2022.

23. Hill, A., Jia, Y. The Internationalization of the China Corporate Bond Market [Electronic resource]. — Режим доступа: https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/The-Internationalization-of-the-China-Corporate-Bond-Market-January-2021-140121.pdf. — Дата доступа: 20.11.2022.

24. Экономическая статистика [Электронный ресурс]. — Национальный статистический комитет Республики Беларусь. — Режим доступа: dataportal.belstat.gov.by/Indicators/Search?code=1063065#. — Дата доступа: 30.03.2023.

25. О некоторых вопросах эмиссии (выдачи), обращения и погашения ценных бумаг: Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 31 августа 2016 г. № 78 (в ред. Постановления Минфина от 14.04.2020 г. № 16 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/acts/1_18_postmf_31082016_№78.pdf. — Дата доступа: 30.03.2023.

26. Информация об итогах функционирования рынка страховых услуг Республики Беларусь за 2022 год [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/supervision/stat/2022/itogi/68e4d13d58b94d09.html. — Дата доступа: 31.03.2023.

27. Об осуществлении инвестиций и размещении средств страховых резервов страховыми организациями: Постановление Совета министров Республики Беларусь от 29 декабря 2006 г. № 1750 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/upload/insurance/acts/postsm_291206_1750-2.pdf. — Дата доступа: 31.03.2023.

Развитие сотрудничества между рынками ценных бумаг Китая и Беларуси в рамках инициативы «Один пояс — один путь»

Луо Цзюй,
соискатель аспирантуры
Института экономики НАН Беларуси
(г. Минск, Беларусь)

В статье представлена основная роль рынка ценных бумаг в развитии инициативы «Один пояс — один путь». В рамках данного процесса возникает потребность в активизации реформирования и улучшения принципов функционирования и развития фондовых рынков между Китаем и Беларусью путем расширения сферы сотрудничества. Рекомендовано использование опыта Казахстана для сотрудничества.

The article presents the main role of the securities market in the development of the "One Belt, One Road", within the framework of this process, there is a need to intensify reform and improve the principles of functioning and development of stock markets between China and Belarus by expanding the scope of cooperation. It is recommended to use the experience of Kazakhstan for cooperation.

Введение. Китайская интеграционная инициатива развивается за счет «пяти коммуникаций: политического общения, инфраструктурной взаимосвязанности, беспрепятственной торговли, финансирования и связи между народами».

Поскольку развитие инициативы «Один пояс — один путь» требует большого объема для строительства инфраструктуры и промышленного сотрудничества, полагаться исключительно на банковские кредиты невозможно. Например, общий объем инвестиций в инфраструктурное строительство Китайско-Белорусского индустриального парка оценивается почти в 6 млрд долл. США, а с учетом того, что на фоне нестабильной экономической и финансовой ситуации Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (AIIB) приостановил свою работу с Беларусью и Россией, поиск инновационной модели финансирования проектов инициативы «Один пояс — один путь», в т.ч. развитие сотрудничества между рынками ценных бумаг Китая и Беларуси, становится актуальнее.

Основная часть. Финансы играют ключевую роль в сборе капитала, распределении ресурсов и управлении рисками в современной экономике. Для содействия реализации инициативы «Один пояс — один путь» необходимо способствовать финансовой интеграции.

Общий объем необходимых инвестиций составляет от 4 до 8 трлн долл. США. Это означает, что для полной реализации потенциала инициативы «Один пояс — один путь» недостаточно только инвестиционных возможностей китайского правительства и институтов, а также требуется широкое участие частного сектора.

Это означает, что каждый аспект инициативы «Один пояс — один путь» должен обеспечивать положительное инвестиционное обоснование для привлечения финансирования. Хотя соответствующие китайские ведомства и учреждения начали уделять внимание расширению каналов финансирования через пенсионные фонды, зарубежные суверенные фонды, фонды прямых инвестиций и т.д., масштаб проекта «Один пояс — один путь»

по-прежнему требует дальнейшего участия частного сектора.

Проблемы в процессе сотрудничества между рынками ценных бумаг в рамках инициативы «Один пояс — один путь»

1. Основными проблемами, с которыми сталкиваются биржи, являются небольшой размер рынка, недостаточное участие инвесторов и отсталые технические системы. Что касается размера рынка, то средняя рыночная капитализация компаний, котирующихся на биржах стран инициативы «Один пояс — один путь», невелика (около 256,4 млрд долл. США на конец 2020 г.), а совокупная рыночная капитализация некоторых биржевых компаний составляет всего лишь миллиарды долларов США, что напрямую ослабляет потенциальный масштаб бизнеса биржи (например, IPO и транзакции и т.д.).

2. Что касается источников финансирования, в настоящее время существуют Азиатский банк инфраструктурных инвестиций и Суверенный фонд «Шелкового пути», но им все еще трудно удовлетворить огромные потребности предприятий в финансировании. С точки зрения прямого финансирования компаниям сложно привлечь акционерный капитал посредством обременительных процедур, сложных утверждений и длительных временных циклов.

Перспективные направления развития сотрудничества

Наиболее перспективным рынком в стране может стать рынок корпоративных ценных бумаг — облигаций и акций.

Привлечение высококачественных предприятий вдоль «Пояса и пути» для ведения инвестиционного и финансового бизнеса в юанях в Китае может помочь странам решить такие проблемы, как трудности корпоративного финансирования и высокая волатильность обменного курса.

Облигационное финансирование является незаменимым финансовым средством для строительства «Пояса и пути». Облигации «Пояса и пути» в основном относятся к государственным или корпоративным облигациям, выпущенным государственными учреждениями, предприятиями и финансовыми учреждениями в странах (регионах) вдоль «Пояса и пути» на китайских торговых площадках, или же китайские финансовые учреждения и предприятия выпускают и привлекают средства в стране и за рубежом. Финансирование облигаций имеет характеристики большого объема, высокой устойчивости, высокой степени маркетизации, открытой и прозрачной информации, низких затрат на финансирование и диверсификации финансовых рисков. Оно может хорошо удовлетворить потребности в финансировании в процессе строительства связанных проектов вдоль «Пояса и пути». С точки зрения потенциального предложения строительство проектов в рамках инициативы «Один пояс — один путь» требует большого спроса на средства, и масштабы соответствующего выпуска облигаций будут продолжать расти. С точки зрения рыночного спроса облигационная политика «Пояса и пути» сильна, и большинство отечественных эмитентов являются центральными предприятиями и высококачественными частными предприятиями с относительно низким риском и хорошим рыночным спросом. Когда облигации «Пояса и пути» достигнут определенного масштаба, будет сформирована новая модель открытия финансового рынка Китая, которая будет способствовать более оптимальному распределению финансовых ресурсов на внутреннем и внешнем рынках.

В настоящее время страны вдоль «Пояса и пути» имеют большое количество высококачественных предприятий, но недостаточное и несбалансированное развитие финансового рынка также создало огромный потенциальный дефицит инвестиций и финансирования. Напротив, три основные биржи в материковом Китае и Гонконге являются более зрелыми, а ускоренное открытие финансового рынка также обеспечило диверсификацию каналов инвестиций и финансирования. Поскольку расчетная функция юаня в рамках инициативы «Один пояс — один путь» постепенно улучшается, эндогенная стабильность юаня заложит основу для его дальнейшего развития в качестве «якорной валюты» для инвестиций и финансирования в рамках инициативы «Один пояс — один путь». В будущем, если можно привлечь высококачественные предприятия вдоль «Пояса и пути» для ведения инвестиционного и финансового бизнеса в юанях в Китае, это может помочь экономикам «Пояса и пути» решить такие проблемы, как корпоративные трудности с финансированием и высокая волатильность обменного курса.

Для развития облигаций «Один пояс — один путь» в марте 2018 г. Шанхайская фондовая биржа и Шэньчжэньская фондовая биржа соответственно выпустили «Уведомле-

ние о запуске пилотного проекта по выпуску облигаций «Один пояс — один путь», в котором изложены четкие правила классификации облигаций, нормативных механизмов и механизмов трансграничного капитала. Субъекты могут выпускать облигации «Пояса и пути» на Шанхайской фондовой бирже и Шэньчжэньской фондовой бирже. Можно выделить три основных вида облигации: во-первых, государственные облигации, выпущенные государственными учреждениями стран (регионов) вдоль «Пояса и пути» на бирже; во-вторых, облигации, выпущенные национальными (региональными) зарегистрированными предприятиями и финансовыми учреждениями на биржах, в-третьих, корпоративные облигации, выпущенные отечественными и зарубежными предприятиями на биржах для привлечения средств на строительство инициативы «Один пояс — один путь».

Состояние белорусского и китайского рынков ценных бумаг

По данным Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь, в Беларуси общий объем эмиссии акций на рынке ценных бумаг по номинальной стоимости составляет 38,5 млрд руб. Общий объем эмиссии на 01.01.2021 г. — 38,5 млрд руб. (34,4 млрд руб. — ОАО) [6].

Начальник управления исследований и стратегического развития Национального банка считает, что в Беларуси объем выпуска акций на первичном рынке в целом составляет около 24 % ВВП на начало 2022 г., рыночная капитализация не рассчитывается, потому что очень мало сделок с листинговыми компаниями [2].

В Китае четыре биржи. Шанхайская, которая открылась в 1990 г. Третья по капитализации биржа в мире, после американских NYSE Euronext и Nasdaq, — Шэньчжэньская, которая открылась в 1990 г. Это шестая по капитализации биржа в мире. Пекинская биржа открылась в 2021 г. Здесь торгуются компании малого и среднего бизнеса. Гонконгская биржа находится в автономном районе и к китайскому рынку не относится, хоть и связана с ним. Это зарубежная площадка (offshore).

Из таблицы 1 видно, что по состоянию на 15.09.2023 г. общее количество компаний, зарегистрированных на фондовых биржах Шанхая и Шэньчжэня, достигло 5069, а общая рыночная стоимость эквивалентна более чем 60 % ВВП Китая.

Общий объем инвестиций в инфраструктурное строительство Китайско-Белорусского индустриального парка оценивается почти в 6 млрд долл. США, а планируемый срок строительства — 30 лет (разделен на три очереди). Поэтому неслучайно в настоящее время государства существенно усиливают внимание к взаимодействию в финансовой сфере.

Объем выпусков корпоративных облигаций в Беларуси еще очень мал. На 1 сентября 2023 г. объем выпусков облигаций, находящихся в обращении в китайской валюте, составляет лишь 2,4 млн китайских юаней.

Для экономики Беларуси, рынки капитала которой находятся на начальной стадии, также наблюдается нехватка качественных или потенциальных компаний, однако эти компании подвержены несовершенству своих внутренних бирж и испытывают трудности с получением прямого финансирования, что влияет на пополнение капитала компании и расширение бизнеса.

В настоящее время, наблюдается рост профессиональных участников финансовых рынков, расширяется инвестиционная база двух стран.

1. Создание венчурного фонда. Создание венчурного фонда выращивает собственные стартапы.

Таблица 1. Сравнение Шанхайской, Шэньчжэньской биржи и Белорусской валютно-фондовой биржи

Биржи	Акционерные общества	Рыночная капитализация, млрд долл. США
Шанхайская биржа	2246 (на 15.09.2023 г.)	6 638.6606
Шэньчжэньская биржа	2823 (на 15.09.2023 г.)	3615.0512
облигации	12 923	32,8
Белорусская валютно-фондовая биржа	4105 (на 01.01.2021 г.)	–
облигации	–	31,8 млрд руб.(на 01.01.2021 г.)

Источник: официальные сайты бирж

Беларусь и Китай создают венчурный фонд на 20 млн долл. США. Учредителями фонда выступят Белорусский инновационный фонд, «Чайна Мерчантс Капитал» и «Компания по развитию индустриального парка». Основная задача фонда — содействовать инновационному развитию Китайско-белорусского индустриального парка «Великий камень» путем венчурного финансирования инновационных проектов, реализуемых на его территории.

2. Текущая ситуация финансового сотрудничества между фондовыми биржами. Шэньчжэньская фондовая биржа Китая и Белорусская валютная биржа подписали соглашение о сотрудничестве. Эффективный механизм стыковки финансирования обеспечивает платформу для удовлетворения потребностей многоуровневого сотрудничества субъектов рынка в двух странах и лучше служит стыковке стратегии экономического и социального развития двух стран.

Обе стороны создадут механизм сотрудничества для стыковки китайско-белорусского рынка капитала на основе инновационной платформы услуг по предпринимательским инвестициям и финансированию Шэньчжэньской фондовой биржи (платформа V-Next).

Глава администрации парка считает, что при этом ожидается, что оказывать помощь будут не только в предоставлении площади, но и в финансировании. Для этого будет создан венчурный фонд. На первоначальном этапе он будет сформирован большей частью за счет китайских средств. Также должна появиться возможность привлечь в проект и другие финансовые институты. Сейчас парк наладил сотрудничество с Европейским банком реконструкции и развития, заключено соглашение с Международной финансовой корпорацией Всемирного банка, Евразийским банком развития [4].

Опыт Казахстана

Для активизации сотрудничества целесообразно использовать опыт Казахстана, уже начавшего сотрудничество с Китаем. Чтобы удовлетворить растущий спрос на инвестиции и привлечение финансирования проектов BRI, Международный финансовый центр «Астана» (МФЦА) начал работу над развитием регионального расчетно-клирингового центра в юанях, ключевой частью которого является сегмент «Один пояс — один путь» AIX.

Сегмент AIX «Один пояс — один путь» является ключевой частью расчетного центра, где могут пройти листинг и торговаться ценные бумаги в юанях, в том числе облигации, акции и другие продукты.

Одна из ключевых задач AIX — стать первой фондовой биржей в Центральной Азии, которая предоставляет доступ глобальным инвесторам, а также стать региональным финансовым центром, который предоставляет отражающие спрос рынка, диверсифицированные, локализованные, устойчивые финансовые решения для поддержки BRI.

В основном валютой для рынка AIX Belt and Road Market, на котором могут котироваться и продаваться обыкновенные акции, облигации, ценные бумаги, обеспеченные активами, и депозитарные расписки, будет юань [5].

Советы для развития стыковки китайско-белорусского рынка ценных бумаг

1. С точки зрения привлечения инвестиций нужно изучить диверсифицированные модели двустороннего и многостороннего финансового сотрудничества между Китаем и Беларусью.

2. Развивать правовую базу и совершенствовать регулирование финансовых организаций, внедрять элементы стимулирования инвестиционной активности. Акционерный капитал — один из основных драйверов для повышения потенциала развития экономики Беларуси и Китая.

3. Китайским биржам рекомендуется сотрудничать с местными банками для использования местных рынков капитала для финансирования китайских предприятий, в т.ч. выпуск облигаций в юанях.

Выводы. Финансовое сотрудничество является важным звеном для достижения экономической и финансовой взаимосвязи между странами, расположенными на этом маршруте. В настоящее время явление блокированного и неравномерного движения капитала между странами проекта «Один пояс — один путь» весьма заметно. Большинство стран являются развивающимися, и развитие финансового рынка относительно отстает. Кроме того, в строительстве «Пояса и пути» задействовано множество стран и валют, а финансовый рынок проектного финансирования относительно разбросан, единая и эффективная система финансовых услуг не

сформирована, и сложно интегрировать ресурсы всех сторон. Поэтому необходимо сформировать сообщество интересов и сети финансовых услуг, которые разделяют вклад, риски и выгоды, и достичь благоприятного, здорового, стабильного трансграничного финансирования.

Литература

1. Чжао Хуйжун. Беларусь и «Один пояс, один путь» // Евразийская экономика. — 2017. — № 4. — P. 44–55 (赵会荣，白俄罗斯与“一带一路”, 欧亚经济)

2. Пасияк, О. Беларуси стоит присмотреться: как фондовый рынок помог Ирану справиться с санкциями [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://officelife.media/news/37433-ekspert-rasskazala-o-problemakh-fondovogo-rynka-belarusi/. — Дата доступа: 15.09.2023.

3. Индустриальный парк «Великий камень» привлекает сегодня крупные зарубежные компании с технологиями завтрашнего дня. Вспомним, как все начиналось? [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.sb.by/articles/sverkayushchaya-zhemchuzhina-shelkovogo-puti.html. — Дата доступа: 15.09.2023.

4. Показатели рынка корпоративных ценных бумаг [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.nbrb.by/statistics/financial-markets/corpsecurmarket. — Дата доступа: 30.02.2023.

5. Сегмент «Пояс и путь» (BRI). Основные факторы развития инициативы BRI [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://aix.kz/ru/products-services-ru/segments-ru/belt-and-road-ru/. — Дата доступа: 30.02.2023.

6. Рынок ценных бумаг в Республике Беларусь. 2020 г. Департамент по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.nbrb.by/statistics/financial-markets/corpsecurmarket. — Дата доступа: 30.02.2023.

Сравнительный анализ рынков капитала и процессов сбережений и инвестиций у мировых лидеров — Китая, США и ЕС

Шкут Александр Петрович,
сертифицированный финансовый аналитик, член CFA Institute
(г. Минск, Беларусь)

В статье дается сравнительный анализ по данным за 2022 г. мирового и страновых (у мировых лидеров) рынков капитала и устанавливаются различия у этих стран инвестиционного процесса.

The article provides a comparative analysis of the data for 2022 of the world and country (among world leaders) capital markets and establishes differences in these countries of the investment process.

Статья продолжает исследование современного мирового инвестиционного процесса, начатое в [1]. Построена 3-пирамидальная модель, в которой каждый инвестиционный параметр и поток выражается через независимую переменную — долю валового внутреннего продукта (ВВП — GDP) мира, регионального объединения и отдельных стран, что позволяет легко сравнивать мощности рынков и финансовых потоков у разных стран и регионов (рисунки 1–4). С помощью модели анализируются мощности каждого из рынков и величины основных потоков инвестиционного капитала в ЕС, США и Китае в сравнении с мировой ситуацией.

Поскольку модель дает мощный инструмент сравнительного анализа страновых рынков капитала между собой и с мировым, воспользуемся ее возможностями для сравнения рынков капитала и инвестиционного процесса у трех мировых лидеров по размерам экономики и мощности рынков капитала — США, Китая и ЕС.

Источники данных и обозначения для 3-пирамидальной модели

Идея модели — представить в виде 3 пирамид три составные части инвестиционного процесса: пирамида сбережений и финансовых активов населения; пирамида 4 рынков капитала (акций, облигаций, кредитов, деривативов); пирамида накопления основного капитала. Такой подход требует огромного объема статистики.

Основной показатель — ВВП (GDP) — по обменному курсу взят из базы данных WEO МВФ. ВБ (World Bank) дает незначительно отличающиеся данные. Из базы данных ВБ заимствованы ежегодные валовые сбережения GS (Gross Saving) и валовое накопление. Валовые финансовые активы населения взяты из базы данных Global Wealth Data банка UBS, которые рассчитаны на основе данных МВФ и коррелируют с базой данных немецкой страховой компании Allianz. Валовое накопление основного капитала GFCF (Gross Fixed Capital Formation), т.е. ежегодные валовые инвестиции в основной капитал, взято как валовой национальный доход без потребления плюс чистые трансферты. Основной капитал CS (Capital Stocks) и его компоненты GSC (государственный основной капитал) и PCS (частный основной капитал) взяты из базы данных ICSD МВФ.

Кредиты C включают кредиты DC (Domestic Credit), кредиты реальному сектору (в том числе населению и торговые), выданные отечественными финансовыми институтами (банки, небанковские финансовые организации и др.), требования к правительству GC

(Government Claims) — включают кредиты, выданные центральному правительству — эти данные заимствованы в базе данных WDI Всемирного банка, информация о совокупной (кредитной и облигационной) задолженности стран взята из базы данных Global Debt Monitor 2023 МВФ.

Еще одна группа данных по объему рынков капитала: EM — Equity Market (акций) и FIO — Fixed Income Market Outstanding (облигаций с фиксированным доходом в обращении) и доходности биржевых организаций рассчитана на основе базы данных за 2022 г. Ассоциации финансовых рынков и индустрии ценных бумаг (SIFMA — Securities Industry and Financial Markets Association).

Структуру инвестиций по секторам и источникам дает база данных ОЭСР.

В статистических данных международных организаций по притоку и оттоку иностранного инвестиционного капитала имеются расхождения, для целей данной статьи статистика по ПИИ — FDI (входящим — импорт и исходящим — экспорт), а также по накопленным ввезенным и вывезенным (FDIIS — FDI Inflows Stocks и FDIOS — FDI Outflows Stocks) — дана по базе данных WIR 2023 UNCTAD, а по чистым портфельным инвестициям (NPI) — по базе данных WDI Всемирного банка. Данные для индекса финансового развития взяты из базы данных МВФ. Обращаем внимание, что многие данные из перечисленных баз интегрированы, правда, с некоторой задержкой, в базу данных для исследователей theglobaleconomy.com.

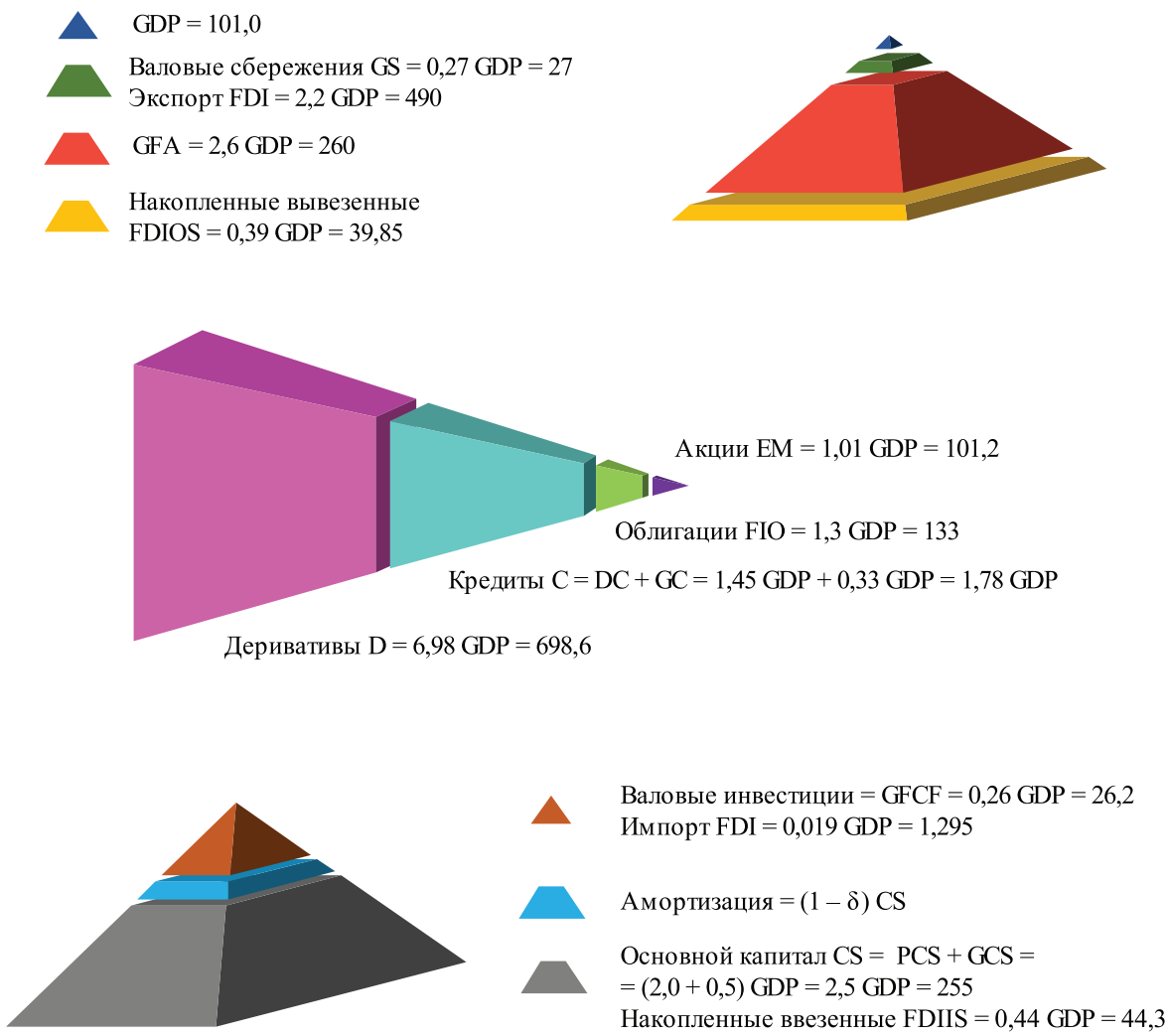


Рисунок 1. 3-пирамидальная модель процессов сбережений, инвестиций и рынков капитала для мировой экономики (по данным за 2022 г.), трлн долл. США

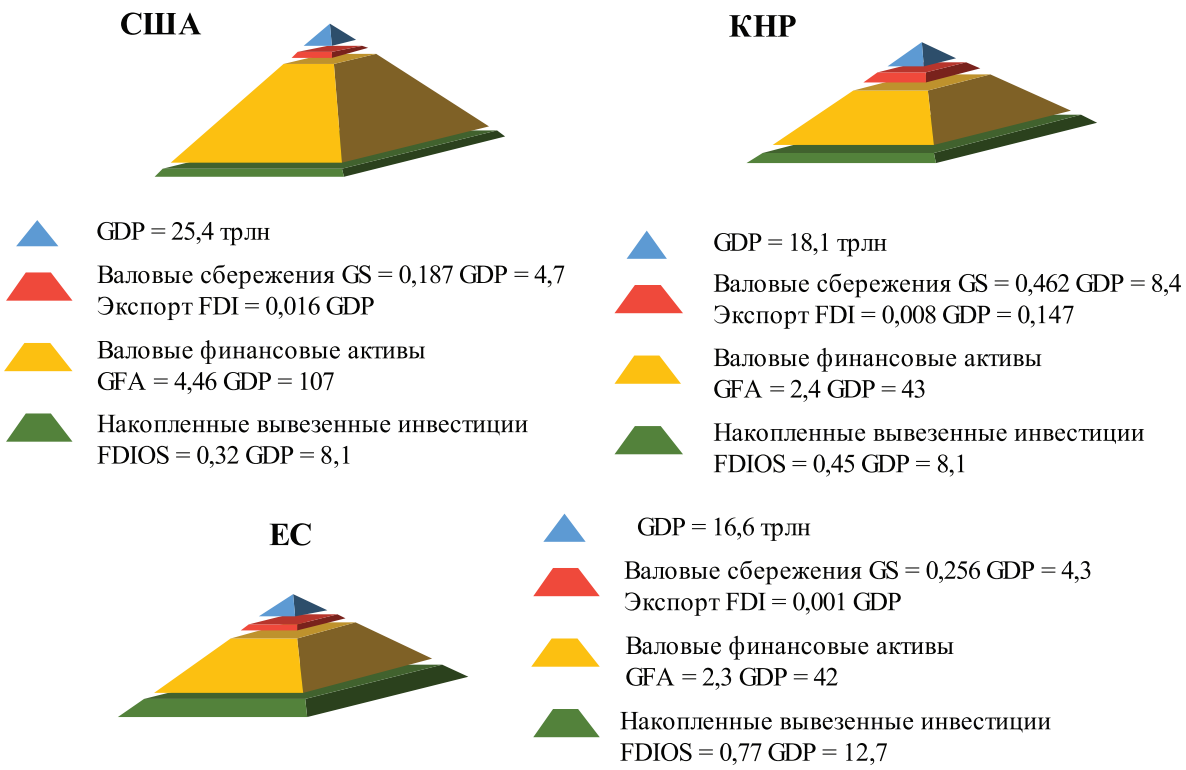


Рисунок 2. Сравнительный анализ: пирамиды сбережений США, КНР и ЕС в 2022 г., трлн долл. США

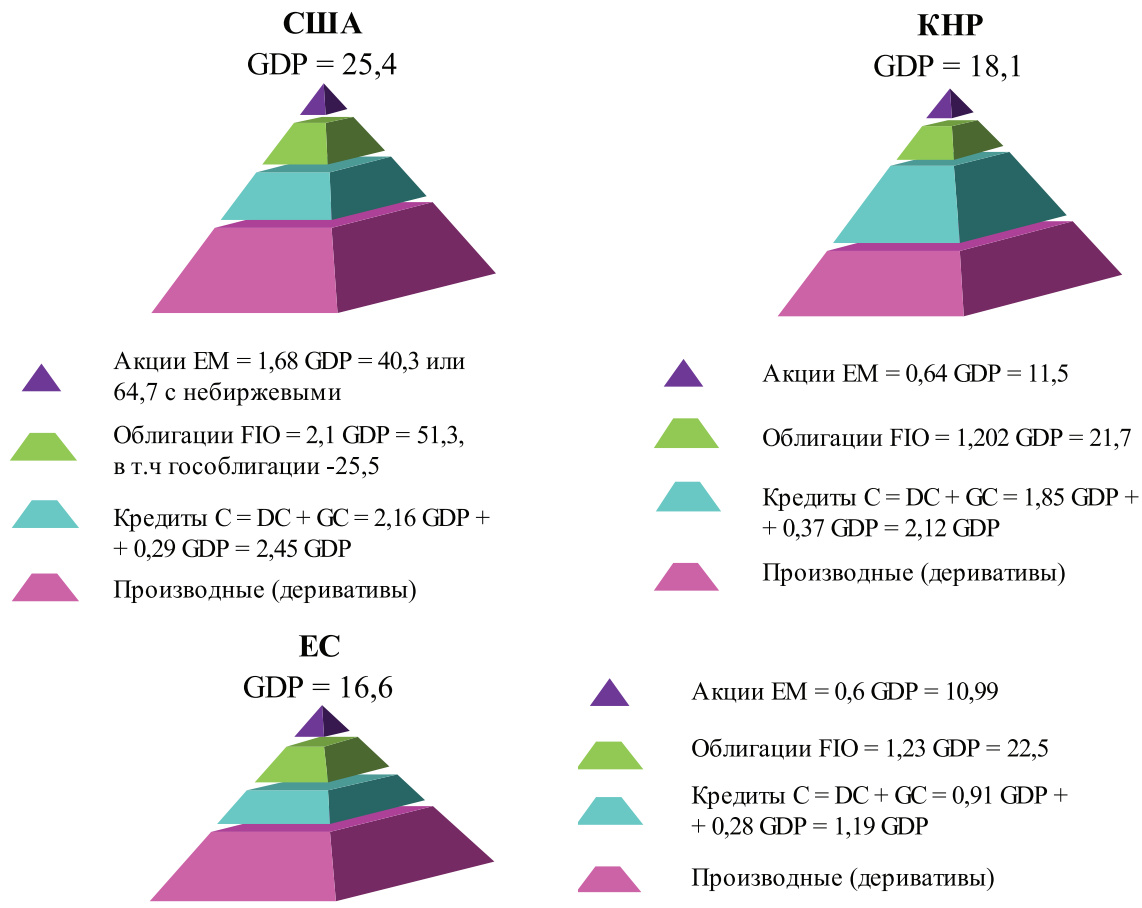


Рисунок 3. Сравнительный анализ: пирамиды рынков капитала США, КНР, ЕС в 2022 г., трлн долл. США

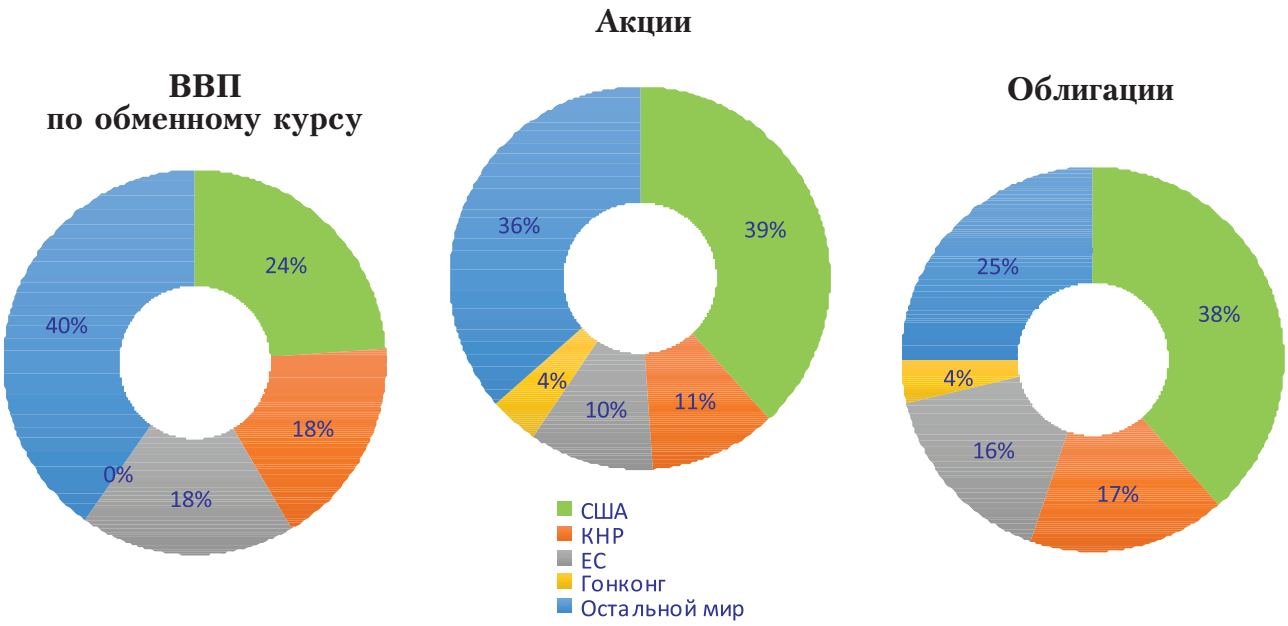


Рисунок 4. Доли мировых лидеров в мировом рынке акций и облигаций в 2022 г.

Сбережения и финансовые активы населения

Единственный источник пополнения рынка капитала и реальных инвестиций — сбережения домашних хозяйств, корпораций и государства (инвестиционные средства бюджета). Заимствование одних есть накопленные сбережения других. Ежегодный размер валовых сбережений GS у каждой страны определяют МВФ и ВБ как остаток от потребления. Суммарно по всем странам в сбережения в 2022 г. пошло 0,27 мирового ВВП, и эта цифра уже много лет находится в вилке 0,25–0,27 ВВП, ее в значительной степени повышает чрезмерно высокая норма сбережений у Китая — 0,42 ВВП, которая существенно выше нормы сбережений у США и ЕС: соответственно 0,18 и 0,25 их ВВП. В начале века норма сбережений была ниже (рисунок 2). Часть из этих средств сразу идет в реальные инвестиции (у населения это покупка жилья, у корпораций — инвестиции собственных средств в машины, оборудование, ИКТ и интеллектуальные ресурсы, у правительств — строительство дорог, социальных объектов и т.д.). Другая часть сбережений идет на рынки капитала (депозиты, облигации, акции, фонды), превращаясь в финансовые активы населения. Поскольку любая корпорация в конечном итоге принадлежит конкретным людям, важно оценивать накопленные финансовые активы населения. Их детальный анализ ежегодно дают страховая немецкая компания Allianz [2] и швейцарский банк Credit Suisse (его в 2023 г. поглотил банк UBS) [3]. На основе их статистики можем сделать следующие выводы.

1. Финансовые активы населения (GFA — Global financial assets) растут быстрее мирового ВВП с 10-летним среднегодовым ростом CAGR = 7,1 % и достигли в 2022 г. 2,6 ВВП, точнее — 259,6 трлн долл., что в среднем дает 48,9 тыс. долл. каждому взрослому жителю Земли (американцу — 422,4 тыс. долл.).

2. Структура GFA в мире следующая (в %): ценные бумаги : депозиты : пенсии и страховки : прочие = 42,4 : 27,0 : 28,0 : 2,6, и на нее сильно влияет структура сбережений американцев, обладающих 45 % мировых финансовых активов, которая имеет вид: 59 — ценные бумаги, причем акции — 45, облигации — 14, в основном правительственные, 13 — депозиты, 25 — пенсионные и страховые фонды.

3. Население всех 27 стран ЕС обладает немногим более 20 % мировых финансовых активов населения, у китайцев их пока только около 14 %, однако доля китайцев за 10 последних лет удвоилась, а европейцев — снизилась на треть.

4. Доля финансовых активов в суммарном богатстве взрослых в мире достигла 51,1 %, в США колеблется около цифры 70 %, в КНР — 54 %, у европейцев — 41,7 %.

5. Миллионеры мира (их число достигло 59,4 млн) на 4/5 сосредоточены в США, ЕС и КНР, но при этом имеются существенные различия: в США — 22,7 млн, в КНР — 6,2 млн, во всей Европе, включая ЕС, — 16,3 млн.

6. Тотальное богатство на взрослого (недвижимость и финансовые активы) достигло в США 551,4 тыс. долл., в КНР — 75,7 тыс. долл. В итоге США обладают 30,8 % мирового богатства, в КНР пока только 8,6 % (но за XXI век богатство на одного взрослого в Китае выросло в 17,8 раза, в то время как в США — только в 2,6 раза), вся Европа контролирует 23 % мирового богатства.

7. По неравенству в распределении богатства, измеренному коэффициентом неравенства Джини, лидируют США — 83 %, КНР — 71 %, в ЕС самый низкий коэффициент неравенства.

8. Домашние хозяйства США обладали в 2022 г. ликвидными финансовыми активами в 58,6 трлн долл. в следующих пропорциях (SIFMA): акции — 45 %, банковские депозиты — 25,3 %, взаимные фонды — 16,5 %, правительственные и муниципальные облигации — 7,7 %, корпоративные облигации — 0,4 %, фонды денежного рынка — 5,2 %. В целом в США население владеет акциями на 26,4 трлн долл., а институты — на 38,3 трлн долл., в том числе взаимные фонды управляют 11,8 трлн долл. (SIFMA). Заметим, что свои финансовые активы американцы накопили за многие годы, так как в последние годы они сберегают меньше, например, в 2022 г. направили в сбережения только 3,7 % доходов, а в среднем за 10 лет — 7,9 % от доходов, в то время как у немцев — 11,5 %.

Анализ динамики рынков капитала

Пирамиды, отображающие рынки капитала, акций, облигаций, заимствований (производные из-за сосредоточенности большинства из них в США и волатильности данных не включались), представлены на рисунке 3, который указывает на следующие процессы.

Первый: происходит рост всех рынков капитала с темпом выше инфляции и ВВП. Так, мировой ВВП с 2013 по 2022 г. за 9 лет вырос в 1,3 раза — до 101,0 трлн долл., рынок акций — в 1,53 раза — с 66,2 до 101,2 трлн долл., рынок облигаций — в 1,45 раза — с 87,8 до 129,8 трлн долл. Заметим, что долларовая инфляция за эти годы составила 25 %.

Второй: существенно быстрее других в эти годы росли рынки капитала в Китае: рынок акций вырос в 5,4 раза, а рынок облигаций — в 4,4 раза. Это привело к существенному изменению значимости Китая на мировых рынках капитала за 15 последних лет: он увеличил свою долю на мировом рынке облигаций в 5,4 раза и акций в 2 раза при сокращении доли ЕС по облигациям на 11,2 %, а по акциям — на 6,2 %. Существенно уменьшилась также доля Японии на обоих рынках, США сохранили свою долю (рисунок 4). Кроме того, только у США доля по акциям и облигациям в мировом объеме существенно превышает долю США в мировом ВВП, в то время как у ЕС и КНР доля по акциям и облигациям в мире приближается к доле по ВВП.

Третий: ежегодный мировой выпуск акций (IPO и др.) составляет крайне малую и волатильную величину со средним за 10 последних лет 0,675 трлн долл. — это около 0,7 % рынка акций, причем выпуск в 2021 г. составил 1,051 трлн долл., а в 2022 г. — только 0,408 трлн долл. По выпуску акций в 2022 г. Китай обошел США, выпустив их на 132,2 млрд долл., тогда как США — только на 81,1 млрд долл.

Четвертый: на рынке обращается примерно 133 трлн долл. облигаций, в том числе в США — 51,3 трлн долл. (39 % мирового рынка), в Китае — 20,9 трлн долл. (16 % мирового рынка), долгосрочных облигаций с фиксированным доходом в мире выпускается в обращение в среднем на 18,3 трлн долл. Практически столько было выпущено в 2022 г. — 18,9 трлн долл., причем вторым мировым лидером по выпуску облигаций стал Китай — 5,8 трлн долл. в 2022 г., почти догнав США с их 6,6 трлн долл. ЕС выпустил только 2,9 трлн долл. В ЕС больше всего облигаций выпустила Франция — на 4,4 трлн долл. (3 % мирового рынка), ФРГ — 3,7 трлн долл. (3 % мирового рынка) и Италия — 2,9 трлн долл. (2 % мирового рынка).

Пятый: размеры американского рынка капитала определяются не только сбережениями домашних хозяйств (их ликвидные активы равны 58,6 трлн долл.), но и притоком иностранного капитала: иностранцы покупают примерно на 0,6 трлн долл. в год американских ценных бумаг и накопили их на 123,3 трлн долл., из них 7 трлн долл. вложили иностранные государства в правительственные облигации США (это рекомендация МВФ — иметь большие валютные резервы).

Шестой: растет долгосрочная доходность фондового рынка капитала. Так, доходность акций согласно американскому индексу S&P-500, несмотря на падение в 2022 г. на 19,4 %, имеет среднегодовой рост за 10 лет: CAGR = 10,41 %, что существенно выше среднегодовой инфляции доллара за этот период — 2,4 %.

Седьмой: совокупный долг (кредитный и облигационный) растет намного быстрее ВВП: если в мире в 2000 г. он составлял 1,97 ВВП, то в 2022 г. — 2,38 ВВП, в первую очередь за счет США — 2,18 ВВП в 2000 г. и 2,74 ВВП в 2022 г. Зона евро — 2,14 ВВП в 2000 г. и 2,54 ВВП в 2022 г. КНР — 1,38 ВВП в 2000 г. и 2,72 ВВП в 2022 г. Причем основной прирост дает госдолг, который в мире достиг 0,92 ВВП, в США — 1,21 ВВП, в зоне евро — 0,93 ВВП, в КНР — 0,77 ВВП.

Институциональная структура рынков капитала

Качество финансовых институтов стран мира оценивает индекс финансового развития МВФ, предложенный в работе [4], с помощью субиндексов «финансовые институты» (FI) и «финансовые рынки» (FM) по трем направлениям: доступ — FIA, глубина — FID, эффективность — FIE (на рисунке 7 дано сравнение этих индикаторов для США и КНР). Рисунок 5 показывает, что китайские рынки капитала и по доступу, и по глубине пока еще существенно уступают американским, исключение — субиндексы эффективности институтов и рынков, которые у Китая не уступают, а даже превосходят американские. На значения индекса по направлению «доступ» (FIA) оказывают влияние устаревшие, на наш взгляд, в цифровой век показатели: число банковских отделений и банкоматов на 100 000 взрослых. Важный индекс по направлению «глубина» (FID) определяется по развитости рынков капитала как доли в ВВП (кредитов, активов пенсионных фондов и фондов страхования, взаимных фондов). Особенно важны взаимные фонды (Mutual Funds) как главный инструмент для коллективного трансфера сбережений в инвестиции. Доля их активов по данным Всемир-

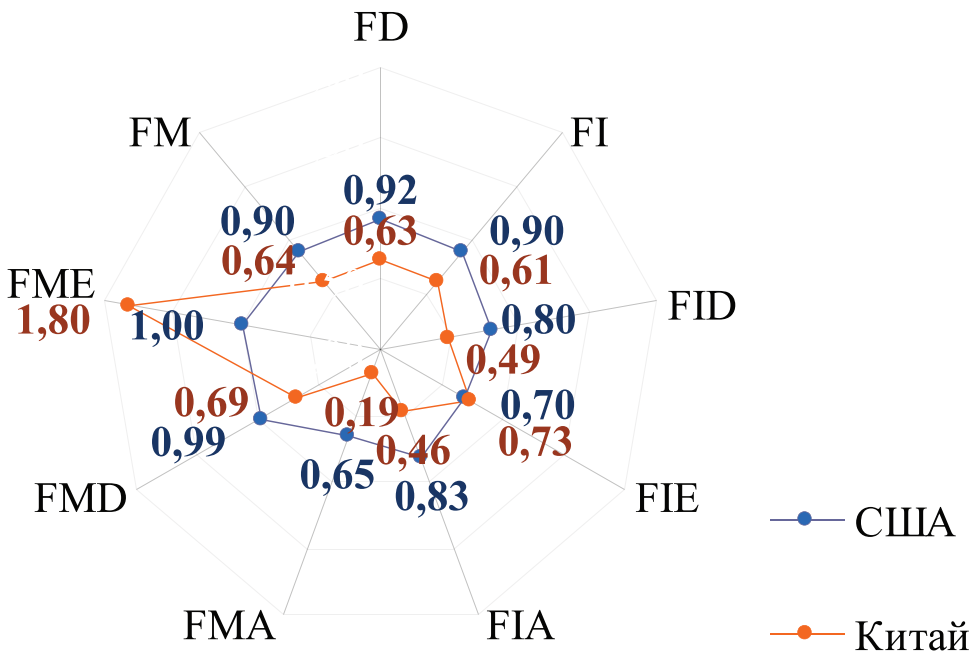


Рисунок 5. Индекс финансового развития МВФ за 2021 г. для Китая и США[1]

[1] Примечание: FD — финансовое развитие (сводный индекс) — и его субинднкс FI по институтам зависит от показателей: FIA — доступ, FID — глубина, FIE — эффективность, FM — по рынкам, включает тоже показатели: FMA — доступ, FMD — глубина, FME — эффективность.

ного банка в ВВП: у США — 140,16 %, у Китая пока только 18,03 %, у ведущей страны ЕС по индексу финансового развития — 75 %.

Индекс FIE МВФ оценивает эффективность институтов по показателям рентабельности банковского сектора: ROE, ROA, NIM и т.д. Эффективность институтов оценивает еще и субиндекс «финансовые рынки» (FM), среди показателей которого: торговля акциями к ВВП (в мире — 83,8 %, у США — 108,5 %, у КНР — 21,5 %, у ЕС — 44 % (Всемирный банк, 2020 г.), а также торговля акциями к капитализации рынка (Turnover Ratio): у США — 108,5 %, у КНР — 258,6 %, у ЕС — 68,8 %, в мире — 104,4 % (Всемирный банк, 2020 г.).

Реальный инвестиционный процесс и валовое накопление основного капитала

На ежегодное накопление основного капитала (валовые инвестиции в основной капитал) GFCF по данным МВФ и ВБ идет в мире в среднем 25–27 % ВВП, например, в 2022 г. — 26,2 трлн долл. с существенным страновым развитием: в США — 21,6 % ВВП, у ЕС — 24,6 % ВВП, у Китая инвестиционная норма в два раза больше, чем у США, — 43,9 % ВВП. Анализ баз данных ОЭСР показывает, что в 2011–2022 гг. пропорции трех источников (домашние хозяйства, корпорации, правительство, в %) инвестиций следующие: США — 33,8 : 50,8 : 15,5, ЕС — 26 : 60,1 : 13,9, Китай — 27,8 : 61,8 : 10,4. Как ни удивительно, китайское правительство не является лидером по правительственным инвестициям, возможно потому, что в КНР государственный основной капитал и так наибольший в мире — 188 % ВВП. В США значительные инвестиции (треть от всех) делают домашние хозяйства, которые покупают недвижимость за собственные средства и кредиты банков. Правительства инвестируют в основном привлеченные за счет выпуска гособлигаций средства. И только корпорации, кроме привлеченных, — с рынка капитала за счет выпуска корпоративных облигаций и за счет первичного выпуска акций (IPO и размещенных на вторичном рынке), которые в мире в сумме очень малы — всего 4 трлн долл., или 0,04 мирового ВВП. С мирового рынка капитала ценных бумаг (без производных) емкостью 230 % ВВП в основном привлекают через гособлигации средства правительства.

По секторам экономики: строительство, транспорт, ИКТ, интеллектуальные продукты, ежегодные валовые инвестиции GFCF распределяются следующим образом: США — 41,7 : 5,7 : 17,5 : 30,3, ЕС — 51,5 : 7,5 : 15,0 : 19,8 (по Китаю у ОЭСР нет данных). Страны, принадлежащие к инновационному ядру мира — США и ЕС, — в последние годы инвестируют в ИКТ и интеллектуальные продукты очень много: 35–48 % всех инвестиций. Среди европейских стран мировые лидеры по инвестициям в интеллектуальные и цифровые продукты: Ирландия — 50,3 % и Швеция — 49,2 %.

По накопленному основному капиталу CS в разбивке на правительственные накопления — GCS и частного (реального) сектора — PCS МВФ вел базу данных ICSD только до 2019 г. Вместе с тем, применив формулу накопления основного капитала:

$$CS(t+1) = (1-\delta)\,CS(t) + GFCS\,(t)$$

к каждому государству, в статье он приблизительно вычислен до 2022 г. Коэффициент амортизации δ ВБ рекомендует брать для развитых стран 0,07 и для развивающихся — 0,045 %. В итоге основной капитал с 2019 г. существенно не изменился, так как в ковидные 2020 г. и 2021 г. инвестиции GFCF снизились и еле покрывали амортизацию, и только в 2022 г. основной капитал начал расти. Заметим, что и в 2022 г. у США и ЕС накопление основного капитала GFCF только незначительно превышало амортизацию. Зато у КНР, даже с высокой нормой амортизации в 7 % и самым большим в мире основным капиталом, инвестиции на 63 % превышали амортизацию. МВФ не дает статистику по основному капиталу интеграционных объединений — они в статье рассчитаны для ЕС как сумма по 27 странам, входящим в ЕС.

В результате из третьей пирамиды накопления основного капитала (рисунок 6) видно, что Китай накопил наибольший основной капитал — более 4 ВВП, около 72,6 трлн долл., США — только 2,4 ВВП, или 57,4 трлн долл., ЕС — порядка 2,7 ВВП, или 48,5 трлн долл. Причем у ЕС он формируется в основном за счет стран — экономических лидеров с большим ВВП: ФРГ — 2,6 ВВП, или более 9 трлн долл., Франция — почти 2,9 ВВП, или более 7 трлн долл., Дания — 2,5 ВВП, или около 6 трлн долл., Италия — 2,76 ВВП, или около 5 трлн долл., Нидерланды —

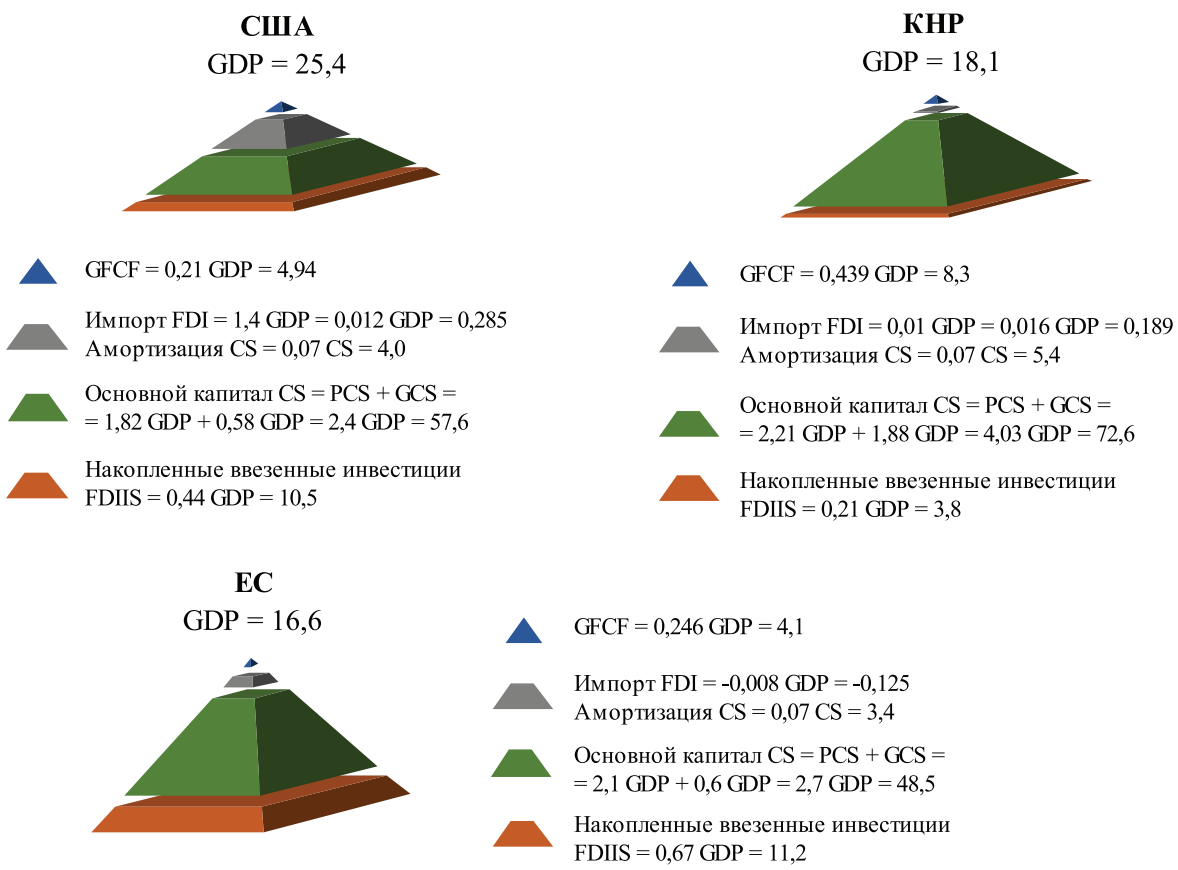


Рисунок 6. Сравнительный анализ: пирамиды накопления основного капитала в США, КНР, ЕС в 2022 г., трлн долл.

2,5 ВВП, или более 2 трлн долл. У 11 стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), входящих в ЕС, пока накопленный основной капитал невелик — порядка 4,3 трлн долл., или 2,24 ВВП в пропорции: 1,56 ВВП — частный и 0,68 — государственный, причем более трети частного капитала в ЦВЕ — иностранный. Значительное накопление основного капитала у Китая, почти в 1,7 раза превышающего основной капитал американцев, произошло в том числе из-за переноса заводов из США в Китай: сумма накопленных КНР ПИИ достигла 0,21 % ВВП, или 3,8 трлн долл., а со спецрайоном Китая Гонконгом эта сумма будет значительно больше.

В некоторой степени представление о каналах получения финансирования реальным сектором (нефинансовыми организациями) дает рисунок 7. Страновые различия в этом процессе в 2022 г. следующие: компании Китая получают основное финансирование в виде банковских кредитов, а США и ЕС — с рынка капитала. У США накопленная кредитная задолженность компаний — 25 %, ЕС — 88,5 %, а у Китая — 71,1 %, остальная задолженность — перед рынками капитала. Если же анализировать накопленную задолженность, то нефинансовые организации в США привлекли с рынка акций и облигаций 71,9 %, ЕС (зона евро) — 59,4 % и Китай — 34,6 %. Это происходит потому, что в США самый большой в мире рынок ценных бумаг (акций и облигаций) — его емкость в 2022 г. составляла 92,2 трлн долл., или 3,8 ВВП США. Однако доминируют на нем правительственные долги (US Treasuires) — 23,9 трлн долл. плюс муниципальные облигации на 4 трлн долл. Выпуск правительственных облигаций в 2022 г. достиг 3,8 трлн долл., тогда как корпоративных — только 1,4 трлн долл. Правительство и муниципалитеты заполнили половину американского облигационного рынка. Средний выпуск IPO в США за 10 последних лет составил только 60 млрд долл., причем в 2022 г. — всего 8,5 млрд долл., а со вторичным рынком всего — 99,4 млрд долл., т.е. привлечение средств за счет первичного размещения акций в США ничтожно мало.

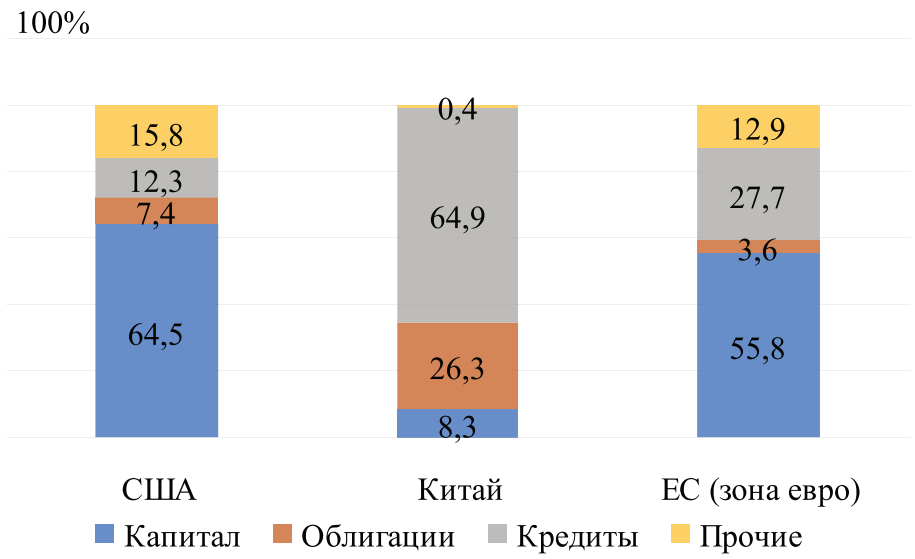


Рисунок 7. Источники финансирования нефинансовых организаций в США, КНР, ЕС (прочие включают торговые кредиты, ПИИ и др.) в 2022 г.

Источник: расчеты автора по базе данных simfa.org.

Заключение

1. Суммируем полученные с помощью изложенных выше моделей результаты в таблицу 1, добавив в нее страны ЕАЭС и ЦВЕ (Центральной и Восточной Европы), которая явно указывает на существенные отличия в национальных и региональных инвестиционных процессах от мирового и между собой.

2. Мировой рынок капитала (акции, облигации и деривативы) определяется более чем на 40 % рынком капитала США, на котором рыночная капитализация акций американских компаний превысила ВВП в 1,5 раза, т.е. из-

Таблица 1. Сравнительный анализ ключевых индикаторов как доли ВВП в 2022 г. инвестиционного процесса у мировых лидеров — США, Китая и региональных объединений — ЕС, ЦВЕ, ЕАЭС с помощью 3-пирамидальной модели

Индикатор и источник	Мир	США	КНР	ЕС	ЦВЕ	ЕАЭС
1. Сбережения						
ВВП, трлн долл.	101,0	25,4	18,1	16,6	1,936	2,545
Норма сбережений, среднее GS за XXI век *(WB)*	0,25	0,17	0,47	0,25	0,21	0,28
Валовые финансовые активы населения *(UBS-банк)*	2,6	4,46	2,4	2,3	1,06	0,73
Отток за рубеж ПИИ *(UNCTAD)*	0,39	0,32	0,45	0,77	0,09	0,13
2. Рынки капитала						
Листинг домашних компаний *(WB)*	1,01	1,68	0,64	0,6	0,21	0,31
Рынок облигаций	1,30	2,16	1,20	1,23	–	–
Банковские активы *(IMF)*		2,15	1,15	0,9	0,65	0,60
Домашние кредиты С реальному сектору *(WB)*	1,78	2,45	2,12	1,19	0,5	0,6
Активы взаимных фондов в 2020 г. *(WB)*	1,8	1,4	0,18	0,5	0,06	0,05
3. Накопление основного капитала						
Средняя за XXI век норма инвестиций GFCF *(WB)*	0,24	0,21	0,38	0,22	0,23	0,21
Основной капитал *(IMF)*		2,4	4,03	2,7	–	–
Накопленные ПИИ *(UNCTAD)*	0,44	0,44	0,21	0,67	0,49	0,22

вестный коэффициент Баффета безопасности рынка превышен в 1,5 раза, причем это остается после 20 % его падения в 2022 г. Рынок американских облигаций, в основном правительственных и муниципальных, составляет 2 ВВП. Столь огромные размеры рынка американских ценных бумаг придают эмиссия долларов (как пока мировой резервной валюты) и рекомендации МВФ — иметь всем странам мира значительные валютные резервы, что приводит к покупке значительного объема американских ценных бумаг иностранцами. При этом реальные ежегодные инвестиции США в основной капитал невелики и от объема рынка капитала составляют менее 5,6 %. В результате накопленный основной капитал США, измеренный в текущем американском ВВП, невелик и составляет всего 240 % ВВП, в то время как китайский основной капитал — 403 % ВВП. Постоянно растущий с темпами выше инфляции рынок ценных бумаг США непрерывно увеличивает финансовые активы американских домашних хозяйств, которые достигли почти 4,5 ВВП, что составляет 45 % от финансовых сбережений мирового населения. Таким образом, статус мировой валюты доллара США не только увеличивает потребление американцами иностранных товаров из-за дефицита торговли примерно на 0,8 трлн долл., но и приумножает их сбережения за счет роста рынка капитала с темпами, превышающими инфляцию доллара.

3. Китай стремительно создает собственный рынок капитала, доля которого в мире за XXI век выросла примерно в 20 раз на рынке облигаций и примерно в 10 раз на рынке акций. Столь стремительный рост доли китайских рынков капитала обоснован низким потреблением населения — 50–60 % ВВП, все остальное направляется в сбережения, а оттуда — в реальный инвестиционный процесс с рекордным в мире ежегодным приростом основного капитала, что создает заводской и инфраструктурный потенциал для будущего развития страны.

4. ЕС в мировой экономике продолжает стагнировать: его доля в мировой экономике (ВВП по ППС) по данным МВФ за XXI век сократилась на четверть, еще в большей степени сократилось присутствие на мировом рынке акций (в 2,5 раза). Вместе с тем накопленные финансовые активы населения ЕС (особенно в странах — финансовых центрах) остаются значительными (примерно 17 % мировых) и равными догнавшему ЕС по совокупному финансовому богатству китайскому населению, правда, в 3 раза большему европейского по численности, так что каждый взрослый китаец пока имеет только 38,5 тыс. долл., а европеец — 84,3 тыс. долл. финансовых активов.

5. Общая проблема рынка капитала главных стран мира — США, КНР и региона ЕС — стремительный рост задолженностей, опережающий рост фондового рынка.

Литература

1. Ковалев, М., Шкут, А. Инвестиционный процесс и мировой рынок капитала — тренды XXI века // Банковский вестник. — 2023. — № 3. — С. 28–40.

2. Allianz Global Wealth Report 2022. — Allianz Research. — 2022. — 62 p.

3. Global Wealth Report 2023. — UBS. — 2023. — 72 p.

4. Sviridzenka, K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development // IMF Working Paper. — 2016. — 43 p.

Инструменты фондового рынка: виды, особенности и место на современном финансовом рынке

Клицунов Евгений Владимирович,
аспирант, Белорусский государственный университет,
ОАО «БНБ-Банк»
(г. Минск, Беларусь)

В данной статье рассматриваются основные фондовые инструменты, используемые на современном финансовом рынке, их характеристики и особенности, варианты использования данных инструментов с целью привлечения инвестиций.

This article discusses the main stock instruments used in the modern financial market, their characteristics and features, and the use of these instruments to attract investments.

В развитых экономиках мира широкое распространение получил рынок капитала. Становление данного инвестиционного института помогает быстрее, дешевле и эффективнее фондировать возникающие потребности организаций на том или ином этапе своего развития. С каждым днем происходит совершенствование и развитие инструментария фондового рынка с целью удовлетворения возникающих потребностей субъектов хозяйствования. В данной статье автор раскроет и проанализирует основные инструменты фондового рынка, которые получили широкое распространение на мировом финансовом рынке, с целью принятия взвешенных инвестиционных решений как со стороны субъектов, которые привлекают капитал, так и со стороны инвесторов.

Прежде всего стоит определиться с границами анализа с точки зрения принадлежности сферы обращения инструмента к тому или иному рынку. В рамках данной статьи анализируются инструменты именно фондового рынка, который является частью финансового рынка. В дальнейшем по тексту под рынком автор будет понимать сферу обращения инструментов на фондовом рынке.

Для структурированного анализа инструментария фондового рынка автором предложено классифицировать инструменты по определенному признаку.

В статье предлагается проанализировать инструменты фондового рынка по характеру возникающих прав и обязательств. По данному признаку финансовые инструменты подразделяются на 3 основных вида:

а) долевые финансовые инструменты;
б) долговые финансовые инструменты;
в) инструменты, последующие финансовые обязательства по которым возникают в будущем.

Долевые финансовые инструменты представлены **акциями**.

Согласно Закону Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг» (далее — Закон о ценных бумагах), под акцией понимается именная эмиссионная ценная бумага, свидетельствующая о вкладе в уставный фонд акционерного общества, эмитируемая на неопределенный срок в бездокументарной форме и удостоверяющая определенный объем прав владельца в зависимости от ее категории (простая (обыкновенная) или привилегированная), типа (для привилегированной акции) [2].

В Республике Беларусь акции могут быть только именными, т.е. права, удостоверенные акцией, могут принадлежать только одному конкретному лицу. Под эмиссионной ценной бумагой понимается такой фондовый инструмент, который удостоверяет одинаковый объем прав ее владельца. В отечественной прак-

тике в настоящий момент выпускаются акции только в бездокументарной форме, т.е. данные ценные бумаги не имеют какого-либо физического воплощения, а права владения удостоверяются путем записи на счете «депо» в депозитарии.

Акционерное общество выпускает акции с целью привлечения капитала для обеспечения своей деятельности. По сути, владелец акции является собственником части имущества предприятия, которое выпустило данные акции. Также у него возникает право на получение части прибыли по результатам деятельности данного акционерного общества. Акция является бессрочной ценной бумагой, т.е. она не имеет срока погашения, а инвестор, соответственно, может ее реализовать на бирже, если у него возникнет желание получить денежные средства. Таким образом, срок обращения акции ограничен сроком существования самого акционерного общества, которое ее выпустило.

Стоит отметить, что акции выпускаются как открытым акционерным обществом, так и закрытым. Отличие заключается в том, что акции закрытых акционерных обществ могут отчуждаться только с согласия большинства акционеров, а распределяются акции среди заранее известного числа лиц. То есть состав акционеров закрытого общества относительно постоянен. Акции открытого акционерного общества могут свободно обращаться среди неограниченного круга лиц. В Республике Беларусь сделки с акциями открытых акционерных обществ заключаются только в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа».

Также стоит уделить внимание двум основным видам акций: простой и привилегированной. Привилегированные акции имеют ряд привилегий в отношении возникающих прав, которых не имеют держатели обыкновенных акций. Перечень данных привилегий прописывается в уставе акционерного общества, а также в проспекте эмиссии данных акций. Как правило, основной такой привилегией является получение гарантированного дохода в виде дивидендов. Таким образом, вероятность получения дивидендных выплат у держателей привилегированных акций выше, чем у держателей простых акций. Однако у владельцев простых акций есть право принимать участие в собрании акционеров, в то время как у держателей привилегированных акций данного права нет. Существует большое количество видов привилегированных акций, в рамках данной статьи анализ каждого вида, на взгляд автора, представляется нецелесообразным.

В мировой практике доля акций среди прочих фондовых инструментов занимает доминирующее положение. Так, в США, на которые приходится более половины относительного объема мирового фондового рынка, а именно 55,9 %, совокупная рыночная стоимость 500 крупнейших публичных компаний увеличилась в период с 31 декабря 2020 г. по 31 марта 2021 г. на 1,99 трлн долл. США — с 33,38 до 35,38 трлн долл. США. Основной вклад внесли компании технологического сектора, продукты и услуги которых широко использовались в период пандемии [3].

В Республике Беларусь рынок долевых финансовых инструментов по-прежнему не так сильно развит относительно иных инструментов. Так, за первое полугодие 2023 г., согласно данным ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», объем торгов фондового рынка составил 1,753 млрд долл. США, доля же акций составила всего 2,691 млн долл. США, что соответствует 0,15 % от общего объема рынка.

К долговым фондовым инструментам относят **облигации** в различных их воплощениях и видах, которые рассмотрим ниже.

Так, согласно Закону о ценных бумагах, под облигацией понимается эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на получение, если иное не установлено настоящим законом, от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также удостоверять право ее владельца на получение определенного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент, и (или) дисконт, и (или) иной вид дохода, предусмотренный законодательством о ценных бумагах и установленный в проспекте эмиссии облигаций [2].

По своей экономической сущности основным отличием акции от облигации является то, что облигация является инструментом займа, без перехода права собственности на имущество и управление организацией, в отличие от акции. Доход по акциям не гарантирован (за исключением привилегированных акций), в то время как по облигациям размер гарантированного дохода определяется в момент выпуска данных ценных бумаг. По итогам финансово-хозяйственной деятельности при-

нимается решение о начислении и выплате дивидендов, определяется их размер, поскольку дивиденды выплачиваются за счет прибыли предприятия, остающейся в его распоряжении после уплаты налогов и иных обязательных платежей и покрытия убытков текущих периодов, образовавшихся по вине акционерного общества. При этом есть акционерные общества, которые не выплачивают дивиденды либо выплачивают их в незначительном количестве. Таким образом, выплата дивидендов является правом, а не обязанностью общества (за исключением обязанности по выплате дивидендов по привилегированным акциям), в отличие от выплат по облигациям, где размер процента устанавливается при выпуске облигаций.

Так же как и акция, облигация является эмиссионной ценной бумагой. В проспекте эмиссии закреплены размер и порядок выплаты гарантированного дохода. Доход может выплачиваться либо как процент от номинала, либо как дисконт — это разница между номиналом облигации и ценой продажи.

Разновидностей облигаций на современном рынке ценных бумаг существует большое количество:

1) по форме собственности эмитента — государственные, муниципальные и корпоративные;
2) по сроку действия — краткосрочные (выпускаются на срок до 3 месяцев), среднесрочные (на срок от 3 месяцев до 1 года), долгосрочные (на срок более 1 года) и выпускаемые на срок 10 лет и более;
3) по сроку погашения — срочные, или безотзывные (погашаются эмитентом в установленный срок, не допускается досрочное погашение/отзыв), и досрочные, или отзывные (могут быть погашены/отозваны в любой срок, что специально оговаривается в проспекте эмиссии займа);
4) по виду закрепления собственности — именные (предполагается, что имена владельцев заносятся в специальный реестр и записываются на бланке облигации, если он имеется) и на предъявителя (не регистрируются и имена владельцев не фиксируются);
5) по принципу получения дохода — дисконтные (доход образуется за счет разницы между ценой покупки и номинальной стоимостью, т.е. проценты включены в номинальную стоимость, по которой производится погашение) и процентные.

Рассматривая облигации как инструмент привлечения капитала, отдельно стоит отметить такую их разновидность, как еврооблигации. По своей экономической сути еврооблигации, так же как и обычные облигации, выпускаются с целью привлечения дополнительного капитала. Однако ключевым отличием данного вида облигации является валюта номинала и место обращения. В отличие от классических облигаций, под еврооблигациями понимаются облигации, которые выпускаются в иностранной для эмитента валюте среди зарубежных инвесторов, для которых эта валюта также является иностранной. Как правило, данный вид облигаций выпускается международными финансовыми институтами, зачастую синдицированными, которые называются андеррайтерами.

Примером еврооблигации является выпуск облигаций, номинированных в долларах США, на территории Европейского союза. Стоит отметить, что в последнее время Республика Беларусь активно выпускала еврооблигации. Так, 24 июня 2020 г. завершено размещение двух выпусков еврооблигаций Республики Беларусь на общую сумму 1,25 млрд долл. США. Эмитированы облигации:

- Беларусь-2026 на 500 млн долл. США на срок 5,7 года (с погашением в феврале 2026 г.) под ставку 5,875 %. Еврооблигации размещены по цене 98,799 % от номинальной стоимости;
- Беларусь-2031 на 750 млн долл. США на срок 10,7 года (с погашением в феврале 2031 г.) под ставку 6,378 % годовых. Облигации размещены по цене 100 % от номинальной стоимости.

Банками — организаторами эмиссии выступили Citigroup Global Markets Limited, Raiffeisen Bank International AG, Societe Generale и Renaissance Securities (Cyprus) Limited [4].

Третьей разновидностью фондовых инструментов являются инструменты, последующие финансовые обязательства по которым возникают в будущем. Это так называемые **производные финансовые инструменты,** или их еще называют деривативы.

Производный финансовый инструмент (деривативы) — договор (контракт) реализации для его сторон прав и/или исполнение обязательств, связанных с изменением цены базового актива, лежащего в основе данного финансового инструмента, и ведущих к положительному или отрицательному финансовому результату для каждой стороны.

Так, в основе деривативa лежит определенный базовый актив, которым могут являться товар, ценная бумага, процентные ставки, валюта, статистические данные и многое другое.

Сторонами сделки с производными финансовыми инструментами, как правило, выступают субъекты хозяйствования, которые хотят застраховать риски изменения базового финансового актива (хеджеры), и субъекты, которые данные риски на себя принимают (спекулянты). Целью хеджеров является страхование будущих изменений цены, чтобы иметь возможность планировать свои денежные потоки (расходы или доходы). В то время как целью спекулянтов является извлечение прибыли от благоприятного изменения цены базового актива.

Как общее правило, потенциально более высокую прибыль можно получить, только взяв на себя и большую долю риска. К такой практике прибегают немногие инвесторы. Большая часть лиц стремится полностью или в определенной степени исключить риск. Кроме того, лица, связанные с производственным процессом, прежде всего заинтересованы в планировании своих будущих расходов и доходов, поэтому готовы отказаться от потенциальной дополнительной прибыли ради определенности перспектив своего финансового положения [1].

В зависимости от прав, которые возникают при совершении сделки с производными финансовыми активами, выделяют различные их виды. Концептуально можно выделить два основных вида фондовых производных финансовых инструментов: фьючерсы и опционы.

Фьючерсный контракт — это соглашение о покупке или продаже актива в определенное время в будущем по определенной цене. В отличие от форвардных контрактов, фьючерсные контракты, как правило, заключаются на биржах. Для этого контракты подвергаются стандартизации. Поскольку обе стороны контракта могут не знать друг друга, биржи предоставляют гарантии, что контракт будет выполнен.

Опционы котируются как на биржах, так и на внебиржевом рынке. Существует два основных вида опционов. Опцион покупателя, опцион на покупку, опцион «колл» дает его владельцу право купить базовый актив в определенный день по определенной цене. Опцион продавца, опцион на продажу, опцион «пут» дает его владельцу право продать базовый актив в определенный день по определенной цене. Цена актива, зафиксированная в контракте, называется ценой исполнения или ценой страйк. Дата, оговоренная в контракте, называется датой истечения контракта или сроком платежа. Американский опцион можно исполнить в любой момент до истечения срока его действия. Европейский опцион может быть исполнен только в момент его истечения. Большинство опционов, которыми торгуют на биржах, являются американскими. На рынке фондовых опционов предметом одного опционного контракта, как правило, являются купля или продажа 100 акций. Анализировать европейские опционы проще, чем американские, причем некоторые свойства американских опционов были позаимствованы у европейских [6].

В мировой практике рынок производных финансовых инструментов очень хорошо развит. Факторами, способствующими данному развитию, явились переход к плавающим валютным курсам, ослабление государственного регулирования в финансовом секторе, тенденция к росту объемов международной торговли товарами и услугами, значительный прогресс в уровне развития компьютерных и телекоммуникационных технологий.

Однако заключение фьючерсных контрактов субъектами хозяйствования Республики Беларусь носит скорее характер единичных сделок, нежели массового, хорошо развитого рынка производных финансовых инструментов. В подтверждение вышесказанного автор считает целесообразным привести статистику операций с производными ценными бумагами в Республике Беларусь. Ввиду того, что сферой обращения форвардных контрактов является внебиржевой рынок, представляется затруднительным оценить объем данного рынка. Однако автор предлагает сделать выводы на основе данных биржевого рынка, где обращаются фьючерсные контракты. Фьючерсный контракт по своей экономической природе идентичен форвардному контракту, отличие заключается лишь в сфере обращения и стандартизации. Поэтому автор считает целесообразным привести статистику операций с использованием фьючерсных контрактов.

Объем торгов в контрактах с 2010 по 2014 г. постепенно уменьшался с 12 990 до 7240 контрактов, а в 2015 г. наблюдалось резкое падение до 1700 штук, т.е. объем снизился практически в 8 раз. Количество сделок с фьючерсными контрактами в секции сроч-

ного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» в 2015 г. по сравнению с 2010 г. уменьшилось в 6 раз. С 2015 г. сделок с фьючерсными контрактами в ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» не заключалось. Анализ показывает, что сделки с фьючерсами в секции срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» были немногочисленны и носили разовый, а не системный характер [5].

Таким образом, подводя итог вышесказанному, можно сделать вывод, что существует большое количество видов фондовых инструментов, способных удовлетворить различные потребности как со стороны инвесторов, так и со стороны субъектов хозяйствования, выпускающих ценные бумаги.

Инструменты долевого участия (акции) предоставляют инвесторам возможность прямо либо косвенно (в зависимости от количества акций в портфеле) влиять на управление предприятием и претендовать на часть прибыли в виде дивидендов. Предприятия путем эмиссии акций способны привлечь дополнительные ресурсы для обеспечения своей хозяйственной деятельности.

Выпуская облигации, субъекты хозяйствования привлекают заемные средства без перехода прав собственности на часть имущества. Таким образом, предприятие сохраняет самостоятельность в части сохранения контроля в управлении, но берет на себя обязательства в установленный срок погасить стоимость облигации с уплатой процентного дохода инвестору.

Производные ценные бумаги помогают предприятию застраховать риски будущего неблагоприятного изменения цены базового актива. Инвесторы принимают на себя данный риск, что позволяет получать доходность прямо пропорционально принятому риску.

Литература

1. Буренин, А.Н. Фьючерсные, форвардные и опционные рынки / А.Н. Буренин. — М.: Тривола, 1994. — 133 с.

2. Закон Республики Беларусь от 05.01.2015 г. № 231-З «О рынке ценных бумаг»: принят Палатой представителей 17 декабря 2014 г.; одобрен Советом Республики 18 декабря 2014 г. // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Национальный центр правовой информации Республики Беларусь. — Минск, 2023.

3. На США приходится 56 % общей стоимости мирового фондового рынка [Электронный документ]. — Режим доступа: https://www.finam.ru/publications/item/na-ssha-prixoditsya-56-obsheiy-stoimosti-mirovogo-fondovogo-rynka-20210418-11000/. — Дата доступа: 01.08.2023.

4. О размещении еврооблигаций Республики Беларусь [Электронный документ]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/ru/public_debt/pressreleases/bdc29f09a6294b51.html. — Дата доступа: 03.08.2023

5. Развитие хеджирования и рынка фьючерсных контрактов [Электронный документ]. — Режим доступа: https://aquarellmedia.by/razvitie-hedzhirovanija-i-rynka-fjuchersnyh-kontraktov/. — Дата доступа: 05.08.2023.

6. Халл, Дж.К. Опционы, фьючерсы и другие производные финансовые инструменты / Дж.К. Халл. — М.: Вильямс, 2008. — 40 с.

Инструменты индексного инвестирования в биржевой торговле: виды и особенности

Берзинь Елена Викторовна,
доцент, кандидат экономических наук,
доцент кафедры денежного обращения,
кредита и фондового рынка УО «Белорусский государственный
экономический университет»
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассматриваются финансовые инструменты индексного коллективного инвестирования: торгуемые на бирже продукты ETPs (Exchange Traded Products). Основное внимание уделено биржевым фондам (ETF), их классификации, механизму работы; выделены ключевые отличия ETF от ETN (биржевых нот). Изучены виды фондов, их инвестиционные возможности, преимущества и риски, присущие финансовым вложениям в данный инструментарий. Затронут вопрос об особенностях функционирования ETF и БПИФ (биржевых паевых инвестиционных фондов) в Российской Федерации.

The article deals with financial instruments of index collective investment: ETPs (Exchange Traded Products) traded on the stock exchange. The main attention is paid to exchange-traded funds (ETF), their classification, mechanism of work; the key differences between ETF and ETN (exchange notes) are highlighted. The types of funds, their investment opportunities, advantages and risks inherent in financial investments in this toolkit are studied. The question is raised about the features of the functioning of ETFs and BPIFs (exchange-traded mutual funds) in the Russian Federation.

В последние несколько десятилетий на фондовых биржах наряду с традиционными ценными бумагами, такими как акции и облигации, активно торгуются финансовые инструменты, относящиеся к продуктам коллективных инвестиций, объединяемые общим названием ETPs (Exchange Traded Products — торгуемые на бирже продукты). При коллективном инвестировании средства группы инвесторов обычно аккумулируются в общий инвестиционный фонд для последующего их вложения в ценные бумаги и в другие виды активов с целью получения дохода. ETP по своей природе также являются инвестиционными фондами, но, в отличие от классических фондов, их акции (паи, сертификаты) обращаются на бирже, вследствие чего они обладают высокой ликвидностью.

ETP представляет собой объект так называемого индексного инвестирования. Это пассивный инвестиционный инструмент, отслеживающий определенный индекс или рыночный сегмент, посредством которого инвестор косвенно может вложиться в любой класс активов: акции, облигации, драгметаллы и биржевые товары, не приобретая непосредственно сами активы. Поскольку некоторые ETP могут включать до нескольких тысяч бумаг, это позволяет участникам рынка максимально диверсифицировать вложения, а также покупать те виды финансовых активов, которые могут быть по каким-то причинам недоступны, например, из-за слишком высокой цены или если это структурированные продукты, ориентированные только на квалифицированных инвесторов. Некоторые ценные бумаги продаются лишь на локальных рынках, не всегда есть возможность приобрести акции на этапе IPO. Во всех перечисленных случаях ETP решает проблему отсутствия доступа к инструментарию для инвестора. Преимуществами при-

обретения ETP для участников также являются: ликвидность ценных бумаг ETP, поскольку они торгуются на бирже наряду с обычными акциями; наличие профессионального управляющего, который создает ETP, является эмитентом акций (паев) ETP, самостоятельно занимается подбором инструментов относительно выбранного индекса (бенчмарка), осуществляет ребалансировку портфеля с целью постоянного поддержания требуемой структуры, реинвестирует начисленные по ценным бумагам, содержащимся в портфеле фонда, дивиденды или проценты.

Торгуемые на бирже продукты можно разделить на три категории: ETF (Exchange-traded fund — торгуемый на бирже фонд), ETN (Exchange-traded notes — торгуемая на бирже нота), ETC (Exchange-traded certificates — торгуемый на бирже сертификат).

ETF является относительно новым инструментом на финансовом рынке. Первый биржевой инвестиционный фонд был создан не так давно — в 1990 г. в Канаде, он отслеживал индекс Торонтской фондовой биржи — Toronto Stock Exchange 35 Index и был допущен к торгам на этой площадке. Хотя сама идея ETF изначально происходила из США. Необходимость внедрения торгуемых биржевых фондов была осознана регулятором рынка США — Комиссией по ценным бумагам (SEC) после очередного кризиса на рынке в конце 80-х и последовавшего за ним в 1988 г. так называемого «черного понедельника», когда индекс Dow Jones упал на 22 %. Чтобы решить проблему высокой волатильности рынка и дополнительных издержек при торговле отдельными акциями, снова привлечь ушедших инвесторов на рынок, SEC предложила тогда разработать альтернативный единый ликвидный продукт — собрать корзину акций крупнейших компаний определенной страны или отрасли. Речь шла о создании гипотетической конструкции, которая впоследствии стала всем известна как биржевые инвестиционные фонды (ETF). Реализовали данную концепцию финансисты Натан Мост, занимавший в то время пост вице-президента биржи AMEX по разработке новых продуктов, и его помощник Стивен Блум, результатом деятельности которых стал запуск в 1993 г. первого ETF в США — S&P 500 SPDR (SPY) на американской бирже Amex и управляемый State Street Bank [1]. Схема работы ETF отличается от внебиржевых инвестиционных фондов (акционерных, паевых и др.) и выглядит следующим образом (рисунок 1).

1. Управляющая компания (провайдер) эмитирует базовые единицы (каждая базовая единица представляет определенное число акций ETF.

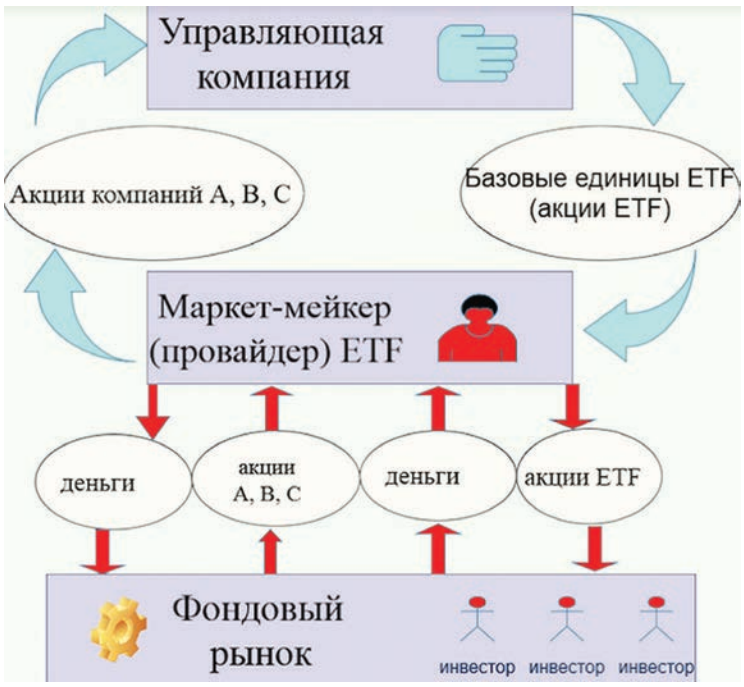


Рисунок 1. Механизм ETF

2. Маркет-мейкер — профессиональный участник рынка покупает акции (или другие инструменты), которые должны включаться в состав ETF в необходимой пропорции, затем он передает эти акции провайдеру, формируя активы фонда и получая взамен от провайдера базовые единицы (акции ETF). Маркет-мейкер несет обязательства перед эмитентом обеспечивать ликвидность акций ETF и постоянно поддерживать их справедливую стоимость относительно текущей цены акций компаний, включенных в фонд. Это означает, что рыночная цена акций ETF в каждый момент должна соответствовать рыночной стоимости чистых активов фонда. Если цена акций ETF под воздействием спроса становится завышенной, то маркет-мейкер снова покупает на рынке акции компаний, получает от провайдера взамен базовые единицы (акции ETF), которые затем выставляет на продажу, чтобы уравновесить спрос и снизить цену до справедливой. Таким образом, в течение всего срока действия фонда происходят эмиссия и погашение акций ETF, их количество в обращении, как и размер активов фонда, постоянно изменяется.
3. Если по решению управляющей компании происходит закрытие ETF, то инвесторы об этом оповещаются и им дается время на погашение акций ETF. В этом случае между маркет-мейкером и управляющим происходит обратный обмен: маркет-мейкер скупает акции ETF, передает их в виде базовых единиц провайдеру в обмен на акции компаний, которые затем продает на бирже.

Механизм ETF также предполагает наличие банка-кастодиана или банка-депозитария, который хранит активы фонда, вносит изменения в реестры при передаче прав собственности, выполняет функции администратора (ведет бухгалтерию, выплачивает дивиденды, отвечает за уведомления и др.)

Помимо ETF, на биржах торгуются ETN (Exchange-traded notes — торгуемые на бирже ноты). ETN часто отождествляются с ETF, поскольку биржевые ноты, так же как и биржевые фонды, отслеживают эталонный индекс или другой базовый актив, лежащий в их основе. Однако между ними есть принципиальные отличия. Ключевая особенность ETN в том, что это необеспеченная долговая ценная бумага, выпущенная банком, в то время как ETF — это долевой инструмент, который всегда обеспечен реальными активами (акциями, валютой, товаром). Банк, выпустивший ноты, дает обязательство держателю выплатить полную стоимость базового актива, лежащего в основе ноты, за вычетом платы за управление, но при этом не приобретает сам актив. ETN впервые были введены в обращение в 2006 г. банком Barclays, чтобы упростить инвестирование для розничных инвесторов, предоставив им возможность инвестировать и получить прибыль в труднодоступных сегментах рынка (товарные, развивающиеся рынки). Биржевые ноты были созданы для удовлетворения потребностей инвесторов в более сложных комбинированных инструментах, подобных структурированным облигациям. Финансовая инженерия ETN, не предусматривающая обеспечение реальными активами, позволяет управляющему избежать затрат, связанных с хранением товаров или открытием позиций по фьючерсам и опционам. Поэтому ETN — это, по сути, ставка на изменение индекса (цены товара), гарантированная инвестиционным банком. По мере изменения индекса изменяется и цена ETN.

Экономическая природа ETN порождает и другие ее особенности. Поскольку нота не обеспечена, ее владелец подвержен не только рыночному риску (неблагоприятному изменению рыночной стоимости), свойственному также и ETF, но и кредитному риску банка-эмитента. Если, скажем, произойдет банкротство банка, то обязательства по ноте не будут исполнены. Поэтому ценность ETN напрямую зависит от кредитного рейтинга компании-эмитента. Если кредитный рейтинг понижается, то цена кредитной ноты может упасть даже при неизменности базового актива. У ноты есть и преимущества перед ETF. Стоимость активов ETF ежегодно увеличивается, в этом случае доходы распределяются среди владельцев (в виде прироста курсовой стоимости акций ETF или выплаты дивидендов) и подлежат налогообложению. ETN же дает возможность владельцу избежать налога на прирост капитала, однако указанное преимущество не всегда имеет место и связано со спецификой налогообложения в отдельных странах. Еще одна особенность биржевых нот — отсутствие у нее ошибки слежения, которая свойственна для ETF, в результате чего рыночная цена ETN всегда является справедливой по отношению к цене базового актива.

К категории долговых бумаг, подобных ETN, также относятся биржевые сертифика-

ты — ETCs (Exchange-traded certificates), среди которых выделяются торгуемые сертификаты на валюты (Exchange-traded currencies), торгуемые сертификаты на товары (Exchange-traded commodities) и другие.

Поскольку среди всех видов торгуемых биржевых продуктов главенствующее место занимают ETF, именно фонды, обеспеченные активами, обычно включаются в основной листинг ведущих мировых бирж (ETN, ETS часто торгуются лишь во внебиржевом сегменте), остановимся на них более подробно. Сейчас (по состоянию на 01.05.2023 г.) в мире насчитывается 3133 действующих ETF [2], только за последние три года их число увеличилось примерно на 30 %. Поскольку изначально этот инструментарий был ориентирован на непрофессионального инвестора, можно констатировать, что благодаря биржевым фондам инвестиции были демократизированы, доступ к фондовому рынку получили розничные торговцы, у которых не было в распоряжении крупных сумм и достаточных профессиональных знаний для проведения анализа рынка. Покупка акций ETF избавляет инвестора от проблемы выбора отдельных бумаг. Вместе с тем постоянно растущее число ETF и их номенклатура порождает новую проблему: какие именно фонды следует отобрать в портфель, чтобы достигнуть заявленных инвестиционных целей. В связи с этим ETF можно систематизировать в виде следующей классификации (рисунок 2).

ETF выделяются *по видам активов*, среди которых — акции, облигации, товары, деривативы и совсем недавно появившиеся ETF криптовалют. На последних остановимся от-

Признак классификации ETF	Вид ETF	
По видам активов	акций	
	облигаций	
	криптовалют	
	акций ETF	
	валют	
	деривативов	
	смешанные	
По сегменту активов	с отбором ценных бумаг, включенных в фондовые индексы	
	с отбором акций компаний по отраслевой или секторальной специализации	
	с отбором акций компаний по размеру капитализации	
	с отбором акций компаний по региональному, страновому признаку	
	с отбором облигаций по типам эмитентов и по срокам обращения	
	с подбором деривативов на определенный базовый актив	
По позиционированию и использованию маржинальных сделок	с прямым позиционированием	без применения кредитного плеча
		с плечом
	инверсные с использованием коротких позиций (short) и плеча	
По стилю управления и формированию структуры активов	индексные	взвешенные по капитализации
		равновесные
		факторные (smart beta)
	с активным управлением	

Рисунок 2. Виды ETF

дельно. В феврале 2021 г. был впервые запущен канадский Purpose Bitcoin ETF (BTCC). Востребованность крипто-ETF среди участников рынка объясняется тем, что их акции более ликвидны по сравнению с биткоином, у них меньше торговые спреды, нет необходимости заводить кошелек и регистрироваться на бирже криптовалют, при этом котировки ETF и биткоина имеют прямую корреляцию и, как следствие, одинаковый финансовый результат от сделок. Однако у криптовалютных ETF есть существенные риски, выражающиеся в возникновении разрывов (гэпов) между ценой закрытия и открытия биржевых торгов, поскольку фондовые биржи работают только в рабочие дни и время, установленное регламентом, а криптовалютные — в режиме 24/7. Учитывая высокую волатильность криптовалют, в период отсутствия торгов на фондовой бирже курс биткоина может существенно измениться, при этом закрыть позицию по ETF у инвестора не будет возможности. Тем не менее, несмотря на недостатки, криптовалютные ETF продолжают активно развиваться. В октябре 2021 г. в США начал торговаться Bitcoin Strategy ETF от управляющей компании ProShares, данный фонд привязан к биткоин-фьючерсам, которые торгуются на Чикагской товарной бирже с 2017 г., что подчеркивает значительный рост индустрии ETF. В то же время Комиссия по ценным бумагам США (SEC) до настоящего времени не одобрила ни одной заявки на создание спотового крипто-ETF, что обусловлено жесткими требованиями SEC к такого рода фондам.

Один из критериев отбора ETF при формировании инвестиционного портфеля — распределение активов фонда *по сегментам*, в этом случае важно оценить перспективы той или иной отрасли, сектора, региона. Управляющие компании предлагают классические ETF на индексы широкого рынка, такие как Invesco QQQ Trust (QQQ), представляющий собой ETF на индекс NASDAQ-100, или SPY, отображающий индекс S&P. Кроме этого, есть фонды с узкой секторальной или отраслевой специализацией, направленные исключительно в биотехнологии, фармакологию, сырьевые рынки, зеленую энергетику, робототехнику, IT-сферу или отдельные биржевые товары (commodity) — золото, платина, нефть и т.д. Существуют ETF с отбором акций компаний по размеру капитализации: крупной (large cap), малой (small cap). Также выделяются фонды, ориентированные на вложения в определенные регионы: весь мир (global) — Vanguard Total World Stock Index Fund ETF Shares (VT) — включает 8847 акций компаний по всему миру, это признанный инструмент для пассивного инвестирования; развивающиеся рынки (EM), рынки Европы, отдельных стран. Что касается фондов облигаций, то они разделяются по критериям срока обращения (долгосрочные или краткосрочные), типов эмитента (казначейские, корпоративные), страновой принадлежности эмитентов, рынков (развитых, развивающихся) и др. Поскольку облигации обладают невысокой доходностью по сравнению с акциями, особенно это касается бондов развитых стран с высоким кредитным рейтингом, соответствующие ETF выполняют в портфеле роль защитного актива.

В ETF включаются и производные финансовые инструменты, в случае если это предусмотрено правилами фонда или связано с особенностями базового актива. Сделки с деривативами имеют целью максимизацию доходности, хеджирование или следование за ценой базового актива. В основе ETF (бенчмарка) могут быть и совсем необычные базовые активы, например, индексы волатильности. Самый известный из таких индексов — индекс VIX (Volatility Index), или так называемый «индекс страха», который рассчитывается на Чикагской бирже опционов CBOE и отражает ожидания рынка в отношении будущей волатильности опционов на индекс S&P 500. VIX показывает волатильность ежемесячных опционов колл и пут, поскольку, соизмеряя цены опционов колл и пут, можно численно определить настроения инвесторов относительно движения цен. Если большая часть инвесторов опасается падения рынка, то вырастают премии на опционы пут и снижаются премии на опционы колл. Цена VIX является мерой волатильности, выражается в процентах и может находиться в диапазоне от 0 до 100, чаще значение индикатора находится в пределах от 15 до 40, если он опускается ниже 1–20, то инвесторы оптимистично оценивают рынок, это значит, что рынок в среднесрочной и долгосрочной перспективе находятся в растущем тренде. Низкое значение индикатора служит сигналом для покупки ценных бумаг на долгосрочную перспективу. Если же уровень индикатора превышает отметку 70–80, то теоретически это должно означать, что участники рынка стремятся максимально застраховаться на случай падения рынка.

В результате запуска ETF на VIX этот индекс, по сути, сам стал биржевым товаром, «купить» VIX инвестору можно, приобретя акции iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN (VXX), который является лидером по оборотам, или ProShares VIX Short-Term Futures ETF (VIXY). Управляющая компания «покупает» индекс, оперируя фьючерсами или проводя своп-сделки с банками. Покупка данных ETF целесообразна в том случае, если есть основания полагать, что индекс S&P будет падать, так как фонды VXX и VIXY, как и сам индекс, имеют отрицательную корреляцию по отношению к S&P. Риски приобретения этих ETF кроются в вероятности снижения VIX, а также в том, что этот индикатор может запаздывать относительно динамики S&P 500, поскольку «страх» начинает расти, когда на рынке уже происходит падение. Кроме того, ETF на VIX не подходят для долгосрочной позиции, поскольку фьючерсы со временем имеют свойство временного распада, они уменьшаются в цене по мере приближения даты экспирации. Данное обстоятельство снижает цену на VIX на 5–10 % за месяц, в связи с чем покупать подобные ETF имеет смысл только на короткий срок, что для консервативного инвестора не всегда целесообразно.

На биржах представлены ETF, имеющие различное *позиционирование* и с использованием во внутреннем механизме *маржинальных сделок.* Большинство фондов нацелены на *прямое* позиционирование, это означает, что управляющая компания открывает длинные позиции и покупает ценные бумаги, следовательно, при росте индекса одновременно будут расти и акции ETF. Если это ETF с левериджем, то управляющий для покупки ценных бумаг дополнительно использует заемные средства, в результате чего доходность (убыточность) ETF изменяется кратно используемому плечу. Так, если плечо составляет, к примеру, x3, то доходность (убыточность) акций ETF будет до 3 раз выше убыточности (доходности) бенчмарка. Прямой ETF с плечом дает возможность получить доход, в несколько раз превышающий рост индекса, но в случае снижения последнего убыток также будет в несколько раз выше. Инвестор, ожидая снижения индекса, может приобрести *инверсный* ETF с обратным позиционированием, такой ETF рассчитан на получение дохода от снижения индекса. Управляющий инверсного ETF проводит маржинальные (шорт) сделки в отношении актива, обеспечивая разнонаправленное движение цены акций ETF относительно бенчмарка. Инверсный ETF может создаваться с кратным плечом (x2, x3), тогда доходность акций ETF будет увеличиваться в большей степени при снижении базового индекса, и, наоборот, рост индекса на какое-то количество пунктов повлечет по акциям ETF кратный убыток.

В ETF применяются различные стили управления, условно их можно разделить на пассивные *индексные* и фонды *с активным управлением.* Индексные, в свою очередь, подразделяются на 3 вида: *взвешенные по капитализации, равновесные, факторные (smart beta).*

Большинство ETF являются взвешенными по капитализации, они придерживаются стратегии полной репликации, означающей, что управляющие фондом держат акции, входящие в базовый индекс, абсолютно в таком же или максимально приближенном процентном соотношении. Компании, включенные в расчет большинства фондовых индексов, взвешены по капитализации, из-за чего изменение рыночных цен акций компаний с более высокой рыночной капитализацией оказывает пропорционально большее влияние на динамику индекса. Структура ETF зеркально отражает индекс и также взвешена по капитализации. Если состав индексной корзины изменяется, то фонд производит соответствующую ребалансировку своих активов.

Ключевая характеристика равновесных ETF — инвестирование в индексные акции равных сумм, вне зависимости от капитализации компаний, включенных в индекс. Более высокая результативность таких фондов достигается за счет того, что в определенные периоды времени небольшие компании (доля которых в индексе невелика) развиваются высокими темпами, что обеспечивает более высокий рост стоимости их акций в сравнении с крупными компаниями. В этом случае равновесный ETF обеспечивает лучшую доходность и служит важным дополнением к диверсифицированным портфелям.

В ETF с активным управлением не существует жесткой аллокации по инструментам, управляющий по своему усмотрению постоянно осуществляет ротацию ценных бумаг в составе фонда.

Учитывая тот факт, что внутри индексной корзины всегда есть акции, которые растут быстрее остальных, среди участников рынка существует запрос на факторные ETF, основанные на использовании smart beta страте-

гий инвестирования. Идея умного подхода заключается в том, чтобы из индекса отобрать акции с наилучшими значениями бета и тем самым достичь лучшего результата, опередив индекс по доходности. Бета — коэффициент, являющийся мерой рыночного риска, который демонстрирует отклонение доходности конкретной акции от доходности индекса. Если бета-коэффициент равен единице, значит, волатильность акции соответствует волатильности индекса, ее риск эквивалентен общерыночному. Если же бета равен 2, то при росте рынка на 1 % данная акция вырастет на 2 %. Соответственно, формирование портфеля ETF сводится к подбору такой беты, которая обеспечивала бы заданное соотношение доходности и риска. В основе факторного инвестировании могут лежать и другие целевые показатели: стоимость компании (value) — в этом случае в фонд подбираются недооцененные рынком компании с учетом их фундаментальных показателей и мультипликаторов; рост (growth) — выбираются компании роста, показавшие в последние годы высокие темпы роста выручки, прибыли, рыночной цены или имеющие такие перспективы; доход (income) — в такой ETF включаются ценные бумаги с высоким текущим доходом (дивидендные акции, купонные облигации).

При инвестировании в ETF необходимо учитывать то, что для фонда, имеющего в своем составе реальные активы, свойственна ошибка слежения, поэтому важно оценить его справедливую стоимость и насколько она соответствует текущему значению индекса. Для этого следует рассмотреть показатель NAV — net assets value — стоимость чистых активов (стоимость всех активов за минусом обязательств), а также стоимость чистых активов на акцию (NAV, деленное на количество выпущенных акций ETF). Активы фонда, включающие акции, облигации и другие инструменты, являются обеспечением обязательств фонда. Пассивы фонда состоят из его обязательств перед управляющей компанией. Если это индексный фонд, то в портфель входят акции, составляющие базисный индекс, начисленные по ним дивиденды и наличные денежные средства. Помимо NAV, который рассчитывается в конце каждой торговой сессии, существует показатель iNAV (индикативная стоимость чистых активов), рассчитываемый каждые 15 секунд. Инвесторы покупают и продают фонды по цене NAV за вычетом комиссий, которые управляющий фондом берет за управление. Акции ETF имеют собственную рыночную цену, складывающуюся под воздействием спроса и предложения, задача маркет-мейкера — следить за тем, чтобы цена фонда соответствовала текущей стоимости чистых активов фонда, и не допускать между их значениями существенных разрывов. Однако незначительные отклонения в ту или иную сторону все же существуют. Если ETF торгуется выше цены NAV (iNAV), следовательно, ETF торгуется с премией и в этот момент его выгоднее продавать, в обратной ситуации (текущая цена ETF ниже NAV) — фонд торгуется с дисконтом, его цена занижена, это удачный момент для покупки[1].

Важными факторами отбора ETF в инвестиционный портфель служат: управляющая компания, страна регистрации фонда и торговая площадка. Мировые лидеры в области управления активами — международные инвестиционные компании и банки: BlackRock, Vanguard, UBS Group, State Street Global Advisors, Fidelity Investments и ряд других. Среди критериев выбора управляющей компании следует отдавать приоритет таким показателям, как размер активов, находящихся в управлении, результативность работы по доходности (если это фонды с активным управлением или факторные), размеры комиссий. Что касается географии вложений, наиболее развит данный рынок в США, там сконцентрировано большинство действующих в мире ETF, торгуемых в основном на крупнейших площадках — NYSE, NASDAQ.

Рассмотренные особенности ETF показывают, что этот инструментарий подходит для консервативного инвестора для формирования пассивного портфеля, рассчитанного на долгосрочные вложения и предполагающего редкие сделки с ценными бумагами. Вместе с тем постоянно расширяющаяся номенклатура ETF позволяет использовать их и для активного инвестирования, осуществляя частые ротации инструментов в составе портфеля. Разнообразие базовых активов и структурного наполнения современных биржевых фондов дает возможность подстроиться под запросы разных групп инвесторов и реализовать любые инвестиционные стратегии.

Количество биржевых фондов в мире неуклонно растет. Динамично развивается и российский рынок ETF, только на Московской бирже насчитывается 138 биржевых

[1] **NAV — net assets value** [Electronic resource]: All ETF. — Mode of access: https://alletf.ru/articles/razgovory_za_zhizn/opredeleniya_i_terminy/. — Date of access: 01.04.2023.

фондов (на 01.05.2023 г.) [3]. В листинге Московской биржи присутствуют ETF и БПИФ (биржевые паевые инвестиционные фонды). БПИФ созданы и зарегистрированы в соответствии с российским законодательством, в то время как ETF имеют иностранную юрисдикцию. Среди крупнейших управляющих компаний — «ВТБ Капитал», «Сбер Управление активами», «Альфа-Капитал». Первые БПИФ появились в России только в 2018 г., законодательство РФ в этой части не вполне совершенно ввиду недостаточно накопленного опыта функционирования биржевых фондов. Российский БПИФ не так жестко, как зарубежный ETF, следует выбранной стратегии и базовому активу, он может одновременно включать разные виды ценных бумаг и товарных активов. Большинство БПИФ, за некоторым исключением, не выплачивают дивиденды, реинвестируя их. В случае индексных БПИФ погрешность в следовании заявленному базовому индексу более высокая и составляет около 3–5 %, в то время как у ETF отклонение от индекса составляет 0,04–0,75 %. Если у ETF в качестве кастодиана привлекается независимая компания, которая проводит превентивный мониторинг, исключающий отклонение от базового индекса, то у БПИФ это обычно юридическое лицо, аффилированное с управляющим, что влечет дополнительные риски, сделки совершаются управляющим без одобрения спецдепозитария. Таким образом, несмотря на схожесть ETF и БПИФ, первый из них имеет приоритет с позиции защищенности инвестора.

Что касается биржевых паевых фондов в Беларуси, то возможность их создания находится лишь в стадии проработки. Гармонизация законодательства в сфере ценных бумаг в рамках Союзного государства и формирование единого финансового рынка со взаимным допуском участников и финансовых инструментов на рынки двух стран будут способствовать развитию этого инструментария.

Литература

1. Гридина, М. Как появился первый ETF [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://journal.open-broker.ru/investments/kak-poyavilsya-pervyj-etf/.

2. ETF Tools [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.etf.com/etfanalytics/etf-finder.

3. Инструменты фондового рынка [Электронный ресурс]: Московская биржа https://www.moex.com/msn/stock-. — Режим доступа: instruments#/?bg%5B%5D='stock_tplus'&sec_type%5B%5D='stock_etf_ppif','stock_exchange_ppif'. — Дата доступа: 25.02.2023.

Производные финансовые инструменты (деривативы) — инструменты не для всех

Походзило Анна Васильевна,
консультант отдела анализа функционирования рынка ценных бумаг управления регулирования рынка ценных бумаг Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь)

В статье раскрыто экономическое содержание категорий «производный финансовый инструмент» и «производная ценная бумага», определены основные сущностные характеристики и фундаментальные понятия отдельных видов производных финансовых инструментов. Выявлены и обоснованы возможности использования экономическими субъектами деривативов для оптимизации финансово-хозяйственной деятельности, в т.ч. посредством предоставления им новых способов осуществления риск-менеджмента, а также стратегического инвестиционного бизнес-планирования.

This article reveals the concepts of «derivatives» and «derivative security», defines the main essential characteristics and fundamental concepts of certain types of derivatives. The possibilities of using derivatives by economic entities to optimize financial and economic activities, including by providing them with new ways of risk management, as well as strategic investment planning have been identified and substantiated

В контексте современных реалий обеспечение функционирования конкурентоспособного и самостоятельно организованного финансового рынка, а также его дальнейшее развитие неразрывно связано с расширением спектра инструментов, позволяющих экономическим субъектам оптимизировать свою финансово-хозяйственную деятельность. В таких условиях все большую популярность приобретают производные финансовые инструменты, создавая дополнительные стимулы для привлечения и размещения средств за счет предоставления инвесторам и эмитентам ряда новых способов осуществления риск-менеджмента, а также стратегического инвестиционного бизнес-планирования. Кроме того, данные инструменты повышают ликвидность и ценовую эффективность рынка в целом.

Производные финансовые инструменты, или деривативы (англ. *derivative*), представляют собой соглашение между двумя сторонами (контрагентами), по которому они принимают на себя обязательство или обеспечивают себя правом приобретения/продажи определенного количества базисного актива в установленный срок в будущем (или до момента его наступления) по заранее согласованной цене. В отличие от прямого контракта купли-продажи, производные финансовые инструменты стандартизированы и изначально предполагают возможность перехода прав по ним [1].

Используя производные финансовые инструменты, участники рынка, как правило, не ставят перед собой цели физического получения базисного актива, таким образом они стремятся либо к хеджированию (страхованию) ценовых или валютных рисков, либо руководствуются спекулятивными мотивами, зарабатывая на волатильности цены самого базисного актива.

При работе с производными финансовыми инструментами необходимо четко понимать и учитывать их специфику.

Во-первых, речь идет о **срочности** контрактов данного вида. Как правило, переход прав на базовый актив происходит не в момент заключения сделки, а через определенное контрактом время.

Во-вторых, **производность**. Т.е. наличие прямой зависимости между ценой деривативa (характером ее изменения) и ценой базисного актива, в качестве которого может выступать целый ряд материальных, нематериальных и финансовых активов.

В-третьих, действие **закона «нулевой суммы»** в рамках каждой сделки с биржевыми деривативами. В теории игр нулевой суммой называется ситуация, в которой выигрыш одного эквивалентен проигрышу другого. Иными словами, по итогам сделки у одного из контрагентов всегда будет зафиксирован убыток, в то время как у другого — прибыль.

В-четвертых, механизм **«кредитного плеча»** как сущностная составляющая биржевых производных финансовых инструментов, т.е. право на использование заемного капитала для совершения сделки.

Справочно. *Для открытия позиции инвестору необязательно располагать всей стоимостью биржевого контракта, достаточно лишь внести определенную в спецификации сумму средств, так называемую депозитную маржу (гарантийное обеспечение, залог) или премию (в зависимости от используемого производного финансового инструмента), и контракт будет приобретен. Это позволяет участникам торгов совершать сделки на гораздо большие суммы по сравнению с теми, которыми они располагают. В данном случае соотношение доходности и риска имеет вид прямой зависимости: чем выше риск, тем выше и потенциальный доход.*

Как уже упоминалось, производность деривативов обусловлена составляющими их основу **базисными активами**. В этом отношении необходимо отметить, какие именно активы включены в группу базисных. Так, ими могут выступать:

- ценные бумаги;
- товарно-сырьевые ресурсы (нефть, природный газ и др.);
- драгоценные металлы (золото, серебро, палладий и др.);
- валюта;
- процентные ставки;
- биржевые индексы и др.

Такая широкая вариативность классов активов, с которыми участники торгов могут работать посредством деривативов, является одним из важнейших преимуществ инструментов данного вида, в т.ч. объясняя столь динамичный рост срочного сегмента фондового рынка в развитых странах.

В соответствии с законодательством Республики Беларусь к производным финансовым инструментам относятся: **опционы**, **фьючерсы**, **форварды** и **свопы** [5]. При этом необходимо отметить, что в научной и экономической литературе до сих пор нет единообразного подхода к трактовке данных терминов. Это обусловлено прежде всего различием в исходной методологический базе. Для целей нашей статьи обозначим каждый из инструментов следующим образом.

Опцион — производный инструмент, представляющий собой контракт, по которому покупатель приобретает право купить (опцион колл) или продать (опцион пут) определенное количество базового актива в определенную дату или период в будущем по цене, установленной сторонами на дату его заключения [8]. Продавец опциона предоставляет это право в обмен на полученную премию при продаже опциона.

Фьючерс — производный инструмент, представляющий собой биржевой контракт, на основании которого у его сторон возникает обязательство купить или продать определенное количество базового актива в определенную дату в будущем по цене, установленной сторонами на дату его заключения [8].

Форвард — производный инструмент, представляющий собой контракт, на основании которого у его сторон возникает обязательство купить или продать определенное количество базового актива в определенную дату в будущем по цене, установленной сторонами в договоре [8]. Такие инструменты обращаются на внебиржевом рынке, всегда составляются на договорной основе, а базисный актив при этом не стандартизирован.

Своп — производный инструмент, представляющий собой договор, который позволяет его сторонам временно обменять одни активы или обязательства на другие активы или обязательства [8].

В Республике Беларусь принят целый ряд нормативных правовых актов, регулирующих вопросы производных финансовых инструментов. Однако в их иерархии наиболее важными и необходимыми для практической деятельности являются: Закон Республики Беларусь «О рынке ценных бумаг», Налоговый кодекс Республики Беларусь, Постанов-

ление Министерства финансов Республики Беларусь № 98, Постановление правления Национального банка Республики Беларусь № 288, а также комплекс локальных правовых актов ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», из которых вытекает, каким образом проводятся сделки с биржевыми деривативами.

С точки зрения регуляторного арбитража производные финансовые инструменты (инструменты срочного рынка) условно разделены на две составляющие: производные ценные бумаги и производные финансовые инструменты, которые не являются производными ценными бумагами, т.е. базисным активом которых выступают все вышеперечисленные активы, за исключением ценных бумаг.

В связи с этим необходимым видится сужение фокуса внимания на конкретной составляющей рынка деривативов: **производных ценных бумагах**.

В академическом представлении под производными ценными бумагами понимаются ценные бумаги, удостоверяющие права и (или) устанавливающие обязанности по покупке или продаже иных ценных бумаг [9]. Т.е. это все тот же термин «производные финансовые инструменты» с одним лишь ограничением в части базисного актива, которым в данном случае могут выступать исключительно **ценные бумаги**.

Наиболее востребованными и распространенными среди производных ценных бумаг, как и среди инструментов данного вида, являются **фьючерсы** и **опционы**. Каждый из инструментов обладает собственным набором отличительных черт, особенностей и базовых понятий, без изучения которых торговля деривативами становится высокорисковой и может привести к неоправданно высоким финансовым потерям. И фьючерсы, и опционы торгуются на бирже.

Фьючерсы

Представляя собой стандартизированный биржевой контракт, фьючерс обеспечивает закрепление за сторонами сделки (контрагентами) обязательств по достигнутым ими договоренностям в отношении уровня цены. Остальные параметры фьючерса (срок исполнения, количество базисного актива, размер гарантийного обеспечения и др.) определены заранее в спецификации биржевого фьючерса. Т.е. метафорически фьючерс тождественен спору между участниками рынка на предмет, будет ли расти/снижаться цена на базисный актив.

Для работы с фьючерсными контрактами важно четко определять следующие его характеристики.

Депозитная маржа (гарантийное обеспечение, залог) — сумма средств, внесенная участниками торгов для обеспечения исполнения обязательств по срочным сделкам. Иначе говоря, это термин, который характеризует, сколько денег вы должны зарезервировать на своем брокерском счете для того, чтобы приобрести один фьючерсный контракт.

Пример. *Предположим, что некий инвестор «А» имеет намерение приобрести фьючерсный контракт на акции компании ОАО «Ноктюрн». Согласно спецификации 100 акций ОАО «Ноктюрн» стоят 10 000 бел. руб., т.е. стоимость контракта равна 10 000 бел. руб. При этом размер гарантийного обеспечения — 1000 бел. руб. Это означает, что для того, чтобы купить один контракт, инвестору «А» не нужно иметь на счете все 10 000 бел. руб., ему необходимо иметь лишь сумму, равную размеру залога, установленного биржей. В нашем примере — 1000 бел руб. Таким образом, инвестировав лишь 1000 бел. руб., инвестор «А» открывает позицию, в 10 раз превышающую сумму инвестиций (работает под кредитным плечом), и именно отсюда у него появляются соответствующие возможности и риски.*

Депозитная маржа является возвращаемым страховым взносом, взимаемым биржей при открытии позиции по фьючерсу (взимается как с продавца, так и с покупателя). После заключения сделки какая-либо связь между контрагентами утрачивается, и стороной сделки для каждого из них начинает выступать расчетная палата биржи. Следовательно, депозитная маржа призвана защитить биржу и ее членов от риска, связанного с неисполнением одним из клиентов своих обязательств по контракту.

Вариационная маржа — сумма денежных средств, требование (обязательство) уплаты которой возникает у сторон срочной сделки по результатам переоценки стоимости приобретенных (проданных) финансовых инструментов срочных сделок, проводимой путем оценки разности текущих и расчетных цен по процедуре, установленной организатором торговли ценными бумагами. По сути, это термин прибыли/убытка в клиринг. Вариационная маржа рассчитывается биржей для каждого участника торгов ежедневно.

Пример. *Предположим, что ранее упомянутый инвестор «А» приобрел фьючерсный контракт на акции компании ОАО «Ноктюрн» стоимостью 10 000 бел. руб. По итогам торговой сессии стоимость фьючерса выросла до 11 000 бел. руб. Прибыль инвестора «А» в таком случае составит 1000 бел. руб. (11 000 бел. руб. — 10 000 бел. руб.), она же именуется вариационной маржей.*

Исполнение фьючерсного контракта (экспирация) осуществляется по окончании срока действия контракта либо путем выполнения процедуры поставки, либо путем уплаты разницы в ценах (вариационной маржи). В этой связи в классическом понимании выделяют два вида фьючерсов.

- **Поставочный** фьючерс предполагает, что на дату исполнения контракта покупатель должен приобрести, а продавец продать установленное в спецификации количество базисного актива. Поставка осуществляется по цене, зафиксированной в контракте.
- **Расчетный** фьючерс предполагает, что между участниками производятся только денежные расчеты в сумме разницы между ценой контракта и фактической ценой актива на дату исполнения контракта без физической поставки базисного актива. Именно на расчетные фьючерсы приходится основная доля контрактов, торгуемых на биржах.

Опционы

Опцион (от англ. *option*), как инструмент срочных сделок, фиксирует право одной стороны на покупку либо продажу базисного актива (ценных бумаг), а также обязанность другой стороны обеспечить это право. Название как бы намекает, что такой инструмент дает некую опциональность, т.е. возможность выбора. Но поскольку в сделке есть два участника, то один из них получает возможность, а другой, наоборот, несет на себе обязательство по реализации такой возможности выбора.

В случае с опционами, по аналогии с фьючерсами, возникают свои фундаментальные понятия, необходимые для работы с данными инструментами. К их числу относятся:

- **цена исполнения (страйк)** — установленная в контракте цена, по которой лицо, купившее опцион, имеет в дальнейшем право купить (продать) базисный актив;
- **цена опциона (премия)** — денежное вознаграждение, выплачиваемое покупателем опциона продавцу в размере, предусмотренном опционным контрактом, в момент покупки контракта.

Иными словами, покупатель опциона приобретает право купить или продать актив при наступлении оговоренной даты (экспирация опциона). Воспользоваться этим правом или нет — это его выбор, но если он решит его реализовать, то продавец опциона уже не может отказаться от сделки.

Существуют опционы двух видов: **колл (call)** и **пут (put)**.

Покупатели (держатели) опционов вида колл получают право купить базисный актив по цене страйк в дату экспирации. Продавцы таких опционов передают покупателю право совершить сделку. За это они получают опционную премию. Если покупатель в итоге захочет реализовать свое право, продавец должен будет передать ему базисный актив и получить за него деньги.

С пут-опционами все точно так же, только покупатель получает право продать базисный актив, который у него есть. При наступлении даты экспирации он будет решать — продавать или нет, а вторая сторона (продавец опциона) будет обязана принять актив и оплатить его.

Необходимо также отметить, что в соответствии с законодательством Республики Беларусь о ценных бумагах деятельность по совершению сделок с производными ценными бумагами относится к профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам, осуществление которой требует получения у уполномоченного органа специального разрешения (лицензии) [9]. Таким образом, если юридическое лицо желает торговать производными инструментами, оно должно иметь статус профессионального участника рынка ценных бумаг, отвечая всем требованиям, которые к ним предъявляются.

Как было упомянуто ранее, фьючерсы и опционы относятся к биржевым производным финансовым инструментам. В Республике Беларусь они торгуются в электронной торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа», которая предоставляет участникам рынка возможность заключения сделок одновременно со всеми инструментами в режиме «непрерывный двойной аукцион» [2, 11, 12].

Сделки с финансовыми инструментами заключаются на основании подаваемых участ-

никами в торговую систему заявок на покупку-продажу биржевых деривативов, которые являются подтверждением согласия участника на проведение операции на указанных в ней условиях [2, 11, 12].

Сделка считается заключенной в момент удовлетворения заявки, поданной трейдером. Каждая сделка подлежит регистрации и находит свое отражение в едином учетном электронном реестре сделок, в котором хранится на постоянной основе [2, 11, 12].

Стратегии использования

На практике выделяют несколько основных стратегий торговли производными инструментами: спекулятивные и инвестиционные (например, хеджирование).

Спекулятивные операции всегда ставят целью получение положительной разницы между ценой покупки и ценой продажи. Иными словами, спекуляция — это краткосрочная торговая деятельность, направленная на получение дохода в виде разницы в ценах на производные финансовые инструменты. Простым примером спекуляции является ситуация, когда, ожидая роста цены базисного актива, спекулянт осуществляет приобретение фьючерсного контракта по низкой стоимости, а после изменения рыночной конъюнктуры продает его по более высокой цене. При противоположном ожидании спекулянта (ожидание падения цены) происходит продажа фьючерса по более высокой цене, а по прошествии определенного количества времени производится приобретение (выкуп) его по более низкой.

Важно понимать, что спекуляция с использованием срочных финансовых инструментов может осуществляться не только за счет изменения цен на срочном рынке, но и учитывать изменение цен на спотовом рынке базисного актива с проведением на нем операций.

Использование деривативов в инвестиционных стратегиях направлено на снижение финансовых рисков в условиях неблагоприятных для каждой из сторон (продавца и покупателя) изменений рыночной конъюнктуры [13]. Одной из таких стратегий является хеджирование.

Суть хеджирования заключается в том, что на срочном рынке заключается сделка, доходность по которой не будет коррелирована с доходностью по базовому активу (т.е. падение цены на базисный актив не будет означать уменьшения стоимости, например, фьючерсного контракта). Изменение цены на любом из рынков принесет продавцу и покупателю выигрыш на одном рынке и проигрыш на другом. Как итог, хеджирование позволяет зафиксировать цены в будущем.

В заключение хотелось бы отметить, что производные финансовые инструменты, а в особенности фьючерсы и опционы, относятся к группе сложных финансовых инструментов. Инвестирование средств в таковые является весьма доходным, но и весьма рисковым способом вложений, и только при условии правильного обращения, а также достаточного количества знаний и компетенций в области законов инвестирования и финансового рынка способно значительно приумножить первоначальный капитал инвестора (трейдера).

Литература

1. Губернаторов, А.М., Казьмина, Н.И. Возможности использования производных финансовых инструментов как мощного «демпфера» в политике плавающего валютного курса // Финансовый менеджер. — 2015. — № 2. — С. 227–234.

2. Изменение в Положение о Секции срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» // ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: https://www.bcse.by. — Дата доступа: 01.11.2023.

3. Лещукова, И.В. Производные финансовые инструменты — понятие, основные виды // Инновационная наука. — 2018. — № 6. — С. 74–75.

4. Макшанова, Т.В., Коваленко, О.Г. Производные ценные бумаги и финансовые инструменты: сущность и возможности применения // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. — 2013. — № 3. — С. 348–352.

5. Налоговый кодекс Республики Беларусь (общая часть) [Электронный ресурс]: 29 дек. 2009 г., № 271-З: принят Палатой представителей 11 дек. 2009 г.; одобр. Советом Респ. 18 дек. 2009 г.; в ред. Закона Респ. Беларусь от 17.07.2023 г. №284-З // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by. — Дата доступа: 30.10.2023.

6. Об утверждении Инструкции о порядке совершения срочных сделок в торговой системе организатора торговли ценными бумагами [Электронный ресурс]: Постановление Министерства финансов Республики Беларусь, 18 ноября 2016 г., № 98 // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим

доступа: http://www.pravo.by. — Дата доступа: 31.10.2023.

7. Об утверждении Инструкции о требованиях по осуществлению операций с финансовыми инструментами срочных сделок [Электронный ресурс]: Постановление правления Национального банка Республики Беларусь, 20 июля 2017 г., № 288 // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://www.pravo.by. — Дата доступа: 30.10.2023.

8. Об утверждении Инструкции по бухгалтерскому учету сделок с производными инструментами в банках Республики Беларусь [Электронный ресурс]: Постановление Совета директоров Национального банка Республики Беларусь, 29 декабря 2007 г., № 414 // Справочная правовая система «КонсультантПлюс: Республика Беларусь». — Режим доступа: https://www.consultant.ru/. — Дата доступа: 31.10.2023.

9. О рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]: Закон Респ. Беларусь, 5 янв. 2015 г., № 231-З // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь. — Режим доступа: http://pravo.by. — Дата доступа: 30.10.2023.

10. Павлова, Е.В. Сущность производных финансовых инструментов / Е.В. Павлова // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. — 2011. — № 3. — С. 214–217.

11. Положение о Секции срочного рынка ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» // Сайт ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: https://www.bcse.by. — Дата доступа: 01.11.2023.

12. Правила совершения срочных сделок ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» // Сайт ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» [Электронный ресурс]. — 2023. — Режим доступа: https://www.bcse.by. — Дата доступа: 01.11.2023.

13. Фатхуллина, Л.И. Хеджирование рыночных рисков // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. — 2013. — № 12. — С. 222–227.

Проблемы эффективного управления краткосрочными финансовыми вложениями как части оборотного капитала

Чубарова Наталья Эдуардовна,
кандидат экономических наук, доцент кафедры финансов,
ассистент кафедры финансов
УО «Белорусский государственный экономический университет»
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассмотрены теоретические аспекты сущности, видов и методов управления краткосрочными финансовыми вложениями, раскрыта необходимость разработки комплекса мероприятий по оперативному управлению оборотными активами организации, одним из инструментов которого являются краткосрочные финансовые вложения, представляющие собой инвестиции средств на срок до одного года.

The article discusses the theoretical aspects of the essence, types and methods of managing short-term financial investments, reveals the need to develop a set of measures for the operational management of current assets of the organization, one of the tools of which are short-term financial investments, which are investments of funds for up to one year.

В настоящее время каждая организация стремится к максимизации своего общего финансового результата. Активным инструментом к достижению данной цели является финансовый контроль использования оборотного капитала, в частности, качественное управление краткосрочными финансовыми вложениями.

Экономическая деятельность субъекта хозяйствования определяется многими факторами, важное место среди которых занимают финансовые вложения, которые он осуществляет.

Краткосрочные инвестиции рассматриваются с позиций достижения баланса между ликвидностью и прибыльностью в разрезе объектов для размещения средств. Главная особенность краткосрочных инвестиций — высокая ликвидность. К примеру, активом для вложения средств на короткий срок чаще становятся облигации, банковские депозиты.

Вопрос управления текущими активами коммерческой организации в краткосрочном периоде обусловлен тем, что оборотные активы под воздействием множества факторов находятся в постоянном движении, их состав и характеристика постоянно изменяются. Содержание и структура капитала формируют существенную часть общего финансового результата. В связи с этим огромное значение имеет исследование вопросов совершенствования формирования и использования оборотного капитала.

Оборотный капитал коммерческой организации состоит из следующих компонентов:

1) оборотные средства:
- оборотные фонды (производственные запасы, незавершенное производство, расходы будущих периодов;
- фонды обращения (готовая продукция, денежные средства в расчетах, на расчетном и других счетах);

2) краткосрочные финансовые вложения:
- облигации и другие ценные бумаги;
- депозиты;
- векселя, выданные клиентам;
- займы денежных средств, предоставленные контрагентам.

Для максимизации прибыли каждой организации важным элементом финансового менеджмента является эффективное использо-

вание оборотных активов и грамотное управление краткосрочными финансовыми вложениями.

Оборотный капитал становится важнейшим фактором, влияющим на мобильность предприятия, обеспечивающим его способность адаптироваться к быстро меняющимся экономическим условиям.

Оборотные активы являются одним из важнейших элементов деятельности организации. Они содержат в своем составе наиболее ликвидные активы. Абсолютно ликвидные активы составляют денежные средства и краткосрочные финансовые вложения.

Пополнение оборотных средств, авансируемых на возобновление производственного цикла, осуществляется в основном за счет финансовых результатов (прибыли) субъекта хозяйствования. Организации направляют прибыль на пополнение и финансирование прироста норматива оборотных средств.

В контексте эффективности использования денежных средств ключевыми факторами являются планирование денежных потоков, ускорение клиринга и концентрация денежных операций, применение инструментов управления наличностью.

На предприятиях машиностроения доля оборотных средств, находящихся в сфере производства, достигает 70–80 %. Основной недостаток в организации планирования оборотных средств заключается в отсутствии научно обоснованных нормативов оборотных средств, вытекающих из условий производства, снабжения, сбыта продукции.

В структуре краткосрочных активов предприятий отраслей промышленности целесообразно увеличивать наиболее мобильную часть оборотных активов и, соответственно, сократить долю средств, вложенных в запасы и затраты. Это обусловлено тем, что накопление запасов товарно-материальных ценностей сверх плановых размеров ведет к прямым потерям в организации, омертвлению части оборотных средств.

Отвлечение оборотных средств в сверхнормативные запасы является одной из причин финансовых затруднений, несвоевременности расчетов с банком, бюджетом, поставщиками и в конечном счете — снижения эффективности производства.

Вслед за процессом нормирования, определения плановой потребности в оборотных средствах необходимо постоянно осуществлять контроль и анализ фактических остатков оборотных средств. Хранение излишних запасов требует дополнительных издержек, приводит к естественной убыли, отвлечению оборотных средств. В организации в этом случае имеются оборотные средства, но для осуществления расчетов с поставщиками, для выплаты зарплаты и погашения задолженности перед бюджетом организации вынуждены брать кредит. Вместо этого в организации следует разработать мероприятия, которые позволят изыскать временно свободные денежные средства и сделать кратковременные финансовые вложения, которые, в отличие от необходимости уплаты процентов за пользование банковским кредитом, принесут организации дополнительный доход по финансовой деятельности, что в целом положительно скажется на финансовых результатах деятельности организации.

Ситуация с финансированием оборотных средств за счет собственных источников усложняется тем, что в настоящее время во многих организациях получен убыток до налогообложения (общий финансовый результат как сумма финансовых результатов от текущей, инвестиционной и финансовой деятельности) вследствие значительного убытка от финансовой деятельности, который больше имеющейся прибыли от текущей деятельности. Значительный убыток от финансовой деятельности в отечественных организациях получен за счет курсовых разниц [3, с. 335].

В связи с этим организациям следует максимально использовать возможности роста доходов по финансовой деятельности. Этим инструментом могут стать краткосрочные финансовые вложения.

В настоящее время субъекты хозяйствования могут использовать свои свободные денежные ресурсы не только на развитие собственного производства, своей деятельности, но и осуществлять за счет них инвестиции в другие организации и иные сферы деятельности.

Осуществление краткосрочных (на срок до одного года) финансовых вложений происходит не для расширения рынка сбыта или распространения влияния на другие компании, а с целью доходного размещения временно свободных денежных средств.

Краткосрочные финансовые вложения — это форма временного использования свободных денежных активов организации с целью защиты от инфляции и получения дополнительного дохода. В связи с тем, что краткосрочные финансовые вложения обладают высокой сте-

пенью ликвидности, они приравниваются к готовым платежным средствам и служат обеспечением выполнения финансовых обязательств организации.

Под краткосрочными финансовыми вложениями следует понимать инвестирование организации в определенные финансовые инструменты сроком до одного года. В бухгалтерском учете они входят в состав оборотных активов. В сфере управления финансами краткосрочные инвестиции признаются эквивалентом денежных активов.

Краткосрочные финансовые вложения можно подразделить на:

- займы другим предприятиям;
- вложения на финансовом рынке, а именно: вложения на денежном рынке и вложения в высоколиквидные ценные бумаги.

К краткосрочным финансовым вложениям относятся: приобретенные организацией краткосрочные облигации, краткосрочные сберегательные сертификаты, векселя, а также размещенные на депозитном вкладе сроком до одного года денежные средства.

Краткосрочные финансовые вложения можно классифицировать по степени ликвидности на: неликвидные (займы и дебиторская задолженность, полученные при уступке прав или требований у организаций, которые имеют большую вероятность не оплатить задолженность или заем в установленный срок), имеющие среднюю ликвидность (ценные бумаги эмитентов второго и третьего эшелона) и высоколиквидные («голубые фишки» — акции компании, участвующие в непрерывных торгах) [1, с. 58].

Виды финансовых вложений содержат большую палитру, начиная от финансовых инвестиции в акции, приобретенные долговые ценные бумаги, дебиторскую задолженность, долевые финансовые обязательства, заканчивая производными финансовыми инструментами.

В международных стандартах финансовой отчетности отсутствует определение финансовых вложений, а используется термин «финансовый инструмент», под которым понимается договор, в результате чего у одной организации возникает финансовый актив, а у другой — финансовое обязательство или долевой инструмент.

К финансовым вложениям относят только определенную группу активов. Должны соблюдаться следующие условия: у организации имеется документация на право владения данным объектом и извлечение выгоды от его использования, к компании переходят все риски, вытекающие из права владения этими вложениями.

На практике постоянно отмечается отсутствие регламентированного подхода к управлению оборачиваемостью элементов краткосрочных активов во взаимоувязке с ценой источников финансирования и определением упущенной выгоды в связи с нерациональным инвестированием этих активов.

Проведение качественного анализа является необходимой составной частью процесса управления краткосрочными финансовыми вложениями. В ходе проведения данного анализа руководство организации видит реальное состояние краткосрочных финансовых вложений. Данный анализ следует проводить в динамике за три и более лет с расчетом абсолютных и относительных показателей, характеризующих изменение доходности и эффективности использования данных вложений средств организации.

Важным компонентом аналитического исследования является изыскание резервов наиболее выгодного размещения и использования финансовых вложений. Вследствие того, что краткосрочные финансовые вложения являются частью оборотного капитала, а оборотный капитал — наиболее мобильная часть активов организации, большое внимание следует уделять показателям оборачиваемости краткосрочных финансовых вложений.

Как и при анализе эффективности использования оборотных активов, необходимо рассчитать коэффициент оборачиваемости краткосрочных финансовых вложений как отношение выручки от реализации продукции, товаров, работ, услуг к средней величине краткосрочных финансовых вложений. Данный показатель демонстрирует частоту инвестирования анализируемой организации и число совершенных оборотов краткосрочных финансовых вложений за исследуемый период. Для более детального анализа коэффициент оборачиваемости необходимо рассчитать для каждого вида краткосрочных финансовых вложений.

Период оборачиваемости краткосрочных финансовых вложений показывает, за сколько дней совершается один оборот краткосрочными финансовыми вложениями. Данный показатель определятся отношением числа дней в анализируемом периоде к коэффициенту оборачиваемости. Расчет и анализ данного показателя проводится для характеристики влияния финансовых вложений на изменение общей продолжительности операционного цикла организации.

В ходе анализа целесообразно исследовать уровень отвлечения свободного остатка денежных средств в краткосрочные финансовые вложения, оценить их влияние на финансовое состояние субъекта хозяйствования, изучить возможности реализации краткосрочных финансовых вложений и возврата имущества, направленного на их приобретение.

В управлении краткосрочными финансовыми вложениями применяют методику оперативного управления. Оперативное управление — это целенаправленное воздействие на объект управления, для того чтобы привести его состояние согласно характеристикам стратегии деятельности компании. Процесс создания инвестиционной программы компании включает в себя следующие последовательные работы: производится анализ собственных инвестиционных возможностей, анализируется инвестиционный потенциал, проводятся учет и ранжирование возможных альтернатив, оцениваются затраты и доходы, разрабатывается проект, составляется план реализации проекта, происходит бюджетирование проектов. Инвестиционная активность компании определяется прежде всего объемом средств, которые она может вложить [2, с. 70].

К краткосрочным инвестициям на фондовом рынке можно отнести:

- сделки с валютами в период нестабильности и высоких колебаний рыночного курса;
- сделки с ценными бумагами на краткосрочный период.

Основное достоинство краткосрочных инвестиций — средняя или высокая ликвидность. То есть вложения чаще всего можно вывести в любой или заранее оговоренный срок. Например, акции или облигации можно продать в дни работы фондовой биржи.

Наиболее распространенными финансовыми вложениями организаций являются банковские вклады. Довольно эффективным для инвестирования организаций является рынок ценных бумаг. Но во избежание возможных потерь инвестору необходимо осуществлять постоянные аналитические исследования, в том числе с учетом возможностей интернет-технологий.

Блокчейн создает виртуальный мир со своими решениями и правилами, предоставляя бизнесу массу возможностей. В Беларуси в настоящее время осуществляется выпуск токена как аналога облигации. Он не создает реальной ценности, а повторяет смысл и логику работы облигации.

Токен можно определить как цифровую ценную бумагу, выпущенную с целью привлечения финансирования. В настоящее время свои токены размещают ретейлеры, компании сферы услуг, перевозчики и лизинговые компании.

В Беларуси действует инвестиционная онлайн-платформа Finstore, которая входит в холдинг ОАО «Банк БелВЭБ» и оказывает услуги по продаже и размещению токенов. Компания действует в соответствии с Декретом Президента Республики Беларусь № 8 от 21.12.2027 г. «О развитии цифровой экономики».

Токенизированные облигации являются хорошим инструментом, который позволяет одним организациям привлекать ресурсы на открытом рынке, а другим — эффективно использовать временно свободные денежные средства. Такие облигации могут выпускаться в иностранной валюте. Ставка на токены дает возможность обеспечить дальнейшее развитие финансового рынка в Республике Беларусь.

В законодательстве Республики Беларусь нет никаких ограничений по покупке токенизированных государственных облигаций различными инвесторами (это могут быть юридические и физические лица, резиденты и нерезиденты), а также по их обращению на вторичном рынке. Сделки могут совершаться в торговой системе ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» и на внебиржевом рынке путем заключения договоров между контрагентами.

Токен — это обязательство компании выплатить инвестору доход в виде процентов. Как и у банковского вклада, у него есть дата погашения и фиксированный процент.

При наличии у организации временно свободных денежных средств на платформе Finstore можно приобретать токены как в белорусских рублях, так и в российских рублях, долларах США, а также в евро. Следует отметить, что доходность данных токенов превышает доход по банковским вкладам. Так, доходность в белорусских рублях по состоянию на 01.05.2023 г. составляла до 22 % годовых, по российским рублям — до 25 % годовых, в долларах США и евро — до 13,5 % годовых.

Рассмотрим токены, которые можно приобрести на инвестиционной онлайн-платформе Finstore.

По состоянию на 30.04.2023 г. на платформе Finstore.by предлагались токены в белорусских рублях 11 организаций, в российских

Таблица 1. Информация о токенах в белорусских рублях, российских рублях и евро

Компания	Ставка годовых, %	Срок, месяц	Валюта	Стоимость	Досрочное погашение	Периодичность выплат
ООО «Эко Снаб Глобал Бел»	22	12	бел. руб.	50	через 1 день	ежемесячно
ООО «Свисс Лизинг»	22	23	бел. руб.	100	через 107 дней	ежемесячно
ООО «Ювилс Лизинг»	22	24	бел. руб.	50	через 93 дня	ежемесячно
ООО «Эко Снаб Глобал Бел»	22	24	бел. руб.	50	через 1 день	ежемесячно
ООО «Блесаварис Лизинг»	22	36	бел. руб.	50	через 62 дня	ежемесячно
ООО «Финансы и механика»	22	29	бел. руб.	50	через 93 дня	ежемесячно
ООО «Коммерц-Лизинг»	12	36	бел. руб.	10	через 62 дня	ежемесячно
ООО «Свисс Лизинг»	22	12	бел. руб.	100	через 168 дней	ежемесячно
ООО «РБС Финанс»	22	35	бел. руб.	50	через 124 дня	ежемесячно
ООО «Дженерал Лизинг»	22	35	бел. руб.	50	через 185 дней	ежемесячно
ООО «Статус лизинг»	20	37	бел. руб.	100	через 154 дня	ежемесячно
ЗАО «Авангард Лизинг»	15	48	рос. руб.	2000	через 32 дня	ежемесячно
ООО «Блесаварис Лизинг»	25	36	рос. руб.	1000	через 62 дня	ежемесячно
ООО «Блесаварис Лизинг»	13,5	36	евро	20	через 62 дня	ежемесячно
ООО «БелХард Компьютерс»	11	49	евро	100	через 337 дней	ежемесячно
ТПУП «Гринмайнер»	12	36	евро	1000	через 62 дня	ежеквартально

Источник: собственная разработка на основе данных платформы Finstore.by

Таблица 2. Информация о токенах в долларах США

Компания	Ставка годовых, %	Срок, месяц	Стоимость, долларов США	Досрочное погашение	Периодичность выплат
ООО «Свисс Лизинг»	13	25	20	через 46 дней	ежемесячно
ООО «Блесаварис Лизинг»	13,5	36	20	через 62 дня	ежемесячно
ЗАО «Авангард Лизинг»	12	38	20	через 93 дня	ежемесячно
ЗАО «Авангард Лизинг»	10,5	104	20	через 32 дня	ежемесячно
ООО «Финпрофит»	12	22	20	через 62 дня	ежемесячно
ООО «Финансы и механика»	12	24	20	через 124 дня	ежемесячно
ООО «Астра-Лизинг»	10	41	100	через 93 дня	ежеквартально
ООО «Открытая линия»	12	36	50	через 93 дня	ежемесячно
ООО «Дженерал лизинг»	12	36	100	через 62 дня	ежемесячно
ООО «Агрофинанс»	9,5	60	50	через 277 дней	ежемесячно
ООО «Коммерц- Лизинг»	8	36	5	через 62 дня	ежемесячно
ООО «СМАРТ Партнер»	8,25	60	500	через 93 дня	ежемесячно
ООО «СМАРТ Партнер»	9	50	50	через 732 дня	ежемесячно
ООО «Озерцо асист»	12	36	20	через 124 дня	ежемесячно
ООО «Свисс Лизинг»	12	15	20	через 138 дней	ежемесячно
ООО «Статус лизинг»	12	37	50	через 154 дня	ежеквартально
ООО «Свисс Лизинг»	11	32	500	через 107 дней	ежемесячно
ЗАО «Чистый берег»	5,5	36	100	через 62 дня	ежеквартально

Источник: собственная разработка на основе данных платформы Finstore.by

рублях — двух организаций и в евро — трех организаций. Доходность токенов в белорусских рублях — до 22,5 % годовых (у 9 организаций). Это выше ставок по вкладам в банках в белорусских рублях. Доходность токенов в российских рублях — до 25 % годовых, в евро — до 13,5 % годовых.

Следует отметить, что все токены можно досрочно погашать, в том числе токены ООО «Эко Снаб Глобал Бел» через один день.

Рассмотрим предлагаемые токены в долларах США.

По состоянию на 30.04.2023 г. на платформе предлагались токены в долларах США 11 эмитентов. Доходность по ним — до 13,5 % годовых. Это значительно выше ставок по вкладам в долларах США в банках. По всем токенам имеет место досрочное погашение.

Следует отметить, что прежде чем осуществлять финансовые вложения, следует рассчитать целесообразность и эффективность краткосрочных финансовых вложений, оценить показатели эффективности использования краткосрочных финансовых вложений, выявить наименее ликвидные из них, рассчитать степень участия краткосрочных финансовых вложений в оборотных активах, финансовых результатах организации. Также следует постоянно разрабатывать мероприятия по повышению показателей эффективности использования краткосрочных финансовых вложений.

Таким образом, следует отметить, что в настоящее время институт финансовых вложений в Республике Беларусь имеет недостаточный уровень развития. Возможность внедрения современных методов управления денежными средствами и краткосрочными инвестициями зависит от наличия в стране развитой финансовой инфраструктуры. Современное экономическое и технологическое развитие белорусских организаций невозможно без финансовых вложений. От решений, принимаемых по данному направлению на микроуровне, зависит также и устойчивость экономики страны в целом, так как от эффективного управления оборотными средствами организации зависят такие важнейшие составляющие, как финансовое состояние, уровень рентабельности организаций.

Литература

1. Романова, В.И. Краткосрочные финансовые вложения: классификация и эффективность управления / В.И. Романова, А.А. Шерстобитова // Социальная ответственность бизнеса: сб. науч. трудов междунар. науч.-практ. конф. — Тольятти, 2014. — С. 56–61.

2. Ушаков, В.Я. Методика оперативного управления краткосрочными финансовыми вложениями // Вестник Московского университета им. С.Ю. Витте. — Серия 1: Экономика и управление. — 2013. — № 1 (3). — С. 68–74.

3. Чубарова, Н.Э. Проблемы формирования и использования оборотного капитала организаций // Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты реализации и перспективы: сборник научных статей; в двух томах. — Т. 1. / ред. кол.: Д.В. Муха [и др.]; Национальная академия наук Беларуси; Институт экономики НАН Беларуси. — Минск: Право и экономика, 2022. — 586 с.

Центральный депозитарий и депозитарная система Республики Беларусь

Аксенов Андрей Николаевич,
директор РУП «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг»
(г. Минск, Беларусь)

История национального фондового рынка ведет отсчет с начала 1990-х годов. Обретение Беларусью независимости и развитие рыночных отношений вызвали необходимость проработки с нуля законодательства и создания инфраструктуры и институтов. Была создана и успешно действует развитая депозитарная система. Одним из ключевых элементов системы стал Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг (РЦДЦБ, Центральный депозитарий), зарегистрированный 26 июня 1995 г.).

The history of the national stock market dates back to the early 1990s. The acquisition of independence by Belarus and the development of market relations necessitated the development of legislation from scratch and the creation of infrastructure and institutions. A developed depository system was created, and is now successfully operating. One of the key elements of the system is the Republican Central Securities Depository (RCSD, Central Depository), registered on June 26, 1995).

Особенности депозитарной системы

В Республике Беларусь функционирует двухуровневая депозитарная система, состоящая из Центрального депозитария (РЦДЦБ) и депозитариев второго уровня.

По состоянию на 1 октября 2023 г. Центральным депозитарием установлены корреспондентские отношения с 24 депозитариями-резидентами (депозитарии второго уровня). Из них 13 — структурные подразделения банков и 11 — юридические лица, имеющие лицензии на осуществление профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам, включающие в качестве составляющей работ и услуг депозитарную деятельность.

Основная деятельность Центрального депозитария

Основными функциями Центрального депозитария являются:

- централизованный учет и хранение ценных бумаг, включая ценные бумаги эмитентов-нерезидентов;
- контроль общего количества ценных бумаг;
- ведение единых справочников депозитарной системы;
- ведение корреспондентских счетов «депо» депозитариев второго уровня, осуществление переводов ценных бумаг по этим счетам, включая корсчета депозитариев-нерезидентов;
- операции по сбору реестров владельцев ценных бумаг;
- учет прав на акции, находящиеся в собственности государства;
- присвоение национальных и международных кодов ценных бумаг, международных кодов цифровым финансовым инструментам;
- информационные и консультационные услуги на рынке ценных бумаг;
- ведение счетов депонентов, эмитентов ценных бумаг;
- регистрация ОТС (внебиржевых) сделок с ценными бумагами;
- выполнение функций расчетного депозитария на биржевом рынке;

Таблица 1. История и достижения Центрального депозитария

Июнь 1995 г.	Создано ЗАО «Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг» (ЗАО «РЦДЦБ»).
Декабрь 2004 г.	Республиканский центральный депозитарий ценных бумаг стал одним из учредителей Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ).
Декабрь 2008 г.	Центральный депозитарий стал Национальным нумерующим агентством в Республике Беларусь, уполномоченным присваивать международные идентификационные коды выпускам ценных бумаг белорусских эмитентов, и присвоил первый код ISIN.
Январь 2019 г.	Центральный депозитарий подключился к международной межбанковской системе передачи информации и совершения платежей (SWIFT).
Июнь 2020 г.	Центральный депозитарий стал полноправным членом международной Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА) и отметил 25-летие со дня образования.
Ноябрь 2020 г.	Впервые в практике Центрального депозитария была проведена операция по выплате процентного дохода своему клиенту — владельцу государственных ценных бумаг.
Март 2021 г.	Центральный депозитарий Беларуси и Евразийский банк развития заключили депозитарный договор.
Октябрь 2021 г.	Центральный депозитарий подписал соглашение о присоединении к проекту АННА и Фонда глобальной идентификации юридических лиц (GLEIF) по привязке международных идентификационных кодов ценных бумаг (ISIN) и идентификаторов юридических лиц (LEI).
Май 2022 г.	Центральным депозитарием запущен проект по присвоению международных кодов цифровым финансовым инструментам. Утвержден Регламент присвоения международных кодов финансовым инструментам белорусских эмитентов, включая цифровые.
Июнь 2022 г.	Центральный депозитарий впервые осуществил квалификацию эмиссионных ценных бумаг эмитента-нерезидента в качестве ценных бумаг на территории Республики Беларусь для учета в депозитарной системе Республики Беларусь (без допуска к размещению и (или) обращению).
Июнь 2022 г.	Центральным депозитарием обеспечено взаимодействие с центральными депозитариями Казахстана и Армении посредством SWIFT: с АО «Центральный депозитарий ценных бумаг» (Республика Казахстан) и ОАО «Центральный депозитарий Армении» пройдена взаимная авторизация в системе SWIFT для дальнейшего обмена сообщениями.
Июль 2022 г.	В соответствии с изменениями и дополнениями в Закон Республики Беларусь от 5 января 2015 г. «О рынке ценных бумаг» Центральный депозитарий наделен новыми функциями: регистрация, учет и хранение депозитарных облигаций; учет и хранение стрип-облигаций и стрипов; работа с иностранными номинальными держателями.
Август 2022 г.	По депозитарному мосту между Центральным депозитарием и НКО АО НРД начали поступать в депозитарную систему Республики Беларусь ценные бумаги эмитентов-нерезидентов.
Сентябрь 2022 г.	Начала функционировать «каскадная» схема перечисления денежных средств от эмитентов-нерезидентов в пользу белорусских владельцев через каналы взаимодействия между НКО АО НРД и Центральным депозитарием.
Октябрь 2023 г.	Центральный депозитарий в рамках выполнения функций Национального нумерующего агентства в Республике Беларусь впервые присвоил международные идентификационные коды цифровым финансовым активам — инвестиционным токенам (security tokens).
2022–2023 гг.	Центральный депозитарий осуществляет работу над проектом по созданию собственной Системы дистанционного обслуживания.
2019–2023 гг.	Центральным депозитарием установлены корреспондентские отношения с центральными депозитариями Кыргызской Республики и Республики Казахстан, в соответствии с которыми Центральному депозитарию были открыты счета в указанных депозитариях. Центральный депозитарий заключил договор на установление корреспондентских отношений с ЗАО «Санкт-Петербургский расчетно-депозитарный центр» (ЗАО «СПб РДЦ», Российская Федерация), в соответствии с которым ЗАО «СПб РДЦ» открыт счет номинального держателя в Центральном депозитарии.

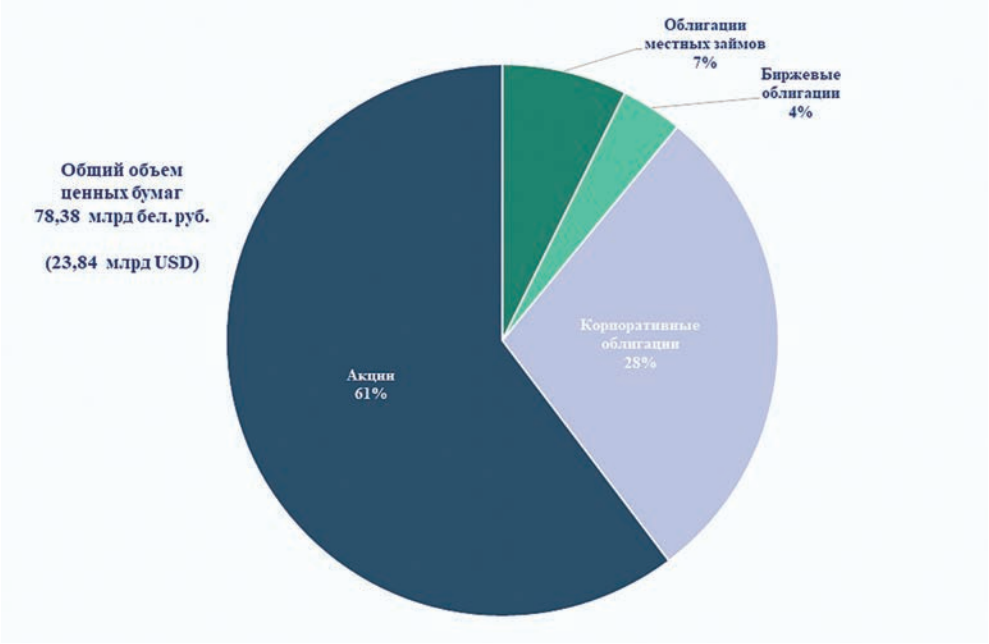


Рисунок 1. Структура акций и облигаций на централизованном хранении

- выполнение функций депозитария — агента Министерства финансов по еврооблигациям Республики Беларусь.

По состоянию на 1 октября 2023 г. объем фондовых активов, находящихся на хранении в РЦДЦБ, составил по:

- негосударственным облигациям — 30,91 млрд бел. руб. (+13,3 % в сравнении с 01.10.2022 г.);
- акциям — 47,47 млрд бел. руб. (+5,3 %).

Всего на хранении в РЦДЦБ на 01.10.2023 г. находятся долговые бумаги 274 эмитентов (1078 выпусков) и акции 3587 организаций (3649 выпусков).

Номинальная стоимость корпоративных облигаций составила 22,27 млрд бел. руб., увеличившись на 3,6 % в сравнении с 01.10.2022 г. Еще больший рост наблюдался в облигациях

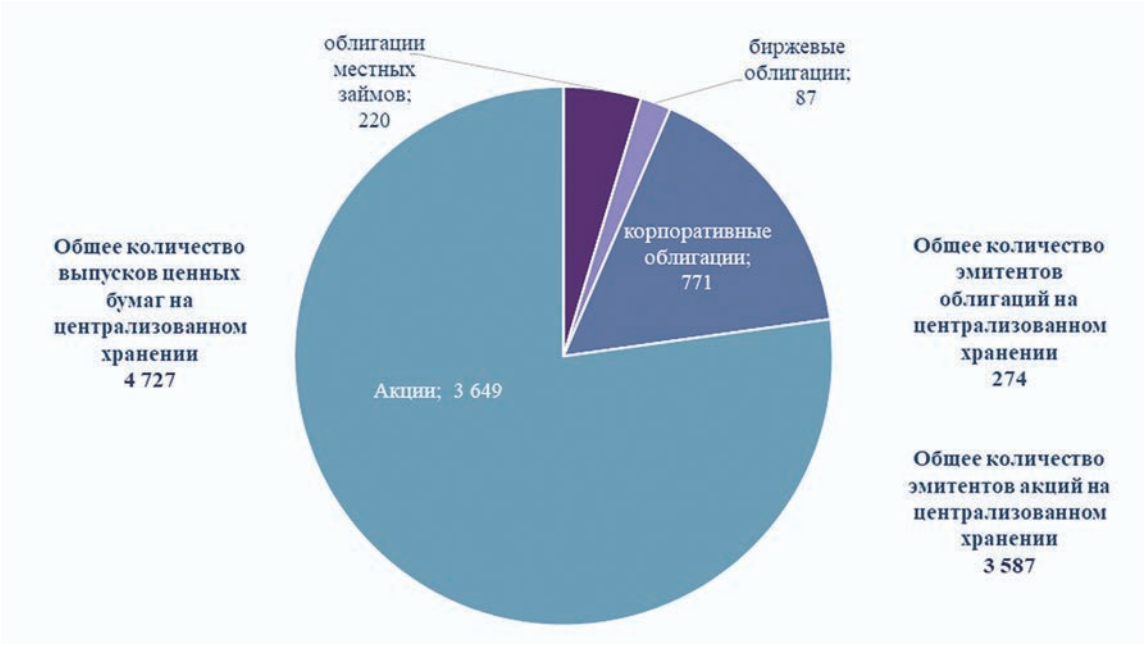


Рисунок 2. Акции и облигации на централизованном хранении

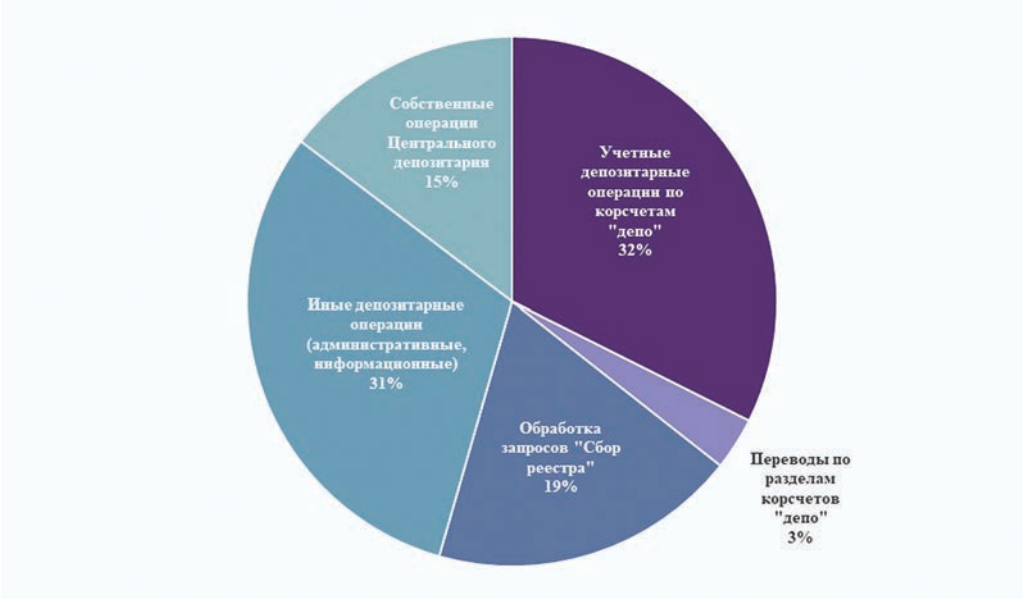


Рисунок 3. Количество операций в депозитарной системе

местных займов (+42,2 % — до 5,80 млрд бел. руб.). Максимальный рост показали биржевые облигации — их номинальная стоимость выросла на 67,1 % и составила на 1 октября 2023 г. 2,84 млрд бел. руб.

В рамках обеспечения работы депозитарной системы Центральным депозитарием за 9 месяцев 2023 г. было осуществлено:

- 25 492 учетные депозитарные операции по корсчетам «депо»;
- 11 537 собственных операций Центрального депозитария;
- 2527 переводов по разделам корреспондентских счетов «депо»;
- 14 799 запросов «Сбор реестра»;
- 24 300 иных депозитарных операций.

В целом количество операций в депозитарной системе, проведенных Центральным депозитарием, увеличилось за указанный период на 4,2 % по сравнению с аналогичным показателем 2022 г. и составило 78 655.

В рамках выполнения функций депозитария (собственная депозитарная деятельность) Центральный депозитарий по состоянию на 1 октября 2023 г. осуществлял депозитарное обслуживание 71 эмитента ценных бумаг.

В соответствии с депозитарными договорами с эмитентами в Центральном депозитарии открыто и обслуживается 20 650 накопительных счетов «депо».

Количество депонентов (юридических и физических лиц), обслуживание которых Центральный депозитарий осуществляет в соответствии с депозитарными договорами, по состоянию на 1 октября 2023 г. составило 1048, из них 1029 — юридические лица, 19 — физические лица.

В настоящее время Центральный депозитарий осуществляет обслуживание более 21,8 тыс. счетов «депо» эмитентов и депонентов, включая Министерство финансов и Банк развития Республики Беларусь.

В рамках услуг по раскрытию информации на рынке ценных бумаг за 9 месяцев 2023 г. Центральный депозитарий осуществил 969 размещений информации по заявкам заинтересованных лиц.

Кроме того, в течение указанного периода Центральным депозитарием оказано 1679 услуг по передаче информации в рамках договоров об оказании информационных услуг, заключенных как с резидентами (например, ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»), так и с нерезидентами (например, ООО «Сбондс.ру», Российская Федерация).

С целью развития электронного взаимодействия с клиентами в прошлом году была запущена в эксплуатацию новая версия официального сайта Центрального депозитария, при создании которого была качественно переработана рубрикация размещаемой информации, усовершенствовано представление информации о текущей деятельности депозитария.

Помимо сайта статистическая и аналитическая информация рынка ценных бумаг, новости Центрального депозитария и депозитар-

Клиенты и счета Центрального депозитария

По состоянию на 01.10.2023

	Количество, шт.
Клиенты	
Эмитенты	71
Депоненты	1 048
Депозитарии-корреспонденты	32
Итого все клиенты:	**1 151**
Счета	
Полнорежимные счета "депо"	1 151
Накопительные счета "депо"	20 650
Итого все счета:	**21 801**
Счета физических лиц	20 472
Счета юридических лиц	1 329
Итого все счета:	**21 801**

Рисунок 4. Клиенты и счета Центрального депозитария

ной системы активно публикуются на страницах Центрального депозитария в социальных сетях Facebook, LinkedIn, Instagram, X (Twitter), Ok.ru, «ВКонтакте», в Telegram-канале Центрального депозитария. Также в 2023 г. запущена серия информационно-образовательных роликов на собственном YouTube-канале.

Международная деятельность

Центральным депозитарием ведется активная международная деятельность: взаимодействие с международными ассоциациями и организациями, установление корреспондентских отношений с центральными депозитариями и депозитариями других стран, открытие и ведение счетов «депо» депонентов-нерезидентов.

Центральный депозитарий является полноправным членом Ассоциации центральных депозитариев Евразии (АЦДЕ) и Ассоциации национальных нумерующих агентств (АННА).

В соответствии с двусторонним Соглашением о партнерстве, заключенным между АННА и Центральным депозитарием, с 1 декабря 2008 г. Центральный депозитарий является организацией, выполняющей функции Национального нумерующего агентства (ННА) в Республике Беларусь, и наделен полномочиями присвоения выпускам ценных бумаг белорусских эмитентов международных идентификационных кодов ISIN (International Securities Identification Numbers — международный идентификационный код ценной бумаги), CFI (Classification of Financial Instruments — классификация финансовых инструментов) и FISN (Financial Instrument Short Name — краткое наименование финансового инструмента).

В настоящее время на регулярной основе осуществляется присвоение международных кодов практически всем выпускам ценных бумаг, эмитируемым Министерством финансов Республики Беларусь.

Центральным депозитарием налажено взаимодействие с 8 депозитариями-нерезидентами. С 4 из них — центральными депозитариями Российской Федерации, Республики Армении, Кыргызской Республики и Республики Казахстан — установлены двусторонние корреспондентские отношения.

Таблица 2. Присвоение международных кодов финансовым инструментам

	на 01.10.2022 г.	на 01.10.2023 г.	изменение, %
Количество присвоенных международных кодов выпускам ценных бумаг эмитентов, шт., в т.ч.:	128	138	7,8%
Министерство финансов	62	71	14,5%
Национальный банк	25	25	0,0%
Другие	41	42	2,4%

В мае 2022 г. Центральный депозитарий запустил проект по присвоению международных идентификационных кодов ISIN, CFI, FISN цифровым финансовым инструментам белорусских эмитентов.
В октябре 2023 г. Центральный депозитарий стал первым ННА на евразийском пространстве, присвоившим международные коды ISIN, CFI, FISN инвестиционным токенам («долговым» токенам, security tokens), созданным и обращающимся на белорусской криптоплатформе Finstore.

Центральный депозитарий поступательно развивает свою корреспондентскую сеть, в том числе на пространстве ЕАЭС — СНГ, а также в рамках АЦДЕ. Так, в апреле 2023 г. Центральный депозитарий установил корреспондентские отношения с депозитарием ЗАО «Санкт-Петербургский расчетно-депозитарный центр» (ЗАО «СПб РДЦ», Российская Федерация).

РЦДЦБ за время своего существования заключил более 10 международных меморандумов и соглашений о сотрудничестве и взаимопонимании, активная работа в этом направлении ведется и в настоящее время. В августе 2023 г. Центральный депозитарий и Государственное предприятие «Центральный депозитарий ценных бумаг» (Республика Узбекистан) подписали Меморандум о взаимопонимании и Соглашение об обмене информацией.

Новые функции и перспективы Центрального депозитария

Стратегия развития Центрального депозитария как одного из важнейших элементов инфраструктуры финансового рынка Республики Беларусь определяется возложенными на него функциями и заключается в организации деятельности и дальнейшем совершенствовании механизмов работы национальной депозитарной системы в условиях современной рыночной экономики, развития рынка ценных бумаг и информационных технологий, интенсификации процессов международной интеграции фондовых рынков.

Цифровизация механизмов инвестирования, учета и хранения ценных бумаг сформировала для Центрального депозитария потребность в реализации крупной функциональной задачи — организации *Системы дистанционного обслуживания клиентов на базе интернет-технологий (СДО)*.

В 2023 г. запланирован ввод в эксплуатацию *первой версии СДО*. Внедрение системы позволит создать положительный клиентский опыт для пользователей, будет способствовать уменьшению затрат времени на выполнение рутинных процедур заказа и продления услуг, сокращению бумажного документооборота, станет частью процесса автоматизации сбора и анализа данных о клиентах и оказываемых услугах.

С целью создания реальной альтернативы SWIFT Центральным депозитарием ведется проработка вопроса подключения к системе передачи финансовых сообщений Центрального банка России (СПФС).

РЦДЦБ продолжит развитие корреспондентской сети, в том числе на пространстве ЕАЭС — СНГ, а также в рамках АЦДЕ.

В соответствии с принятыми изменениями в Закон Республики Беларусь от 5 января 2015 г. «О рынке ценных бумаг» Центральный депозитарий будет принимать участие в формировании института номинального держателя, непосредственно осуществлять регистрацию и депозитарный учет выпусков депозитарных облигаций, учет, хранение и расчеты по облигациям с раздельным обращением купонов и номинальной стоимости (STRIPs).

В 2024 г. Центральный депозитарий ставит перед собой задачи по поддержанию высокого качества реализации своих функций, расширению и укреплению клиентской базы, совершенствованию программно-технической инфраструктуры по оказанию депозитарных

Фигура 1. Особенности эмиссии и учета депозитарных облигаций

В функции Центрального депозитария входит:

- регистрация выпусков депозитарных облигаций, проспектов эмиссии, изменений и (или) дополнений, вносимых в проспекты эмиссии таких облигаций;
- учет прав на депозитарные облигации, обременений (ограничений) этих прав.

Эмиссию депозитарных облигаций вправе осуществлять:

- юридические лица (за исключением банков, небанковских кредитно-финансовых организаций, Банка развития и иных организаций, применяющих правила банковского бухгалтерского учета; далее — банки) при условии, что объявленный в уставе юридического лица уставный фонд сформирован;
- банки в пределах размера нормативного капитала на 1-е число месяца, в котором утвержден проспект эмиссии облигаций, при условии:
  - ► отсутствия убытка на последний календарный день квартала, предшествующего кварталу, в котором утвержден проспект эмиссии;
  - ► отсутствия убытка по итогам каждого из двух полных календарных лет, предшествующих году, в котором утвержден проспект эмиссии.

Эмиссия депозитарных облигаций осуществляется без учета положений, предусмотренных в подпунктах 1.7–1.9 Указа № 277* (требования к обеспечению).

Требования владельцев депозитарных облигаций, включая требования по финансовым санкциям за неисполнение обязательств по депозитарным облигациям, в том числе в случае открытия в отношении эмитента депозитарных облигаций конкурсного либо ликвидационного производства, удовлетворяются при условии отсутствия неудовлетворенных требований владельцев иных облигаций этого эмитента.

Центральный депозитарий в соответствии с Постановлением Совета министров РБ от 24 сентября 2021 г. № 548 «Об административных процедурах, осуществляемых в отношении субъектов хозяйствования» осуществляет:

- регистрацию выпуска депозитарных облигаций, регистрацию проспекта эмиссии депозитарных облигаций (п. 14.35.1);
- регистрацию изменений и (или) дополнений, вносимых в проспект эмиссии депозитарных облигаций (п. 14.35.2), в течение 5 рабочих дней, бесплатно.

Выпуск депозитарных облигаций регистрируется Центральным депозитарием в порядке и на условиях, определяемых регулятором рынка ценных бумаг.

Центральный депозитарий осуществляет:

- прием выпусков депозитарных облигаций на централизованный учет в депозитарную систему;
- присвоение каждому выпуску депозитарных облигаций национального и международных идентификационных кодов ISIN, CFI и FISN;
- учет прав на депозитарные облигации (эмитенты и владельцы депозитарных облигаций заключают депозитарные договоры с Центральным депозитарием в случае их отсутствия).

Особенности размещения депозитарных облигаций:

- размещение депозитарных облигаций осуществляется только в торговой системе организатора торговли ценными бумагами;
- размещение депозитарных облигаций осуществляется среди квалифицированных инвесторов на рынке ценных бумаг, лиц, являющихся собственниками имущества, участниками (акционерами) эмитента депозитарных облигаций;
- размещение депозитарных облигаций среди квалифицированных инвесторов на рынке ценных бумаг, являющихся физическими лицами, осуществляется банком при наличии лицензии на осуществление банковской деятельности, предусматривающей право на привлечение денежных средств физических лиц на счета и (или) во вклады (депозиты);
- сделки купли-продажи депозитарных облигаций совершаются на организованном рынке (в торговой системе организатора торговли ценными бумагами);
- обращение депозитарных облигаций может осуществляться среди лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами на рынке ценных бумаг и (или) собственниками имущества, участниками (акционерами) эмитента депозитарных облигаций, в случае наличия у эмитента депозитарных облигаций кредитного рейтинга уровня by.BBB+ и выше по национальной рейтинговой шкале для Республики Беларусь, присвоенного рейтинговым агентством ООО «БИК Рейтингс».

** Указ Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг»*

и иных услуг, в том числе в части предоставления клиентам возможностей дистанционного обслуживания, модернизации программно-технического комплекса, развитию международных связей, информационно-аналитической составляющей депозитарной деятельности, реализации новых функций, которыми Центральный депозитарий наделен в соответствии с законодательством Республики Беларусь.

Особенности эмиссии биржевых облигаций: новации законодательства

Кадушко Алексей Николаевич,
ззаместитель начальника Операционного управления
ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа»
(г. Минск, Беларусь)

В статье проанализированы последние изменения законодательства, связанные с эмиссией биржевых облигаций. Рассмотрены специфика и преимущества данного финансового инструмента. Представлены новые возможности выпуска биржевых облигаций — в рамках программ.

The article analyzes the recent legislative changes related to the issuance of exchange-traded bonds. The specifics and advantages of this financial instrument are examined. New opportunities for issuing exchange-traded bonds within the framework of programs are presented.

2023 г. стал юбилейным для биржевых облигаций, дебютный выпуск которых в нашей стране был зарегистрирован ОАО «Белорусская валютно-фондовая биржа» 15 лет назад. Знаковое событие произошло 5 сентября 2008 г., и первопроходцем в этом начинании выступило ОАО «Белагропромбанк».

Эмиссии нового вида долговых ценных бумаг предшествовало внесение 3 марта 2008 г. важных дополнений в Указ Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» (далее — Указ № 277). В частности, в подпункте 1.10 были впервые описаны нормы о возможности эмиссии биржевых облигаций и базовые требования к заемщикам. С тех пор биржа зарегистрировала уже 394 выпуска биржевых облигаций 55 эмитентов и приобрела довольно ценный опыт в новом для себя направлении деятельности.

К основным факторам, почему биржевые облигации стали популярным и востребованным инструментом финансового рынка, можно отнести следующие:

- наделение биржи на законодательном уровне правом регистрирующего органа, позволившее наладить работу с эмитентами в режиме одного окна и кардинально сократить срок вывода облигаций на рынок (регистрация выпуска и его допуск к размещению осуществляются одновременно);
- однозначные и понятные требования к процедуре эмиссии и допуска биржевых облигаций к торгам;
- самостоятельное раскрытие биржей информации на всех этапах существования биржевых облигаций;
- отсутствие необходимости предоставления обеспечения для исполнения обязательств по биржевым облигациям;
- возможность для эмитента устанавливать произвольные сроки заимствования, что позволяет инвесторам выбирать инструменты в соответствии с их инвестиционными целями и временным горизонтом. На практике наиболее популярные сроки обращения биржевых облигаций — от 1 года до 10 лет.

Для инвесторов дополнительным преимуществом биржевых облигаций является их неконвертируемость, т.е. оплата биржевых облигаций при их размещении, погашении, а также выплата процентного дохода осуществляются только денежными средствами.

В 2023 г. законодательство о рынке ценных бумаг в Республике Беларусь претерпело значительные изменения: появились новые инструменты, были пересмотрены и скорректированы многие аспекты функционирования рынка. В связи с этим рассмотрим, какие

преобразования произошли в части эмиссии биржевых облигаций.

Во-первых, в Указе № 277 изменились основные требования, предъявляемые к эмитентам биржевых облигаций. Теперь они выглядят следующим образом:

- стоимость чистых активов юридического лица на первое число месяца, в котором утвержден проспект эмиссии биржевых облигаций, должна составлять не менее 100 тыс. базовых величин (данное требование не касается банков и небанковских кредитно-финансовых организаций (далее — НКФО) — они должны обеспечить наличие нормативного капитала на первое число месяца, в котором утвержден проспект эмиссии биржевых облигаций, в размере не менее минимального размера нормативного капитала, установленного Национальным банком для банков и НКФО соответственно, а Банк развития, иные организации, применяющие правила банковского бухгалтерского учета, — наличие нормативного капитала в размере не менее 500 тыс. базовых величин);
- юридическое лицо не должно иметь убытка от текущей деятельности и чистого убытка (за исключением банка, НКФО, Банка развития, иной организации, применяющей правила банковского бухгалтерского учета) или убытка (для банка, НКФО, Банка развития, иной организации, применяющей правила банковского бухгалтерского учета) на последний календарный день квартала, предшествующего кварталу, в котором утвержден проспект эмиссии биржевых облигаций, а также по итогам каждого из двух полных календарных лет, предшествующих году, в котором утвержден проспект эмиссии биржевых облигаций (в случае осуществления юридическим лицом деятельности менее трех лет — за весь период его деятельности).

В отличие от предыдущей редакции документа, в первом требовании произошли изменения в части дат, по состоянию на которые эмитент обязан обеспечить выполнение нормативов, скорректирован размер нормативного капитала для банков и НКФО, а также отдельно выделены Банк развития Республики Беларусь и иные организации, применяющие правила банковского бухгалтерского учета.

Во втором требовании были частично изменены сами нормативы. Например, для небанковских организаций вместо показателей «отрицательный финансовый результат от реализации продукции, товаров (работ, услуг) или чистого убытка» появились показатели «отсутствие убытка от текущей деятельности и чистого убытка», для банков — просто «убытка».

В то же время из норм Указа № 277 было исключено ранее существовавшее третье условие для эмитентов. Оно предписывало эмитенту предварительно (до эмиссии биржевых облигаций) допустить к биржевому обращению какой-либо иной выпуск своих ценных бумаг.

Дополнительно в подпункте 1.11 Указа № 277 появилось условие, допускающее регистрацию выпуска биржевых облигаций только в случае представления бирже аудиторского заключения, содержащего немодифицированное аудиторское мнение[1] по годовой отчетности эмитента, составленной в соответствии с законодательством Республики Беларусь. Такая отчетность подлежит обязательному аудиту с периодичностью, установленной регулирующим органом (в настоящее время это не менее 1 раза в 3 года), и раскрывается в порядке, установленном законодательством о ценных бумагах.

Следующей новацией законодательства в 2023 г. стало расширение перечня административных процедур, осуществляемых биржей. Дополнительно к уже существующей процедуре регистрации выпусков биржевых облигаций биржа будет выполнять административную процедуру по регистрации изменений и дополнений, вносимых в проспект эмиссии биржевых облигаций[2].

Ну и наконец, главное и давно ожидавшееся участниками фондового рынка новшество — возможность эмиссии биржевых облигаций в рамках программ.

Эмиссия облигаций в рамках программ давно вошла в мировую практику на рынках долгового капитала. Например, в Российской Федерации данный инструмент заработал еще в 2015 г. и сразу приобрел широкую популярность среди эмитентов. Причем в таком режиме эмитируются не только биржевые, но и классические облигации.

---

[1] Немодифицированное аудиторское заключение — это вид аудиторского мнения, который означает, что отчетность организации достоверна и полностью соответствует законодательству.

[2] Согласно подпункту 14.13.2 Постановления Совета министров Республики Беларусь от 24.09.2021 г. № 548 «Об административных процедурах, осуществляемых в отношении субъектов хозяйствования».

Программа представляет собой зарегистрированный портфель облигаций фиксированного размера, в пределах которого эмитент имеет возможность «структурировать» отдельные выпуски с необходимыми параметрами, соответствующими текущим потребностям эмитента и инвестиционным предпочтениям. Размещение и обращение выпусков в рамках программы осуществляются в течение срока ее действия.

Таким образом, программа облигаций позволяет эмитенту использовать гибкий и индивидуально кастомизированный подход к привлечению долгового финансирования.

Но как же эмитенту определиться: осуществлять эмиссию путем разового выпуска облигаций или в рамках заранее зарегистрированной программы биржевых облигаций? Это зависит от задач и долгосрочных планов эмитента. Если компания хочет решить однократную потребность в финансировании, то проще сделать разовый выпуск, а если у эмитента далеко идущие планы и он предполагает, что будет регулярно привлекать средства для реализации конкретных задач в течение ближайших нескольких лет, то, конечно, разумнее сразу зарегистрировать программу биржевых облигаций с определенным максимальным объемом и сроком действия и в дальнейшем размещать отдельные выпуски нужного объема в рамках общего лимита программы.

В то же время по сравнению с подготовкой отдельных эмиссий существенно повышается скорость привлечения средств за счет сокращения времени вывода на рынок выпусков в рамках программы. Если срок подачи пакета документов для регистрации разового выпуска биржевых облигаций или первого выпуска биржевых облигаций, эмитируемого в рамках программы, составляет не менее 15 рабочих дней до даты начала размещения ценных бумаг, то для последующих выпусков биржевых облигаций в рамках программы — 2 рабочих дня.

Проспект эмиссии программы биржевых облигаций состоит из общей части и специальных частей.

Общая часть по своей сути и является программой биржевых облигаций и содержит сведения, единые для всех последующих выпусков облигаций в рамках данной программы:

- идентификационные признаки облигаций;
- разделы «Краткое резюме», «Общие сведения об эмитенте» и «Сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента»;
- срок действия программы биржевых облигаций;
- максимальный срок обращения и максимальная сумма номинальных стоимостей биржевых облигаций;
- условия размещения и обращения биржевых облигаций;
- общие права владельцев и обязанности эмитента, одинаковые для всех выпусков, эмитируемых в рамках программы;
- порядок и способы раскрытия эмитентом информации о выпуске биржевых облигаций;
- иные сведения, которые в соответствии с законодательством о ценных бумагах могут указываться в проспекте эмиссии.

Специальные части проспекта эмиссии описывают характеристики отдельных выпусков биржевых облигаций в рамках программы биржевых облигаций и содержат информацию об основных параметрах выпуска облигаций, сведения об эмиссии облигаций, а также планы развития эмитента на ближайшие три года.

При эмиссии облигаций в рамках программы необходимо учитывать важный момент: эмитент обязан соблюдать условия эмиссии, определенные в части первой подпункта 1.10 Указа № 277, не только на момент регистрации общей части проспекта эмиссии, но и каждой специальной части.

В настоящее время биржей проводится активная работа по переводу всех административных процедур, связанных с эмиссией биржевых облигаций, в электронную форму для ее осуществления через единый портал электронных услуг. Реализация данного проекта позволит полностью исключить бумажный документооборот между эмитентом и биржей и станет еще одним шагом в направлении цифровизации рынка ценных бумаг Республики Беларусь.

Принимая во внимание вышесказанное, можно констатировать, что сегмент биржевых облигаций находится в постоянном развитии, для того чтобы соответствовать современным потребностям инвесторов и эмитентов.

Международный опыт регулирования рынка зеленых облигаций (Green Bond)

Усачёв Андрей Владимирович,
исполнительный директор
рейтингового агентства BIK Ratings

В статье освещается международный опыт регулирования рынка зеленых облигаций, рассматриваются рекомендации Международной ассоциации рынка ценных бумаг (ICMA) для эмитентов зеленых облигаций.

The article highlights the international experience of regulating the green bonds market, considers the recommendations of the International Capital Market Association (ICMA) for issuers of green bonds.

В настоящее время в Республике Беларусь зеленое финансирование, как одно из направлений развития рынка долговых заимствований, начинает активно развиваться, поэтому вопрос изучения международного опыта регулирования данных финансовых инструментов приобретает особую актуальность.

На международном уровне органом, который занимается широким спектром вопросов изучения рыночной практики и регулированием, в том числе инструментов зеленого финансирования, влияющих на международные рынки капитала, является Международная ассоциация рынка ценных бумаг (ICMA).

История создания ICMA началась в 1968 г. на встрече крупнейших компаний, работающих на рынке еврооблигаций, где было принято решение о создании Ассоциации международных дилеров по облигациям (AIBD).

С 1 января 1992 г. AIBD называется Международной ассоциацией рынка ценных бумаг (ICMA). Федеральная банковская комиссия Швейцарии, предшественница швейцарского органа по надзору за финансовыми рынками (Швейцарское управление по надзору за финансовыми рынками — FINMA), признает ICMA «институтом, подобным бирже» и в 1998 г. частично подчиняет ее Федеральному закону Швейцарии «О фондовых биржах и торговле ценными бумагами» (SESTA). В этом качестве и в той мере, в какой на нее распространяется действие SESTA, ICMA находилась под надзором до 31 декабря 2016 г. С 1 января 2017 г. ICMA теряет статус «институт, подобный бирже» и больше не подлежит надзору в Швейцарии. В то же время ICMA является одной из национальных заинтересованных сторон Швейцарского управления по надзору за финансовыми рынками, с которой Управление поддерживает контакты и взаимодействует по вопросам регулирования и рынка.

Уже более 50 лет ICMA и ее члены совместно содействуют развитию международных рынков капитала и ценных бумаг, разрабатывая правила, принципы и рекомендации, которые заложили основу для их успешного функционирования.

Для достижения своих целей ICMA объединяет членов всех сегментов оптового и розничного рынков долговых ценных бумаг через региональные и отраслевые комитеты и уделяет особое внимание широкому спектру вопросов рыночной практики и регулирования, которые влияют на все аспекты функционирования международных рынков. ICMA уделяет приоритетное внимание трем основным направлениям рынка ценных бумаг с фиксированным доходом: первичному, вторичному, РЕПО, а также двум сквозным темам: устойчивому финансированию и FinTech.

В настоящее время ICMA насчитывает более 600 членов, работающих на всех сегментах международных рынков долгового капитала в 66 юрисдикциях по всему миру. Среди них — частные и государственные эмитенты, банки и дилеры по ценным бумагам, управляющие активами и фондами, страховые компании, юридические фирмы, поставщики инфраструктуры рынка капитала и центральные банки.

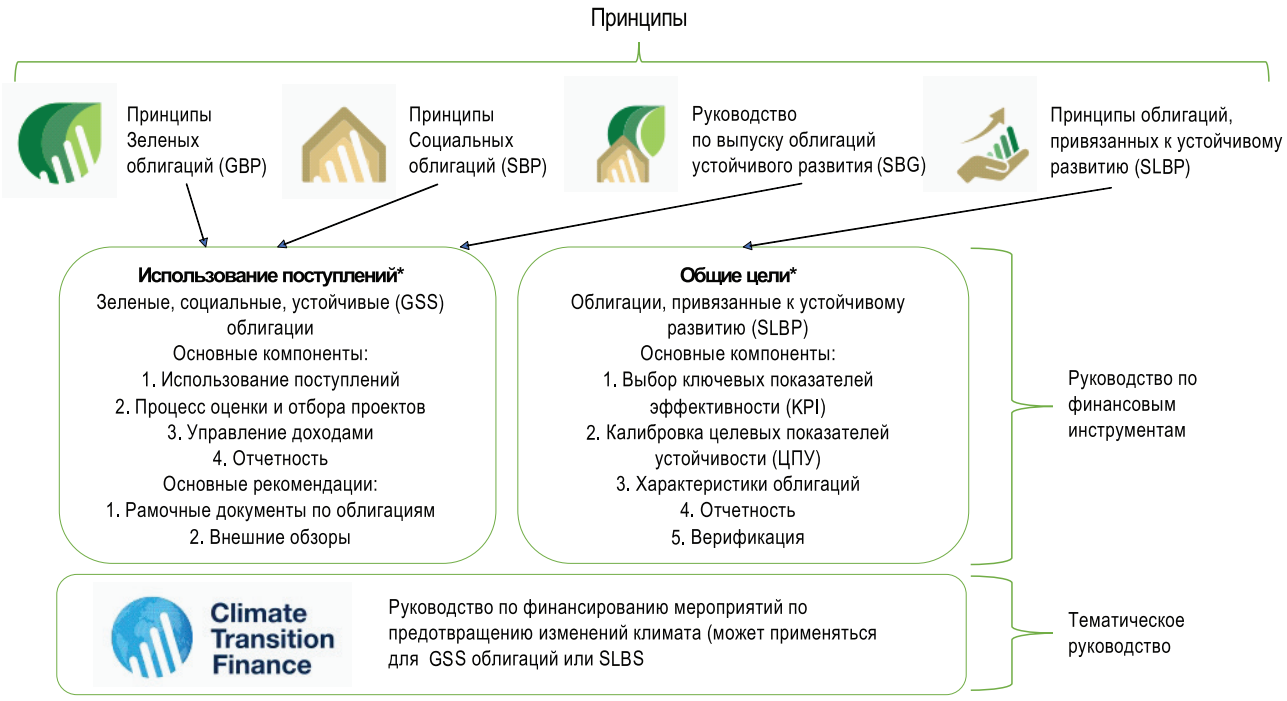
ICMA является некоммерческой ассоциацией (Verein) в соответствии с Гражданским кодексом Швейцарии. Штаб-квартира ассоциации находится в Цюрихе, а представительства — в Лондоне, Париже, Брюсселе и Гонконге. Представительства, как и штаб-квартира, зарегистрированы в Торговом реестре Цюриха.

Рассмотрим, какие принципы Международная ассоциация рынка ценных бумаг устанавливает для зеленых, социальных облигаций и облигаций устойчивого развития (далее — принципы).

Принципы второго уровня, а именно: принципы зеленых облигаций (Green Bond Principles, сокращенно GBP), принципы социальных облигаций (Social Bond Principles, сокращенно SBP), руководство по выпуску облигаций устойчивого развития (Sustainability Bond Guidelines, сокращенно SBG), а также принципы облигаций, привязанных к устойчивому развитию (Sustainability-Linked Bond Principles, сокращенно SLBP), публикуются в рамках принципов, которые представляют собой совокупность добровольных рамочных документов, целью которых является повышение роли, которую мировые рынки долгового капитала могут играть в финансировании прогресса в области экологической и социальной устойчивости.

Принципы определяют наилучшую практику выпуска облигаций, преследующих социальные и/или экологические цели, с помощью глобальных руководств и рекомендаций, способствующих повышению прозрачности и раскрытию информации, тем самым поддерживая целостность рынка. Кроме того, принципы способствуют повышению осведомленности участников финансового рынка о важности экологического и социального воздействия, что в итоге направлено на привлечение большего объема капитала для поддержки устойчивого развития.

Более подробно остановимся на принципах зеленых облигаций (GBP). Данные принципы призваны поддержать эмитентов в финансировании экологически безопасных и устой-



** В соответствии с GBP, SBP и SBG сумма, равная чистым поступлениям от облигаций, направляется на финансирование целевых проектов (облигации с использованием поступлений), а в соответствии с SLBP поступления направляются в первую очередь на общие цели эмитента в рамках выполнения установленных КПЭ и SPT (Sustainability Performance Targets — целевые показатели деятельности в области устойчивого развития) облигаций, привязанных к устойчивому развитию.*

чивых проектов, способствующих созданию экономики с нулевым уровнем выбросов и защите окружающей среды. Эмиссия, ориентированная на GBP, должна обеспечивать прозрачные зеленые показатели наряду с инвестиционными возможностями. Рекомендуя эмитентам отчитываться об использовании средств, полученных от выпуска зеленых облигаций, GBP способствуют повышению прозрачности, что облегчает отслеживание средств, направляемых на экологические проекты, одновременно стремясь совершенствовать оценку их результативности.

С учетом разнообразия существующих мнений и постоянного развития понимания экологических проблем и последствий GBP предлагают классифицировать зеленые проекты как приоритетные, при необходимости обращаясь к другим заинтересованным сторонам, которые предоставляют дополнительные определения, стандарты и таксономии для определения экологической устойчивости проектов. GBP призывают всех участников рынка использовать эту основу для разработки собственной надежной практики, ссылаясь при необходимости на широкий набор дополнительных критериев.

По своему характеру GBP является совместным и консультативным документом, основанным на вкладе членов ассоциации и исполнителей принципов, а также более широкого круга заинтересованных сторон. Они обновляются по мере необходимости, чтобы отражать развитие и рост глобального рынка зеленых облигаций. Координацию работы над GBP и принципами в целом осуществляет Исполнительный комитет ICMA при поддержке Секретариата ICMA.

В дополнение к GBP принципы первого уровня предлагают подходы, отражающие обязательства по устойчивому развитию на уровне эмитента, которые могут дополнять или служить альтернативой использованию выручки. Такие обязательства могут быть выражены в облигациях, привязанных к устойчивости, а также в специальных стратегиях эмитентов и в раскрытии информации, как это рекомендовано в Руководстве по финансированию климатических преобразований, когда речь идет о планах преобразований в рамках Парижского соглашения.

Сейчас актуальным является издание принципов зеленых облигаций 2021 г. Это издание опирается на результаты консультаций, проведенных в 2020 г. среди членов и наблюдателей принципов, Консультативного совета, а также на вклад рабочих групп, координируемых Исполнительным комитетом при поддержке Секретариата.

Примечательно, что в издании GBP 2021 г. наряду с четырьмя основными принципами GBP определены ключевые рекомендации, касающиеся рамочных программ зеленых облигаций и внешних обзоров. В нем рекомендуется повысить прозрачность стратегий и обязательств в области устойчивого развития на уровне эмитентов, а также предлагается предоставлять информацию, если это уместно, о степени соответствия проектов официальным или рыночным таксономиям.

Кроме того, в документе содержатся рекомендации по процессам определения эмитентами мер по снижению известных существенных рисков негативного социального и/или экологического воздействия. Также данное издание содержит дополнительные разъяснения и обновления, касающиеся рекомендуемой рыночной практики.

Определение зеленых облигаций

Зеленые облигации — это любой тип облигационного инструмента, вырученные средства или эквивалентная сумма по которым будут направлены исключительно на финансирование или рефинансирование новых и/или существующих приемлемых зеленых проектов и которые соответствуют четырем основным принципам GBP (о них будет изложено ниже).

На рынке существует четыре типа зеленых облигаций.

- Обычная зеленая облигация — стандартное долговое обязательство с правом регресса к эмитенту, отвечающее GBP.
- Облигация зеленого дохода — долговое обязательство без права регресса к эмитенту, отвечающее GBP, в котором кредитный риск по облигации связан с прогнозируемыми денежными потоками от доходов, сборов, налогов и т.д., а доход направляется на связанные или несвязанные зеленые проекты.
- Облигация зеленого проекта — проектная облигация для одного или нескольких зеленых проектов, по которым инвестор напрямую принимает на себя риск проекта (проектов) с потенциальным правом регресса к эмитенту или без него, и которая соответствует GBP.
- Зеленая секьюритизированная облигация — облигация, обеспеченная одним или более конкретным зеленым проектом

(проектами), который финансируется за счет данных облигаций (финансирование может не ограничиваться данными облигациями и может быть дополнено ценными бумагами, обеспеченными активами (Asset-backed securities — ABS), ипотечными ценными бумагами (mortgage-backed securities — MBS) и другими инструментами, отвечающими GBP. Основным источником погашения, как правило, являются денежные потоки от активов.

Следует отметить, что существует рынок экологических, климатических или иных тематических облигаций, в некоторых случаях называемых «чистыми», выпускаемых организациями, которые в основном или полностью занимаются экологически устойчивой деятельностью, но не следуют четырем основным принципам GBP. В таких случаях необходимо соответствующим образом информировать инвесторов и следить за тем, чтобы ссылки на зеленые облигации не подразумевали наличие у них признаков GBP. Этим организациям рекомендуется по возможности перенять соответствующую практику GBP (например, в отношении отчетности) для существующих экологических, климатических или иных тематических облигаций, а также привести будущие выпуски в соответствие с GBP.

Кроме того, существует рынок облигаций с устойчивой тематикой, которые финансируют сочетание зеленых и социальных проектов, в том числе связанных с целями устойчивого развития (ЦУР). В некоторых случаях такие облигации могут выпускаться организациями, которые в основном или полностью занимаются устойчивой деятельностью, но их облигации могут не соответствовать четырем основным принципам GBP. В таких случаях инвесторов необходимо соответствующим образом информировать и следить за тем, чтобы облигации устойчивого развития или ЦУР не подразумевали наличие у них признаков GBP (или SPB). Этим организациям-эмитентам рекомендуется по возможности перенять соответствующую практику GBP и SBP (например, в отношении отчетности) для существующих облигаций, посвященных устойчивому развитию, ЦУР или иным темам, а также привести будущие выпуски в соответствие с GBP и SBP.

Существует карта соответствия GBP и SBP целям устойчивого развития, которая призвана обеспечить широкую систему ориентиров, с помощью которой эмитенты, инвесторы и участники рынка могут оценить цели финансирования конкретной зеленой, социальной или устойчивой облигации/программы облигаций с учетом ЦУР.

Следует отметить, что на рынке ряд сделок позиционируется как голубые облигации или в аналогичной терминологии с целью подчеркнуть важность рационального использования морских ресурсов и стимулирования соответствующей устойчивой экономической деятельности. Эти усилия также поддерживаются специальными рыночными инициативами, включая поддержку регуляторами. Такие голубые облигации также являются зелеными облигациями, если они соответствуют четырем основным принципам GBP.

Кроме того, эмитенты могут пожелать согласовать свои зеленые облигации как с GBP, так и с SLBP. Во избежание сомнений, такой подход остается на усмотрение эмитентов, но не рекомендуется и не поощряется.

Предполагается, что некоторые приемлемые зеленые проекты могут иметь сопутствующие социальные выгоды, тогда классификация облигации должна определяться эмитентом исходя из его основных целей (облигации, в которых намеренно сочетаются приемлемые зеленые и социальные проекты, называются облигациями устойчивого развития, и конкретные рекомендации по ним приводятся отдельно в Руководстве по облигациям устойчивого развития).

Принципы зеленых облигаций

Принципы зеленых облигаций (GBP) — это добровольное руководство по процессу эмиссии, которое дает рекомендации по прозрачности и раскрытию информации и способствует добросовестности в развитии рынка зеленых облигаций, разъясняя подход к выпуску зеленых облигаций. Принципы предназначены для широкого использования на рынке и предоставляют эмитентам руководство по ключевым компонентам, связанным с выпуском надежных зеленых облигаций; они помогают инвесторам, способствуя доступности информации, необходимой для оценки экологического воздействия их инвестиций.

GBP рекомендует эмитентам четкий процесс и механизмы раскрытия информации, которую инвесторы, банки, андеррайтеры, организаторы, агенты по размещению и другие лица могут использовать для понимания характеристик той или иной зеленой облигации.

В GBP подчеркивается необходимая прозрачность, точность и целостность информации, которая будет раскрываться и предоставляться эмитентами заинтересованным сторонам, с помощью основных принципов и ключевых рекомендаций.

Четырьмя основными направлениями, которые рассматриваются для приведения облигаций в соответствие с GBP, являются:

1) использование поступлений;
2) процесс оценки и отбора проектов;
3) управление доходами;
4) отчетность.

Основными рекомендациями по повышению прозрачности являются:

1) написание рамочных программ зеленых облигаций;
2) внешние обзоры.

Рассмотрим более подробно каждое из направлений.

1. Использование поступлений

Краеугольным камнем зеленой облигации является использование полученных от нее средств на соответствующие зеленые проекты, которые должны быть соответствующим образом описаны в юридической документации по ценной бумаге. Все указанные приемлемые зеленые проекты должны обеспечивать очевидные экологические выгоды, которые будут оценены и, если это возможно, количественно выражены эмитентом.

В случае если все или часть поступлений будут или могут быть использованы для рефинансирования, рекомендуется, чтобы эмитенты представили оценку доли финансирования по сравнению с рефинансированием, а также при необходимости уточнили, какие инвестиции или портфели проектов могут быть рефинансированы. В соответствующих случаях необходимо показать ожидаемый период возврата для рефинансированных приемлемых зеленых проектов.

В GBP прямо признается несколько широких категорий приемлемости зеленых проектов, которые способствуют достижению таких экологических целей, как: смягчение последствий изменения климата, адаптация к изменению климата, сохранение природных ресурсов, сохранение биоразнообразия, предотвращение и контроль загрязнения окружающей среды.

Приведенный перечень категорий проектов хотя и является ориентировочным, отражает наиболее часто встречающиеся типы проектов, поддерживаемых или предлагаемых к поддержке на рынке зеленых облигаций. Зеленые проекты включают активы, инвестиции и другие сопутствующие и вспомогательные расходы, такие как НИОКР, которые могут относиться более чем к одной категории и/или экологической цели. Три экологические цели из обозначенных выше, а именно: предотвращение и контроль загрязнения окружающей среды, сохранение биоразнообразия и адаптация к изменению климата, также являются категориями проектов в данном списке. Таким образом, они относятся к проектам, которые более конкретно направлены на достижение этих экологических целей.

В перечень категорий зеленых проектов входят, в частности, следующие:

- возобновляемые источники энергии (включая производство, передачу, измерительные приборы, продукцию, выпускаемую с использованием ВИЭ);
- энергоэффективность (например, в новых и реконструированных зданиях, накопителях энергии, централизованном теплоснабжении, интеллектуальных сетях, приборах и продуктах);
- предотвращение и контроль загрязнения окружающей среды (включая сокращение выбросов в атмосферу, контроль парниковых газов, восстановление почвы, предотвращение образования отходов, сокращение отходов, их переработка и переработка отходов в энергию);
- экологически устойчивое управление живыми природными ресурсами и землепользованием (включая экологически устойчивое сельское хозяйство);
- экологически устойчивое животноводство;
- климатически рациональные средства производства, такие как биологическая защита растений или капельное орошение;
- экологически устойчивое рыболовство и аквакультура;
- экологически устойчивое лесное хозяйство, включая лесовосстановление или лесоразведение, а также сохранение или восстановление природных ландшафтов;
- сохранение биоразнообразия наземной и водной среды (включая защиту прибрежной, морской и водосборной среды);
- экологически чистый транспорт (например, электрический, гибридный, общественный, железнодорожный, немоторизованный, мультимодальный транспорт,

инфраструктура для транспортных средств, работающих на чистой энергии, и сокращение вредных выбросов);
- устойчивое управление водными ресурсами и сточными водами (включая устойчивую инфраструктуру для получения чистой и/или питьевой воды, очистку сточных вод, устойчивые системы городского дренажа, подготовку рек и другие формы борьбы с наводнениями);
- адаптация к изменению климата (включая усилия по повышению устойчивости инфраструктуры к последствиям изменения климата, а также системы информационной поддержки, такие как системы наблюдения за климатом и системы раннего предупреждения);
- адаптированные к циркулярной экономике продукты, производственные технологии и процессы (например, разработка и внедрение многократно используемых, перерабатываемых и восстанавливаемых материалов, компонентов и продуктов, инструментов и услуг, используемых в рамках циркулярной экономики) и/или сертифицированная экоэффективная продукция;
- зеленые здания, соответствующие региональным, национальным или международно признанным стандартам или сертификатам экологической эффективности.

Несмотря на то что в задачи GBP не входит выработка позиции относительно того, какие зеленые технологии, стандарты, требования и декларации являются оптимальными для получения экологически устойчивых выгод, следует отметить, что в настоящее время существует несколько международных и национальных инициатив по разработке таксономий и номенклатур, а также по обеспечению их сопоставления для обеспечения сопоставимости. Это может послужить дополнительным руководством для эмитентов зеленых облигаций в отношении того, что может считаться зеленым и приемлемым для инвесторов. В настоящее время эти таксономии находятся на разных стадиях разработки.

Кроме того, существует множество институтов, предоставляющих независимый анализ, консультации и рекомендации по качеству различных зеленых решений и экологических практик. Определения понятий «зеленый» и «зеленые проекты» также могут различаться в зависимости от отрасли и географии.

Наконец, в тех случаях, когда эмитенты желают финансировать проекты, направленные на реализацию стратегии чистого нулевого выброса, соответствующей целям Парижского соглашения, то рекомендации по раскрытию информации на уровне эмитента и стратегии перехода к климату можно найти в Руководстве по финансированию перехода к климату.

2. Процесс оценки и отбора проектов

Эмитент зеленой облигации должен четко донести до инвесторов:
- цели экологической устойчивости приемлемых зеленых проектов;
- процесс, с помощью которого эмитент определяет соответствие проектов категориям приемлемых зеленых проектов (примеры приведены выше);
- дополнительную информацию о процессах, с помощью которых эмитент выявляет и управляет предполагаемыми социальными и экологическими рисками, связанными с соответствующим проектом (проектами).

Эмитентам также рекомендуется:
- позиционировать вышеуказанную информацию в контексте общих целей, стратегии, политики и/или процессов эмитента, связанных с экологической устойчивостью;
- предоставить информацию, если это уместно, о соответствии проектов официальным или рыночным таксономиям, соответствующим критериям приемлемости, включая, если применимо, критерии исключения; а также раскрыть информацию о любых зеленых стандартах или сертификатах, на которые ссылаются при выборе проектов;
- подтвердить наличие процесса, позволяющего определить меры по снижению известных существенных рисков негативного социального и/или экологического воздействия соответствующего проекта (проектов). Такие меры могут включать четкий и релевантный анализ компромиссов и мониторинг, необходимый в тех случаях, когда эмитент оценивает потенциальные риски как значимые.

3. Управление доходами

Чистые поступления от зеленой облигации или сумма, равная этим чистым поступлениям, должны зачисляться на субсчет, перемещаться в субпортфель или иным образом отслеживаться эмитентом и подтверждаться эмитентом в рамках формального внутреннего

процесса, связанного с кредитными и инвестиционными операциями эмитента в отношении приемлемых зеленых проектов.

До тех пор, пока зеленая облигация находится в обращении, остаток отслеживаемой чистой выручки должен периодически корректироваться в соответствии с распределением средств на приемлемые зеленые проекты, осуществляемые в течение этого периода. Эмитент должен довести до сведения инвесторов предполагаемые виды временного размещения остатка нераспределенной чистой прибыли.

Управление доходами от зеленых облигаций может осуществляться как по каждой облигации (подход «облигация за облигацией»), так и на агрегированной основе по нескольким зеленым облигациям (портфельный подход).

GBP поощряет высокий уровень прозрачности и рекомендует дополнить управление доходами эмитента привлечением внешнего аудитора или другой третьей стороны для проверки внутреннего метода отслеживания и распределения средств из доходов от зеленых облигаций.

4. Отчетность

Эмитенты должны предоставлять и хранить в свободном доступе актуальную информацию об использовании средств, которая подлежит ежегодному обновлению до полного погашения, а также своевременно ее обновлять в случае существенных изменений.

Годовой отчет должен включать перечень проектов, на которые были выделены средства зеленых облигаций, а также краткое описание проектов, выделенных сумм и ожидаемого эффекта от их реализации. В тех случаях, когда соглашения о конфиденциальности, конкурентные соображения или большое количество базовых проектов ограничивают возможность предоставления подробной информации, GBP рекомендует представлять информацию в общем виде или на основе агрегированного портфеля (например, в процентах, выделенных на определенные категории проектов).

Прозрачность представляет особую ценность при передаче информации об ожидаемом и/или достигнутом воздействии проектов. GBP рекомендует использовать качественные показатели эффективности и, где это возможно, количественные показатели эффективности, а также раскрывать информацию о ключевых методологиях и/или допущениях, использованных при определении количественных показателей.

GBP рекомендует использовать короткое резюме, отражающее основные характеристики зеленой облигации или программы зеленых облигаций и иллюстрирующее их ключевые особенности в соответствии с четырьмя основными компонентами GBP. Такое резюме может помочь проинформировать наиболее широкий круг участников рынка. С этой целью на сайте ICMA в разделе «Устойчивое финансирование» можно найти шаблон резюме, который после заполнения может быть размещен в интернете для ознакомления участников рынка.

Основные рекомендации для эмитентов зеленых облигаций

1. Рамочные программы зеленых облигаций

Эмитенты должны объяснить соответствие своей программы зеленых облигаций четырем основным принципам GBP (т.е. использование поступлений, процесс оценки и отбора проектов, управление поступлениями и отчетность) в рамочной программе зеленых облигаций или в своей юридической документации. Такая концепция зеленых облигаций и/или юридическая документация должны быть доступны инвесторам в понятном формате.

Рекомендуется, чтобы эмитенты обобщали в рамочной программе зеленых облигаций соответствующую информацию в контексте общей стратегии устойчивого развития эмитента. Это может включать ссылки на пять высокоуровневых экологических целей GBP (смягчение последствий изменения климата, адаптация к изменению климата, сохранение природных ресурсов, сохранение биоразнообразия, предотвращение и контроль загрязнения). Эмитентам также рекомендуется раскрывать информацию о таксономиях, зеленых стандартах или сертификатах, на которые они ссылаются при выборе проекта.

2. Внешние обзоры

Рекомендуется, чтобы эмитенты назначали (выбирали) внешних экспертов с целью подготовки до выпуска облигаций внешнего независимого заключения о соответствии программы эмиссии и/или структуры зеленых облигаций четырем основным принципам GBP (т.е. использование поступлений, процесс оценки и отбора проектов, управление

поступлениями и отчетность), как определено выше.

После эмиссии рекомендуется дополнить управление доходами эмитента привлечением внешнего аудитора или другой третьей стороны для проверки внутреннего отслеживания и распределения средств, полученных от зеленых облигаций, на соответствующие зеленые проекты.

Литература

1. ICMA's Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. — June 2021.

2. ICMA's Social Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds. — June 2021.

3. ICMA's Sustainability Bond Guidelines. — June 2021.

4. ICMA's Sustainability-Linked Bond Principles Voluntary Process Guidelines. — June 2020.

Зеленое финансирование на фондовом рынке

Милош Ирина Васильевна,
заместитель начальника отдела развития рынка ценных бумаг Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь (г. Минск, Беларусь)

В статье исследованы направления развития зеленого финансирования в Республике Беларусь, рассмотрены зеленые облигации как один из основных финансовых инструментов, призванных способствовать улучшению экологической ситуации.

The article explores the directions of development of green financing in the Republic of Belarus, considers green bonds as one of the main financial instruments designed to help to improve the environmental situation.

Несколько лет назад наша страна присоединилась к Парижскому соглашению об изменении климата, взяв на себя обязательство по сокращению выбросов парниковых газов на 35 % к 2030 г. по сравнению с 1990 г. Для достижения этой цели принят ряд программных документов, разработаны государственные стандарты, стратегии, нацеленные на реализацию широкого спектра мероприятий по устойчивому зеленому росту [1].

Согласно Национальной стратегии устойчивого развития Республики Беларусь на период до 2035 г., стратегической целью устойчивого развития является достижение высоких стандартов уровня жизни населения на основе качественного роста экономики на новой цифровой технологической базе, формирования полноценной конкурентной среды, создания комфортных условий для жизнедеятельности и развития личностного потенциала при сохранении природных систем для нынешних и будущих поколений [2].

Согласно Программе социально-экономического развития Республики Беларусь на 2021–2025 гг. в рамках регионального развития акцент будет сделан на внедрение инструментов поддержки зеленой экономики, будет активизирована работа по формированию национальной системы углеродного регулирования, привлечению зеленых инвестиций, развитию экоинноваций и созданию зеленых рабочих мест, намечено создать условия для формирования экономики замкнутого цикла (экодизайн, экологическая сертификация и маркировка продукции), внедрять циркулярные бизнес-модели, ресурсоэффективные безотходные технологии и др. [3].

В Беларуси разработан и утвержден Национальный план действий по развитию зеленой экономики в Республике Беларусь на 2021–2025 гг., стратегической целью реализации которого является развитие инклюзивной, умной и цифровой зеленой экономики, содействующей достижению экономического роста.

Национальным планом определены приоритетные направления развития зеленой экономики в Республике Беларусь, а именно:

- внедрение принципов устойчивого потребления и производства;
- развитие экономики замкнутого цикла (циркулярной экономики);
- развитие производства органической продукции;
- развитие экологического туризма и агроэкотуризма;
- формирование умных и энергоэффективных городов;

- развитие электротранспорта (инфраструктуры) и городской мобильности;
- смягчение последствий изменения климата и адаптация к климатическим изменениям;
- сохранение и устойчивое использование биологического и ландшафтного разнообразия;
- развитие сферы зеленого финансирования;
- образование, подготовка кадров и социальная вовлеченность;
- научное обеспечение перехода к зеленой экономике [4].

Реализация принципов зеленой экономики требует значительных объемов инвестиций в новые технологии, которые станут в будущем ключевыми источниками экономического развития и роста [1].

Зеленое инвестирование — вложения в программы и проекты, целью которых является сокращение выбросов в атмосферу, сохранение окружающей среды. Это финансирование экологически ориентированных проектов. Оно может стать одним из инструментов привлечения инвестиций в белорусскую экономику, где достаточно много проектов, связанных с улучшением окружающей среды [5].

Для развития зеленого финансирования на базе Министерства финансов создана межведомственная рабочая группа, в рамках которой прорабатываются вопросы внедрения в Беларуси стандартов экологичности, социальной направленности и корпоративного управления (стандартов ESG). В нее вошли представители государственных органов и бизнеса.

В настоящее время подготовлен проект постановления Совета министров, которым регламентируются критерии и требования к системе верификации проектов и финансовых инструментов зеленой направленности (иными словами, национальная таксономия зеленого финансирования). Также прорабатываются вопросы создания на Белорусской валютно-фондовой бирже специализированной площадки для торговли такими инструментами.

Проектом постановления определяются направления и критерии проектов зеленой направленности в таких сферах, как обращение с отходами, энергетика, строительство, промышленность, транспорт и др. [5].

Одним из основных финансовых инструментов, призванных способствовать улучшению экологической ситуации, является выпуск зеленых облигаций, которые носят целевой характер [6].

Зеленые облигации — ценные бумаги, эмитируемые в целях привлечения средств для осуществления зеленого финансирования [4].

В начале декабря 2022 г. состоялся первый выпуск государственных зеленых облигаций [5].

На сегодняшний день в республике созданы необходимые условия, обеспечивающие возможность использования инструментов рынка ценных бумаг для привлечения инвестиций в развитие предприятий, работающих в сфере энергетики, повышения энергоэффективности, обращения с отходами, транспорта, в том числе с использованием облигаций, средства от размещения которых будут идти на реализацию экологически ориентированных проектов.

Зеленым финансированием также могут заниматься предприятия, которые имеют другие направления деятельности, но с упором на экологические инициативы [7].

Корпоративные эмитенты в настоящее время вправе эмитировать облигации, средства от размещения которых будут идти на экологически благоприятную деятельность. При этом их экологическую ориентированность необходимо детально раскрыть в эмиссионных документах (цель эмиссии и направление использования привлеченных средств на конкретный экологический проект).

Тем не менее после имплементации национальной таксономии зеленых проектов и системы их верификации потребуется определение сведений, включаемых в проспект эмиссии облигаций, эмитируемых в рамках реализации зеленых или адаптационных (переходных) проектов. В положительном контексте нельзя не отметить наличие в Беларуси необходимой инфраструктуры для эмиссии в том числе зеленых облигаций. В частности, функционирует специализированная торговая площадка (Белорусская валютно-фондовая биржа). Действует также институт финансовых посредников в лице профессиональных участников рынка ценных бумаг, предоставляющих свои услуги на рынке ценных бумаг его участникам [6].

Дополнительным стимулом для приобретения облигаций является действующий механизм налогообложения, закрепленный в Налоговом кодексе Республики Беларусь на постоянной основе. Так, организации освобождены от налогообложения налогом на

прибыль в отношении доходов по операциям с облигациями (за исключением краткосрочных корпоративных облигаций, эмитированных после 1 января 2024 г.). Ставка налога на доходы иностранных организаций, не осуществляющих деятельность в Республике Беларусь через постоянное представительство, по доходам от операций с облигациями составляет 0 %. Освобождены от подоходного налога с физических лиц доходы, полученные от реализации (погашения) облигаций [7].

Кроме того, в июле 2021 г. между Министерством финансов Республики Беларусь, Международным финансовым центром «Астана» и Евразийским банком развития подписано трехстороннее соглашение о сотрудничестве, направленное на стимулирование привлечения инвестиций в зеленые проекты через инструменты фондового рынка. Установленное сотрудничество открывает для предприятий, реализующих зеленые проекты в Республике Беларусь, дополнительные возможности по размещению ценных бумаг на внешнем финансовом рынке [8].

Также в мае 2022 г. подписано Рамочное соглашение о сотрудничестве между AIFC Green Finance Centre Bishkek и Министерством финансов Республики Беларусь, направленное на укрепление сотрудничества в сфере зеленых финансов между белорусской и кыргызской сторонами [9].

Таким образом, развитие сферы зеленого финансирования в Беларуси будет способствовать улучшению окружающей среды, привлечению зеленых инвестиций, а также позволит не допустить потери конкурентоспособности национальных производителей.

Литература

1. Для чего необходимо финансирование экологических проектов [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by. — Дата доступа: 03.11.2023.

2. Национальная стратегия устойчивого развития Республики Беларусь на период до 2035 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://economy.gov.by. — Дата доступа: 03.11.2023.

3. Указ Президента Республики Беларусь от 29 июля 2021 г. № 292 «Об утверждении Программы социально-экономического развития Республики Беларусь на 2021–2025 годы» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://pravo.by. — Дата доступа: 03.11.2023.

4. Постановление Совета министров Республики Беларусь от 10.12.2021 г. № 710 «О Национальном плане действий по развитию зеленой экономики в Республике Беларусь на 2021–2025 годы» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://pravo.by. — Дата доступа: 03.11.2023.

5. Экооблигации для экономики [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by. — Дата доступа: 08.11.2023.

6. Будущее начинается сегодня // Журнал «Финансы. Учет. Аудит». — 2022 — № 3. — С. 22–23.

7. Зеленые облигации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by. — Дата доступа: 08.11.2023.

8. О подписании соглашения и проведении переговоров [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by. — Дата доступа: 09.11.2023.

9. О подписании соглашения [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by. — Дата доступа: 09.11.2023.

Роль социальных облигаций в достижении Целей устойчивого развития

Дубков Сергей Витальевич,
председатель правления ЗАО «БСБ Банк»,
председатель Наблюдательного совета
Сети Глобального договора в Беларуси,
кандидат экономических наук
(г. Минск, Беларусь)

Дудкин Александр Борисович,
советник, ЗАО «БСБ Банк»
(г. Минск, Беларусь)

Королев Юрий Юрьевич,
декан факультета повышения квалификации
и подготовки кадров, УО РИПО,
кандидат экономических наук, доцент
(г. Минск, Беларусь)

В настоящей работе рассматриваются социальные облигации как один из финансовых инструментов устойчивого развития. Рассмотрены Принципы социальных облигаций, принятые Международной ассоциацией рынка капитала ICMA. Проведен обзор российского рынка социальных облигаций и норм российского законодательства. Разработаны предложения по созданию рынка социальных облигаций в Беларуси.

This paper examines social bonds as one of the financial instruments for sustainable development. The Social Bond Principles adopted by the International Capital Market Association ICMA are considered. A review of the Russian social bond market and the norms of Russian legislation was carried out. Proposals to create a social bond market in Belarus have been developed.

Введение. В сентябре 2015 г. Генеральная Ассамблея Организации Объединенных Наций приняла резолюцию 70/1 «Преобразование нашего мира: Повестка дня в области устойчивого развития на период до 2030 года» (далее — Повестка-2030) [1].

Повестка-2030 представляет собой верхнеуровневый комплексный амбициозный план действий для государств и обществ во имя укрепления мира, процветания, свободы и устойчивого благополучного будущего планеты. Повестка-2030 включает 17 Целей устойчивого развития и 169 задач, которые призваны обеспечить сбалансированность всех трех компонентов устойчивого развития: экономического, социального и экологического.

Страны — члены ООН, присоединившиеся к Повестке-2030, и другие заинтересованные стороны действуют в совместном партнерстве, несмотря на имеющиеся национальные и исторические особенности и традиции и стартовые различия. Каждая страна по-своему выстраивает архитектуру управления достижением Целей устойчивого развития, которая в большинстве случаев представляет собой широкий спектр программ и мероприятий национального уровня.

Реализация перечня национальных программ и мероприятий в сфере устойчивого развития требует стабильного финансирования. Основными инвесторами выступают правительства, международные организации, международные и национальные специализи-

рованные фонды, компании и частные инвесторы. События последних лет (климатические изменения, пандемия коронавируса, масштабные геополитические военные конфликты) оказали существенное влияние на изменение структуры финансирования Целей устойчивого развития и не только вынудили искать новые источники финансирования, но и потребовали разработки инновационных инструментов финансирования. Важнейшее место в списке таких финансовых инструментов занимают ESG-облигации, под которыми часто понимают совокупность зеленых облигаций, социальных облигаций, облигаций устойчивого развития (предназначены для финансирования проектов смешанного (социально-экологического) типа) и облигации, связанные с устойчивым развитием (тип облигационного инструмента, финансовые и структурные характеристики которого могут варьироваться в зависимости от того, достигает ли эмитент заранее определенных Целей устойчивого развития / ESG).

Международные принципы социальных облигаций

Международная ассоциация рынка капитала (ICMA), более 50 лет содействующая развитию международных рынков капитала и ценных бумаг, сегодня является основным регулятором на рынке ESG-облигаций. В регуляторных целях ICMA разработан и рекомендован целый пакет документов, среди которых:

- Принципы зеленых облигаций (Green Bond Principles, GBP);
- Принципы социальных облигаций (Social Bond Principles, SBP) (далее — ПСО) [2];
- Стандарты облигаций устойчивого развития (Sustainability Bond Guidelines, SBG);
- Принципы облигаций, связанных с устойчивым развитием (Sustainability-Linked Bond Principles, SLBP).

ПСО — это добровольно применяемые стандарты, которые носят коллективный и рекомендательный характер, содержат определенные требования по раскрытию информации о выпуске социальных и зеленых облигаций и обеспечению ее прозрачности. Применение ПСО способствует единообразному развитию рынка социальных облигаций посредством разъяснения и информирования всех участников рынка о значении таких облигаций, а также о важности последствий воздействия на окружающую среду и социальную сферу.

ПСО обобщают передовые практики по выпуску социальных и зеленых облигаций в форме глобальных руководящих принципов и рекомендаций, которые способствуют прозрачности финансового рынка. Это, по мнению разработчиков, должно повысить объемы инвестиций в проекты устойчивого развития и принести еще большую пользу всему обществу.

ПСО предназначены для широкого использования участниками рынка: в них содержатся рекомендации эмитентам по ключевым вопросам выпуска социальных облигаций, заслуживающих доверия инвесторов. Они помогают инвесторам получить доступ к информации, необходимой для оценки положительного эффекта от инвестиций в социальные облигации. Для андеррайтеров их значение заключается в том, что они способствуют раскрытию ожидаемой информации участниками рынка, облегчая тем самым проведение заслуживающих доверия сделок.

Принципы социальных облигаций содержат определение **социальных облигаций** как долгового инструмента, поступления от размещения которого (или эквивалентная им сумма) направляются исключительно на полное или частичное финансирование (рефинансирование) новых или уже существующих социальных проектов, соответствующих определенным требованиям.

ПСО определяют четыре основные характеристики (ключевые компоненты), которые выделяют социальные облигации и характеризуют их как особый вид долговых инструментов:

1) использование средств;
2) процесс оценки и отбора проектов;
3) управление поступлениями;
4) представление отчетности.

Первая из перечисленных выше характеристик социальных облигаций определяет, что их ключевой особенностью является направление средств от размещения на реализацию социально значимых проектов. Это соответствующим образом должно быть отражено в решении о выпуске (размещении) ценных бумаг. Социальная значимость проектов определяется конкретной пользой для общества, которая должна быть оценена эмитентами и, по возможности, определена количественно.

Социальные проекты напрямую направлены на решение конкретной социальной проблемы, смягчение ее негативных последствий

или на достижение положительных социальных результатов чаще всего для определенной целевой группы населения в определенном секторе экономики или на определенной территории.

Социальная проблема — это угроза обществу или конкретной целевой группе населения, которая мешает их развитию или подрывает благосостояние. При этом целевая группа населения может варьироваться в зависимости от специфики региона (страны), и в некоторых случаях такой группе можно помочь путем обращения к проблемам более широкой группы населения.

ПСО содержат следующие примеры социальных проектов:

- создание доступной базовой инфраструктуры (например, обеспечение населения чистой питьевой водой, очистка сточных вод, улучшение санитарных условий, транспорт, энергетика);
- обеспечение доступа к социально значимым услугам (например, в области здравоохранения, образования и профессионального обучения, финансирования и финансовых услуг);
- строительство доступного жилья и др.

Также ПСО содержат примеры целевых групп населения:

- слои населения, живущие за чертой бедности;
- социально изолированные или маргинализированные группы населения (сообщества);
- люди с ограниченными физическими возможностями и др.

Следующая характеристика социальных облигаций определяется особенностями процесса оценки и отбора проектов, для финансирования которых они эмитируются. Эмитент социальных облигаций должен отразить в решении о выпуске (размещении) ценных бумаг следующую информацию для инвесторов:

- социальные цели проекта;
- процедуру, с помощью которой эмитент определяет соответствие проекта одной из категорий социальных проектов;
- дополнительную информацию о процедурах, которые эмитент использует для выявления и управления предполагаемыми социальными и экологическими рисками, связанными с соответствующим проектом.

Существуют также рекомендации в отношении раскрываемой информации, которым рекомендуется следовать, как, например, включение этой информации непосредственно в цели, стратегию, политику или процессы в сфере социальной устойчивости компании.

Особые подходы к управлению поступлениями от размещения социальных облигаций также предусмотрены ПСО. Эмитент должен зачислить чистые поступления от размещения социальных облигаций или сумму, равную этим чистым поступлениям, на отдельный субсчет, переместить ее в субпортфель или обособленно учесть иным образом. Фактические объемы этих поступлений должны быть подтверждены в соответствии с действующими требованиями процедур кредитования социальных проектов.

Для обеспечения высокой прозрачности поступлений от размещения социальных облигаций ПСО содержат рекомендации эмитенту при управлении поступлениями привлекать аудитора или иных третьих лиц для проверки процедур внутреннего контроля поступлений и распределения полученных средств.

Последняя характеристика, определяющая социальные облигации как особый вид долговых обязательств, связана с подготовкой отчетности по ним. Эмитенты должны подготавливать такую отчетность ежегодно до момента полного использования средств и, при необходимости, после этого — в случае существенных изменений. Годовой отчет должен включать список проектов, для финансирования которых было принято решение о выпуске (размещении) ценных бумаг, а также краткое описание проектов, указание суммы выделенных средств и ожидаемого воздействия проектов. Если в силу условий соглашений о конфиденциальности, соображений, связанных с конкуренцией или значительным количеством проектов, невозможно предоставить полную детализацию, то ПСО рекомендуют предоставлять обобщенную информацию или совокупные данные по портфелю.

Для обеспечения прозрачности информации об ожидаемом или достигнутом социальном воздействии проектов ПСО рекомендуют использовать наряду с качественными количественные показатели (например, количество бенефициаров, в частности, из целевых групп населения). Следует также раскрывать методологию расчета количественных показателей или основные допущения, используемые при количественном анализе.

Российский опыт регулирования рынка социальных облигаций

Формирование нового сегмента российского фондового рынка (рынка ESG-облигаций) на-

Рисунок 1. Динамика объема размещений ESG-облигаций

чалось несколько лет назад, однако его динамика носит волнообразный характер.

Так, в 2018 г. объем размещений ESG-облигаций российскими эмитентами составил 1,1 млрд российских рублей, в 2019 г. — 36,7 млрд российских рублей, в 2020 г. — 168,7 млрд российских рублей, а в 2021 г. достиг максимума — 211,9 млрд российских рублей.

Военный конфликт с Украиной стал причиной охлаждения интереса российских эмитентов и инвесторов к ESG-облигациям и, как следствие, двукратного падения объемов их выпуска — до 106,2 млрд российских рублей. В этот период перспектива самой повестки устойчивого развития вызывала много споров среди финансистов и производственников. Однако уже в 2023 г. ситуация стала выравниваться, и объем размещений ESG-облигаций достиг 142,8 млрд российских рублей, на 34,5 % превысив показатели 2022 г.

Следует отметить, что удельный вес ESG-облигаций в совокупном объеме новых размещений в 2023 г. составил около 2 %. Это ниже среднемировых и среднеевропейских показателей, где на долю ESG-облигаций приходится от 5 до 10 %.

Крупнейшими российскими эмитентами ESG-облигаций в 2023 г. стали институты развития с государственным участием и аффилированные с ними компании.

В структуре российского рынка ESG-облигаций, эмитированных в 2023 г., продолжают доминировать зеленые облигации, что полностью коррелирует с международной практикой; их доля составила 46 % от совокупного объема выпуска ESG-облигаций (или 65 млрд российских рублей).

В 2023 г. на российском фондовом рынке впервые появились облигации устойчивого развития. Их доля составила 23 % от общего объема выпуска ESG-облигаций (или 32,8 млрд российских рублей).

Вторым по значимости сегментом российского ESG-облигационного рынка являются социальные облигации, доля которых составила 31 % (или 45 млрд российских рублей).

Из общего объема размещений ESG-облигаций в размере 142,8 млрд российских рублей на долю биржевых сделок пришлось почти 99 %, или 140,8 млрд российских рублей [4].

В рамках Московской биржи для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально значимых

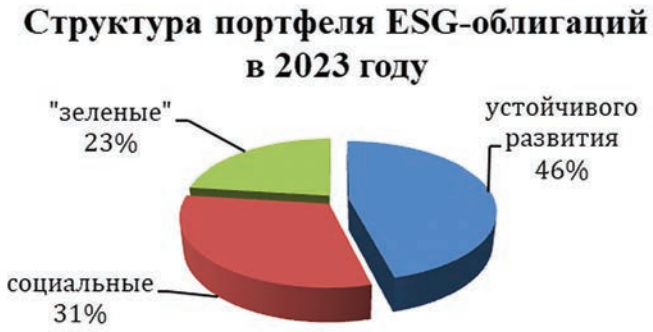


Рисунок 1. Структура общероссийского портфеля ESG-облигаций в 2023 г.

проектов создан **Сектор устойчивого развития**, куда включаются облигации российских и иностранных эмитентов, а также субфедеральные и муниципальные облигации при соответствии требованиям, указанным в Правилах листинга Московской биржи.

Сектор устойчивого развития состоит из трех самостоятельных сегментов: сегмент облигаций устойчивого развития (куда включаются социальные облигации), сегмент облигаций, связанных с целями устойчивого развития, и сегмент национальных и адаптационных проектов.

Включение социальных облигаций в Сектор устойчивого развития производится при соответствии выпуска, инвестиционного проекта или политики эмитента по привлечению денежных средств принципам в области социального финансирования ICMA, а также при наличии независимой внешней оценки о соответствии указанным принципам. Независимые эксперты, кроме прочего, подтверждают соответствие социальных проектов Целям устойчивого развития.

Социальные облигации, включенные в Сектор устойчивого развития Московской биржи и на данный момент находящиеся в обращении, представлены в таблице 1 [5].

До начала 2024 г. выпуск социальных облигаций в Российской Федерации в целях финансирования социальных проектов осуществлялся эмитентами на основании и при условии соблюдения стандартов, изложенных в Принципах социальных облигаций ICMA.

В целях регулирования сегмента социальных облигаций, эмитируемых на российском рынке, и развития национальных стандартов социального финансирования Правительством Российской Федерации 30.12.2023 г. принято Постановление от № 2415 «О внесении изме-

Таблица 1. Социальные облигации, включенные в Сектор устойчивого развития Московской биржи

Эмитент	Объем выпуска, шт.	Текущий номинал, рос. руб.	Ставка купона, % год.	Дата размещения	Дата погашения	Описание социального проекта
ООО «СФО «Социального развития»	3 216 086	1000	10,21	30.06.2020 г.	08.01.2027 г.	Проектирование, создание и техническое обслуживание объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры в городском округе «город Якутск»
ООО «СФО «Социального развития»	1 798 530	1000	16,3	30.06.2020 г.	08.01.2027 г.	Проектирование, создание и техническое обслуживание объектов дошкольного, общего и дополнительного образования и культуры в городском округе «город Якутск»
ПАО «МТС»	4 500 000	1000	6,5	26.03.2021 г.	22.03.2024 г.	Подключение к сети Интернет социально значимых объектов (школ, учреждений среднего профессионального образования, фельдшерско-акушерских пунктов, проч.) в 8 субъектах РФ в рамках государственных контрактов 2019–2021 гг.
ООО «ДОМ.РФ Ипотечный агент»	6 704 238	1000	10,15	01.07.2022 г.	28.06.2032 г.	Рефинансирование ипотечных кредитов, выданных в рамках программы «Семейная ипотека»
ПАО «Ростелеком»	10 000 000	1000	8,85	09.12.2022 г.	05.09.2025 г.	Рефинансирование проектов «Создание инфраструктуры для подключения к сети Интернет социально значимых объектов» и «Устранение цифрового неравенства»

нений в некоторые акты Правительства Российской Федерации» [6], которым внесены изменения в следующие нормативные правовые акты:

- Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 г. № 1587 «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации инструментов финансирования устойчивого развития в Российской Федерации (далее — Постановление 1587) [7];
- Цели и основные направления устойчивого (в том числе зеленого) развития Российской Федерации, утвержденные распоряжением Правительства Российской Федерации от 14.07.2021 г. № 1912-р (далее — Распоряжение 1912-р) [8].

Распоряжением 1912-р регламентирован **Перечень основных направлений устойчивого развития** Российской Федерации в социальной сфере, в который включены: здравоохранение, образование, занятость, поддержка предпринимательства, спорт, культура, искусство, туризм, социальная поддержка и защита граждан, доступная инфраструктура, жилищное строительство.

Также Распоряжением 1912-р впервые введено определение **«социального проекта»**, под которым понимается проект, одновременно удовлетворяющий следующим условиям:

1) соответствие одному или нескольким направлениям и критериям (при наличии) социальных проектов, утвержденным Правительством Российской Федерации;

2) реализация проекта способствует достижению приоритетных целей:

- решение конкретных социальных задач, что выражается в положительном изменении социального благополучия лиц, в интересах которых реализуется социальный проект, и (или) населения в целом;
- достижение социального эффекта;

3) направленность на достижение одной или нескольких целей Повестки-2030;

4) отсутствие значимых негативных факторов на окружающую среду, а также для лиц, в интересах которых реализуется такой проект, и для населения, жизнедеятельность которого затрагивается посредством его реализации (так называемый принцип Do No Significant Harm).

Согласно Распоряжению 1912-р результатом социального проекта будет считаться **получение социального эффекта**, который, во-первых, должен быть материален (иметь положительное влияние на социальное благополучие лиц, в интересах которых реализуется социальный проект, и (или) населения в целом и определяться количественно), а во-вторых, такой проект должен быть подробно описан в документах, определяющих условия его реализации.

В разрезе указанных выше направлений устойчивого развития Постановлением 1587 (в новой редакции) определены **критерии социальных проектов (таксономия социальных проектов)**.

Например, социальный проект по направлению «Здравоохранение» (раздел «Создание, в том числе строительство и материально-техническое оснащение, реконструкция, капитальный ремонт, техническое оснащение (переоснащение) объектов в сфере здравоохранения») для частной системы здравоохранения должен соответствовать следующему критерию:

1) не менее 50 % лиц, в интересах которых реализуется проект, получают в конкретной организации услуги в рамках программы обязательного медицинского страхования или с предоставлением существенных льгот и относятся к одной или нескольким категориям:

- члены семей или одиноко проживающий гражданин, среднедушевой доход или душевой доход которых соответственно ниже величины прожиточного минимума, установленного в соответствующем субъекте Российской Федерации в соответствии с федеральным законодательством;
- безработные;
- мужчины старше 60 лет, женщины старше 55 лет (лица пожилого возраста);
- лица, достигшие возраста, дающего право на страховую пенсию по старости (лица пенсионного возраста);
- члены семьи, в которой ребенка воспитывает один из родителей (усыновителей, опекунов);
- члены многодетной семьи;
- члены семей с усыновленными детьми, с детьми, находящимися под опекой (попечительством);
- члены молодой семьи;
- дети-сироты, дети, оставшиеся без попечения родителей, выпускники организаций для детей-сирот и детей, оставшихся без попечения родителей;
- дети-инвалиды, семьи с детьми-инвалидами;

- лица с ограниченными возможностями здоровья и инвалиды;
- представители коренных малочисленных народов;
- вынужденные переселенцы;
- беженцы;
- лица, пострадавшие в результате стихийных бедствий и чрезвычайных ситуаций, террористических актов и военных конфликтов;
- лица без определенного места жительства;
- лица, нуждающиеся в социальной адаптации;
- лица, проживающие в сельской местности;
- работники организации, в интересах которых такая организация реализует социальный проект;
- мобилизованные, военнослужащие и члены их семей.

Социальный проект по направлению «Занятость» (раздел «Реализация субъектами малого и среднего предпринимательства проектов, способствующих созданию рабочих мест, в том числе временных, для отдельных категорий граждан, испытывающих трудности в поиске работы») должен соответствовать одному из следующих критериев:

1) проект реализуется в труднодоступной местности, под которой понимается населенный пункт или его часть:

- которые характеризуются отсутствием автодороги, связывающей этот населенный пункт с дорогами регионального и федерального значения;
- имеющие наземную транспортную связь с административным центром (столицей) субъекта Российской Федерации, но расстояние до которого превышает 500 километров;

2) проект реализуется в населенных пунктах, входящих в состав сельских поселений, в том числе при условии трудоустройства местного населения;

3) проект реализуется в субъекте Российской Федерации с уровнем безработицы на 20 % выше, чем в среднем по Российской Федерации;

4) проект реализуется в субъекте Российской Федерации с уровнем заработной платы на 20 % ниже, чем в среднем по Российской Федерации, с учетом покупательной способности населения в субъекте Российской Федерации.

Аналогичные критерии разработаны и для других направлений устойчивого развития в социальной сфере.

Также Постановлением 1587 определены требования к системе верификации социальных проектов.

Российские аналитики полагают, что масштабные регуляторные инициативы, принятые в конце 2023 г. и регулирующие выпуск социальных облигаций и таксономию социальных проектов, в среднесрочной перспективе не станут препятствием для потенциальных инвесторов и не создадут непреодолимых сложностей для потенциальных эмитентов социальных облигаций. В конечном итоге обозначенные новации законодательства не окажут заметного влияния на объемы сегмента социальных облигаций на общем рынке ESG-облигаций. Однако возможно кратковременное «проседание» рынка социальных облигаций, связанное с периодом адаптации эмитентов и инвесторов к новым требованиям таксономии социальных проектов.

Предложения по развитию рынка социальных облигаций в Республике Беларусь

Республика Беларусь, присоединившаяся к Повестке-2030, вот уже несколько лет выстраивает национальную архитектуру управления достижением Целей устойчивого развития.

Президентом Республики Беларусь принят Указ от 25 мая 2017 г. № 181 «О Национальном координаторе по достижению Целей устойчивого развития» [9], в соответствии с которым в стране сформированы институциональные основы для управления работой в области устойчивого развития: учрежден пост Национального координатора по достижению Целей устойчивого развития и сформирован Совет по устойчивому развитию. Прогресс в достижении Целей устойчивого развития отслеживается с помощью Национального перечня показателей [10].

В 2020 г. Советом министров Республики Беларусь одобрена Национальная стратегия устойчивого развития Республики Беларусь на период до 2035 г. (далее — Национальная стратегия), которая продекларировала стратегическую цель устойчивого развития государства: «достижение высоких стандартов уровня жизни населения на основе качественного роста экономики на новой цифровой технологической базе, формирования полноценной конкурентной среды, создания комфортных условий для жизнедеятельности и развития личностного потенциала при сохранении природных систем для нынешних и будущих поколений».

В разделе 8.2 «Совершенствование финансовых инструментов устойчивого развития и управления бюджетными ресурсами» Национальной стратегии изложен верхнеуровневый и недостаточно конкретизированный посыл по эффективному развитию рынка ценных бумаг, в том числе посредством создания новых видов облигаций и возникновения новых инструментов финансирования проектов устойчивого развития [11]. Намерений развивать конкретные виды ESG-облигаций, действующие на международном рынке и в Российской Федерации (зеленые облигации, социальные облигации, облигации устойчивого развития), в Национальной стратегии не содержится.

Планы по созданию рынка ESG-облигаций отсутствуют также во всех государственных программах, принятых в развитие Национальной стратегии, включая Государственную программу «Управление государственными финансами и регулирование финансового рынка» на 2020 г. и на период до 2025 г., утвержденную Постановлением Совета министров Республики Беларусь от 12.03.2020 г. № 143.

Если в отношении зеленых облигаций ситуация не представляется столь критичной (например, Постановлением Совета министров Республики Беларусь от 10.12.2021 г. № 710 принят Национальный план действий по развитию зеленой экономики в Республике Беларусь на 2021–2025 гг., в котором такой финансовый инструмент предусмотрен [12], а на сайте Белорусской валютно-фондовой биржи представлена Концепция зеленых облигаций и информация о единственном выпуске зеленых облигаций, состоявшемся в декабре 2022 г. [13]), то в отношении социальных облигаций, равно как и облигаций устойчивого развития, отсутствуют даже нормативные правовые акты.

Таким образом, с сожалением приходится констатировать, что сегодня рынок социальных облигаций в Республике Беларусь полностью отсутствует.

В этой связи нам представляется весьма полезным для общества и финансового рынка страны следующий пакет мероприятий:

- включение в проект Национальной стратегии устойчивого развития до 2040 г. раздела, декларирующего намерения по созданию полноценного рынка ESG-облигаций, включая социальные облигации;
- разработка пакета нормативных правовых актов, регламентирующих выпуск и обращение социальных облигаций и критерии (таксономию) социальных проектов. В целях гармонизации белорусского и российского законодательства за основу могут быть приняты рассмотренные выше российские нормативные правовые акты, а также иные нормативные правовые акты, регулирующие выпуск и обращение социальных облигаций на фондовом рынке. Предлагаемые к разработке нормативные правовые акты могут и должны быть увязаны с действующими государственными программами, такими как Государственная программа «Социальная защита», Государственная программа «Здоровье народа и демографическая безопасность», Государственная программа «Культура Беларуси» и др.;
- создание на Белорусской валютно-фондовой бирже полноценного сектора устойчивого развития, включающего все виды ESG-облигаций, в том числе социальные; разработка соответствующих правил листинга;
- разработка мер эффективной государственной поддержки эмитентов социальных облигаций и инвесторов.

Литература

1. Резолюция Генеральной Ассамблеи ООН [Электронный ресурс]: Организация Объединенных Наций. — Режим доступа: https://unctad.org/system/files/official-document/ares70d1_ru.pdf.

2. Принципы социальных облигаций [Электронный ресурс]: Международная ассоциация рынка капитала (ICMA). — Режим доступа: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2023-updates/Social-Bond-Principles-SBP-June-2023-220623.pdf.

3. Российский рынок ESG-облигаций [Электронный ресурс]: Аналитическое кредитное рейтинговое агентство АКРА. — Режим доступа: https://www.acra-ratings.ru/research/2749.

4. Рынок российских ESG-облигаций в 2023 году вырос на треть [Электронный ресурс] // Ведомости. Устойчивое развитие. — Режим доступа: https://www.vedomosti.ru/esg/green_finance/articles/2024/01/31/1017635-rinok-rossiiskih-esg-obligatsii-v-2023-godu-viros-na-tret.

5. Сектор устойчивого развития [Электронный ресурс]: Московская биржа. — Режим доступа: https://www.moex.com/s3019.

6. Постановление Правительства Российской Федерации от 30.12.2023 г. № 2415 [Электронный

ресурс]: Официальное опубликование правовых актов. — Режим доступа: http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202312310010.

7. Постановление Правительства Российской Федерации от 21.09.2021 г. № 1587 [Электронный ресурс]: Официальное опубликование правовых актов. — Режим доступа: http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202109240043.

8. Распоряжение Правительства Российской Федерации от 14.07.2021 г. № 1912-р [Электронный ресурс]: Официальное опубликование правовых актов. — Режим доступа: http://publication.pravo.gov.ru/Document/View/0001202107200045.

9. О Национальном координаторе по достижению Целей устойчивого развития [Электронный ресурс]: Указ Президента Респ. Беларусь, 25 мая 2017 г., № 181 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. — Минск, 2024.

10. Королев, Ю.Ю., Дудкин, А.Б. Инновации как фактор устойчивого развития Республики Беларусь / Ю.Ю. Королев, А.Б. Дудкин // Новая экономика. — 2022. — С. 234–245.

11. Национальная стратегия устойчивого развития Республики Беларусь на период до 2035 года [Электронный ресурс]: Цели устойчивого развития в Беларуси. — Режим доступа: https://sdgs.by/documents/strategicheskie_i_programnie_documenti.

12. О национальном плане действий по развитию зеленой экономики в Республике Беларусь на 2021–2025 годы [Электронный ресурс]: Постановление Совета министров Республики Беларусь, 10 декабря 2021 г., № 710 // ЭТАЛОН. Законодательство Республики Беларусь / Нац. центр правовой информ. Респ. Беларусь. — Минск, 2024.

13. Зеленое финансирование [Электронный ресурс]: Белорусская валютно-фондовая биржа. — Режим доступа: https://www.bcse.by/markets/green_finance.

Социальные облигации как эффективный инструмент поддержки социального предпринимательства

Попкова Анна Станиславовна,
кандидат экономических наук, доцент,
Институт экономики Национальной академии наук Беларуси
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассматриваются особенности социальных облигаций как эффективного инструмента поддержки социального предпринимательства. Приведены примеры выпуска социальных облигаций в разных странах. Рассмотрены механизмы выпуска и финансирования социальных облигаций. Проанализированы риски облигаций социального воздействия. Дан обзор условий внедрения таких ценных бумаг на рынке стран Евразийского экономического союза. Сделаны предложения по развитию рынка социальных облигаций в Республике Беларусь.

The article concerns the features of social bonds as an effective tool for funding social entrepreneurship. Examples of the issue of social bonds in different countries are given. The mechanisms of issue and financing of social bonds are considered. The risks of social impact bonds are analyzed. The conditions for the placement of such securities in the market of the Eurasian Economic Union countries are considered. Proposals have been made for the development of the social bond market in the Republic of Belarus.

Реализация целей в области устойчивого развития предполагает искоренение бедности, устранение неравенства доходов, осуществление проектов по защите окружающей среды, поддержку социально уязвимых категорий населения и др. Решение широкого спектра социальных проблем требует соответствующего финансирования. В мире сегодня растет число инвесторов, которые руководствуются экологическими, социальными и управленческими стандартами (ESG) при принятии инвестиционных решений. Увеличивается количество финансовых инструментов, позволяющих привлечь капитал на реализацию социально значимых проектов. Одним из новых и прогрессивных способов данного финансирования являются социальные облигации (СО).

Облигации социального воздействия предлагают способ привлечения инвестиционного капитала для финансирования общественных благ. Такие ценные бумаги выпускаются для сбора средств на новые и существующие проекты с положительными социальными результатами. Это проекты базовой инфраструктуры (обеспечение доступа к чистой питьевой воде, транспорту и энергии), доступного жилья (улучшение жилищных потребностей домохозяйств с низким уровнем дохода), продовольственной безопасности (снабжение необходимыми продуктами питания), доступа к основным услугам (здравоохранения, образования, финансовым и страховым услугам и др.), занятости (в том числе за счет стимулирования предпринимательской активности), инклюзивного развития (обеспечение равного доступа к ресурсам и услугам для всех категорий населения) и др.

Целевой группой социальных проектов являются в первую очередь уязвимые слои населения (таблица 1). Например, малообеспеченные граждане, люди с ограниченными возможностями, мигранты, безработные, матери-одиночки, пенсионеры и др. Именно с такими категориями лиц работают социальные предприниматели.

Первые в мире социальные облигации появились относительно недавно. В 2010 г. Министерство юстиции Великобритании выпус-

тило СО на финансовый рынок с целью снижения уровня рецидивизма среди правонарушителей в Питерборо. Средства от продажи ценных бумаг были предоставлены организации ONE Service, миссией которой является оказание помощи покидающим тюрьму заключенным. Этот проект финансировался рядом благотворительных фондов. Программа была рассчитана на 7 лет, при этом выплаты по результатам должны были осуществляться начиная с 7,5-процентного снижения уровня рецидивизма. В итоге этот показатель составил 9 %, что стало подтверждением эффективности используемой модели [1].

После успешной реализации британской программы интерес к облигациям социального воздействия значительно возрос по всему миру (таблица 1).

По состоянию на 1 января 2023 г. 39 государств мира внедрили в практику социальные облигации. Большинство сделок заключено всего в нескольких странах: Великобритании, США, Нидерландах (рисунок 1). В развитых странах мира преобладают облигации в сфере социального обеспечения (76) и занятости (69), в то время как в странах с низким и средним уровнем дохода лидируют облигации в сфере занятости (8), здравоохранения (8) и образования (7).

Среднее число бенефициаров, получивших помощь благодаря социальным облигациям, значительно увеличилось за предыдущий год. В начале 2022 г. средний показатель составлял 11 893 человека, в 2023 г. — 18 642. Образование стало самым быстрорастущим сектором социальных облигаций: только в 2022 г. было реализовано 12 новых выпусков СО в этой сфере. Ожидается рост спроса в новых странах, таких как Вьетнам, Намибия и Ливан [8].

По данным агентства Standard and Poor's, объем рынка социальных облигаций вырос с 14 до 165 млрд долл. США с 2018 по 2022 г. (рисунок 2). COVID-19 сыграл ключевую роль в резком увеличении выпуска со-

Таблица 1. Примеры выпуска социальных облигаций в разных странах (выборочно)

Страна	Социальные облигации
Великобритания	Группа банков Великобритании в ноябре 2019 г. выпустила социальные облигации на сумму 750 млн евро для кредитования малого и среднего бизнеса в отстающих регионах.
Канада	В 2016 г. Агентством общественного здравоохранения Канады на федеральном уровне была запущена трехлетняя инициатива по борьбе с гипертонией. Медиками было доказано, что в случае несвоевременного лечения это состояние может привести к инсульту и сердечным заболеваниям (27 % причин смертей в Канаде). В качестве поставщика социальных услуг было выбрано социальное предприятие Heart and Stroke Foundation. Центром импакт-инвестирования MaRS на реализацию программы было привлечено 2,9 млн долл. США от частных инвесторов, фондов и страховых групп. Это партнерство явилось составной частью концепции «здоровой Канады», основанной на правильном питании и активном образе жизни.
Франция	Фонд Hémisphère выпустил социальные облигации в 2017 г. На эти средства были приобретены 62 недорогих отеля, которые затем были реструктурированы и сданы в аренду оператору социального жилья для улучшения жилищных условий уязвимых групп населения.
Нидерланды	В 2013 г. муниципалитет Роттердама в партнерстве с ABN AMRO, фондом Start и социальным предприятием Buzinezzclub выпустил первую в континентальной Европе облигацию социального воздействия. Инициатива была направлена на помощь молодым людям в поиске работы, открытии собственного бизнеса и обучении. Большинство проектов социальных облигаций в Нидерландах сосредоточены на молодежной безработице.
Сьерра-Леоне	В 2022 г. была запущена трехлетняя программа СО на сумму 18 млн долл. США в сфере образования. Она поддерживает 325 государственных начальных школ с целью улучшения грамотности 130 000 детей. Плательщиками социальных облигаций являются правительство Сьерра-Леоне, Корейское агентство международного сотрудничества, Банк Америки, Фонд Хемпеля.
Индия	В 2017 г. программа социальных облигаций Utkrisht в Индии привлекла 2,9 млн долл. США на охрану здоровья матерей и новорожденных, улучшение качества ухода за 600 000 беременными женщинами в 440 организациях здравоохранения в Раджастхане. Для справки: Индия имеет один из самых высоких показателей смертности новорожденных в мире. Ежегодно в Раджастхане умирают около 80 000 младенцев.

Источник: составлено автором на основе [2–7]

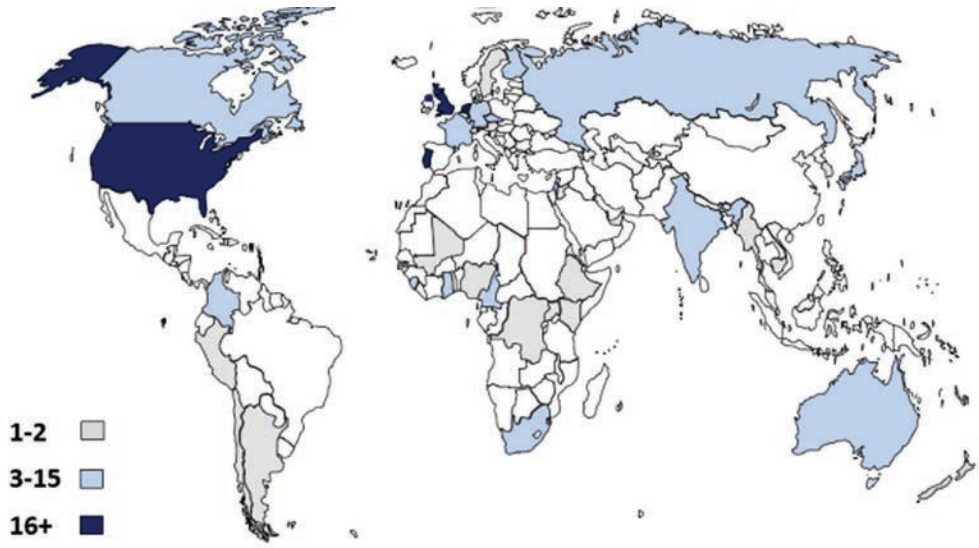


Рисунок 1. Выпуски социальных облигаций в разных странах мира

Источник: Brookings Institution Global Impact Bond Database, 2023 [8]

циальных облигаций. Многие страны обращались к рынкам капитала за финансированием программ по борьбе с пандемией.

Социальные облигации помогали сохранить рабочие места и сократить безработицу в пострадавших от пандемии регионах. Так, например, в США были выпущены социальные облигации Career Impact Bond для помощи безработным и частично занятым людям. Благодаря этой программе некоммерческой организации Social Finance учащиеся получают доступ к качественному обучению, стипендии и карьерный коучинг, а также востребованную на рынке профессию и рабочие места в быстрорастущих секторах экономики. Проект базируется на основе аналитической информации о работодателях, которая регулярно предоставляется компаниями-партнерами в режиме реального времени. Выпуск каждой новой облигации Career Impact начинается с анализа данных о рынке труда и определения требуемых вакансий. При этом учебные

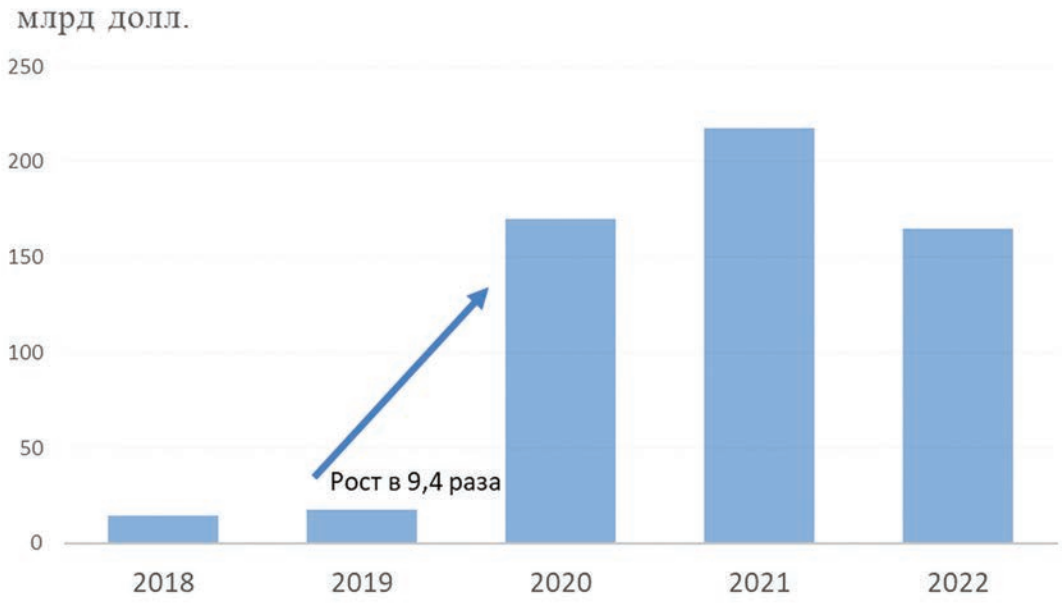


Рисунок 2. Объем рынка социальных облигаций в мире

Источник: [9]

программы оплачиваются только в том случае, если выпускников нанимают на работу. С начала действия проекта организации Social Finance удалось привлечь около 50 млн долл. США [10]. Эта программа пользуется большим спросом и у работодателей, так как, в отличие от традиционного фундаментального образования, будущие работники получают практико-ориентированные навыки.

Предыдущий 2022 г. был очень сложным для облигационного рынка ввиду рестриктивной денежно-кредитной политики государств и макроэкономической неопределенности, и социальные облигации не стали исключением. Тем не менее есть причины сохранять оптимизм в отношении этого класса активов. В 2023 г. наблюдаются две тенденции, которые могут стимулировать рост выпуска социальных облигаций. Во-первых, это возросшие потребности в программах по обеспечению доступного жилья. На мировом рынке наблюдается рост спроса на социальные облигации для финансирования строительства домов, поскольку многие категории населения не имеют возможности привлечь кредитные ресурсы в нынешних экономических условиях. Особым спросом будут пользоваться проекты энергоэффективного жилищного строительства.

Вторая тенденция связана с необходимостью развития социальной инфраструктуры, такой как школы, больницы, центры для реабилитации, поддержки социально уязвимых категорий населения, активного долголетия, обучения и др. В связи с повышением осведомленности о вопросах социальной справедливости произошло смещение интересов инвесторов к выпускам облигаций, которые приносят пользу обществу. Импакт-инвесторы сегодня готовы пожертвовать некоторой доходностью для капиталовложений, которые соответствуют их социальным ценностям.

Механизм выпуска социальных облигаций

Выпуск социальных облигаций, как правило, предполагает наличие нескольких участников. Это инновационный механизм финансирования, в рамках которого правительства или иные уполномоченные организации заключают соглашения с поставщиками социальных услуг и инвесторами об оплате за достижение заранее определенных социальных результатов.

Заказчиками и плательщиками обычно являются органы государственного управления, международные группы государств, агентства, банки развития, различные компании и пр. Они определяют социальные проблемы и те ожидаемые измеримые результаты, которые должны быть достигнуты для их решения.

Посредником при выпуске социальных облигаций выступает определенная организация. Она координирует партнерство всех заинтересованных сторон, несет ответственность за привлечение капитала и структурирование сделки. Например, в Португалии таким посредником выступала Лаборатория социальных инвестиций.

В качестве *импакт-инвесторов* могут выступать благотворительные, пенсионные, страховые, инвестиционные фонды, коммерческие компании, банки, иные организации и частные лица.

Исполнителями часто являются социальные предприятия. Именно они работают с целевой группой для достижения определенных плательщиком результатов и получают за это платежи. Социальные предприниматели несут ответственность за оказание социальных услуг, достижение согласованных результатов и предоставление достоверных данных. Они могут получать финансирование на ежегодной основе или после прохождения конкретных этапов.

Независимый оценщик измеряет влияние проекта в соответствии с заранее установленными показателями результатов. Если проект оказывается успешным, плательщик возвращает деньги инвесторам проекта.

В партнерство по выпуску социальных облигаций могут быть вовлечены и другие заинтересованные стороны, в числе которых поставщики, консультанты, гарантийные организации, страховые компании. Следует учесть и бенефициаров проекта, для которых составляется данная программа.

В агрегированном виде процесс выпуска социальных облигаций имеет следующий вид (рисунок 3). Сначала заказчик выбирает одну или несколько социальных проблем для решения. Затем он находит авторитетную организацию, наиболее подходящую для реализации конкретной программы. После определения программы и посредника следующим шагом является разработка структуры и условий выпуска социальных облигаций. Результаты должны быть четко определены, поддаваться измерению и предоставлять доказательства, подтверждающие краткосрочную и (или) долгосрочную экономию средств.

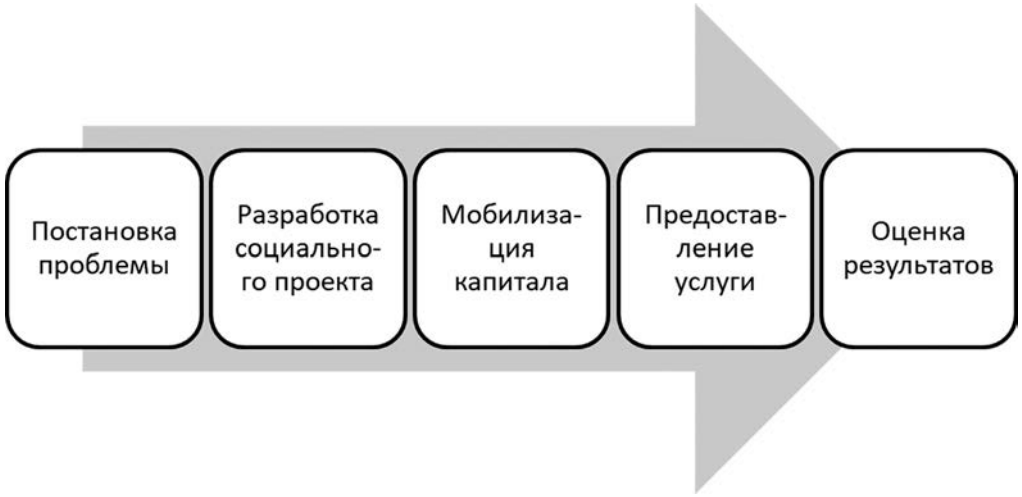


Рисунок 3. Процесс выпуска социальных облигаций

Источник: разработка автора

Организация, выпускающая социальные облигации, привлекает средства от компаний, благотворительных организаций, фондов и других импакт-инвесторов. Эти средства распределяются между поставщиками социальных услуг для покрытия их эксплуатационных расходов. Когда достигаются измеримые результаты, согласованные независимым оценщиком, плательщики приступают к выплатам (рисунок 4).

При этом существует три схемы взаимодействия заинтересованных сторон: прямая, посредническая и управляемая [11]. При прямой схеме контракт заключается непосредственно между плательщиком и провайдером социальных услуг (социальным предприятием). В этом случае поставщик услуг несет ответственность за реализацию сделки. При посреднической модели контракт подписывается между плательщиком и компанией специального назначения, которая может выступать инвестором проекта. Третий вариант аналогичен второму, но не предполагает финансового участия посредника.

Следует отметить, что не существует конкретных правил, определяющих обязанности каждой заинтересованной стороны. Инициаторами сделки могут выступать правительства, но в ряде случаев ими могут быть и посреднические организации. Международная ассоциация рынков капитала (ICMA) разработала Принципы социальных облигаций,

Рисунок 4. Схема выпуска СО с участием социальных предприятий

Источник: разработка автора

в которых излагаются передовые методы их выпуска. Данные принципы требуют прозрачности в отношении использования выручки, оценки и отбора проектов, постоянной отчетности о социальной эффективности использования доходов. Однако они носят рекомендательный характер.

«Плата за успех» как механизм финансирования социальных облигаций

Измерение результатов является важнейшим этапом процесса выпуска социальных облигаций. Облигации социального воздействия приносят доход инвесторам только при соблюдении определенных условий, называемых выплатами по результатам. В этой модели «платы за успех» инвесторы получают вознаграждение на основе показателей достижений социального проекта. Этими условиями могут быть конкретное процентное снижение уровня преступности, рост числа домовладельцев или число вакцинированных детей. Более успешная программа означает большую прибыль для инвесторов.

В некоторых проектах социальных облигаций результаты оцениваются в тарифных картах, а выплаты каждому участнику осуществляются через определенные промежутки времени: ежемесячно, ежеквартально или ежегодно. В таких случаях подтвержденные данные, предоставляемые социальным предприятием, являются основой для определения конечных платежей. Другая форма предполагает измерения в контрольных группах. Это более сложный процесс оценки. Он может потребовать сравнения индивидуальных и групповых результатов, отслеживания динамики за определенный период или использования рандомизированных контролируемых исследований. Платежи в этом случае производятся на основе процентного изменения показателя результата через ряд интервалов, установленных в контракте.

Требуемая отчетность служит доказательством того, что ожидаемые цели действительно были достигнуты. Для публичных отчетов о социальной интеграции обычно выбирают общие показатели. Социальные предприятия стремятся установить доверительные отношения со своими партнерами, которые имеют право знать о проводимой работе. Для проектов, связанных с образованием, учебные заведения отправляют информацию о количестве учащихся. Для проектов, нацеленных на занятость (посредством финансирования МСП), важно количество созданных и сохраненных рабочих мест (таблица 2).

Представленные показатели являются общей основой для оценки воздействия программ, реализуемых с помощью социальных облигаций. Однако для каждого проекта структура индикаторов согласовывается с заемщиком и основывается на социальной политике страны. Оценка социального воздействия зависит от многочисленных эндогенных и экзогенных факторов. Разработка уникального подхода к измерению результатов требует выбора конкретного набора из числа общих показателей. Проектно-ориентированный подход заключается в освещении достижений каждого проекта с учетом регионального контекста.

Экономическая выгода, как правило, рассчитывается по вероятному объему предполагаемых сэкономленных затрат на здравоохранение, социальные услуги, пособия по безработице и др. В других случаях, особен-

Таблица 2. Перечень показателей, используемых для оценки социальных облигаций (выборочно)

Программы	Показатели
Доступное жилье	Количество жилых помещений (строительство/реконструкция) Количество бенефициаров
Образование	Количество учреждений образования (строительство/реконструкция) Количество учащихся
Развитие малого и среднего бизнеса	Количество финансируемых МСП Количество сохраненных рабочих мест Количество созданных рабочих мест
Здравоохранение	Число вакцинированных детей Младенческая смертность (до 1 года) Детская смертность (до 5 лет) Материнская смертность

Источник: [12]

но в проектах трудоустройства, может учитываться получаемый доход в виде уплаченных налогов. В совокупности экономия затрат и предполагаемый доход должны быть выше, чем общая потенциальная окупаемость первоначальных инвестиций и отдача от них. Это обеспечивает обоснование суммы погашения при достижении определенных результатов. Если социальные облигации не смогут достичь желаемых результатов, правительству, возможно, не придется ничего платить или произвести частичные выплаты в зависимости от условий договора.

В качестве примера можно привести выпуск социальных облигаций Sweet Dreams в Канаде. В 2014 г. социальное предприятие EGADZ, работающее с молодежью из групп риска, обратилось к правительству канадской провинции Саскачеван за поддержкой для одиноких молодых матерей с маленькими детьми. Были определены цели и результаты программы, для финансирования которой выпустили облигации социального воздействия. Условия проекта: инвесторы получат свои капиталовложения и прибыль в размере 5 %, если в течение пяти лет 22 ребенка и более не попадут в детские дома на попечение государства. Ожидалось, что социальные облигации Sweet Dreams принесут правительству Саскачевана экономию в размере до 1,5 млн канадских долларов. Следующим шагом стал поиск инвесторов, готовых участвовать в программе. В итоге размещения социальных облигаций проекту Sweet Dreams удалось привлечь 1 млн канадских долларов (рисунок 5).

За пять лет проекта без материнского присмотра могли остаться 54 ребенка. Основные достижения программы были связаны с тем фактом, что дети оставались с матерями, не попадали в приемные семьи или детские дома. В качестве долгосрочных результатов были отмечены также получение молодыми женщинами образования и работы, их социальная адаптация в обществе. В ответ на критику проекта Дон Мейкл, исполнительный директор EGADZ, отметил: «Было много возражений, что бизнес не должен зарабатывать деньги на бедняках. Но это инвестиции. Мы инвестируем в автомагистрали, в больницы, во множество разных вещей. Нам нужно начать инвестировать в людей. И это была инвестиция в матерей и детей» [14].

Следует учесть и тот факт, что возвращаемые инвесторам деньги могут снова вкладываться в программы на основе принципов ESG, т.е. запускается своеобразный акселератор социально значимых проектов.

Риски при выпуске социальных облигаций

Основным сдерживающим фактором для инвесторов является потеря капитала в случае невыполнения обязательств исполнителем. Этот риск может быть снижен путем секьюритизации, например, фиксацией получения небольшого процента от инвестированной суммы независимо от достигнутых результатов. Дополнительно существует вероятность того,

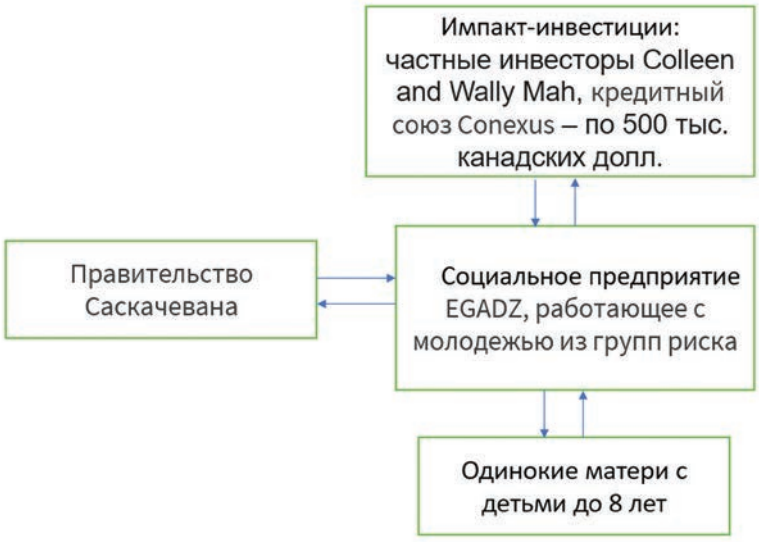


Рисунок 5. Схема выпуска социальных облигаций Sweet Dreams в Канаде

Источник: разработка автора на основе [13]

что правительство не сможет расплатиться с инвесторами, даже если будут достигнуты согласованные показатели. Это форс-мажорные обстоятельства, например, в случае бюджетного кризиса. Такая ситуация и для правительства несет в себе репутационный риск и потенциальный отрицательный кредитный рейтинг в случае невыплат по облигациям. Поэтому для минимизации рисков такого рода к сделке привлекаются страховые или гарантийные компании. У социальных облигаций невысокая вероятность дефолта.

Кроме того, всегда существует риск невыполнения согласованных результатов по независящим от провайдера причинам. Например, учащиеся не прилагают должных усилий при приобретении знаний, не устраиваются на предлагаемую им работу и др. В этом случае поставщики социальных услуг также могут понести репутационный ущерб, что повлияет на их способность в будущем получать финансирование от потенциальных инвесторов.

Поскольку выплаты по социальным облигациям зависят от результатов деятельности, поставщики социальных услуг, инвесторы или посредники могут в одностороннем порядке выбирать бенефициаров, которые с большей вероятностью достигнут ожидаемых результатов, и оставлять без внимания когорту наиболее сложных случаев. Подобные явления эксперты назвали политикой «снятия сливок» [11]. Во избежание этого контракт должен включать специальные положения, регулирующие определение и отбор целевой группы бенефициаров.

Во многом достоверность оценки зависит и от компетентности независимой экспертной организации. Оценщик должен уметь выявить непреднамеренные последствия программы (как положительные, так и отрицательные) и исследовать различные уровни воздействия. Например, были ли изменения достигнуты за счет проекта, финансируемого СО, или в результате иных факторов. Поэтому следует рассмотреть возможность оспаривания результатов оценщиков, поскольку выплаты по социальным облигациям зависят от экспертного заключения.

Реализации социальных облигаций могут препятствовать административные барьеры и, следовательно, приводить к финансовым издержкам. Правила государственных закупок здесь заслуживают особого внимания, в частности, способность органов государственного управления взаимодействовать с посредником или другими заинтересованными сторонами во время процесса заключения контрактов на оказание социальных услуг.

Рынок социальных облигаций в странах ЕАЭС

Социальные облигации как перспективный инструмент финансирования социально значимых проектов развиваются в России и Казахстане. Положением Банка России от 19 декабря 2019 г. № 706-П «О стандартах эмиссии ценных бумаг» был введен институт облигаций с использованием денежных средств, полученных от их размещения на цели, связанные с финансированием и (или) рефинансированием проектов, направленных на развитие общественной жизни [15]. Четыре года назад был запущен первый пилотный выпуск СО для поддержки образовательной инициативы в Республике Саха (Якутия). Исполнителем проекта был выбран Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», посредником выступил Фонд развития Дальнего Востока и Арктики (Государственная корпорация развития «ВЭБ.РФ»), заказчиком — Минобрнауки Республики Саха. Цель проекта — повышение образовательных результатов учащихся на 10 %, а также достижения на школьных олимпиадах. Программа имела довольно широкий охват: 5 тысяч учащихся и свыше 700 учителей из 27 школ муниципального района «Хангаласский улус». Запланированные показатели программы были выполнены, а сам проект стал победителем конкурса Ассоциации институтов развития Азии и стран Тихоокеанского региона (ADFIAP) в номинации «Корпоративная социальная ответственность» [16].

В России инициаторами выпусков социальных облигаций часто выступают крупные корпорации. Так, в 2021 г. компания МТС разместила данные ценные бумаги в объеме 4,5 млрд российских рублей с целью расширения доступа к интернету 4995 социально значимых объектов в регионах России (школ, больниц, пожарных частей и т.д.). ОАО «РЖД» направляет средства от выпуска СО на создание доступной транспортной инфраструктуры для маломобильных пассажиров. За счет социальных облигаций ПАО «Совкомбанк» финансирует карты рассрочки «Халва», которые позволяют потребителям оплачивать товары в рассрочку в течение года. Институт развития в жилищной сфере ДОМ.РФ выпустил ипотечные социальные облигации для финансирования кредитов по

Таблица 3. Размещение социальных облигаций в Казахстане (выборочно)

Дата размещения	Эмитент	Условия размещения	Направления расходования средств
ноябрь 2020 г.	Азиатский банк развития	ставка — 10 %, 3,9 млрд тенге	социально значимые проекты
февраль 2021 г.	Азиатский банк развития	ставка — 10,15 %, 8,4 млрд тенге, срок погашения — 9 лет	программа ипотечного жилья преимущественно в регионах
сентябрь 2021 г.	АО «Фонд развития предпринимательства «Даму»	срок обращения — 5 лет, ставка купона — 11,9 % с периодичностью выплат 2 раза в год	финансирование малого и среднего бизнеса из наиболее пострадавших секторов экономики во время пандемии COVID-19
ноябрь 2021 г.	Евразийский банк развития	20 млрд тенге, ставка купона — 10,6 %	ESG-проекты в Казахстане
декабрь 2022 г.	Оператор по управлению электрическими сетями KEGOC	плавающая ставка, срок — 15 лет, привлечено 16,1 млрд тенге	строительство необходимой сетевой инфраструктуры

Источник: разработка автора на основе [17, 18]

льготной государственной программе «Семейная ипотека».

На Московской бирже с августа 2019 г. функционирует сектор устойчивого развития для финансирования социально значимых проектов, где есть категория листинга социальных облигаций. Ценные бумаги могут там размещаться при условии соответствия принципам ICMA, а также российским стандартам в сфере устойчивого развития[1]. Организации обязаны будут представлять отчет о целевом использовании средств.

В Казахстане рынок социальных облигаций также находится только в стадии формирования. Первые выпуски таких ценных бумаг состоялись в 2020 г. В основном эмитентами выступали международные институты развития (таблица 3). Покупателями ESG-облигаций становились банки (21 %), страховые компании (24 %), брокерско-дилерские организации (7 %), прочие юридические лица (34 %) и др. Пока объемы размещений ESG-облигаций в Казахстане невелики (менее 1 % торгуемого на бирже корпоративного долга), однако в 2022 г. объем новых выпусков вырос на 14 %.

В Казахстане также формируется соответствующая институциональная среда, способствующая выпуску социальных облигаций: Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка, Международный финансовый центр «Астана», Астанинская международная биржа, Казахстанская фондовая биржа KASE, крупный инвестиционный банк Halyk Global Markets и др. KASE предоставляет эмитентам облигаций устойчивого развития льготы по уплате листинговых сборов и дополнительно консультационные услуги.

В Армении социальные облигации выпускались при поддержке Европейского банка реконструкции и развития и Программы развития ООН для поддержки фермеров. В Кыргызстане инструмент социальных облигаций был опробован только в 2022 г. Банк Азии презентовал ценные бумаги для поддержки проектов малого и среднего бизнеса женщин-предпринимателей.

В Беларуси социальные облигации пока не выпускались, хотя в декабре 2022 г. состоялся успешный выпуск зеленых облигаций. Национальная стратегия устойчивого развития Республики Беларусь до 2035 г. предполагает «создание новых видов ценных бумаг, расширение видов оказываемых социальных услуг, повышение их качества и доступности, в том числе посредством развития государственного социального заказа, иных форм финансирования с участием бизнеса, вовлечения некоммерческого сектора, развития социального предпринимательства» [19]. Социальные облигации как раз позволяют выполнить поставленные в Стратегии задачи, привлечь все

[1] Постановление Правительства РФ № 1587 от 21.09.2021 г. «Об утверждении критериев проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации и требований к системе верификации проектов устойчивого (в том числе зеленого) развития в Российской Федерации».

заинтересованные стороны к достижению целей устойчивого развития, способствуют развитию социального предпринимательства в Республике Беларусь.

Выводы

1. Облигации социального воздействия представляют собой инновационный способ привлечения частных средств для финансирования общественно полезных услуг и в себе сочетают импакт-инвестиции, государственное финансирование и социальное предпринимательство. Государственные контракты заключаются на основе оплаты по результатам, поэтому инвесторы получают вознаграждение только в случае достижения согласованных социальных индикаторов. В ситуации ограниченности государственных ресурсов данные ценные бумаги предлагают механизм, с помощью которого можно мобилизовать внебюджетные инвестиции для решения социальных проблем с использованием опыта социальных предприятий для помощи социально уязвимым категориям населения во всех регионах страны.
2. Модель «оплаты по результатам» социальных облигаций увязывает доходность инвесторов с показателями, основанными на качестве предоставления социальных услуг. Вместо сосредоточения на данных стандартов (например, количестве врачей на 1000 населения) оценочные метрики СО базируются на социальных результатах (улучшении здоровья). Программы, которые они финансируют, часто относятся к тем областям, где профилактика и ранняя диагностика могут снизить нагрузку на государственные службы, что в долгосрочной перспективе приводит к значительной экономии бюджетных средств и расширению масштабов социальных программ и услуг. Этот подход является привлекательным для социально мотивированных инвесторов.
3. Модель социальных облигаций обеспечивает ряд преимуществ по сравнению с традиционным финансированием государственного сектора. Наиболее важным из них является перенос бюджетных финансовых рисков на инвесторов. В случае невыполнения оговоренных социальных результатов государственные платежи не производятся, т.е. налогоплательщики оплачивают только качественные социальные услуги. Для социальных предприятий привлечение частных инвестиций обеспечивает оборотный капитал и новые возможности для выполнения своей миссии.
4. Социальные облигации обеспечивают провайдерам социальных услуг доступ к долгосрочному стабильному и предсказуемому источнику капитала без трудоемкого сбора средств. Это позволяет социальным предприятиям сосредоточиться на реализации своих проектов, инвестировать в профилактические программы и предоставлять свои услуги наиболее эффективным способом. Это особенно ценно для мелких или средних поставщиков социальных услуг, которые могут столкнуться с препятствиями в доступе к частному капиталу. СО создают широкую платформу заинтересованных сторон и сосредотачивают внимание на их эффективном сотрудничестве и координации.
5. Для развития социальных облигаций в Беларуси целесообразно внести коррективы в нормативно-правовую базу, где обозначить данные ценные бумаги в соответствии с принципами Международной ассоциации рынков капитала ICMA. Представляется перспективным создание на белорусской валютно-фондовой бирже специализированного сегмента устойчивого развития по аналогии с Московской биржей. Необходимо определить условия листинга и верификации социальных облигаций. Рекомендуется предоставление льгот при листинге социальных облигаций и соответствующей консультационной поддержки, как это организовано в Казахстане.

Литература

1. West, Z. Social Impact Bonds: Low-Risk Funding for Public Goods [Electronic resource]. — Mode of access: https://crowdfundedcures.org/social-impact-bonds. — Date of access: 12.04.2023.

2. ESG investors focus on additionality as banks eye social bonds [Electronic resource]. — Mode of access: https://www-euromoney-com /article/287lrnf6wj8ut1rzyo8ow/esg/esg-investors-focus-on-additionality-as-banks-eye-social-bonds? — Date of access: 2.05.2023.

3. Khovrenkov, I. Assessing Social Impact Bonds in Canada [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.schoolofpublicpolicy.sk.ca/documents/research/policy-briefs/JSGS-policybriefs-Social-Impact-Bonds_FINAL.pdf. — Date of access: 3.05.2023.

4. Community Hypertension Prevention Initiative: Program Backgrounder [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.heartandstroke.ca/-/media/pdf-files/canada/other/chpi-backgrounder-en.ashx?la=en. — Date of access: 14.03.2023.

5. Social impact bonds — Finland, France and the Netherlands [Electronic resource]. — Mode of access: https://www-housing2030-org/project/social-impact-bonds. — Date of access: 18.03.2023.

6. SIBs in the Netherlands [Electronic resource]. — Mode of access: https://golab-bsg-ox-ac-uk/community/blogs/sibs-netherlands-state-play. — Date of access: 19.03.2023.

7. The Utkrisht Impact Bond [Electronic resource]. — Mode of access: https://golab-bsg-ox-ac-uk/knowledge-bank/case-studies/utkrisht-impact-bond. — Date of access: 12.04.2023.

8. Global Impact Bonds Database Snapshot April, 2023 [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/01/Impact-Bonds-Snapshot_April-2023.pdf. — Date of access: 22.04.2023.

9. Sustainable Bond Issuance Will Return To Growth In 2023 [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/101572346.pdf. — Date of access: 18.04.2023.

10. Career Impact Bond [Electronic resource]. — Mode of access: https://social-finance-org/product/career-impact-bonds. — Date of access: 15.04.2023.

11. Understanding Social Impact Bond [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.oecd.org/cfe/leed/UnderstandingSIBsLux-WorkingPaper.pdf. — Date of access: 1.05.2023.

12. The Social Bond market: towards a new asset class? [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Public-research-resources/II-LAB2019-02Social-Bonds-130219.pdf. — Date of access: 19.04.2023.

13. The Sweet Dreams Initiative [Electronic resource]. — Mode of access: https://innovation-sask-ca/news/the-sweet-dreams-initiative? — Date of access: 11.03.2023.

14. Private investment in social services an «opportunity» [Electronic resource]. — Mode of access: https://leaderpost-com/news/local-news/private-investment-in-social-services-an-opportunity-meikle? — Date of access: 4.02.2023.

15. Социальные облигации / Национальная финансовая ассоциация [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://new.nfa.ru/councils_and_committees/sotsialnye-obligatsii. — Дата доступа: 5.05.2023.

16. Проект социального воздействия «Повышение качества образования Хангаласского улуса» стал победителем конкурса ADFIAP [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://ysia.ru/proekt-sotsialnogo-vozdejstviya-povysheniya-kachestva-obrazovaniya-hangalasskogo-ulusa-stal-pobeditelem-konkursa-adfiap. — Дата доступа: 06.04.2023.

17. Дебютные социальные облигации размещены в Казахстане [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/press/news. — Дата доступа: 02.04.2023.

18. Ибраева, А. Спрос на ESG-облигации восстанавливается в Казахстане [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://kz.kursiv.media/2023-03-17/spros-na-esg-obligaczii-vosstanavlivaetsya-v-kazahstane. — Дата доступа: 05.04.2023.

19. Национальная стратегия устойчивого развития Республики Беларусь до 2035 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://economy.gov.by/uploads/files/ObsugdaemNPA/NSUR-2035-1.pdf. — Дата доступа: 07.05.2023.

Страхование как способ обеспечения ответственности эмитентов облигаций в Республике Беларусь

Мицкевич Геннадий Антонович,
советник генерального директора Белорусского республиканского унитарного предприятия экспортно-импортного страхования «Белэксимгарант»
(г. Минск, Беларусь)

В статье описаны способы обеспечения корпоративных и жилищных облигаций, а также особенности страхования как инструмента обеспечения. Рассмотрено страхование ответственности эмитентов как способ поддержки белорусских предприятий, в том числе экспортеров.

The article studies the ways to secure corporate and housing bonds, and specific features of insurance as an instrument for bond coverage purposes. Issuers' liability insurance is examined as a mean to support Belarusian enterprises, including exporters.

Рынок ценных бумаг Республики Беларусь представлен различными видами ценных бумаг, перечень которых закреплен законодательно. Так, Гражданский кодекс Республики Беларусь статьей 144 закрепляет следующие виды ценных бумаг: государственная облигация, облигация, вексель, чек, депозитный и сберегательный сертификаты, банковская сберегательная книжка на предъявителя, коносамент, акция, приватизационные ценные бумаги и другие документы, которые законодательством о ценных бумагах или в установленном им порядке отнесены к числу ценных бумаг [1].

Одной из ценных бумаг, операции по которой активно совершаются на рынке ценных бумаг Республики Беларусь, является облигация.

Облигация — это эмиссионная ценная бумага, удостоверяющая право ее владельца на получение, если иное не установлено законодательством, от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также удостоверять право ее владельца на получение определенного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Доходом по облигации являются процент, и (или) дисконт, и (или) иной вид дохода, предусмотренный законодательством о ценных бумагах и установленный в проспекте эмиссии облигаций [2].

Процедура эмиссии облигаций включает в себя несколько этапов, одним из которых является составление и утверждение проспекта эмиссии облигаций, т.е. основного документа, где содержится информация об эмитенте, его финансовом положении и выпуске ценных бумаг, включая информацию, достаточную для установления объема прав, удостоверенных эмиссионными ценными бумагами, и иные сведения [2].

В проспекте эмиссии, кроме сведений о самой облигации, ее номинальной стоимости, порядке и сроках ее обращения, необходимым является указание способа обеспечения исполнения обязательств эмитента по облигациям, а также сведений об этом обеспечении либо указание на то, что осуществляется эмиссия необеспеченных облигаций [3].

В соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 г. № 277 «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг», исполнение обязательств по облигациям может быть обеспечено:

- залогом,
- и (или) поручительством,

- и (или) страхованием ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций,
- и (или) правом требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости,
- или банковской гарантией.

В дополнение к обеспечению, указанному выше, а также в случае эмиссии необеспеченных облигаций в соответствии с подпунктом 1.8 Указа эмитент либо иное лицо по соглашению с эмитентом вправе предоставить обеспечение (дополнительное обеспечение) инвестору, в том числе способами, отличными от указанных [4].

Состав сведений о способе и условиях обеспечения исполнения обязательств эмитента по облигациям, лице, предоставляющем обеспечение, определяется республиканским органом государственного управления, осуществляющим государственное регулирование рынка ценных бумаг.

Если ответственность эмитента обеспечивается страхованием ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств, то в проспекте эмиссии должна содержаться информация о:

- страховщике, предоставляющем страховое покрытие;
- номере, дате заключения и сроке действия договора страхования;
- лимите ответственности страховой организации в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения эмитентом обязательств по облигациям;
- порядке предъявления требований к страховой организации в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения эмитентом обязательств перед владельцами облигаций;
- иных условиях договора страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций;
- о стоимости чистых активов (размере собственного (нормативного) капитала) эмитента облигаций, рассчитанной на первое число квартала, предшествующего дате принятия решения о выпуске облигаций (за исключением жилищных облигаций, облигаций, эмитируемых банками);
- а также информация о порядке действий эмитента и сроках их осуществления в случаях досрочного прекращения действия договора страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций ранее шести месяцев после окончания срока обращения облигаций (в случаях, определенных Советом министров Республики Беларусь либо уполномоченным им регулирующим органом) (за исключением случая погашения (досрочного погашения) всех облигаций данного выпуска), в том числе прекращения лицензии страховой организации, с которой у эмитента заключен договор страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций, принятия решения о ликвидации этой страховой организации.

При соответствии финансового положения эмитента требованиям законодательства для эмиссии облигаций Постановлением Министерства финансов Республики Беларусь от 31.08.2016 г. № 78 «Об эмиссии эмиссионных ценных бумаг» предусмотрены ограничения по объему эмиссии. В случае выпуска облигаций, обязательства по которым в соответствии с законодательством должны быть обеспечены, объем выпуска не может превышать:

- 80 % стоимости обременяемого залогом имущества при обеспечении залогом;
- размер поручительства, которое, в свою очередь, не может превышать 80 % стоимости чистых активов (размера нормативного капитала) поручителя, поручительством которого обеспечено исполнение обязательств эмитента облигаций, рассчитанной в соответствии с законодательством, уменьшенной на сумму предоставленного этим поручителем обеспечения исполнения обязательств в виде поручительства, а также на суммы гарантии, залога имущества и иных способов обеспечения этого поручителя, не прекращенных на дату определения стоимости чистых активов (размера нормативного капитала) поручителя, рассчитанной на первое число квартала, предшествующего дате утверждения проспекта эмиссии, при обеспечении поручительством;
- 70 % основной суммы долга по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости при обеспечении правом требования по кредитам, выданным банками на строительство, реконструкцию или приобретение жилья под залог недвижимости;

- размер банковской гарантии при обеспечении банковской гарантией;
- стоимости чистых активов (размера нормативного капитала) эмитента облигаций, рассчитанной на первое число квартала, предшествующего дате утверждения проспекта эмиссии (за исключением жилищных облигаций, облигаций, эмитируемых банками), и лимита ответственности страховой организации, установленного в договоре страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций при обеспечении облигаций страхованием ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств [3].

В случае выбора страхования в качестве обеспечительной меры эмитент обязан заключить договор страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств до государственной регистрации выпуска.

Договор страхования не может быть расторгнут либо изменен с даты государственной регистрации выпуска облигаций до истечения шести месяцев после окончания срока обращения облигаций этого выпуска, за исключением случая исполнения обязательств по облигациям в полном объеме, а также случаев, определенных Советом министров Республики Беларусь либо уполномоченным им регулирующим органом [4].

Страхование ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций является добровольным видом страхования и осуществляется путем заключения договора страхования между страховщиком и страхователем, где страхователем выступает сам эмитент. Стоит отметить, что Республика Беларусь и ее административно-территориальные единицы, государственные органы, государственные юридические лица, а также хозяйственные общества, в отношении которых Республика Беларусь либо административно-территориальная единица, обладая долями (акциями) в уставных фондах, может определять решения, принимаемые этими обществами, осуществляют страхование своих имущественных интересов по видам страхования, не относящимся к страхованию жизни, в Республике Беларусь только у государственных страховых организаций, если иное не установлено Президентом Республики Беларусь [5].

«Белэксимгарант», являясь специализированной страховой компанией, основной целью деятельности которой является поддержка экспортеров, кроме механизма, предусмотренного Указом Президента Республики Беларусь от 25 августа 2006 г. № 534 «О содействии развитию экспорта товаров (работ, услуг)», использует и иные способы поддержки экспортеров. Страхование ответственности эмитента облигаций можно отнести к одному из таких способов.

Условия, на которых заключается договор добровольного страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций, определяются в правилах страхования, утвержденных страховщиком. В соответствии с Гражданским кодексом Республики Беларусь договор страхования заключается на условиях присоединения к правилам страхования.

«Белэксимгарант» осуществляет страхование рисков на основании правил добровольного страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций.

Договор страхования заключается с эмитентом облигаций — юридическим лицом Республики Беларусь, зарегистрированным в установленном порядке, осуществляющим эмиссию облигаций и несущим от своего имени обязательства перед владельцами облигаций по осуществлению прав, удостоверенных этими облигациями.

На страхование могут быть приняты корпоративные дисконтные, процентные или жилищные облигации.

По договору страхования страховщик отвечает за обязательства эмитента по погашению, в том числе досрочному, облигаций (т.е. по обязательству эмитента выплатить денежные средства, передать жилое и (или) нежилое помещение в жилом доме и (или) ином объекте недвижимости либо его части) в сроки и объемах, оговоренных в договоре страхования. По договору страхования может быть застрахована ответственность эмитента по погашению как номинальной стоимости облигаций, так и процентного дохода. При этом агрегатный лимит ответственности страховщика должен быть равен произведению номинальной стоимости облигации и количества принимаемых на страхование облигаций, а в случаях, когда страхование осуществляется в пределах номинальной стоимости облигаций и дохода в виде процента от номинальной стоимости, агрегатный лимит ответственности должен быть равен произведению номинальной стоимости облигации, а также дохода

в виде процента от номинальной стоимости и количества принимаемых на страхование облигаций. При страховании жилищных облигаций агрегатный лимит ответственности может быть сформирован только из номинальных стоимостей принимаемых на страхование облигаций, несмотря на то что реализовываются они на рынке по иной цене, чаще всего гораздо более высокой — рыночной.

Конкретный лимит ответственности по каждому выгодоприобретателю, в пределах которого страховщик несет ответственность по договору страхования, определяется как сумма номинальных стоимостей облигаций, предъявленных к погашению выгодоприобретателем, а если это предусмотрено условиями договора страхования, то и дохода в виде процента от номинальной стоимости.

Договор страхования может быть заключен не на весь выпуск, а только на его часть.

Учитывая, что по своей сути договоры страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций имеют большую схожесть с предпринимательскими рисками, прежде чем принять решение о возможности предоставления страхового покрытия, страховщики проводят полный комплекс мер по анализу финансового состояния эмитента облигаций и его возможности исполнить свои обязательства перед выгодоприобретателями. Процедура анализа включает в себя глубокое изучение финансового состояния предприятия, перспектив его деятельности, условия выпуска и погашения облигаций и т.д. В случае принятия страховщиком положительного решения о принятии на страхование рисков неисполнения эмитентом обязательств перед держателями облигаций по их погашению, ежеквартально с целью контроля рисков и своевременного реагирования страховщика на их изменение, проводится постоянный мониторинг финансового состояния эмитента и объема находящихся в обращении облигаций выпуска.

Несмотря на то что страхование является гарантом возмещения финансовых рисков держателей облигаций, следует отметить, что страхование не является безусловным обеспечением. Правила страхования содержат ряд положений, когда невыполнение обязательств эмитента перед держателями облигаций по их погашению не является страховым случаем, либо страховщик освобождается от выплаты страхового возмещения. Например, при совершении страхователем, должностными лицами страхователя действий с нарушением норм законодательства Республики Беларусь (в том числе заключение сделок, не соответствующих требованиям законодательства Республики Беларусь), за которые предусмотрена гражданско-правовая и/или административная ответственность, если в судебном порядке установлено, что эти действия явились причиной неисполнения (ненадлежащего исполнения) обязательств по погашению облигаций.

Рынок ценных бумаг в системе финансового рынка играет немаловажную роль и наряду с кредитным рынком решает задачу финансирования субъектов хозяйствования. Учитывая, что эмиссия облигаций является одним из способов привлечения денежных средств в оборот компании, то предоставление обеспечения в виде страхования представляет собой огромную поддержку предприятиям в их хозяйственной деятельности.

Используя данный инструмент, «Белэксимгарант» активно поддерживает как частный бизнес, так и государственные компании, в том числе экспортеров. Всего за время с момента получения разрешения Министерства финансов на осуществление добровольного страхования ответственности эмитента «Белэксимгарант» было заключено 235 договоров страхования с 79 субъектами хозяйствования. Так, в разные периоды была оказана страховая поддержка таким флагманам промышленности, как ОАО «Белшина», ОАО «БЕЛАЗ» — управляющая компания холдинга «БЕЛАЗ-ХОЛДИНГ», ОАО «МТЗ», ОАО «БМЗ — управляющая компания холдинга «БМК» и др. Привлечение денежных средств путем выпуска облигаций помогает предприятиям решать не только текущие задачи по пополнению оборотного капитала, финансированию текущей деятельности, реструктуризации иных обязательств, но и глобальные, в том числе по финансированию модернизации производства, а значит, повышению качества выпускаемой продукции.

Страхование жилищных облигаций в государственной страховой компании, имеющей высокие рейтинги платежеспособности и финансовой устойчивости, — это в том числе способ снизить социальную напряженность в обществе, которая может возникнуть, когда застройщик не выполняет взятые на себя обязательства перед гражданами по строительству объектов жилой недвижимости. Владельцы потенциальных квадратных метров могут в установленные правилами страхования сро-

ки вернуть ранее вложенные в приобретение квартир денежные средства либо их часть. Через механизм страхования жилищных облигаций Республика Беларусь гарантирует защиту имущественных интересов своих граждан, придерживаясь выбранной ранее модели социально ориентированного государства.

При страховой поддержке «Белэксимгарант» с использованием механизма жилищных облигаций в Минске были построены такие объекты жилой недвижимости, как ЖК «Каскад», жилые дома в квартале «Нескучный сад» и «Квартал Парк» в Новой Боровой, ЖК «D3», клубный жилой дом по улице Захарова и многие другие. А благодаря страховым выплатам, полученным от страховых компаний, были достроены жилые дома таких застройщиков, как ООО «Волынь» (жилой дом по ул. Волгоградской) и ООО «Тамбаз» (ЖК «Аркадия»). Так, «Белэксимгарант» в пользу владельцев облигаций ООО «Волынь» было выплачено 2,2 млн белорусских рублей, владельцам облигаций ООО «Тамбаз» было выплачено 11,6 млн белорусских рублей.

Таким образом, страхование — это быстрый, прозрачный, высоколиквидный и быстрореализуемый способ обеспечения обязательств эмитента, позволяющий предприятиям привлекать необходимые денежные средства для обеспечения непрерывности производственного процесса за счет стабильного денежного потока.

Литература

1. Гражданский кодекс Республики Беларусь: Кодекс Республики Беларусь, 7 дек. 1998 г., № 218-З; принят Палатой представителей 28 октября 1998 г., одобрен Советом Республики 19 ноября 1998 г., в ред. Закона Республики Беларусь от 30.12.2022 г. № 232-З // ILEX [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь.

2. Закон Республики Беларусь от 05.01.2015 г. № 231-З (ред. от 18.07.2022 г.) «О рынке ценных бумаг» // ILEX [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь.

3. Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 31.08.2016 г. № 78 (ред. от 14.07.2023 г.) «Об эмиссии эмиссионных ценных бумаг» // ILEX [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь.

4. Указ Президента Республики Беларусь от 28.04.2006 г. № 277 (ред. от 27.04.2023 г.) «О некоторых вопросах регулирования рынка ценных бумаг» // ILEX [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь.

5. Указ Президента Республики Беларусь от 25.08.2006 г. № 530 (ред. от 30.12.2022 г.) «О страховой деятельности» (вместе с Положением о страховой деятельности в Республике Беларусь) (с изм. и доп., вступившими в силу с 01.01.2023 г.) // ILEX [Электронный ресурс] / ООО «ЮрСпектр», Национальный центр правовой информации Республики Беларусь.

6. Правила «Белэксимгарант» № 45 добровольного страхования ответственности за неисполнение (ненадлежащее исполнение) обязательств эмитента облигаций.

Инвестиции страховщиков жизни в государственные ценные бумаги

Миленин Михаил Владимирович,
ассистент, магистр экономических наук,
Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

Глазко Дарья Алексеевна,
студентка 3-го курса, факультет финансов и банковского дела,
Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассмотрены инвестиционные стратегии страховщиков жизни, фокусируясь на их инвестировании в государственные ценные бумаги; определены преимущества и недостатки таких инвестиций; выявлены перспективы развития данного вида инвестирования.

The article discusses the investment strategies of life insurance companies, focusing on their investments in government securities; identifies the advantages and disadvantages of such investments; and identifies the prospects for the development of this type of investment.

Страховые компании являются одними из крупнейших инвесторов на финансовых рынках и часто вкладывают значительные средства в государственные ценные бумаги. Государственные ценные бумаги считаются одними из самых надежных инвестиционных инструментов, так как они обеспечивают гарантированный доход и имеют высокую ликвидность. Кроме того, государственные ценные бумаги обычно имеют высокий кредитный рейтинг, что уменьшает риски для инвесторов.

Страховые компании обязаны иметь достаточный запас финансовых средств для выплаты страховых возмещений своим клиентам в случае наступления страхового случая. Поэтому инвестирование средств в государственные ценные бумаги может быть для страховых компаний одним из способов обеспечения финансовой устойчивости и гарантированного дохода. Однако следует учитывать, что инвестирование в государственные ценные бумаги может ограничивать потенциальную доходность инвестора и не предоставлять возможности для получения высокой прибыли. Кроме того, изменения на финансовых рынках и экономические кризисы могут повлиять на доходность государственных ценных бумаг и риск убытков для инвесторов.

Важность инвестирования страховщиков жизни в государственные ценные бумаги связана со многими факторами. Во-первых, если страховые компании инвестируют средства своих клиентов в государственные ценные бумаги, это может помочь правительству привлекать дополнительные финансовые ресурсы на финансирование своих проектов. Это может быть особенно важно, если правительство сталкивается с нехваткой финансовых ресурсов для финансирования крупных проектов в таких сферах, как образование, здравоохранение и т.д.

Во-вторых, если страховые компании инвестируют в государственные ценные бумаги, это может помочь правительству снизить затраты на обслуживание долга. Когда правительство продает свои облигации на открытом рынке, это увеличивает спрос на облигации, что может привести к снижению процентных ставок по долгу. Это, в свою очередь, может снизить затраты на обслуживание долга для правительства.

В-третьих, если страховые компании инвестируют в государственные ценные бумаги, это может помочь укрепить финансовую стабильность государства в целом. Если правительство получает достаточно финансирования, чтобы выполнить свои обязательства перед гражданами, это может способствовать стабильности и процветанию экономики в целом.

Таким образом, инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги может быть важным источником финансовых ресурсов для правительства и способствовать стабильности экономики в целом.

Далее перечислим причины, почему страховщики жизни в Республике Беларусь инвестируют в государственные ценные бумаги.

1. Надежность и стабильность. Государственные ценные бумаги считаются одними из наиболее надежных инвестиционных инструментов, поскольку они обеспечивают гарантированный доход и являются одним из наименее рискованных видов инвестиций. Кроме того, в Республике Беларусь существует высокий уровень доверия к государству и его финансовой устойчивости, что делает инвестирование в государственные ценные бумаги еще более привлекательным для страховых компаний.
2. Высокая ликвидность. Государственные ценные бумаги можно легко купить и продать на рынке, что делает их очень ликвидными. Это важно для страховщиков жизни, которые должны иметь возможность быстро продавать свои инвестиции, чтобы обеспечить выплату страховых премий и возмещение убытков.
3. Доходность. Государственные ценные бумаги предоставляют стабильный и предсказуемый доход, который может быть использован страховыми компаниями для обеспечения выплаты страховых премий и увеличения своей прибыли. Кроме того, в Республике Беларусь ставки по государственным ценным бумагам относительно высокие, что делает их привлекательными для инвестирования.
4. Регулирование. В Республике Беларусь инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги регулируется соответствующими законодательными актами и контролируется соответствующими государственными органами. Это помогает гарантировать, что страховые компании инвестируют свои средства в безопасные и стабильные активы, что защищает интересы клиентов.
5. Диверсификация портфеля. Инвестирование в государственные ценные бумаги позволяет страховым компаниям диверсифицировать свой инвестиционный портфель, что помогает снизить риски и повысить стабильность доходности. При этом государственные ценные бумаги не являются единственным инвестиционным инструментом, но могут быть одним из важных элементов портфеля страховщика жизни.
6. Поддержка государственной экономики. Инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги может способствовать развитию экономики страны. Деньги, инвестированные в государственные ценные бумаги, могут быть использованы правительством для финансирования различных проектов и программ, что может привести к экономическому росту и созданию новых рабочих мест.

Таким образом, инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги в Республике Беларусь может иметь множество причин, связанных с надежностью и стабильностью, ликвидностью, доходностью, регулированием, налоговыми льготами, диверсификацией портфеля и поддержкой государственной экономики.

Рассмотрим преимущества и риски инвестирования в государственные ценные бумаги.

Преимущества инвестирования в государственные ценные бумаги:

- *низкий риск.* Государственные ценные бумаги являются одним из самых надежных инструментов инвестирования, так как государство не может обанкротиться и не выплатить долги;
- *постоянный доход.* Государственные ценные бумаги обычно предоставляют фиксированный доход в виде процентов. Это позволяет инвестору планировать свои финансы на будущее;
- *ликвидность.* Государственные ценные бумаги легко обмениваются на деньги, что делает их ликвидными.

Риски инвестирования в государственные ценные бумаги:

- *инфляция.* Если инфляция превышает процентные ставки по государственным ценным бумагам, то инвестор может потерять деньги на инвестиции;

- *рыночные риски.* Цены на государственные ценные бумаги могут изменяться в зависимости от изменения процентных ставок, инфляции, политической ситуации и других факторов;
- *риск дефолта.* Хотя риск дефолта государства крайне мал, это не исключает возможность несвоевременной выплаты процентов или погашения долга;
- *ограничения ликвидности.* В отличие от акций или облигаций частных компаний, государственные ценные бумаги могут иметь ограничения на продажу в определенные периоды времени, что может повлиять на ликвидность инвестиций.

В целом инвестирование в государственные ценные бумаги может быть хорошим выбором для инвесторов, которые ищут низкорискованный способ инвестирования и фиксированный доход. Однако, как и с любой инвестицией, важно тщательно изучить все преимущества и риски, прежде чем инвестировать свои деньги.

Инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги может оказать значительное влияние на государственный бюджет и экономику Республики Беларусь в целом.

Факторы, которые могут повлиять на экономику и бюджет:

- *финансирование государственных проектов.* Инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги может помочь государству в финансировании своих проектов. Деньги, полученные от продажи государственных ценных бумаг, могут быть направлены на различные проекты, такие как строительство дорог, мостов, школ, больниц и т.д.;
- *стабильность экономики.* Инвестирование в государственные ценные бумаги может обеспечить стабильность экономики, так как это позволяет государству иметь доступ к дополнительным финансовым ресурсам для поддержки различных секторов экономики;
- *уменьшение дефицита бюджета.* Инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги может помочь государству уменьшить дефицит бюджета. Это возможно благодаря получению дополнительных доходов от продажи государственных ценных бумаг, которые могут быть использованы для покрытия расходов;
- *влияние на процентные ставки.* Инвестирование в государственные ценные бумаги может влиять на процентные ставки. Если страховщики жизни инвестируют большую сумму в государственные ценные бумаги, это может привести к снижению процентных ставок, что способно положительно повлиять на экономику.

Однако, с другой стороны, слишком большой объем инвестиций страховщиков жизни в государственные ценные бумаги способен оказать негативное влияние на экономику, так как это может привести к ограничению доступа к финансовым ресурсам для частных компаний и других секторов экономики. Поэтому важно балансировать объемы инвестирования в государственные ценные бумаги с инвестированием в другие активы, чтобы разнообразить портфель инвестиций и снизить риски.

Кроме того, если государство не сможет выплатить проценты по своим облигациям, то инвесторы, включая страховщиков жизни, рискуют потерять свои инвестиции. Это может привести к негативному влиянию на экономику и уменьшению доверия к государственным ценным бумагам.

Если страховщики жизни инвестируют слишком много в государственные ценные бумаги, это может повлечь за собой уменьшение инвестиций в другие активы, такие как акции и корпоративные облигации, что способно привести к необходимости дополнительных финансовых инструментов для компенсации рисков.

В Республике Беларусь существует ряд альтернативных инвестиционных возможностей для страховщиков жизни и других инвесторов. Инвестирование в акции компаний может принести высокую доходность, однако также сопряжено с высокими рисками. В Беларуси существует ряд крупных компаний, чьи акции потенциально интересны для инвесторов. Инвестирование в корпоративные облигации может быть более безопасным вариантом, чем инвестирование в акции компаний, поскольку компании выплачивают проценты на облигации в соответствии с договором. Однако некоторые компании могут иметь более высокий риск дефолта, чем другие.

Инвестирование в недвижимость может быть долгосрочной и стабильной инвестиционной стратегией. В Беларуси существует много объектов коммерческой и жилой недвижимости, которые интересны для инвесторов.

На фондовом рынке Беларуси есть несколько инструментов, включая фондовый индекс, фондовые фьючерсы и опционы, которые могут быть интересны для инвесторов. В последнее время криптовалюты стали популярным инвестиционным инструментом, который может принести высокую доходность, но также сопряжен с высокими рисками. В Республике Беларусь есть возможность инвестировать в криптовалюты на бирже, однако это требует определенных знаний и опыта.

Конечно, каждый из этих инвестиционных инструментов имеет свои преимущества и риски, и выбор зависит от инвестиционной стратегии и рисковой терпимости инвестора. Поэтому перед принятием решения об инвестировании необходимо провести тщательный анализ и консультироваться с профессиональным инвестиционным менеджером.

Рассмотрим преимущества и недостатки альтернативных инвестиций.

Преимущества:

1) *разнообразие инвестиционных возможностей.* На рынке есть множество различных инструментов, которые позволяют инвесторам выбирать наиболее подходящий для них инвестиционный портфель;
2) *высокая доходность.* Некоторые альтернативные инвестиции, такие как акции компаний или криптовалюты, могут принести значительную доходность, если инвестор правильно выбирает инструмент и управляет своим портфелем;
3) *долгосрочный потенциал.* Инвестирование в недвижимость или в долгосрочные инвестиционные фонды может принести долгосрочную стабильность и рост капитала.

Однако альтернативные инвестиции также сопряжены с недостатками, включая:

1) *высокий уровень риска.* Многие альтернативные инвестиции, такие как акции компаний или криптовалюты, могут быть весьма рискованными и подвержены значительным колебаниям цен;
2) *необходимость опыта и знаний.* Для успешного инвестирования в некоторые альтернативные инструменты, например, на фондовом рынке или в криптовалюте, требуется глубокое понимание рынка и опыт;
3) *ограниченная ликвидность.* Некоторые альтернативные инвестиции, например в недвижимость, могут иметь ограниченную ликвидность, что может затруднить процесс выхода из инвестиции;
4) *риск мошенничества.* Существует риск попасть на мошенническую схему, особенно при инвестировании в новые или малоизвестные инвестиционные возможности.

Каждый инвестор должен тщательно взвесить преимущества и недостатки альтернативных инвестиций и определить свой уровень риска. Перед принятием решения об инвестировании важно провести тщательный анализ и получить профессиональные консультации.

Какова же роль государства в регулировании инвестирования страховщиков жизни в государственные ценные бумаги?

Роль государства — в защите прав потребителей. В Республике Беларусь имеется ряд законодательных и нормативных актов, направленных на защиту прав потребителей. Роль государства заключается в обеспечении защиты прав потребителей, а также в предоставлении механизмов для обеспечения исполнения законодательства в области защиты прав потребителей.

Одним из основных законов, регулирующих отношения в области защиты прав потребителей в Республике Беларусь, является Закон Республики Беларусь от 9 января 2002 г. № 90-З «О защите прав потребителей». Этот закон определяет права и обязанности потребителей и продавцов, а также устанавливает механизмы защиты прав потребителей, включая процедуры рассмотрения жалоб и споров.

Государство также осуществляет контроль за деятельностью предприятий и организаций, связанной с продажей товаров и услуг, и наказывает нарушителей законодательства в области защиты прав потребителей. В Республике Беларусь вопросами контроля занимается Министерство антимонопольного регулирования и торговли.

Таким образом, роль государства в защите прав потребителей в Республике Беларусь заключается в создании правовой базы, обеспечении контроля за соблюдением законодательства в области защиты прав потребителей, а также в предоставлении механизмов для обеспечения исполнения законодательства в данной области.

Еще одна функция государства заключается в регулировании инвестиционной деятельности страховых компаний. Инвестиционная деятельность страховых компаний в Республике Беларусь регулируется законодательными и нормативными актами, которые устанавливают порядок и условия осуществления инвестиций страховых компаний.

Основным законодательным актом, регулирующим инвестиционную деятельность в Республике Беларусь, является Закон Республики Беларусь от 12 июля 2013 г. № 53-З «Об инвестициях». Этот закон устанавливает правила и условия осуществления инвестиций в Республике Беларусь, а также определяет порядок регистрации инвестиционной деятельности.

Кроме того, инвестиционная деятельность страховых компаний в Республике Беларусь также регулируется нормативными актами Национального банка Республики Беларусь. Например, Национальный банк устанавливает ограничения на размер инвестиций в отдельные виды активов.

Одним из важных условий для осуществления инвестиций страховых компаний в Республике Беларусь является необходимость соблюдения принципа консервативности инвестиций. Это означает, что страховые компании должны инвестировать средства только в те активы, которые обладают надежностью и стабильностью.

Таким образом, инвестиционная деятельность страховых компаний в Республике Беларусь регулируется законодательными и нормативными актами, которые устанавливают порядок и условия осуществления инвестиций, а также ограничения и требования к инвестиционной деятельности страховых компаний.

Рассмотрим перспективы развития данного вида инвестирования. На рынке государственных ценных бумаг Республики Беларусь наблюдается стабильный рост. Так, по состоянию на конец 2021 г. объем государственных ценных бумаг в обращении составил около 10,6 млрд руб., что на 29 % выше, чем в предыдущем году. В то же время средняя доходность государственных ценных бумаг на конец 2021 г. составила 4,7 %, что также является достаточно высоким показателем.

На страховом рынке Республики Беларусь также наблюдается стабильный рост. Так, по состоянию на конец 2021 г. в Беларуси действовало 16 страховых компаний, объем страховых премий в 2021 г. составил около 2,2 млрд руб., что на 13,5 % выше, чем в предыдущем году. Также можно отметить некоторые тенденции на страховом рынке Республики Беларусь. В частности, наблюдается увеличение доли страхования жизни в общем объеме страховых премий. В 2021 г. доля страхования жизни составила около 15 %, что на 3 пункта выше, чем в предыдущем году [1].

Также страховые компании Республики Беларусь активно развивают цифровые технологии, внедряют онлайн-сервисы для клиентов, создают новые продукты и услуги. Это позволяет им удерживать существующих клиентов и привлекать новых, а также повышать качество обслуживания.

Таким образом, на рынке государственных ценных бумаг и страховом рынке Республики Беларусь наблюдается стабильный рост, что свидетельствует о достаточно благоприятных условиях для инвестирования и развития бизнеса.

Возможные последствия для экономики Республики Беларусь от инвестирования страховщиков жизни в государственные ценные бумаги и от развития страхового рынка могут быть следующими.

- Увеличение объема инвестиций в государственные ценные бумаги может привести к росту финансирования государственных проектов и программ, что способствует экономическому росту страны. Однако слишком большое сосредоточение инвестиций в одном секторе может привести к неравномерному распределению инвестиций по экономике и увеличению рисков.
- Развитие страхового рынка может способствовать увеличению финансирования малого и среднего бизнеса, что положительно сказывается на экономическом развитии страны. Кроме того, развитие страхового рынка может улучшить уровень жизни населения, предоставив возможности защиты от рисков и стимулируя развитие частного потребления.

Однако при инвестировании в государственные ценные бумаги и развитии страхового рынка существуют риски, такие как изменение законодательства и налоговой политики, экономические кризисы, рост инфляции и дефицита бюджета. В случае неблагоприятных условий инвесторы рискуют потерять свои инвестиции, что может отрицательно сказаться на экономике страны.

Кроме того, развитие страхового рынка может привести к увеличению конкуренции между страховыми компаниями, что способствует улучшению качества и доступности страховых услуг для населения. Однако недостаточный контроль со стороны государства может привести к нарушению прав потребителей и низкому качеству услуг.

Таким образом, инвестирование страховщиков жизни в государственные ценные бумаги

и развитие страхового рынка Республики Беларусь могут иметь как положительные, так и отрицательные последствия для экономики страны.

В случае неправильного управления инвестициями страховых компаний и неэффективного регулирования со стороны государства могут возникнуть проблемы не только у страховых компаний, но и у экономики в целом.

Например, если большинство страховых компаний инвестируют свои средства в государственные ценные бумаги, то это может привести к снижению количества инвестиций в другие сектора экономики. Также возможна ситуация, когда государство не сможет привлечь достаточное количество инвестиций на развитие экономики в целом, что способно повлиять на рост экономики и благосостояние населения.

С другой стороны, если государство будет правильно регулировать инвестиционную деятельность страховых компаний, то это будет способствовать развитию рынка государственных ценных бумаг и увеличению объема инвестиций в экономику. Кроме того, страховые компании могут стать важным инструментом для привлечения иностранных инвесторов в экономику Республики Беларусь.

Таким образом, правильное управление инвестициями страховых компаний в государственные ценные бумаги является важным фактором для развития экономики Республики Беларусь. Государство должно заботиться о том, чтобы регулирование инвестиционной деятельности страховых компаний было эффективным и обеспечивало защиту прав потребителей и стабильность экономики в целом.

Литература

1. Основные показатели развития страховых рынков [Электронный ресурс] / Официальный сайт Белорусской ассоциации страховщиков. — Режим доступа: http://www.belasin.by/. — Дата доступа: 05.05.2023.

2. Указ Президента Республики Беларусь от 25 августа 2006 г. № 530 «О страховой деятельности».

3. Щербаков, В.А. Страхование: учеб. пособие. —М.: КноРус, 2021. —320 с.

4. Закон Республики Беларусь от 9 января 2002 г. № 90-З «О защите прав потребителей».

5. Закон Республики Беларусь от 12 июля 2013 г. № 53-З «Об инвестициях».

Квалификационные требования и организация аттестации специалистов рынка ценных бумаг в Республике Беларусь

Стрижевич Александра Сергеевна,
ассистент кафедры денежного обращения, кредита и фондового рынка УО «Белорусский государственный экономический университет» (г. Минск, Беларусь)

В статье освещаются квалификационные требования и положения организации аттестации специалистов рынка ценных бумаг согласно законодательству Республики Беларусь. Представляется информация по осуществлению действий с квалификационными аттестатами специалистов рынка ценных бумаг и анализируется динамика действующих аттестатов по их видам за последние десятилетия, наблюдается уменьшение их количества. Анализируются транспарентность деятельности государственных органов в данной сфере, изменения в законодательных актах, приводится сравнение с другими государствами.

The article highlights the qualification requirements and provisions of the organization of certification of securities market specialists in accordance with the legislation of the Republic of Belarus. Information is provided on the implementation of actions with qualification certificates of securities market specialists and the dynamics of existing certificates by their types over the past decades is analyzed, there is a decrease in their number. The transparency of the activities of state bodies in this area, changes in legislative acts are analyzed, a comparison with other states is given.

Одной из главных задач государственного регулирования фондового рынка является создание эффективной системы контроля и управления за профессиональной деятельностью на рынке ценных бумаг. Для этого необходимо совершенствовать процедуру допуска специалистов на рынок ценных бумаг и минимизировать риски, связанные с уровнем квалификации работников профессиональных участников рынка.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется Президентом Республики Беларусь, Советом министров Республики Беларусь, Национальным банком Республики Беларусь, республиканским органом государственного управления, осуществляющим государственное регулирование рынка ценных бумаг. Задачами государственного регулирования рынка ценных бумаг являются проведение единой государственной политики в сфере рынка ценных бумаг, обеспечение справедливой конкуренции между его участниками и защита интересов инвесторов. Государственное регулирование рынка ценных бумаг осуществляется в том числе путем лицензирования профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам и установления обязательных требований к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг [1].

Порядок аттестации специалистов рынка ценных бумаг, в том числе порядок выдачи квалификационного аттестата специалиста рынка ценных бумаг, условия и порядок приостановления и прекращения действия этого аттестата устанавливает Совет министров Республики Беларусь. Квалификационные требования к руководителю профессионального участника рынка ценных бумаг (за исключением руководителей банков и небанковских кредитно-финансовых организаций) и его работникам, совершающим действия в рамках осуществления работ и услуг, составляющих профессиональную и биржевую деятельность по ценным бумагам, устанавливает республи-

канский орган государственного управления, осуществляющий государственное регулирование рынка ценных бумаг. Он также проводит саму аттестацию специалистов рынка ценных бумаг.

Наличие в штате организации аттестованных специалистов является одним из обязательных условий для получения лицензии на право осуществления профессиональной деятельности на фондовом рынке. В соответствии с Инструкцией о некоторых вопросах выпуска и государственной регистрации ценных бумаг, утвержденной Постановлением Министерства финансов Республики Беларусь от 11.12.2009 г. № 146, обязательным требованием является наличие в открытом акционерном обществе сотрудника с квалификационным аттестатом на право деятельности на рынке ценных бумаг. При этом данный работник должен быть аттестован в качестве сотрудника эмитента, выполняющего работы, связанные с выпуском, размещением, обращением и погашением ценных бумаг данного эмитента [2].

Квалификационные требования к специалистам рынка ценных бумаг установлены согласно Постановлению Совета министров Республики Беларусь от 5.04.2016 г. № 20 (в ред. постановлений Минфина от 15.12.2017 г. № 48, от 09.09.2020 г. № 34) «Об установлении требований финансовой достаточности и квалификационных требований» [3]. Квалификационные требования к специалистам рынка ценных бумаг ранжируются в зависимости от того, к кому они предъявляются: к руководителям профессиональных участников рынка ценных бумаг или к их работникам. Руководитель (его заместитель) профессионального участника рынка ценных бумаг, его структурного подразделения (это может быть отдел, управление, департамент и т.п.) или обособленного подразделения (т.е. филиала) профессионального участника рынка ценных бумаг, осуществляющего профессиональную и биржевую деятельность по ценным бумагам, должен иметь *квалификационный аттестат специалиста рынка ценных бумаг первой категории*. Работники профессионального участника рынка ценных бумаг и его филиалов, которые непосредственно совершают действия в рамках осуществления работ и услуг, составляющих профессиональную и биржевую деятельность по ценным бумагам, должны иметь *квалификационный аттестат первой категории либо второй категории*, дающий право на выполнение работ и услуг, указанных в специальном разрешении (т.е. лицензии) на осуществление профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам, выданном профессиональному участнику рынка ценных бумаг. Однако работники, которые выполняют действия в рамках оказания консультационных услуг, связанных с деятельностью на рынке ценных бумаг, а также услуг эмитентам по подготовке проспектов эмиссии, должны иметь *квалификационный аттестат первой категории*.

Лица, осуществляющие функции единоличного исполнительного органа, входящие в состав коллегиального исполнительного органа либо являющиеся работниками специальной финансовой организации, совершающими действия, связанные с эмиссией, обращением и погашением облигаций, эмитированных специальной финансовой организацией, выплатой дохода по ним, приобретением ценных бумаг за счет временно свободных денежных средств, входящих в состав выделенных активов, отчуждением ценных бумаг, с правом подписи на документах, должны иметь *квалификационный аттестат первой категории либо второй категории.*

Также предъявляются требования к тем, кто работает в инвестиционных фондах или оказывает им услуги. Инвестиционные фонды — это организации, которые собирают деньги от инвесторов и вкладывают их в разные активы, например, в акции, облигации или недвижимость. Чтобы работать в инвестиционных фондах или оказывать им услуги, нужно иметь определенный уровень знаний и опыта в области финансов. Для этого нужно получить квалификационный аттестат — документ, который подтверждает профессиональную подготовку и право заниматься определенной деятельностью на рынке ценных бумаг. Квалификационные аттестаты бывают разных категорий в зависимости от сложности и ответственности работы. Также нужно иметь стаж работы на рынке ценных бумаг или в других сферах финансов не менее одного или двух лет. Некоторые требования не действуют на банки и другие кредитные организации, потому что они уже имеют свои лицензии и правила работы.

Квалификационный аттестат первой либо второй категории и стаж работы на рынке ценных бумаг в качестве работника эмитента либо профессионального участника рынка ценных бумаг, в банковской или в страховой сфере не менее двух лет должны иметь лица,

осуществляющие функции единоличного исполнительного органа либо возглавляющие коллегиальный исполнительный орган, его заместители, главный бухгалтер, члены коллегиального исполнительного органа акционерного инвестиционного фонда. Квалификационные требования к специалистам на рынке ценных бумаг обобщены в таблице 1.

Кроме того, установлены следующие требования:

- работники одного профессионального участника рынка ценных бумаг, в том числе члены его коллегиального исполнительного органа либо лицо, осуществляющее полномочия единоличного исполнительного органа профессионального участника рынка ценных бумаг, не могут быть одновременно работниками другого профессионального участника рынка ценных бумаг или эмитента акций, в том числе членами коллегиального исполнительного органа, либо лицом, осуществляющим полномочия единоличного исполнительного органа;
- лица, осуществляющие функции единоличного исполнительного органа, либо входящие в состав коллегиального исполнительного органа, либо работники одной специальной финансовой организации не могут быть одновременно лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа, либо членами коллегиального исполнительного органа, либо работниками другой специальной финансовой организации;
- лица, осуществляющие функции единоличного исполнительного органа, либо возглавляющие коллегиальный исполнительный орган, либо входящие в состав коллегиального исполнительного органа управляющей организации инвестиционного фонда или специализированного депозитария инвестиционного фонда, не могут быть одновременно лицами, осу-

Таблица 1. Профессионально-квалификационные требования к должностным лицам профессиональных участников рынка ценных бумаг

Должностные лица ПУРЦБ	Вид квалификационного аттестата	Стаж работы
Руководитель (его заместитель) ПУРЦБ, его структурного подразделения или филиала	аттестат первой категории	
Работники ПУРЦБ, оказывающие *консультационные* услуги и услуги эмитентам по *подготовке проспектов эмиссии*	аттестат первой категории	
Работники ПУРЦБ, осуществляющие *профессиональную и биржевую деятельность по ценным бумагам*	аттестат первой либо второй категории	
Лица, возглавляющие исполнительный орган, и работники *специальной финансовой организации*, совершающие действия, связанные *с эмиссией, обращением и погашением облигаций*	аттестат первой либо второй категории	
Члены советов директоров управляющих организаций инвестиционных фондов, их специализированных депозитариев, осуществляющие *доверительное управление его имуществом, выдачу, обращение, погашение инвестиционных паев*	аттестат первой либо второй категории	
Лица, возглавляющие исполнительный орган, его заместители, члены исполнительного органа и главный бухгалтер *акционерного инвестиционного фонда, его управляющей организации и его специализированного депозитария*	аттестат первой либо второй категории	не менее 2 лет
Лица, возглавляющие исполнительный орган, его заместители, члены исполнительного органа и главный бухгалтер *акционерного инвестиционного фонда, его управляющей организации и его специализированного депозитария (если они ПУРЦБ)*	аттестат первой категории	не менее 1 года
Члены совета директоров управляющей организации *паевого инвестиционного фонда* (если он утверждает инвестиционную декларацию)	аттестат первой либо второй категории	не менее 1 года
Главный бухгалтер специализированного депозитария инвестиционного фонда и руководитель организации или ИП, оказывающие ему услуги *по ведению бухгалтерского учета*	аттестат первой, второй либо третьей категории	

Источник: разработка автора на основе [3]

ществляющими функции единоличного исполнительного органа, либо возглавляющими коллегиальный исполнительный орган, либо входящими в состав коллегиального исполнительного органа, либо работниками других управляющих организаций инвестиционных фондов и (или) других специализированных депозитариев инвестиционных фондов.

Не требуется получение квалификационного аттестата представителям профессионального участника, являющегося доверительным управляющим, для участия в работе общих собраний акционеров.

Допуск руководителей и работников профессиональных участников на рынок ценных бумаг осуществляется в рамках системы аттестации специалистов, установления квалификационных требований к специалистам рынка ценных бумаг и оценки их соответствия таким требованиям. Порядок аттестации специалистов рынка ценных бумаг, в том числе порядок выдачи квалификационного аттестата специалиста рынка ценных бумаг, приостановления и прекращения его действия, устанавливаются Положением о порядке аттестации специалистов рынка ценных бумаг, утвержденным Постановлением Совета министров Республики Беларусь от 18.08.2016 г. № 651 (в ред. Постановления Совета министров Республики Беларусь от 29.12.2017 г. № 1035) [4].

Виды квалификационных аттестатов представлены в таблице 2.

Квалификационный аттестат выдается сроком на пять лет. Срок действия квалификационного аттестата может продлеваться на пять лет неоднократно. Образовательные программы обучающих курсов и повышения квалификации для специалистов рынка ценных бумаг разрабатываются учреждениями образования в соответствии с законодательством и утверж-

Таблица 2. Виды квалификационных аттестатов профессиональных участников рынка ценных бумаг

Вид квалификационного аттестата	Цели выдачи аттестатов
Первой категории	• на совершение профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам, в качестве работника, в т.ч. руководителя, ПУРЦБ, а также в рамках выполнения работ, связанных с эмиссией (выдачей), обращением и погашением ценных бумаг, в качестве работника эмитента, за исключением специальной финансовой организации
	• на совершение действий в качестве лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа, входящего в состав коллегиального исполнительного органа, либо являющегося работником специальной финансовой организации, совершающего действия, связанные с эмиссией, обращением и погашением облигаций, выплатой дохода по ним, приобретением ценных бумаг за счет временно свободных денежных средств, входящих в состав выделенных активов, отчуждением ценных бумаг, с правом подписи на документах
Второй категории	• на совершение профессиональной и биржевой деятельности по ценным бумагам (брокерской, дилерской, депозитарной деятельности, деятельности по доверительному управлению ценными бумагами), в качестве работника ПУРЦБ, а также в рамках выполнения работ, связанных с эмиссией (выдачей), обращением и погашением ценных бумаг, в качестве работника эмитента, за исключением специальной финансовой организации
	• на совершение действий в качестве лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа, входящего в состав коллегиального исполнительного органа либо являющегося работником специальной финансовой организации, совершающего действия, связанные с эмиссией, обращением и погашением облигаций, выплатой дохода по ним, приобретением ценных бумаг за счет временно свободных денежных средств, входящих в состав выделенных активов, отчуждением ценных бумаг, с правом подписи на документах
Третьей категории	• на совершение действий в рамках выполнения работ, связанных с эмиссией (выдачей), обращением и погашением ценных бумаг, в качестве работника эмитента, в т.ч. специальной финансовой организации, либо ПУРЦБ
Аттестат категории «С»	• специальный аттестат специалиста рынка ценных бумаг, выдаваемый временному (антикризисному) управляющему, участвующему в деле об экономической несостоятельности (банкротстве) ПУРЦБ

Источник: разработка автора на основе [4]

даются их руководителями по согласованию с Департаментом по ценным бумагам Министерства финансов.

Образовательные программы обучающих курсов и повышения квалификации размещаются в глобальной компьютерной сети Интернет на официальном сайте Министерства финансов, а также на едином информационном ресурсе рынка ценных бумаг. Аттестующий орган формирует и ведет реестр квалификационных аттестатов на бумажном носителе и в электронном виде. За аттестацию, переаттестацию, повторное прохождение аттестации, внесение изменений в квалификационный аттестат, продление срока действия квалификационного аттестата и выдачу его дубликата уплачивается государственная пошлина.

Требования, регламентирующие процедуру получения документа, удостоверяющего профессиональную квалификацию для осуществления деятельности на рынке ценных бумаг, включают:

- подачу заявления и других документов в аттестующий орган, уполномоченный на проведение аттестации и выдачу квалификационных аттестатов. Аттестующий орган осуществляет проверку документов и принимает решение о допуске к прохождению аттестации;
- уплату государственной пошлины за аттестацию, которая может быть осуществлена через автоматизированную информационную систему единого расчетного и информационного пространства или путем перечисления денежных средств в банке;
- наличие образования и опыта работы в финансовой сфере. Необходимо наличие документа об образовании (его дубликата) высшего или среднего специального уровня либо статуса обучающегося последних курсов учреждений высшего образования по экономической или юридической специальности. Также необходимо наличие стажа работы не менее одного или двух лет в банковской, страховой, финансовой сфере или на рынке ценных бумаг;
- освоение образовательной программы обучающих курсов для специалистов рынка ценных бумаг. Это курсы, направленные на формирование теоретических знаний и практических навыков по работе на рынке ценных бумаг. Срок окончания обучения по этим курсам не должен превышать шесть месяцев до даты подачи документов для прохождения аттестации;
- прохождение самой аттестации. Это комплексная проверка знаний и умений по работе на рынке ценных бумаг в форме тестирования. При успешном прохождении аттестации выдается квалификационный аттестат.

Квалификационные аттестаты классифицируются по категориям в соответствии со сложностью и ответственностью выполняемых функций. Существуют аттестаты первой, второй и третьей категории, а также аттестат временного (антикризисного) управляющего. Некоторые правила не распространяются на банки и другие кредитные организации, потому что они уже имеют свои лицензии и правила работы.

Аттестационная комиссия состоит из председателя, его заместителя, секретаря и других членов, определяемых аттестующим органом. Она проводит заседания по мере необходимости и принимает решения путем голосования простым большинством голосов, участвует в подготовке вопросов и ответов квалификационного экзамена, определяет его продолжительность и количество вопросов, принимает экзамен, дает рекомендации аттестующему органу по выдаче или отказе в выдаче квалификационных аттестатов, проводит собеседование и осуществляет иные полномочия.

Аттестация осуществляется путем компьютерного тестирования по базовым и специализированным вопросам, выбираемым случайным образом из базы данных. Претенденты на получение квалификационных аттестатов разных категорий проходят тестирование по разным направлениям. Тестирование считается успешным, если количество правильных ответов не менее 80 %. При неудачном тестировании претендент может повторить его после уплаты государственной пошлины. Решение о выдаче или отказе в выдаче квалификационного аттестата принимает аттестующий орган с учетом рекомендаций аттестационной комиссии. Квалификационный аттестат выдается лицу, прошедшему аттестацию, под его роспись или его уполномоченному лицу.

Также специалисты рынка ценных бумаг при необходимости продления срока действия квалификационного аттестата и переаттестации обязаны пройти обучение по специальной программе и представить в аттестующий орган необходимые документы и платежные документы за продление срока действия квалификационного аттестата и переаттестацию.

Переаттестация осуществляется путем компьютерного тестирования по базовым и специализированным вопросам. При положительном результате тестирования срок действия квалификационного аттестата продлевается. При отрицательном результате тестирования специалист может повторить его после уплаты государственной пошлины. Решение о продлении или отказе в продлении срока действия квалификационного аттестата принимает аттестующий орган с учетом рекомендаций аттестационной комиссии. Специалисты рынка ценных бумаг могут ходатайствовать об изменении категории квалификационного аттестата или видов работ и услуг при продлении срока его действия.

Дубликат квалификационного аттестата выдается по заявлению специалиста рынка ценных бумаг в случае утраты или порчи оригинала. Изменения в квалификационный аттестат вносятся по заявлению специалиста рынка ценных бумаг при представлении документов, подтверждающих изменение сведений. Специалисты рынка ценных бумаг могут также обратиться за изменением категории квалификационного аттестата или видов работ и услуг без изменения срока его действия. В этом случае они должны пройти переаттестацию в форме специализированного тестирования. Дубликат квалификационного аттестата и квалификационный аттестат с внесенными в него изменениями выдаются на срок действия оригинального квалификационного аттестата.

Приостановление действия квалификационного аттестата производится на срок до одного года в случае нарушения специалистом рынка ценных бумаг законодательства о ценных бумагах. Для возобновления действия квалификационного аттестата специалист рынка ценных бумаг должен устранить нарушение и пройти переаттестацию в форме тестирования и собеседования. Прекращение действия квалификационного аттестата происходит по истечении срока его действия или по решению аттестующего органа в случаях представления подложных документов, недееспособности специалиста рынка ценных бумаг, осуществления им действий в период приостановления действия квалификационного аттестата, неустранения нарушения или отказа в возобновлении действия квалификационного аттестата. Аттестующий орган письменно уведомляет специалиста рынка

Таблица 3. Количество действующих, выданных, продленных, приостановленных и аннулированных аттестатов специалистов рынка ценных бумаг с 2006 по 2022 г.

Год	Действующие аттестаты	Принято заявлений	Выдано	Продлено	Приостановлено	Аннулировано
2006	3433	1857	417	1331	–	–
2007	2932	2148	477	1517	–	–
2008	2933	2114	663	1282	1	1
2009	3181	1359	641	604	–	–
2010	3560	768	579	124	–	4
2011	4047	1163	682	266	–	1
2012	4197	284	609	298	–	1
2013	4197	955	625	293	–	–
2014	4161	751	540	180	–	2
2015	4078	601	422	166	–	–
2016	3786	707	432	240	–	–
2017	3586	735	449	262	–	–
2018	3250	596	316	271	–	–
2019	3104	588	342	219	–	–
2020	2830	327	137	79	–	–
2021	2716	562	277	287	–	–
2022	2465	497	237	234	–	–

Источник: разработка автора на основе [5, 6]

ценных бумаг о принятом решении о приостановлении или прекращении действия квалификационного аттестата с указанием причин.

Информация по осуществлению действий с квалификационными аттестатами специалистов рынка ценных бумаг размещается в ежегодных отчетах Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь. В таблице 3 отражена информация по действующим, выданным, продленным, приостановленным и аннулированным аттестатам с 2006 по 2022 г.

С 1 марта 2006 г. вступило в силу Постановление Комитета по ценным бумагам при Совете министров Республики Беларусь от 16.12.2005 г. № 09/П «Об утверждении Инструкции о порядке аттестации специалистов рынка ценных бумаг Республики Беларусь». В соответствии с указанной инструкцией принципиально изменен порядок аттестации специалистов. Кроме того, внесены изменения и дополнения в Постановление Комитета по ценным бумагам при Совете министров Республики Беларусь от 26.04.2005 г. № 05/П в части квалификационных требований к руководителям и сотрудникам профучастников рынка ценных бумаг.

Для обеспечения выполнения вышеназванных постановлений было внедрено новое программное обеспечение, позволяющее проводить тестирование специалистов на ПЭВМ на более высоком качественном уровне. Концептуально пересмотрена процедура аттестации. Аттестация лиц, претендующих на получение квалификационных аттестатов, осуществляется путем проведения (приема) двухуровневого квалификационного экзамена (базового и специализированного). Квалификационный экзамен, проводимый ранее в форме собеседования, заменен на компьютерное тестирование (специализированное тестирование). Изменение процедуры прохождения (приема) квалификационных экзаменов позволяет повысить объективность оценки уровня квалификации аттестуемого.

Также Инструкцией о порядке аттестации специалистов рынка ценных бумаг Республики Беларусь расширен перечень видов работ и услуг, составляющих профессиональную и биржевую деятельность по ценным бумагам, право на осуществление которых предоставляет аттестат второй категории. Если раньше квалификационный аттестат второй категории предоставлял его владельцу право на осуществление только брокерской и дилерской деятельности, то в настоящее время данные виды работ и услуг дополнены депозитарной деятельностью, деятельностью по доверительному управлению ценными бумагами, деятельностью инвестиционного фонда, деятельностью по организации торговли ценными бумагами и клиринговой деятельностью. Лица, претендующие на получение квалификационного аттестата второй категории, по своему усмотрению могут выбрать из указанного в инструкции перечня один либо несколько видов работ и услуг, осуществлять которые намереваются [5].

В таблице 4 отражено количество действующих аттестатов специалистов рынка ценных бумаг в Беларуси за каждый год с 2005 по 2022 г. в зависимости от их видов. С 2005 по 2013 г. наблюдался колебательный рост количества действующих аттестатов всех видов. С 2014 по 2022 г. количество действующих аттестатов всех видов постепенно уменьшалось. Аттестаты 1-й категории имели наибольшую долю в общем количестве аттестатов в каждый год исследования. Однако их количество также снизилось на 60 % с 2005 по 2022 г. Количество аттестатов 2-й категории снизилось на 83 % с 2005 по 2022 г. Аттестаты 3-й категории имели вторую по величине долю в общем количестве аттестатов в каждый год исследования, их количество снизилось на 4 % с 2005 по 2022 г. Аттестаты категории «С» имели очень малую долю в общем количестве аттестатов, их количество колебалось от 0 до 4 аттестатов в год. Они имели максимальное количество в 2012, 2013 и 2014 г. (по 4 аттестата в каждый год), а в 2022 г. не было ни одного действующего аттестата этой категории.

В 2010 г. были подготовлены изменения и дополнения в программы подготовки и повышения квалификации специалистов рынка ценных бумаг на аттестат 1-й, 2-й категории и на аттестат 3-й категории и категории «С» с учетом изменения законодательства. Изменения связаны в первую очередь с существенным изменением законодательства по приватизации государственной собственности, с внесением изменений и дополнений в Закон «О хозяйственных обществах». Кроме того, в связи с изменением законодательства в базу данных для тестирования специалистов рынка ценных бумаг были внесены изменения и дополнения по вопросам лицензирования, приватизации, выпуска и обращения ценных бумаг, корпоративного управления и иным вопросам. Уменьшение количества аттестатов 1-й и 2-й категории связано с сокращением

Таблица 4. Динамика действующих аттестатов специалистов рынка ценных бумаг на конец года в зависимости от их видов с 2005 по 2022 г.

Вид аттестата	Первой категории	Второй категории	Третьей категории	Категории «С»	Итого
2005	1962	660	1506	1	4129
2006	1567	521	1341	4	3433
2007	1341	436	1253	2	2932
2008	1125	471	1335	2	2933
2009	1110	527	1540	2	3181
2010	1133	566	1859	2	3560
2011	1236	564	2245	2	4047
2012	1267	540	2386	4	4197
2013	1210	506	2477	4	4197
2014	1214	447	2496	4	4161
2015	1184	443	2457	4	4078
2016	1118	374	2292	2	3786
2017	1017	305	2264	1	3586
2018	962	230	2057	1	3250
2019	948	200	1955	1	3104
2020	878	172	1779	1	2830
2021	854	145	1716	1	2716
2022	793	113	1559	0	2465

Источник: разработка автора на основе [5, 6]

количества филиалов банков, осуществляющих профессиональную деятельность по ценным бумагам, в связи с их реорганизацией [5].

С целью предупреждения распространения инфекции, вызванной коронавирусом SARS/CoV-2019, в 2020 г. дважды приостанавливалась аттестация и переаттестация специалистов рынка ценных бумаг, признав это уважительной причиной для продления срока действия ранее выданных документов, необходимых для соблюдения требований к повышению квалификации и срокам представления документов. В 2022 г. принято 497 заявлений с прилагаемыми документами на получение и продление срока действия квалификационных аттестатов специалиста рынка ценных бумаг и проведена аттестация и переаттестация заявителей в форме тестирования. По результатам тестирования выдано 237 аттестатов, продлен срок действия 234 аттестатов. Общее количество аттестованных специалистов по сравнению с 01.01.2022 г. уменьшилось на 9,2 % и по состоянию на 01.01.2023 г. составило 2465 человек. При этом количество специалистов, имеющих аттестат 1-й категории, уменьшилось по сравнению с 01.01.2022 г. на 61 (–7,1 %) и составило 793 человека; 2-й категории — на 32 (–22,1 %), 113 человек; 3-й категории — на 157 (–9,1 %), 1559 человек. По состоянию на 01.01.2023 г. аттестаты категории «С» отсутствуют [6].

На рисунке 1 можно наглядно увидеть динамику аттестатов специалистов рынка ценных бумаг по их видам с 2005 по 2022 г.

Динамику общего количества действующих аттестатов специалистов рынка ценных бумаг на конец года с 1993 по 2022 г. можно наблюдать на рисунке 2. С 1993 по 2005 г. наблюдался стабильный рост количества действующих сертификатов, достигнув пика — 4129 сертификатов — в 2005 г. С 2006 по 2009 г. количество действующих сертификатов снизилось на 23 %, что может быть связано с экономическим кризисом или изменением требований к сертификации. С 2010 по 2013 г. количество действующих сертификатов снова выросло на 18 %, достигнув нового пика — 4197 сертификатов — в 2012 и 2013 г. С 2014 по 2022 г. количество действующих сертификатов постепенно уменьшалось на

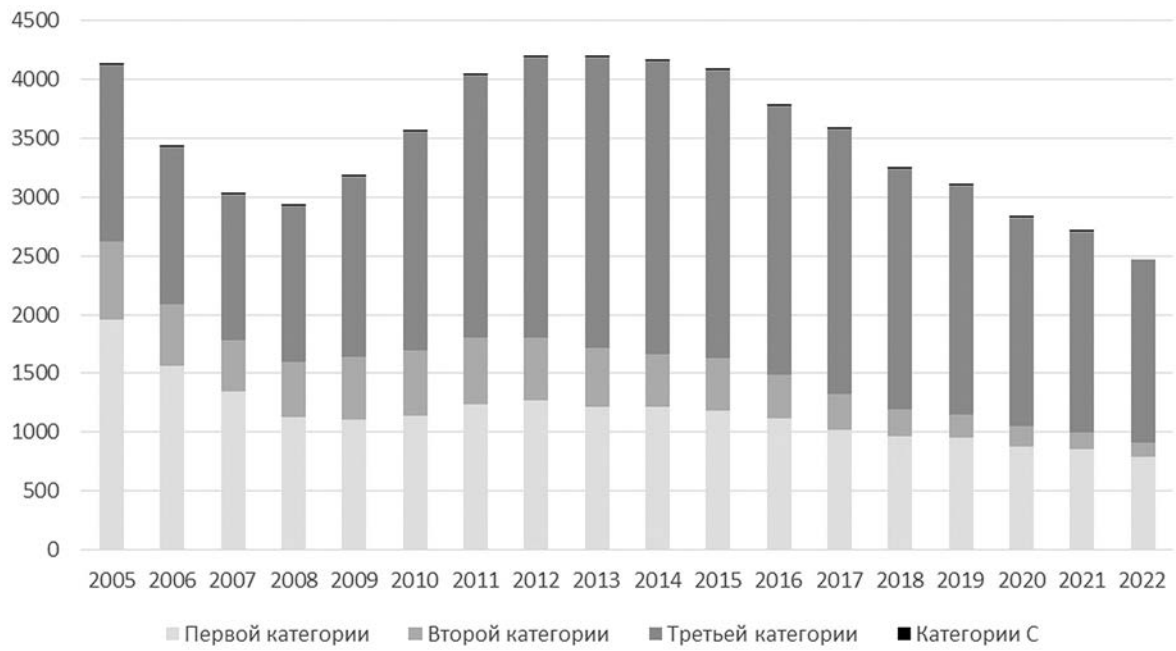


Рисунок 1. Динамика видов аттестатов специалистов рынка ценных бумаг с 2005 по 2022 г.
Источник: разработка автора на основе таблицы 4

41 %, что может быть связано с уменьшением количества открытых акционерных обществ и профучастников, оптимизацией кадровой структуры профучастников, в том числе банков. Тем не менее Республика Беларусь занимает 8-е место в Европе по количеству аттестатов специалистов рынка ценных бумаг на конец 2022 г. и 3-е место в СНГ после России (11 762 аттестатов) и Казахстана (4321 аттестат) [7].

Необходимо отметить достаточно высокий уровень транспарентности в сфере аттеста-

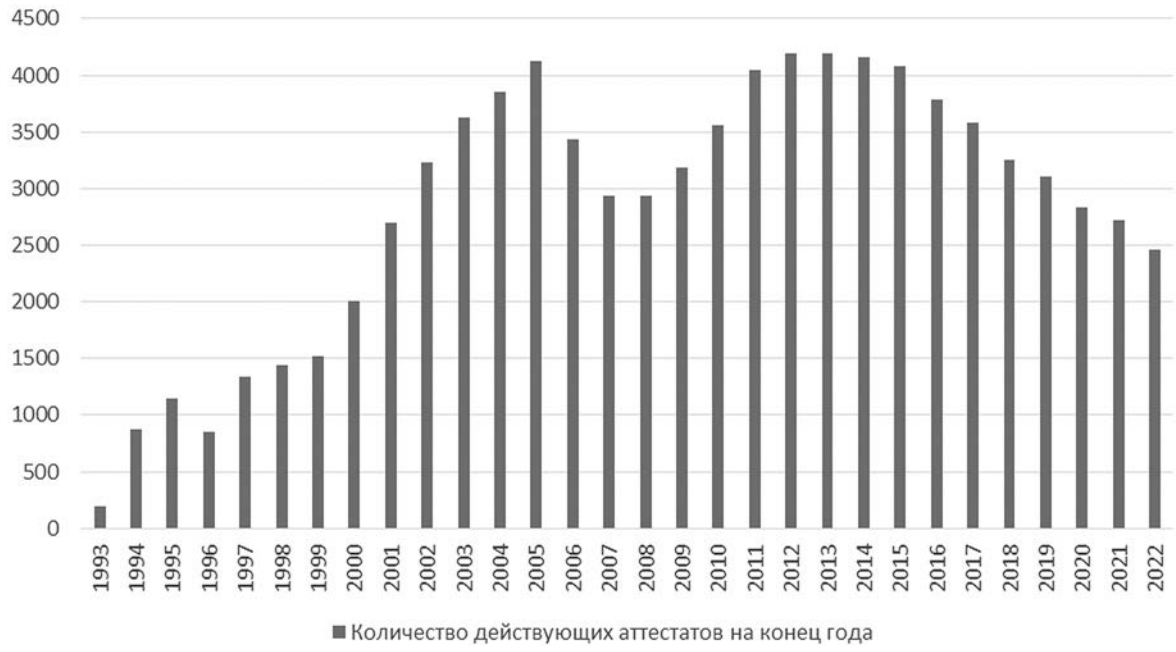


Рисунок 2. Динамика действующих аттестатов специалистов рынка ценных бумаг на конец года с 1993 по 2022 г.
Источник: разработка автора на основе [5, 6]

ции специалистов рынка ценных бумаг в Республике Беларусь. Транспарентность деятельности любого государственного органа является важным фактором его подотчетности обществу, что утверждается в предыдущих публикациях автора [8, 9]. Динамику действующих аттестатов можно наблюдать за последние 30 лет в отчетах о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь; подтверждение наличия лицензии может осуществляться путем обращения к Единому реестру лицензий посредством глобальной компьютерной сети Интернет; информацию о подготовке специалистов рынка ценных бумаг, образцы заявлений по вопросам лицензирования, реквизиты по оплате за аттестацию и лицензирование можно получить на официальном сайте Министерства финансов Республики Беларусь во вкладке «Департамент по ценным бумагам. Лицензирование и аттестация».

Кроме того, доступны онлайн-программы подготовки и повышения квалификации, примерные формы заявлений на получение квалификационного аттестата, для продления срока действия квалификационного аттестата, внесения изменений в квалификационный аттестат, анкета претендента на получение квалификационного аттестата на право деятельности на рынке ценных бумаг и перечень представляемых документов по аттестации. Хотя тексты правовых актов в области аттестации специалистов рынка ценных бумаг в Республике Беларусь можно охарактеризовать как обладающие низкой степенью восприятия для аудитории, что является неотъемлемой составляющей транспарентности [10], на официальном сайте кратко и в доступной форме представлена основная информация в данной области.

В 2022 г. подведены итоги общественного обсуждения проекта Постановления Совета министров Республики Беларусь «Об изменении Постановления Совета министров Республики Беларусь от 18 августа 2016 г. № 651» [11].

Проект постановления разработан с целью:

- улучшения порядка аттестации специалистов рынка ценных бумаг, включая порядок выдачи, приостановления и прекращения действия квалификационного аттестата специалиста рынка ценных бумаг;
- автоматизации процессов подачи документов, выдачи (продления действия) и получения квалификационных аттестатов;
- оптимизации порядка допуска к прохождению аттестации претендентов на получение квалификационных аттестатов;
- продления срока действия квалификационных аттестатов аттестованных специалистов рынка ценных бумаг и работы аттестующего органа.

Для претендента на получение квалификационного аттестата обязательно отсутствие непогашенной или неснятой судимости с принятием соответствующего постановления. Также отменяется необходимость предоставления в аттестующий орган копии свидетельства о признании документа об образовании, выданного в иностранном государстве. Документы, необходимые для допуска к прохождению аттестации, претендент будет представлять в письменной либо электронной (в виде электронного документа либо электронной копии документа на бумажном носителе) форме через электронный личный кабинет. Переаттестация специалиста рынка ценных бумаг, в отношении которого принято решение о приостановлении действия квалификационного аттестата, осуществляется на основании заявления, поданного им в аттестующий орган с момента получения уведомления о переаттестации [12].

Таким образом, в заключение необходимо отметить, что фондовый рынок — это элемент рыночной экономики, который нуждается в профессионалах высокого уровня. Они должны быть способны эффективно и добросовестно работать с клиентами. Для этого необходима процедура отбора лиц для работы на фондовом рынке через систему аттестации специалистов и лицензирования деятельности профессиональных участников фондового рынка. Аттестация является способом отбора специалистов, обеспечивающим квалифицированное выполнение ими своих обязанностей перед участниками рынка ценных бумаг. Этот процесс включает в себя прием у граждан квалификационных экзаменов в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. Аттестации подлежат руководители и специалисты компаний, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг.

С 2014 по 2022 г. количество действующих сертификатов постепенно уменьшалось и составило на конец 2022 г. 2465 сертификатов. Доля аттестатов 1-й категории, выдаваемых руководителям профессиональных участников

рынка ценных бумаг и специалистам, оказывающим услуги по консультированию и эмиссионной деятельности, составила 32 % в общем числе выданных аттестатов; 2-й категории — для специалистов ПУРЦБ, осуществляющих профессиональную и биржевую деятельность по ценным бумагам, и руководителей специальных финансовых организаций, осуществляющих эмиссионную деятельность, инвестиционных фондов и их специализированных депозитариев — 4,6 %; 3-й категории — для главных бухгалтеров специализированных депозитариев и инвестиционных фондов — 63 %. Действующих аттестатов категории «С», выдаваемых антикризисным управляющим, на конец 2022 г. не наблюдалось. Республика Беларусь занимает 3-е место в СНГ по количеству действующих аттестатов после России и Казахстана. Автором рекомендуется увеличение степени доступности восприятия текстов законодательных актов с целью дальнейшего повышения уровня транспарентности в данной области. Вместе с тем доработка законодательства осуществляется с целью улучшения порядка аттестации и оптимизации порядка допуска к прохождению аттестации претендентов.

Литература

1. О рынке ценных бумаг: Закон Республики Беларусь от 5.01.2015 г. № 231-З [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://pravo.by/document/?guid=3871&p0=H11500231. — Дата доступа: 07.05.2023.
2. Об утверждении инструкции о некоторых вопросах выпуска и государственной регистрации ценных бумаг: Постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 11.12.2009 г. № 146 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/acts/postmf_111209_146.pdf. — Дата доступа: 07.05.2023.
3. Об установлении требований финансовой достаточности и квалификационных требований: Постановление Совета министров Республики Беларусь от 5.04.2016 г. № 20 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/acts/postmf_050416_20.pdf. — Дата доступа: 07.05.2023.
4. О порядке аттестации специалистов рынка ценных бумаг: Постановление Совета министров Республики Беларусь от 18.08.2016 г. № 651 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/acts/postsm_180816_651.pdf. — Дата доступа: 07.05.2023.
5. Отчеты о работе Департамента по ценным бумагам [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/ru/securities_department/reports/. — Дата доступа: 07.05.2023.
6. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2021 году [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://minfin.gov.by/upload/depcen/otchet/2021/2021.pdf. — Дата доступа: 07.05.2023.
7. The ISO Survey [Electronic resource]. — Mode of access: https://www.iso.org/the-iso-survey.html. — Date of access: 10.05.2023.
8. Стрижевич, А.С. Анализ развития понятия транспарентности в теоретической литературе / А.С. Стрижевич // Проблемы устойчивости развития социально-экономических систем: Сборник материалов Международной научно-практической конференции. — Тамбов, 2021. — С. 730–736.
9. Стрижевич, А.С. Транспарентность центрального банка: эффективный подход к измерению в современных условиях / А.С. Стрижевич // Банковский вестник. — 2021. — № 8 (697). — С. 41–51.
10. Стрижевич, А.С. Транспарентность и раскрытие информации: тождественность или неравнозначность? / А.С. Стрижевич // Новая экономика. — 2022. — № 2 (спецвыпуск). — С. 49–56.
11. Об изменении Постановления Совета министров Республики Беларусь от 18 августа 2016 г. № 651: Постановление Совета министров Республики Беларусь [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.minfin.gov.by/upload/depcen/project/proect_21022022.pdf. — Дата доступа: 07.05.2023.
12. Что изменится в аттестации специалистов рынка ценных бумаг? [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.gb.by/novosti/chto-izmenitsya-v-attestatsii-spetsialis. — Дата доступа: 07.05.2023.

Индексы волатильности и маркеры неопределенности фондовых рынков

Сокол Дмитрий Владимирович,
кандидат экономических наук,
доцент кафедры корпоративных финансов
Белорусского государственного университета
(г. Минск, Беларусь)

В статье рассмотрен вопрос о роли неопределенности в принятии экономических решений. Представлен обзор теоретических концепций неопределенности экономических систем, даются различные трактовки и классификации этого понятия. Основной акцент делается на индексном подходе. Проведена актуальная оценка неопределенности согласно Мировому индексу неопределенности (World Uncertainty Index — WUI), неопределенности экономической политики (Economic Policy Uncertainty — EPU), Всемирному индексу неопределенности пандемии (World Pandemic Uncertainty Index — WPUI), индексу волатильности Чикагской биржи опционов (VIX — CBOE Volatility Index), европейскому индексу волатильности VSTOXX (V2TX), российскому индексу волатильности RVI.

The purpose of this essay is to analyze the role of uncertainty in economic decision-making. An overview of theoretical principles of uncertainty in economic systems is presented, along with alternative interpretations and classifications of this term. The index approach is the primary focus. An up-to-date assessment of uncertainty was carried out according to the World Uncertainty Index (World Uncertainty Index — WUI), Economic Policy Uncertainty (Economic Policy Uncertainty — EPU), the World Pandemic Uncertainty Index (WPUI), the Chicago Options Exchange Volatility Index (VIX — CBOE Volatility Index), the European VSTOXX Volatility Index (V2TX), The Russian volatility index RVI.

Экономические исследования подтверждают негативное влияние макроэкономической неопределенности на конъюнктуру рынков и экономический рост. Проблема неопределенности рассматривается в экономической теории довольно широко и представляет собой отдельное направление исследований. На существование данной проблемы первым обратил внимание американский экономист Фрэнк Найт в своей книге «Риск, неопределенность и прибыль», изданной в 1928 г., но до сих пор не утратившей своего теоретического значения.

Чтобы сохранить различие между измеримой и неизмеримой неопределенностью, Ф. Найт предложил использовать термин «риск». В случае, когда распределение результатов в группе известно (что достигается путем априорных вычислений или изучения статистики предшествующего опыта), можно говорить о риске. Понятие «неопределенность» в данном случае означает ситуацию, когда такая возможность отсутствует.

В современных учебниках неопределенность трактуется как положение, связанное с отсутствием, неполнотой, недостаточностью и асимметрией информации об объекте, процессе, явлении, по отношению к которому принимается решение, а также с ограниченными способностями человека в сборе и переработке информации, с постоянной изменчивостью этой информации.

Измерение неопределенности по своей сути является сложной задачей. Неопределенность — это туманная концепция, отражающая неопределенность в умах потребителей, менеджеров и политиков относительно будущих событий (которые могут произойти,

а могут и не произойти). В последние десять лет макроэкономисты обращают больше внимания на «шоки неопределенности»: если обычные шоки изменяют уровень переменной, то шоки неопределенности изменяют ее возможный разброс.

На долю неопределенности приходится объяснение таких явлений, как риск, устойчивость, безопасность и стабильность. В ней воплощается одновременно множество оттенков двусмысленности и неоднозначности в понимании, восприятии и, казалось бы, верном истолковании ее природы и сущности. Неопределенность есть категория особого толка, к которой неприменимы традиционные приемы жесткой конкретизации. Неопределенность многогранна и во многом неповторима [1].

Можно выделить три основных канала негативного влияния макроэкономической неопределенности на экономический рост. Первый из них — это эффект реальных опционов. Как известно, многие инвестиционные проекты несут с собой невозвратные издержки — затраты, которые невозможно возместить, если по какой-либо причине уже реализованный проект будет свернут. При этом в условиях растущей макроэкономической неопределенности увеличивается риск того, что новый проект окажется убыточным, и, следовательно, возрастает вероятность потери части вложенных средств. Это может побудить инвестора отменить реализацию проекта или отложить его до времен, когда неопределенность снизится. Другими словами, с ростом неопределенности возрастает и ценность реального опциона на отсрочку начала проекта. Очевидно также, что такая реакция инвесторов приводит к снижению текущей инвестиционной активности, что пагубно влияет на экономический рост. Так, согласно недавним оценкам Банка Англии, за год после референдума по выходу из ЕС из-за роста неопределенности Великобритания потеряла 3–4 % инвестиций в номинальном выражении.

По сходной причине в условиях роста «индекса страха» компании начинают откладывать наем новых работников, так как их увольнение в будущем в случае негативного развития хода событий принесет издержки, связанные с выплатой выходных пособий и компенсаций. Это также негативно сказывается на занятости, выпуске и доходах населения. Но надо иметь в виду, что экономический рост может значительно ускориться после того, как источник неопределенности будет ликвидирован: компании могут скоординированно приступить к реализации отложенных инвестиционных проектов и запланированному ранее расширению штата сотрудников.

Второй канал связан со сбережениями по мотиву предосторожности. Во время растущей неопределенности, увеличения рисков развития кризиса и падения доходов в будущем население начинает накапливать сбережения на черный день и менее охотно берет деньги в кредит, тем самым сокращая текущие расходы на товары и услуги. Такая сберегательная модель поведения приводит к снижению потребительского спроса и, соответственно, также негативно влияет на экономический рост.

Третий канал связан с работой финансовых рынков. Рост волатильности вызывает падение цен на рисковые активы, увеличивает кредитные спреды, создает проблемы для банковского сектора и осложняет доступ населения и фирм к кредитным средствам и финансированию. Это также негативно влияет на потребительский и инвестиционный спрос, вызывая замедление экономического роста.

Учитывая все эти проблемы, неудивительно, что исследователи полагаются на различные методы измерения неопределенности. Один из подходов основан на нестабильности ключевых экономических и финансовых переменных (Лихи и Уайтед (1996), Блум (2009), Фернандес-Виллаверде (2011), Хурадо, Людвигсон и Нг (2013), Людвигсон, Ма и Нг (2021). Понятие неопределенности имеет особое значение для финансовых и фондовых рынков в частности. Данные рынки имеют конкретное стоимостное измерение в реальном времени в виде различного рода котировок и индексов. Соответственно, имеется возможность постоянно следить за динамикой изменчивости или волатильности. Именно волатильность и является тем индексом, которым измеряют неопределенность на финансовых рынках.

Еще одним популярным методом является текстовый анализ, который основан на текстовом поиске в газетных архивах, например: Бейкер, Блум и Дэвис (2016) Индекс экономической и политической неопределенности, Индекс геополитических рисков Калдары и Яковьелло (2021), Twitter-маркер Бейкера и др. (2021), показатель поисковых запросов Бонтемпи и др. (2021). Другие исследователи пытались уловить неопределенность, которую

менеджеры выражают по отношению к перспективам продаж своих собственных фирм (например, Алтиг и др. (2021). Данные подходы привносят очевидный вклад в развитие концепции неопределенности, но серьезно ограничены в прикладном плане. В предложенных методиках анализируются преимущественно развитые экономики с массивом данных после начала 1990-х гг. [2].

На практике получают развитие те методы и индексы, которые характеризуются простотой подсчета либо регулярностью обновлений и удовлетворительными прогностическими возможностями.

Интересный показатель неопределенности был предложен Скоттом Бейкером, Николасом Блумом и Стивеном Дэвисом в статье Measuring Economic Policy Uncertainty. Этот индекс — Economic Policy Uncertainty (EPU) — измеряет неопределенность экономической политики и рассчитывается на основе частоты совместного упоминания слов «экономика» и «неопределенность» в контексте обсуждения экономической политики на страницах 10 ведущих печатных изданий в США. Интересно, что этот показатель также сильно коррелирует с индексом волатильности VIX, но в целом он лучше улавливает рост неопределенности, вызванный президентскими выборами, бюджетным процессом или военными кампаниями. Аналогичный индекс по той же методологии рассчитывается и для России на ежемесячной основе (исследователи опираются на публикации «Коммерсанта»). И хотя российский EPU более «шумный», чем американский, он неплохо отражает всплески неопределенности во время важных экономических и политических событий, таких как финансовый кризис в августе 1998 г., протесты после парламентских выборов в декабре 2011 г. или присоединение Крыма в марте 2014 г.

Самый масштабный по охвату индекс неопределенности — Мировой индекс неопределенности (World Uncertainty Index — WUI) — рассчитывается для несбалансированной группы из 143 отдельных стран на ежеквартальной основе из 1952. Это первая попытка построить панельный индекс неопределенности для большого числа развитых и развивающихся стран. Индекс отражает частоту употребления слова «неопределенность» (и его вариантов) в отчетах исследовательского отдела Economist (Economist Intelligence Unit — EIU) по странам [3]. Большее число означает большую неопределенность, и наоборот.

Полученные результаты позволили сделать два ключевых вывода. Во-первых, действительно, неопределенность в странах с системно значимой экономикой оказывает влияние на неопределенность во всем мире. Во-вторых, серьезное влияние в виде вторичных эффектов неопределенности оказывают только Соединенные Штаты и Соединенное Королевство, тогда как другие крупные экономики в среднем играют незначительную роль.

В ходе исследования было установлено, что в течение последних нескольких десятилетий неопределенность, связанная с США, являлась одной из главных причин неопределенности во всем мире.

Большее число означает большую неопределенность, и наоборот. На рисунке 1 представлены расчетные показатели индекса за период 1990–2023 гг. Во всем мире индекс резко растет в связи с такими крупными событиями, как война в Персидском заливе, долговой кризис в евро, голосование по Brexit, пандемия COVID и война в Украине.

Отдельно рассчитываются показатели, характеризующие побочные эффекты неопределенности, обусловленные экономическими и политическими событиями, а также неопределенность в связи с пандемией. Для количественной оценки неопределенности, связанной с кризисом коронавируса, рассчитывается Всемирный индекс неопределенности пандемии (World Pandemic Uncertainty Index — WPUI). Данный индекс подсчитывает, сколько раз слово «неопределенность» упоминается рядом со словом, связанным с пандемиями или эпидемиями, в отчетах EIU по странам. На рисунке 2 представлена динамика глобального значения WPUI (взвешенного по ВВП), а также отдельно для Республики Беларусь.

Индекс WPUI рассчитывается путем подсчета количества упоминаний термина «неопределенность» (или его аналогов) рядом со следующими словами: тяжелый острый респираторный синдром (SARS), птичий грипп, H5N1, свиной грипп, H1N1, ближневосточный респираторный синдром (MERS), эбола, коронавирус, COVID-19, грипп, H1V1, Всемирная организация здравоохранения (ВОЗ) в отчетах EIU по странам. Затем WPUI нормализуется по общему количеству слов и масштабируется путем умножения на 1000.

Как показано на рисунке 2, уровень глобальной неопределенности, связанной с COVID-19, беспрецедентен в сравнении

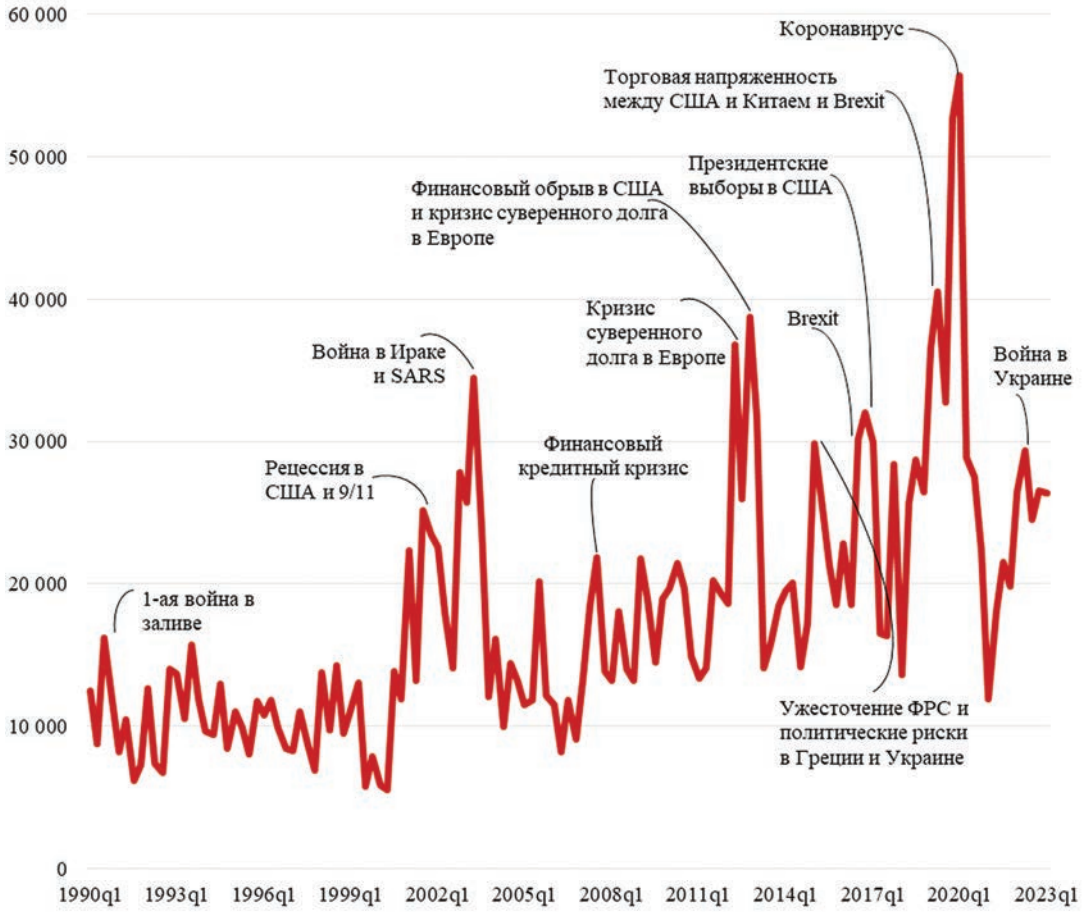


Рисунок 1. Мировой индекс неопределенности (WUI)

Источник: [4]

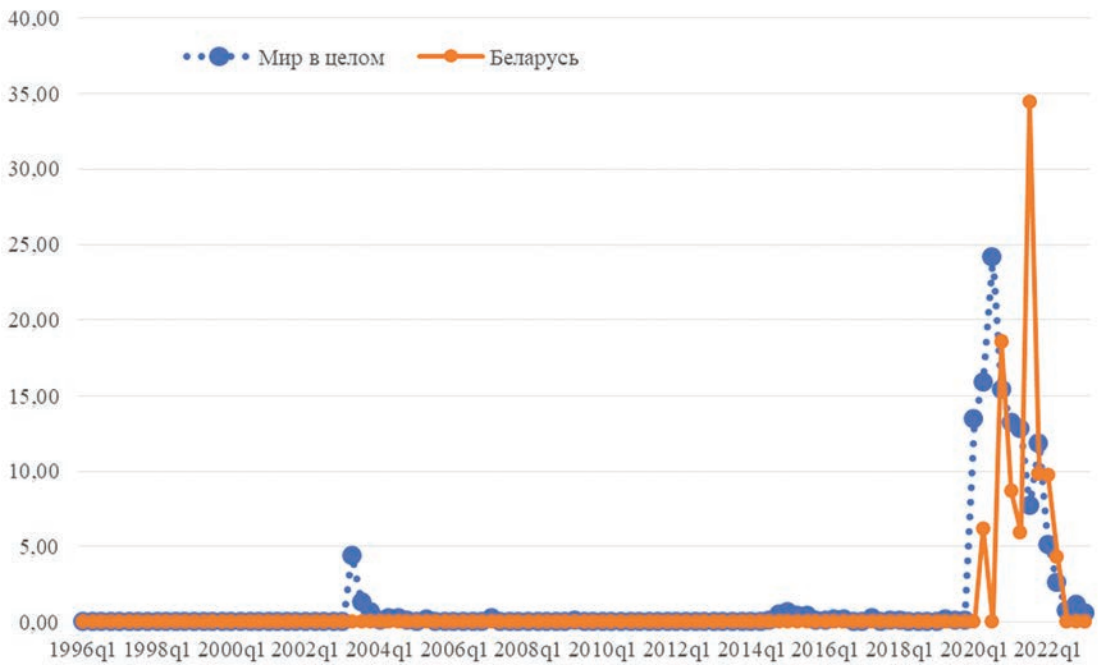


Рисунок 2. Мировой индекс неопределенности пандемии (WPUI)

Источник: составлено автором по данным [5]

с другими недавними пандемиями. Также обращает на себя внимание факт запаздывающего временного лага и превышения пиков проявления неопределенности, связанной с коронавирусом, в Беларуси.

Если говорить о фондовых рынках, то здесь одними из широко признанных индикаторов являются индексы волатильности, за которыми следят в качестве ежедневного рыночного индикатора.

Волатильность отражает величину риска, связанного с колебаниями стоимости ценной бумаги. Он измеряется с использованием разницы между доходностями по ценной бумаге или индексу. Цена ценной бумаги с высокой волатильностью может резко измениться в любом направлении за короткий промежуток времени. С другой стороны, ценная бумага с низкой волатильностью будет иметь тенденцию удерживать свою цену с течением времени.

Существует три основных типа волатильности:

- **стандартное отклонение**: измеряет изменения цены ценной бумаги за определенный период;
- **бета (β)**: измеряет волатильность ценной бумаги по отношению к рынку. Ценная бумага с бета-версией выше 1.0 считается более волатильной, чем рынок;
- **прогнозируемая волатильность** рассчитывается на основе цен опционов и используется для оценки будущих колебаний цены ценной бумаги.

Стандартное отклонение является частью статистических и математических моделей и само по себе малоинформативно, редко используется самостоятельно. Бета широко применяется в инвестиционном анализе в качестве индикатора риска. Прогнозная волатильность получила свое развитие в построении различного рода индексов волатильности.

Волатильность — это показатель изменения цены актива, а не цены самого актива. Это означает, что когда вы торгуете на волатильности, вы фокусируетесь не на направлении изменений, а на том, насколько сильно изменился рынок и как часто происходят движения. Поэтому значения указываются в процентных пунктах.

Наиболее известным индексом волатильности, пожалуй, является «индекс страха» — индекс VIX, отражающий рыночные ожидания 30-дневной будущей волатильности фондового рынка США и рассчитанный на основе цен опционов на индекс SPX S&P 500. В режиме реального времени он отражает ожидания рынка относительно волатильности в ближайшие 30 дней. VIX отслеживает базовую цену опционов S&P 500, а не сам фондовый рынок. Это был первый ориентир для количественной оценки рыночных ожиданий относительно волатильности. Сегодня инвесторы используют VIX, чтобы получить представление о рыночном риске, а также о настроениях инвесторов. Если значение VIX увеличивается, вполне вероятно, что S&P 500 падает, а если значение VIX снижается, то S&P 500, скорее всего, испытывает стабильность.

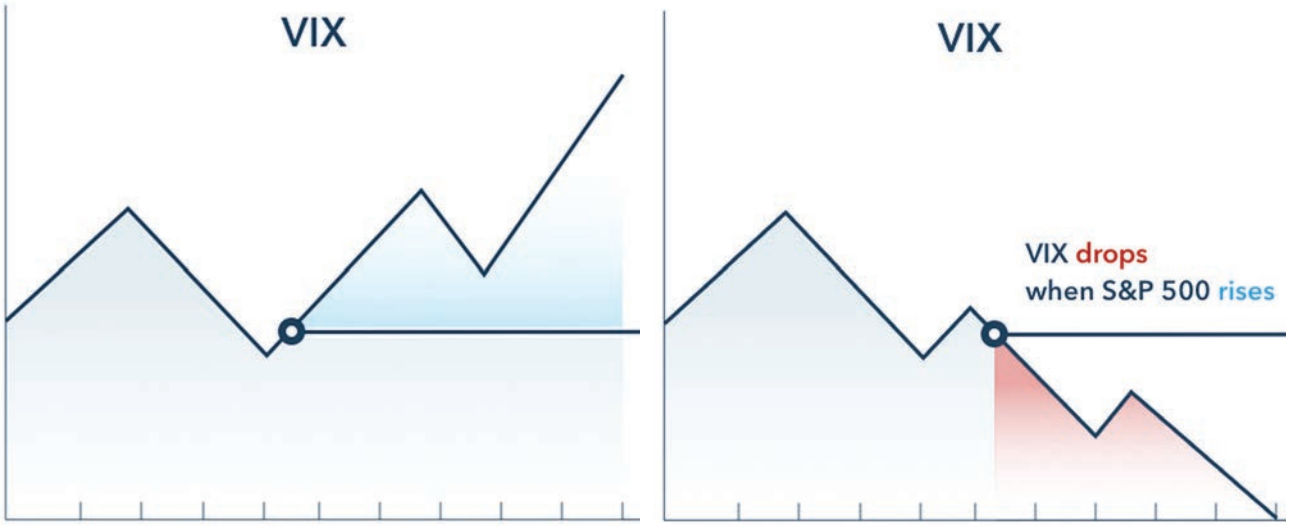


Рисунок 3. Интерпретация динамики индексов VIX и S&P 500

Источник: составлено автором по данным [6, 7]

Инструменты, связанные с VIX, имеют сильную отрицательную корреляцию с фондовым рынком, что сделало их популярным выбором среди трейдеров и инвесторов для диверсификации и хеджирования, а также для чистой спекуляции. Если VIX двинется вверх, вполне вероятно, что S&P 500 упадет в цене из-за растущих опасений инвесторов. Если индекс волатильности снизится, то S&P 500, скорее всего, будет испытывать стабильность, и инвесторы относительно свободны от стрессов. Волатильность торговли не является эквивалентом рыночного спада, поскольку рынок может снижаться, но волатильность оставаться низкой.

История возникновения индекса волатильности VIX тесно связана с Чикагской биржей опционов (Chicago Board Options Exchange's CBOE Volatility Index). VIX ведет свое происхождение от исследований в области финансовой экономики Менахема Бреннера и Дэна Галая. Начиная с 1989 г. в серии работ Бреннер и Галай предложили создать серию индексов волатильности, начиная с индекса волатильности фондового рынка и переходя к волатильности процентных ставок и валютных курсов. В своих статьях Бреннер и Галай предложили: «Индекс волатильности, который будет называться «Индекс Сигмы», будет часто обновляться и использоваться в качестве базового актива для фьючерсов и опционов… Индекс волатильности будет играть ту же роль, что и рыночный индекс для опционов и фьючерсов на индекс» [8]. В 1992 г. CBOE наняла консультанта Боба Уэйли для расчета значений волатильности фондового рынка на основе этой теоретической работы. Индекс волатильности Чикагской биржи опционов был введен компанией CBOE Global Markets, Incorporated в 1993 г.

VIX рассчитывается в режиме реального времени с использованием текущих цен на опционы S&P 500: сюда входят стандартные опционы CBOE SPX, срок действия которых истекает в третью пятницу каждого месяца, и еженедельные опционы CBOE SPX, срок действия которых истекает каждую пятницу. Чтобы быть включенным в индекс VIX, срок действия опциона должен составлять от 23 до 37 дней.

Индекс ориентирован на перспективу и показывает прогнозируемую волатильность S&P 500 (SPX) в течение следующих 30 дней.

Расчет VIX достаточно сложен математически. Основная теория расчета заключается в том, что, комбинируя взвешенные цены нескольких опционов S&P 500 «пут» и «колл»

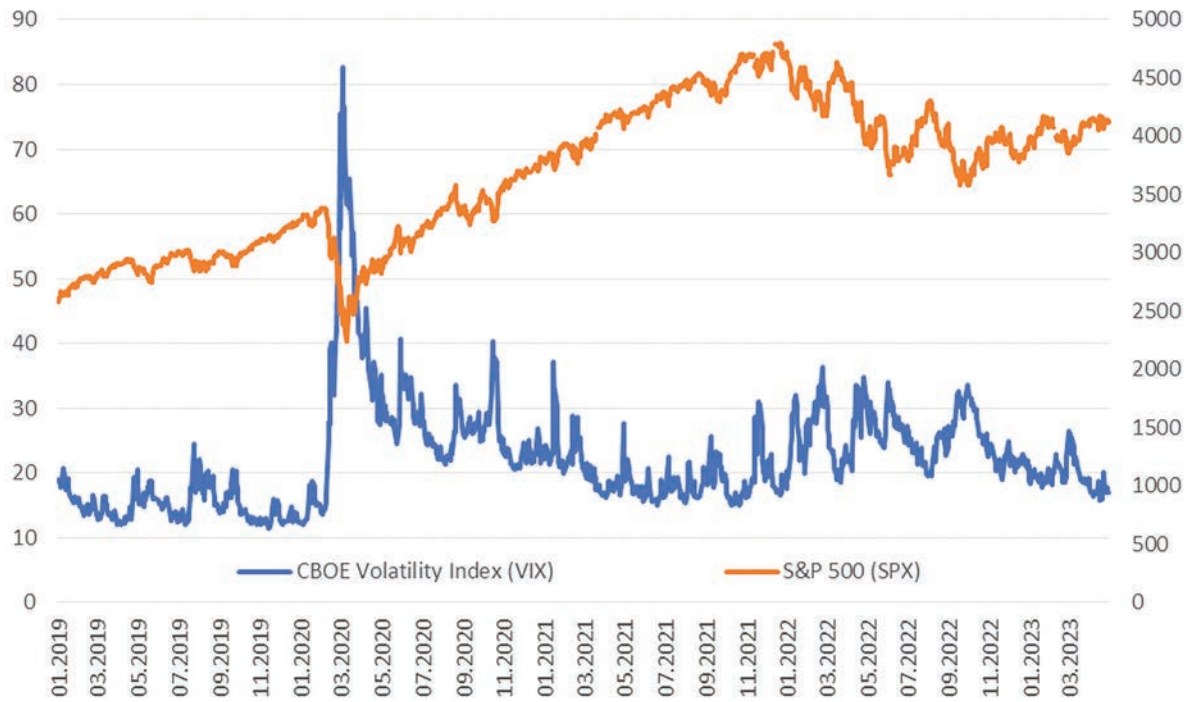


Рисунок 4. Индекс волатильности (VIX) против индекса S&P 500 (SPX)

Источник: составлено автором по данным [6, 7]

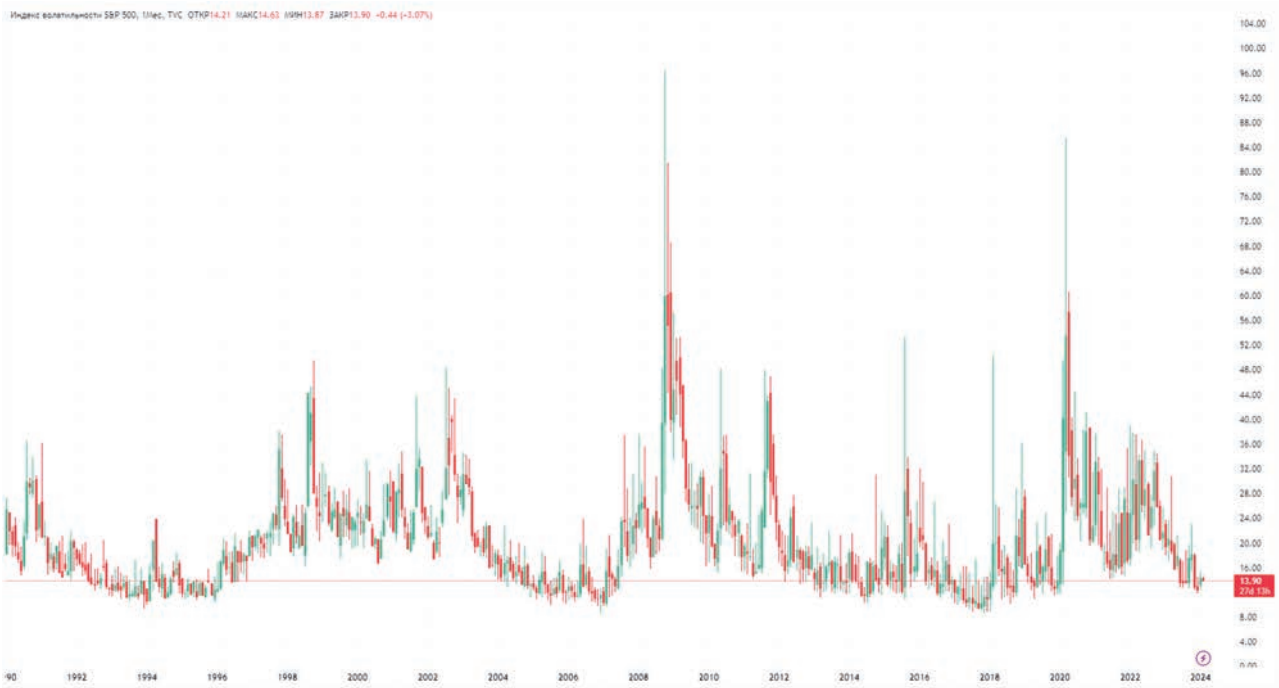


Рисунок 5. Индекс волатильности Чикагской биржи опционов (VIX — CBOE Volatility Index)

Источник: [9]

в широком диапазоне цен исполнения, мы можем получить представление о том, по каким ценам трейдеры готовы покупать и продавать S&P 500. Эти окончательные значения позволят оценить будущую волатильность индекса S&P 500.

Хотя VIX измеряет только волатильность S&P 500, он обычно используется в качестве ориентира для всего фондового рынка США. Цена опционов считается хорошим показателем волатильности, поскольку, если что-то беспокоит рынок, трейдеры и инвесторы, как правило, начинают покупать опционы, что приводит к росту цен. Вот почему VIX также известен как «индекс страха», он измеряет уровень страха и стресса на рынке.

Поскольку VIX является индексом, его можно отслеживать, а также торговать с использованием различных опционов и биржевых продуктов. У инвесторов также есть возможность использовать значения VIX для определения цены производных финансовых инструментов.

Вы не можете приобрести VIX как акцию или облигацию. Вместо этого вы должны приобрести инструменты, которые реагируют на колебания VIX. Трейдеры могут размещать свои средства хеджирования с помощью опционов VIX и фьючерсов.

Существует почти две дюжины биржевых продуктов с волатильностью (ETP[1]) для VIX, что включает в себя как биржевые фонды (ETF[2]), которые хранят активы, так и биржевые ноты (ETN[3]).

Если VIX растет, спрос на опционы растет и, следовательно, становится дороже. Если VIX падает, спрос снижается, и цены на опционы, как правило, падают. Следует понимать, что текущая волатильность не может быть известна заранее. Вот почему рекомендуется использовать VIX в сочетании с техническим и фундаментальным анализом.

Открывая позицию на VIX, вы потенциально могли бы сбалансировать другие позиции по акциям в своем портфеле и застраховать свои рыночные риски. Допустим, у вас длинная позиция по акциям американской компании, которая входит в S&P 500. Хотя вы верите в долгосрочные перспективы этого актива, вы хотите снизить свою подверженность некоторой краткосрочной волатильности. Вы решаете открыть позицию на покупку VIX инструмента, ожидая, что волатильность увеличится. Поступая таким образом, вы мог-

[1] Exchange traded products (ETPs)
[2] Exchange-traded funds (ETFs)
[3] Exchange-traded note (ETN)

ли бы сбалансировать эти позиции. Если вы ошиблись, и волатильность не увеличилась, ваши потери по позиции VIX могут быть компенсированы прибылью по вашей основной сделке.

Считается, что VIX предсказывает вершины и низы SPX: когда он достигает экстремальных максимумов, это рассматривается как признак надвигающегося бычьего давления на S&P 500, а когда он достигает экстремальных минимумов, это рассматривается как медвежий тренд для S&P 500.

В течение последних нескольких лет, если VIX торговался ниже 20, то считалось, что рынок находится в периоде стабильности, в то время как уровни 30 и более указывали на высокую волатильность.

Показатели индекса VIX можно представить в диапазонах:

- **0 и 20:** волатильность на рынке довольно низкая, инвесторы очень оптимистичны, а индекс S&P 500 находится в восходящем тренде;
- **20 и 30:** у инвесторов появляется беспокойство, что приводит к росту волатильности, восходящий тренд S&P 500 может продолжиться, а может развернуться;
- **30 и 100:** паника со стороны инвесторов! Волатильность особенно высока, и, вероятно, наблюдается резкая коррекция или даже обвал цены S&P 500 и основных фондовых индексов.

Эти уровни довольно условны и могут различаться для разных финансовых рынков, а также корректироваться в соответствии со взглядами конкретных инвесторов.

По базовой теории, если значение VIX находится выше 40–45, то это говорит о панике на рынке и бегстве инвесторов из рисковых активов. Такие ситуации складываются тогда, когда цены находятся у минимумов и пора задумываться о долгосрочных покупках. Если же значение опускается к 20 или ниже, то на рынках наблюдается растущий тренд и кажется, что так будет еще долгое время. В районе долгосрочных минимумов впору задуматься о закрытии длинных позиций.

Впрочем, диапазон колебаний «индекса страха» может изменяться в различные исторические периоды. Более того, индикатор способен длительное время находиться в районе минимумов. В последние годы VIX, как правило, низок во многом благодаря действиям мировых центробанков, накачавших финансовую систему деньгами. С 2012 г. индекс большую часть времени находится ниже 20. Выбросы наверх наблюдаются так же редко, как и коррекции по фондовому рынку США.

Принципиальным психологическим барьером является пороговое значение на уровне 40, которое превышалось индексом всего 6 раз.

- 1998 г.: индекс VIX достиг уровня 60, когда российские финансовые рынки рухнули.
- 2001 г.: после теракта 11 сентября цена VIX превысила 58 пунктов.
- 2002 г.: серия грандиозных финансовых скандалов, которая началась с корпорации Enron, привела к тому, что VIX поднялся до 58 пунктов и держался на этом уровне в период с июля по ноябрь.
- Октябрь 2008 г.: когда разразился ипотечный кризис, «индекс страха» VIX достиг 79 пунктов.
- 2018 г.: из-за серьезных опасений по поводу финансового краха VIX достиг уровня 50,30 пункта.
- 2020 г.: на протяжении марта и апреля индекс VIX оставался выше 40 пунктов. 18 марта «индекс страха» превысил исторический уровень — 80 пунктов. Это произошло из-за новостей, связанных с коронавирусом, и последующего обвала рынков (рисунок 5).

Конфликт в Украине также привел к росту индекса VIX почти до 35 пунктов, что является его максимальным значением с января 2021 г., когда в Европе были вновь введены ограничения из-за пандемии COVID-19.

Как и все индексы, VIX — это производный инструмент, предназначенный для отслеживания цены индекса волатильности. Никакой связи с активом нет, потому что нет физического актива, который можно купить или продать.

Важно помнить, что трейдеров с волатильностью не интересует, будет ли цена S&P 500 расти или падать, поскольку они могут извлечь выгоду и из того, и из другого, — вместо этого они смотрят на то, является ли рынок волатильным.

Позиция, которую вы решите занять, будет зависеть от ваших ожиданий относительно уровней волатильности. Трейдеры, которые открывают длинные позиции по VIX, — это те, кто верит, что волатильность будет увеличиваться, и поэтому VIX будет расти. Открывать длинные позиции по VIX — популярная позиция во времена финансовой нестабильности, когда на рынке много стресса и неопределенности.

Например, если вы полагаете, что индекс S&P 500 будет значительно снижаться после политического заявления, вы можете с долгосрочной точки зрения открыть позицию, купив VIX. Если бы волатильность действительно росла, ваш прогноз был бы верен и вы могли бы получить прибыль. Однако если бы вы открыли длинную позицию и на рынке не было волатильности, ваша позиция принесла бы убыток.

Когда вы открываете короткую позицию по VIX, вы, по сути, ожидаете, что S&P 500 вырастет в цене. Волатильность коротких продаж особенно популярна, когда процентные ставки низкие, наблюдается разумный экономический рост и низкая волатильность на финансовых рынках.

Предположим, что сочетание низкой волатильности и высокого экономического роста привело к устойчивому росту цен на акции компаний, входящих в S&P 500. Вы можете решить сократить волатильность, ожидая, что фондовый рынок продолжит расти, а волатильность останется низкой.

Если S&P 500 действительно вырастет, то VIX, скорее всего, переместится на более низкий уровень — и вы сможете получить прибыль. Однако сокращение волатильности, по своей сути, рискованно, поскольку существует вероятность неограниченных потерь в случае резкого скачка волатильности.

Позиция быков — «новая норма», сопровождающаяся страхом оказаться «вне рынка». По мнению оптимистов, VIX — это скорее не «мера страха», а «мера арбитража». Отсутствие волатильности затрудняет работу трейдеров и снижает доходы банков, но, в принципе, может долгое время ничего не означать.

Точка зрения медведей — «затишье перед бурей», и в перспективе ситуация может из-

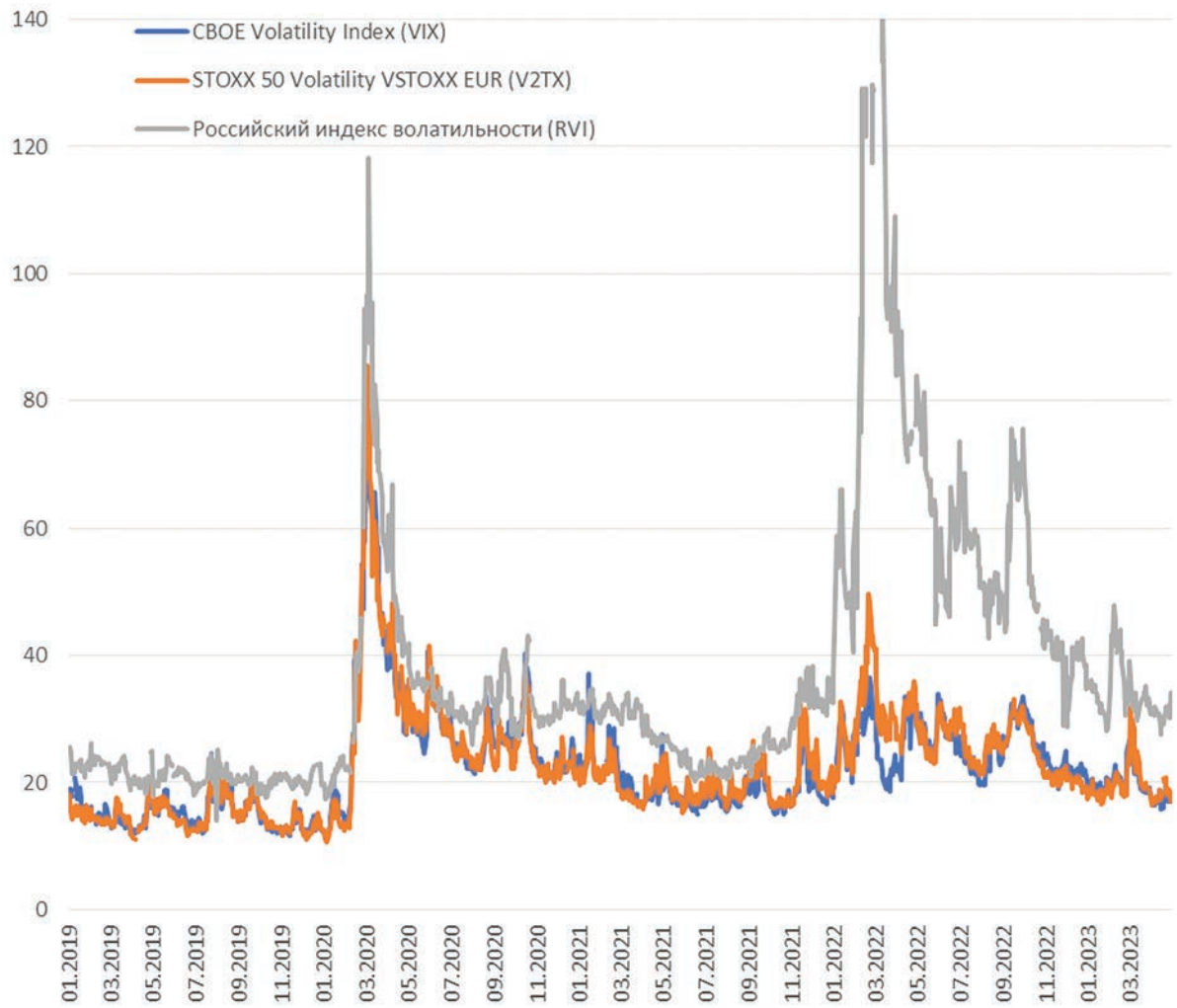


Рисунок 6. Индекс волатильности VIX, V2TX, RVI

Источник: составлено автором по данным [7, 10, 11]

мениться. Получает подтверждение, когда мировые рынки накрывает очередной «черный» день недели.

Для европейского рынка есть соответствующий аналог — индекс VSTOXX (V2TX), который основан на ценах опционов EURO STOXX 50 в реальном времени и предназначен для отражения рыночных ожиданий в отношении краткосрочной и долгосрочной волатильности. Индексы VSTOXX являются частью последовательного семейства индексов волатильности: VSTOXX, основанный на EURO STOXX 50, и VDAX-NEW, основанный на DAX. В соответствии с требованиями ESMA[1], весовые коэффициенты компонентов индекса VSTOXX находятся в открытом доступе.

С ноября 2013 г. Московская биржа рассчитывает российский аналог этого индекса — индекс волатильности RVI для рынка РТС.

Как можем видеть, американский и европейский индексы имеют очень тесную корреляцию. Российский индекс волатильности имеет свои особенности, которые проявились после начала войны в Украине. Если до февраля 2022 г. можно было усматривать схожую динамику во всех индексах, то после этой даты российский индекс явно оторвался от своих конкурентов, демонстрируя значительно более высокие показатели волатильности. Такое положение, безусловно, является результатом мировой санкционной политики в отношении России.

Можно ли использовать VIX в качестве прогностического инструмента? VIX иногда критикуют за прогностические возможности по предсказанию будущей волатильности. Вместо этого его часто представляют как показатель текущей цены индексных опционов. Майкл Харрис, трейдер, программист, теоретик ценовых паттернов и автор, утверждал, что VIX просто отслеживает обратную динамику цены и не обладает предсказательной способностью[2].

Критики утверждают, что, несмотря на сложную формулировку, предсказательная способность большинства моделей прогнозирования волатильности аналогична предсказательной способности простых показателей, таких как простая прошлая волатильность [12]. Однако другие авторы возражают, что простые модели не смогли правильно реализовать то, что делают более сложные модели [13].

Некоторые практики и портфельные менеджеры ставят под сомнение господствующую в академической науке и практике фундаментальную концепцию волатильности как таковой. Например, Дэниел Голдштейн и Нассим Талеб весьма провокационно озаглавили одну из своих исследовательских статей «Мы не совсем понимаем, о чем говорим, когда говорим о волатильности» [14]. Очевидно, наблюдается определенное разочарование в эмпирических моделях, которые не подкреплены теорией. Эммануэль Дерман утверждает, что хотя «теории — это попытки раскрыть скрытые принципы, лежащие в основе окружающего нас мира... [мы должны помнить, что] модели — это метафоры-аналогии, которые описывают одну вещь относительно другой» [15, с. 59]. Модели — это аналогии, они всегда описывают одну вещь относительно чего-то другого. Модели нуждаются в защите или объяснении. Теории, напротив, — это реальная вещь. Они нуждаются в подтверждении, а не в объяснении. Теория описывает сущность. Успешная теория может стать фактом.

По мнению некоторых, VIX должен обладать способностью к прогнозированию до тех пор, пока цены, рассчитанные с помощью уравнения Блэка–Шоулза, являются обоснованными предположениями о волатильности, прогнозируемой на будущее время выполнения заказа (оставшееся время до погашения). Роберт Дж. Шиллер утверждал, что попытки считать VIX доказательством Блэка–Шоулза являются очевидной логической петлей, потому что они оба выражают одну и ту же подразумеваемую волатильность, и обнаружил, что ретроспективный расчет VIX в 1929 г. не предсказал чрезмерную волатильность Великой депрессии. По его мнению, в случае аномальных условий VIX не может быть использован и даже слабо предсказывать будущие серьезные события[3].

Вопросов к индексу волатильности накопилось столько, что получили развитие самосто-

[1] The European Securities and Markets Authority (ESMA): https://www.esma.europa.eu

[2] On the Zero Predictive Capacity of VIX — Price Action Lab Blog // Priceactionlab.com [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.priceactionlab.com/Blog/2012/08/on-the-zero-predictive-capacity-of-vix/. — Дата доступа: 26.04.2023.

[3] Shiller, Robert ECON 252 (2011) — Lecture 17 — Options Markets | Open Yale Courses // Yale.edu [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://oyc.yale.edu/economics/econ-252-11/lecture-17. — Дата доступа: 26.04.2023.

ятельные исследования на предмет возможностей манипулирования рынком с помощью подобных индексов. В частности, было академическое исследование, проведенное Техасским университетом в Остине и Университетом штата Огайо, в котором изучались потенциальные методы манипулирования VIX [16].

Юристы базирующейся в Вашингтоне фирмы Zuckerman Law 12 февраля 2018 г. направили в Комиссию по торговле товарными фьючерсами и Комиссию по ценным бумагам и биржам письмо, в котором они заявляют о манипуляциях с VIX, согласно свидетельствам «анонимного осведомителя, который занимал руководящие должности в некоторых крупнейших инвестиционных фирмах мира». Согласно их заявлению, предполагаемый недостаток в индексе волатильности CBOE позволяет торговым фирмам со сложными торговыми алгоритмами смещать значение VIX вверх или вниз, просто размещая котировки на опционы S&P 500 и без необходимости физически участвовать в какой-либо торговле или инвестировать какой-либо капитал. Такая схема манипулирования рынком усугубила потери сторонних инвесторов в финансовые продукты.

Credit Suisse закрыл один из таких биржевых продуктов, когда-то стоивший 2,2 млрд долл. США, после того как инструмент потерял 96 % своей стоимости в результате распродажи акций. Японский банк Nomura также закрыл аналогичный продукт.

По мнению юристов Zuckerman Law, проблема заключалась не столько в недостатках самих биржевых продуктов, сколько в значительных манипуляциях с индексом VIX.

Чикагская биржа опционов отклонила претензии: «Это письмо изобилует неточными заявлениями, неправильными представлениями и фактическими ошибками, включая фундаментальное непонимание взаимосвязи между индексом VIX, фьючерсами VIX и связанными с ними биржевыми продуктами. В результате этих ошибок мы считаем, что заключительным заявлениям, содержащимся в этом письме, не хватает достоверности» [17].

Но и VIX, и RVI нацелены на измерение неопределенности на финансовых рынках и не всегда адекватно отражают неопределенность макроэкономическую. Так, обвал фондового рынка в США в «черный понедельник» 19 октября 1987 г. вызвал всплеск волатильности на основе индекса VXO (предшественника VIX), но не оказал практически никакого влияния на неопределенность будущей динамики макроэкономических показателей, таких как ВВП, инфляция или безработица. И наоборот, период рецессии с 1980 по 1982 г. был отмечен высокой макроэкономической неопределенностью, в то время как «индекс страха» оставался относительно низким. В работе Measuring Uncertainty экономисты Кайл Хурадо, Сидни Людвигсон и Серена Нг предложили новый индекс макроэкономической неопределенности, полученный на основе расчета условной волатильности ошибок прогноза большого числа макроэкономических показателей США [18]. Этот индекс в целом сильно коррелирует с «индексом страха», но лучше отражает общую непредсказуемость макроэкономической динамики.

Литература

1. Кузьмин, Е.А. Проблема неопределенности как научной категории // Стратегические решения и риск-менеджмент. — 2014. — № 3. — С. 90–100.

2. Сокол, Д.В. Экономика неопределенности // Тенденции экономического развития в XXI веке: материалы IV Междунар. науч.-практ. конф., Минск, 1 марта 2022 г. — Минск: БГУ, 2022.

3. Global Insights & Market Intelligence [Электронный ресурс] // Economist Intelligence Unit. — Режим доступа: https://www.eiu.com/n/. — Дата доступа: 14.05.2023.

4. Ahir, H., Bloom, N., Furceri, D. The World Uncertainty Index: Working Paper 29763. National Bureau of Economic Research, 2022.

5. Economic Policy Uncertainty Index [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.policyuncertainty.com/wui_quarterly.html. — Дата доступа: 14.05.2023.

6. Исторические данные индекса S&P 500 (SPX) — Investing.com [Электронный ресурс] // Investing.com Россия. 2023. — Режим доступа: https://ru.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data. — Дата доступа: 14.05.2023.

7. Индекс S&P 500 VIX (VIX) — Investing.com [Электронный ресурс] // Investing.com Россия. 2023. — Режим доступа: https://ru.investing.com/indices/volatility-s-p-500. — Дата доступа: 14.05.2023.

8. Brenner, M., Galai, D. New Financial Instruments for Hedging Changes in Volatility // Financial Analysts Journal. — CFA Institute. — 1989. — Vol. 45. — № 4. — P. 61–65.

9. VIX 17.03 [Электронный ресурс] // TradingView. 2023. — Режим доступа: https://

ru.tradingview.com/symbols/TVC-VIX/. — Дата доступа: 14.05.2023.

10. Индекс STOXX 50 Volatility VSTOXX EUR (V2TX) — Investing.com [Электронный ресурс] // Investing.com Россия. 2023. — Режим доступа: https://ru.investing.com/indices/stoxx-50-volatility-vstoxx-eur. — Дата доступа: 14.05.2023.

11. Российский индекс волатильности (RVI) VIX — Investing.com [Электронный ресурс] // Investing.com Россия. 2023. — Режим доступа: https://ru.investing.com/indices/russian-vix. — Дата доступа: 14.05.2023.

12. Adhikari, B.K., Hilliard, J.E. The VIX, VXO and realised volatility: a test of lagged and contemporaneous relationships // International Journal of Financial Markets and Derivatives. Inderscience Publishers. — 2014. — Vol. 3. — № 3. — P. 222–240.

13. Andersen, T.G., Bollerslev, T. Answering the Skeptics: Yes, Standard Volatility Models do Provide Accurate Forecasts // International Economic Review [Economics Department of the University of Pennsylvania, Wiley, Institute of Social and Economic Research, Osaka University]. — 1998. — Vol. 39. — № 4. — P. 885–905.

14. Goldstein, D.G., Taleb, N.N. We Don't Quite Know What We are Talking About When We Talk About Volatility // Journal of Portfolio Management. — 2007. — Vol. 33. — № 4. — P. 84–86.

15. Derman, E. Models behaving badly: why confusing illusion with reality can lead to disaster, on Wall Street and in life. — New York: Free Press, 2011. — 231 p.

16. Griffin, J., Shams, A. Manipulation in the VIX? // Review of Financial Studies. — 2018. — Vol. 31. — P. 1377–1417.

17. Cornish, C. Anonymous 'whistleblower' claims 'rampant manipulation' of Vix index // Financial Times. — 2018.

18. Jurado, K., Ludvigson, S., Ng S. Measuring Uncertainty // The American Economic Review. — 2015. — Vol. 105.

IPO компаний технологического сектора Китая: достижения и вызовы для цифровой экономики

Чень Хантунчжоу,
аспирант экономического факультета,
Белорусский государственный университет
(г. Минск, Беларусь),
стажер Yinchuan Phoenix Tianyu Venture Capital Fund

Горбачев Николай Николаевич,
кандидат экономических наук,
Институт бизнеса БГУ
(г. Минск, Беларусь)

Финансовый рынок КНР переживает стремительный рост: в первой половине 2023 г. китайские компании привлекли 19,5 млрд долл. США в рамках первичных публичных предложений (IPO), что превысило совокупный объем IPO на европейских и американских площадках. В статье рассмотрен новый алгоритм IPO на Шанхайской фондовой бирже, а также проведен анализ изменения котировок акций ряда компаний, которые провели IPO перед пандемией COVID-19, приведены кейсы из консалтингового портфолио Yinchuan Phoenix Tianyu Venture Capital Fund.

The Chinese financial market is experiencing rapid growth, with Chinese companies raising $19.5 billion in initial public offerings (IPOs) in the first half of 2023, exceeding the combined volume of IPOs on European and American markets. The article discusses a new IPO algorithm on the Shanghai Stock Exchange, as well as analyzes changes in stock prices of a number of companies that conduct IPOs before the COVID-19 pandemic, and provides cases from the consulting portfolio of Yinchuan Phoenix Tianyu Venture Capital Fund.

Введение. В настоящее время фондовый рынок Китайской Народной Республики (КНР) находится в состоянии бурного роста. В январе — июне 2023 г. китайские компании привлекли 19,5 млрд долл. США в ходе первичных публичных размещений акций по сравнению с 3,8 млрд долл. США, привлеченными американскими компаниями [1]. Первичное размещение (далее — IPO) в Китае получило импульс благодаря отмене жестких ограничений из-за пандемии COVID-19 и новому упрощенному режиму листинга на Шанхайской (SSEC) и Шэньчжэньской фондовых биржах (SZSE).

Ситуация на традиционных площадках для первичного размещения изменилась в сторону снижения их объемов. На Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) объем первичных размещений в первом полугодии 2023 г. составил 6,7 млрд долл. США. Несмотря на определенное восстановление объемов по сравнению с первым и вторым полугодиями 2022 г., этот показатель значительно отстает от биржевых площадок КНР. Важно отметить, что рост объемов в США в первом полугодии 2023 г. был в значительной степени обусловлен единичным IPO на сумму 4,4 млрд долл. США в мае (Kenvue Inc.), на долю которого приходится почти половина общей выручки от IPO в США с начала года. Предложение, которое стало крупнейшим IPO в США с ноября 2021 г., выросло на 22,3 % в первый день торгов. В противовес этому на площадках Китая в 2023 г. произо-

шли значительные изменения, которые позволят компаниям получить быстрый доступ к инвестициям.

В данной статье рассматриваются подходы к подготовке, поддержке, первичному размещению и его сопровождению на примере венчурных фондов Китайской Народной Республики, приводятся кейсы из практики венчурной компании Yinchuan Phoenix Tianyu Venture Capital Fund (далее — Yinchuan VCF), а также других компаний, вышедших на IPO перед пандемией COVID-19.

Обзор литературных источников

Научные источники, связанные с первичным публичным размещением (IPO), можно разделить на несколько групп [3].

К первой группе относятся научно-исследовательские работы, написанные учеными и экспертами в области финансов и экономики. Эти документы содержат глубокий анализ и понимание различных аспектов IPO, таких как процесс ценообразования, поведение инвесторов и влияние IPO на фондовый рынок.

Во вторую группу входят отраслевые отчеты и исследования, проведенные финансовыми учреждениями и консалтинговыми фирмами. Эти отчеты часто предоставляют исчерпывающие данные и рыночные тенденции, связанные с IPO, включая результаты IPO в различных секторах и регионах, уровень успеха IPO и факторы, влияющие на ценообразование IPO.

Третья группа включает статьи и публикации регулирующих органов и фондовых бирж. Эти источники предоставляют информацию о нормативно-правовой базе, связанной с IPO, включая требования к раскрытию информации, процесс регистрации и правила листинга. Они также предлагают рекомендации по передовой практике для компаний, рассматривающих возможность выхода на биржу, и для инвесторов, участвующих в мероприятиях по IPO.

Четвертая группа научных источников включает тематические исследования и эмпирические исследования, в которых изучаются конкретные IPO и их результаты. Эти исследования часто анализируют такие факторы, как характеристики компании, рыночные условия и настроения инвесторов, чтобы понять факторы, определяющие эффективность IPO и долгосрочную доходность акций.

Наконец, существуют научные источники, посвященные поведенческим аспектам IPO. Эти источники исследуют психологические факторы, влияющие на принятие решений инвесторами в процессе IPO.

Наукометрическая статистика (scopus.com) указывает, что наиболее цитируемые работы посвящены проблеме определения цены акций при первичном размещении и их дальнейшей корректировке.

Так, Т. Логран и Дж. Риттер в своей работе «Недооценка первичных публичных предложений и явление частичной корректировки» [4] исследовали явление занижения цен при IPO, и предполагается, что оно связано с неспособностью рынка полностью учесть новую информацию, что приводит к частичной корректировке цены предложения. Авторы утверждают, что недооценка происходит из-за информационной асимметрии между эмитентами и инвесторами при IPO. Эмитенты могут намеренно занижать цену своих предложений, чтобы привлечь инвесторов и обеспечить успех IPO. Эта недооценка приводит к феномену «доходности первого дня», когда цена акций значительно возрастает в первый день торгов. Логран и Риттер показали, что средняя доходность IPO в первый день за период их исследования составила 18,8 %.

Кроме того, авторы также наблюдают явление частичной корректировки, когда цена акций после первоначального скачка начинает со временем корректироваться. На этот процесс корректировки влияют различные факторы, в том числе рыночные условия, информация о компании и настроения инвесторов. Исследование Лограна и Риттера показывает, что в среднем цены на акции продолжают корректироваться в положительную сторону в течение одного года после IPO.

В другой своей работе «Долгосрочная эффективность первичных публичных размещений» [5] Т. Логран и Дж. Риттер показали, что в среднем IPO уступают сопоставимым компаниям на рынке за период от трех до пяти лет. В результате исследования биржевых показателей за длительный период они поставили под сомнение распространенное мнение о том, что IPO представляют собой выгодную инвестиционную возможность, предлагая инвесторам проявлять осторожность при рассмотрении вопроса об инвестициях в IPO. Исследования Лограна и Риттера показывают, что в среднем IPO в долгосрочной перспективе имеют тенденцию отставать от рынка. Они отмечают, что компании, проводящие IPO, испытывают значительное снижение доходности акций в течение трех лет после IPO. Кроме того, в данной статье пока-

зано, что более мелкие фирмы, выходящие на IPO, и компании с высоким уровнем недооценки, как правило, демонстрируют более низкие долгосрочные результаты.

Риттер также отмечает различия в рыночных структурах между европейским и американским рынками IPO [6]. Это может включать различия в нормативно-правовой базе, требованиях листинга, практике андеррайтинга и поведении инвесторов.

Аналогичные работы существуют и в европейской практике, но в них доказана обратная динамика. Так, В. Дробец, М. Каммерманн и У. Велхли [7] на примере анализа IPO в Швейцарии отмечают, что средняя первоначальная доходность с поправкой на рынок составляет 34,97 %. Они изучили долгосрочную эффективность швейцарских IPO, проанализировав доходность за 120 месяцев.

В профессиональной среде существует понятие «проклятие победителя» (Winner's Curse). Исследование Эрлиха и Чжоу [8] было сосредоточено на изучении явления «проклятия победителя» на аукционах IPO и влияния публичной информации на это явление. Как правило, победители таких аукционов платят более высокую стоимость за акции на аукционах IPO по сравнению с оценочной стоимостью. С расширением возможностей доступа к публичной информации об IPO и ее проверки на достоверность потери от эффекта «проклятия победителя» значительно уменьшились. Это говорит о том, что общедоступная информация играет важную роль, влияя на поведение участников торгов и снижая степень переплаты победителей на аукционах IPO.

Таким образом, в исследованиях отмечаются региональные отличия основных площадок для первичного размещения, а также факторы доступности и достоверности информации о компаниях, выходящих на первичное размещение.

5 ноября 2018 г. случился исторический момент для китайского рынка IPO. Генеральный секретарь Си Цзиньпин на церемонии открытия первой Китайской международной импортной выставки (CIIE) объявил о создании Совета по созданию научно-технических компаний (STB) на Шанхайской фондовой бирже (http://www.sse.com.cn) и пилотной системы регистрации, что ознаменовало начало этапа реализации реформы системы регистрации. Первая партия компаний STB получила листинг на Star Market (http://star.sse.com.cn) в ходе торгов 2019 г., в 2020 г. Шэньчжэньская фондовая биржа (http://www.szse.cn) GEM реформирует и пилотирует систему регистрации, а в 2021 г. Пекинская фондовая биржа вводит и открывает свой рынок и одновременно пилотирует систему регистрации. На сегодняшний день наиболее приоритетными для реформирования являются основные секции SSEC и SZSE.

Методология

Основная гипотеза исследования (H1) базируется на обзоре наиболее цитируемых научных источников и заключается в том, что компании, выходящие на IPO, занижают стоимость акций для успешного размещения. Эта стоимость в дальнейшем отыгрывается в течение определенного периода — как правило, до 3 лет.

Методология проведенного исследования включила получение данных о компаниях, которые провели первичное публичное размещение акций в КНР в 2019 г. Выбор этого периода соответствует горизонту, указанному в гипотезе, и позволяет учесть фактор пандемии, который внес коррективы в доходность инвестиций и активность компаний, венчурных фондов и инвесторов.

Для подтверждения или опровержения этой гипотезы сделана выборка из компаний, которые вышли на IPO в указанный период, на основе анализа, проведенного аналитическим агентством KPMG [13]. Временным рядом был промежуток с 19.11.2019 г. по 14.08.2023 г., за который доступны данные по всем выбранным компаниям. Количество наблюдений в модели — 908. Зависимой переменной является SSEC Composite Index — индекс топ-100 компаний Шанхайской фондовой биржи. Источником данных о доходности стали данные сайта investing.com.

Собранные данные были предварительно обработаны путем удаления отсутствующих значений, выбросов и ошибок, чтобы обеспечить их качество и согласованность. С использованием приложения Microsoft PowerBI были получены медианные значения по каждому из анализируемых бондов. Эти значения выведены в виде графика. Медианные значения котировок государственных облигаций отражают годовые тенденции изменения процентных ставок.

После обработки данных был проведен корреляционный анализ, чтобы убедиться в наличии связи между независимой и зависимыми переменными.

Далее был проведен регрессионный анализ методом множественной регрессии для опре-

деления возможной зависимости стоимости по двум, трем и четырем акциям на определенную дату и индексу SSEC Index по формуле:

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon \quad (1),$$

где β_0, β_1, β_2, β_3 и β_4 — коэффициенты регрессии для каждой независимой переменной, а ε — случайная ошибка.

Для каждого из методов регрессионного анализа была вычислена прогнозная котировка SSEC Index на основе полученных коэффициентов по каждой из рассматриваемых компаний по формуле (2).

$$R_{calc\ (k,t)} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 \quad (2),$$

где:

X_1 — индекс котировок компании 1;

X_2 — индекс котировок компании 2;

X_3 — индекс котировок компании 3;

X_4 — индекс котировок компании 4;

β_0 — свободный член, а β_1, β_2, β_3 и β_4 — коэффициенты регрессии для каждой независимой переменной.

После этого была вычислена погрешность (ошибка) между реальной и вычисленной ставкой CAT-бондов, определена максимальная и средняя погрешность за весь анализируемый период по формуле (3).

$$\varepsilon = |R_{calc\ (k,t)} - R_{k,t}| \quad (3),$$

где ε — случайная ошибка;

R_{calc} — расчетные значения индекса SSEC;

R — фактическое значение индекса SSEC.

Зависимость между SSEC Composite Index и акциями выбранных компаний определялась с помощью корреляционного и регрессионного анализа. Корреляционный анализ проводился, чтобы определить силу и направление взаимосвязи между двумя переменными. Регрессионный анализ осуществлялся с использованием метода наименьших квадратов для изучения связи между котировками SSEC Composite Index и акций выбранных компаний. Зависимой переменной была доходность акций выбранных компаний, а независимой переменной — SSEC Composite Index, определяемый на основе методологии Шанхайской фондовой биржи [15].

Для сбора данных использована комбинация первичных и вторичных методов исследования.

Первичное исследование направлено на получение точной и актуальной информации о процессе IPO, в том числе о причинах, по которым компании решают стать публичными, о ценах и оценке своих предложений.

Вторичные исследования включали сбор данных из открытых источников, таких как финансовые отчеты, биржевая статистика, базы данных. Это вторичное исследование предоставит дополнительный контекст и справочную информацию о рынке IPO, отраслевых тенденциях и других соответствующих факторах. Методами вторичного исследования являются корреляционный и регрессионный анализ полученных данных о биржевых котировках выбранных компаний для выявления тенденций их изменений, прогнозного расчета курса акций, расчета возможных ошибок в прогнозе котировок и выявлении причин возникновения таких ошибок.

Различия в подходах при IPO в США, ЕС и КНР

В исследованиях [3] отмечаются различия в подходах, использующихся на основных анализируемых региональных площадках для IPO. Их основные характеристики приведены в таблице 1.

В таблице 1 приведены широкие обобщения. Существуют другие особенности, которые зависят от уникальных обстоятельств каждого отдельного IPO. Кроме того, финансовые рынки динамичны, и указанные подходы могут подвергаться реформам по сравнению с результатами данного исследования.

Для рынка IPO в КНР важным шагом стало создание STAR Market (http://star.sse.com.cn), который также называют Советом по инновациям в области науки и технологий. Этот проект стартовал в 2019 г., является частью Шанхайской фондовой биржи и специализируется на листинге и торговле инновационными и быстрорастущими технологическими компаниями. Его основная цель — поддержать развитие технологического сектора Китая, предоставив платформу для местных и международных инвесторов.

STAR Market отличается от других фондовых рынков Китая своими уникальными особенностями. Во-первых, это система IPO, основанная на регистрации, которая позволяет компаниям более эффективно проводить листинг с меньшими ограничениями. Этот оптимизированный процесс направлен на упрощение выхода на рынок квалифицированных технологических фирм. Во-вторых, STAR Market уделяет больше внимания оценке тех-

Таблица 1. Основные различия в процессах, требованиях и правилах для компаний к IPO в США, ЕС и КНР

США	ЕС	КНР
Под руководством Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) процесс IPO включает в себя подачу регистрационного заявления (форма S-1), которое затем проверяется.	Правила IPO ЕС децентрализованы и регулируются правилами отдельных стран-членов и их регуляторов ценных бумаг.	Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC) контролирует IPO. Процесс длительный и может занимать до двух лет.
Перед IPO проводится роуд-шоу для оценки интереса инвесторов.	Требования к раскрытию информации могут отличаться от страны к стране, но они, как правило, следуют Регламенту о проспектах эмиссии и Директиве о прозрачности, изданной Европейским управлением по ценным бумагам и рынкам (ESMA).	Существует значительный уровень государственного контроля, который может повлиять на процесс и результаты IPO.
Ценообразование IPO часто связано с длительными переговорами между андеррайтерами и компанией.	Во многих странах ЕС недооценка IPO менее распространена по сравнению с США.	Традиционно Китай использовал модель «прогноза прибыли» для IPO. Компания должна быть прибыльной в недавнем прошлом и, как ожидается, останется такой.
Рынки США, особенно NASDAQ и NYSE, достаточно транспарентны.	Трансграничные IPO в странах ЕС довольно распространены.	В последние годы, с появлением рынка STAR, Китай применил более ориентированный на рынок подход, пытаясь копировать существующие практики (особенно из США).

нологических инноваций и потенциала роста, чем прибыльности. Это дает возможность перспективным технологическим стартапам получить доступ к капиталу и развивать свой бизнес. В 2023 г. был введен упрощенный алгоритм размещения, который приведен на рисунке 1.

Благодаря внедрению системы регистрации в феврале 2023 г. Weili Transmission, кейс которой рассматривается ниже, подала заявку на регистрацию в Совет по научно-техническим инновациям SZSE 15 мая и получила одобрение 24 мая. Регистрация заняла всего 9 дней. В 2022 г. среднее время, необходимое для проведения IPO — от подачи заявки до получения разрешительных документов, — составляло 111 дней [10]. После внедрения комплексной системы регистрации в дополнение к сокращению времени, необходимого для регистрации, количество запросов в процессе регистрации также значительно сократилось. Этот шаг, несомненно, в значительной степени способствовал быстрому росту фондового рынка КНР.

Внедрение регистрационной системы выпуска акций — это глубокое изменение, затрагивающее концепцию регулирования, систему регулирования и подход к регулированию. Во-первых, регистрационная система снижает порог листинга, от системы утверждения в 2018 г. ежегодной эмиссии IPO 105 компаний до полной регистрационной системы после эмиссии 524 компаний в 2021 г., эмиссии 428 компаний в 2022 г., темпы роста эмиссии IPO очевидны [11]. Во-вторых, регистрационная система — многоуровневая система рынка капитала, каждая пластина выделяет свою функцию, каждая пластина по стилю инвестирования отличается, но при этом еще больше усугубляет дифференциацию рынка. В-третьих, внедрение регистрационной системы приводит к увеличению количества делистингов, формируя экологию выживания сильнейшего. Рассмотрение эмитента по существу передается рынку для завершения, более рыночно ориентированный механизм делистинга ускорит вытеснение с рынка некачественных компаний, что будет способствовать дальнейшему формированию рынка акций категории А («есть входящие и выходящие, выживает сильнейший», хорошая экология). И наконец, перестройка экологии фондового рынка, способствующая долгосрочному развитию фондового рынка. Система полной регистрации будет способствовать «метаболизму» А-акций, улучшению общего качества зареги-

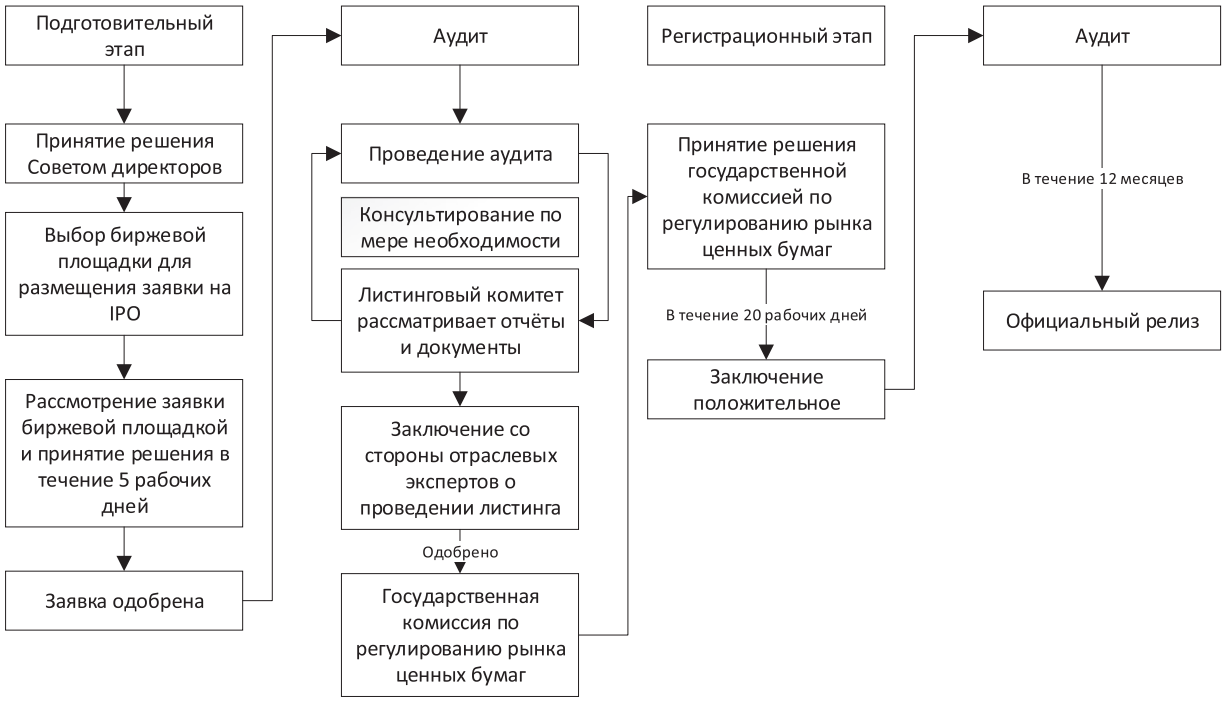


Рисунок 1. Алгоритм выхода на IPO

Источник: составлено авторами в соответствии с Уведомлением о переходных мерах по соответствующим вопросам административного лицензирования до и после полного внедрения системы IPO на основе регистрации от 1 февраля 2023 г. [12]

стрированных на рынке компаний, оптимизации эффективности распределения рыночных ресурсов, ускорению инвестиционной составляющей реформы и благоприятствовать привлечению большего количества средне- и долгосрочного капитала.

В соответствии с отчетом консалтингового агентства PWC о результатах IPO в мире за 2022 г. [9], из 10 крупнейших первичных размещений 3 пришлось на КНР, и все из них произошли на STAR Market (таблица 2).

Из таблицы 2 видно, что на фондовом рынке Китая в 2022 г. прошло несколько успешных крупных первичных размещений. Все они связаны с рассматриваемой нами площадкой STAR Market Шанхайской фондовой биржи.

Опыт IPO из портфолио Yinchuan VCF

Yinchuan Phoenix Tianyu Venture Capital Fund является одним из фондов, который занимается инвестированием в компании на ранней стадии и стадии роста в различных секторах. Его основная цель — выявление и поддержка стартапов со значительным потенциалом роста. Фонд активно участвует в развитии своих портфельных компаний, предлагая стратегическое руководство, менторство и консалтинг.

Одним из успешных проектов фонда стало IPO компании Yinchuan Weili Transmission Technology Co., Ltd. (далее — Weili Transmission), код листинга 300904:CN. Эта компания основана в 2003 г., занимается исследованием, разработкой и производством прецизионных редукторов. Основные продукты включают в себя исследования и разработки редуктора рыскания ветряной турбины, редуктора шага ветряной турбины и узла электропривода нового энергетического транспортного средства и нацелены на предоставление прецизионных трансмиссионных решений для новой энергетической отрасли [9].

Этот кейс выбран в качестве примера, так как на фоне дефляции, имевшей место в Китае в момент первичного размещения акций компании, она, наряду с двумя другими IPO (Bescient Technologies и Tianjin Guoan Mengguli New Materials Science and Technology), прошедшими в июле 2023 г., продемонстрировала высокий рост после старта. Показатели торгов в день первичного размещения этих компаний приведены в таблице 3.

Таблица 2. Крупнейшие IPO в 2022 г. по странам и секторам экономики

Дата IPO	Компания	Страна	Сектор	Биржа	Сумма, млрд долл. США
14.01.2022 г.	LG Energy Solution	Корея	Авто	Korea Exchange	10,7
28.09.2022 г.	Dr Ing hcF Porsche	ФРГ	Авто	Deutsche Börse	8,7
6.04.2022 г.	DEWA	ОАЭ	Коммунальные услуги и энергия	Dubai Financial Market	6,1
12.05.2022 г.	Life Insurance Corp of India	Индия	Страхование	NSE.BSE	2,7
31.05.2022 г.	Borouge	ОАЭ	Химикаты	Abu Dhabi Securities Exchange	2,0
24.11.2022 г.	Americana Restaurants International	ОАЭ	Питание и проживание	Abu Dhabi Securities Exchange / Saudi Stock Exchange	1,8
14.09.2022 г.	Corebridge Financial	США	Страхование	NYSE	1,7
9.08.2022 г.	Shanghai United Imaging Healthcare	КНР	Здравоохранение	Shanghai Stock Exchange (STAR Market)	1,6
2.08.2022 г.	Hygon Information Technology	КНР	Компьютеры и электроника	Shanghai Stock Exchange (STAR Market)	1,6
14.01.2022 г.	Jinko Solar Co Ltd	КНР	Компьютеры и электроника	Shanghai Stock Exchange (STAR Market)	1,6

Источник: составлено авторами по материалам данных сайта investing.com

Из таблицы 3 видно, что при первичном размещении рост акций компаний в первый день может значительно превысить изначальную стоимость. Такой рост может быть связан в том числе со спросом со стороны инвесторов, повышенным интересом со стороны портфельных инвесторов, ограниченным предложением акций, доступных во время IPO, ожиданием будущего роста и потенциальной прибыльности, особенно если компания работает в перспективной отрасли или предлагает инновационные продукты и услуги.

Таблица 3. Компании с наибольшим ростом в ходе IPO в КНР в июле 2023 г.

Название компании	Площадка IPO, номер листинга	Стоимость акции при размещении (юани)	Стоимость акции в конце первого дня торгов (юани)	% роста
Yinchuan Weili Transmission Technology (производство элементов ветрогенераторов)	SZSE, 300904:CN	35,41	128,01	261,5
Tianjin Guoan Mengguli New Materials Science and Technology (производство элементов литиевых аккумуляторов)	SZSE, 301487:CH	5,32	98,02	1742,5
Bescient Technologies (интеллектуальный мониторинг окружающей среды и службы больших данных для общественной безопасности)	SSEC, 688671:CN	36,12	70,07	94%

Источник: составлено авторами по материалам данных сайта investing.com

Результаты

В связи с отсутствием достаточного количества наблюдений за размещением по новому алгоритму в данной работе авторы исследовали котировки акций компаний, которые провели IPO до наступления ограничительных мер в связи с COVID-19. В качестве компании из портфолио венчурного фонда Yinchuan VCF выступила компания Ningxia Baofeng Energy Group Co Ltd (600989.SE), которая провела первичное размещение акций на Шанхайской фондовой бирже 20 мая 2019 г. Для проведения корреляционного и регрессионного анализов в соответствии с предложенной методологией были выбраны следующие компании, указанные в отчете KPMG «Обзор IPO Китая и Гонконга в 2019 г. и прогноз на 2020 г.» [13]:

- Beijing Kingsoft Office Software Inc (688111.SE, IPO 19.11.2019 г.);
- Shenzhen Transsion Holdings Co Ltd (688036.SE, IPO 08.10.2019 г.);
- Montage Technology Co Ltd (688008.SE, IPO 23.07.2023 г.).

Все эти компании относятся к технологическому сектору цифровой экономики и провели первичное размещение на STAR Market Шанхайской фондовой биржи, кроме того, размещение прошло до наступления ограничительных мер в связи с COVID-19 и удовлетворяет методологии исследования. Датой начала наблюдений является дата наиболее позднего IPO среди выбранных компаний (19.11.2019 г.), так как с этой даты доступна биржевая информация по всем выбранным компаниям. Также для анализа взяты данные Shanghai Composite (SSEC), который является индексом китайской фондовой биржи Shanghai Stock Exchange. Он отражает колебания цен на акции компаний, котирующихся на данной бирже. Индекс SSEC является одним из наиболее широко используемых показателей фондового рынка Китая.

Результаты анализа в приложении Microsoft PowerBI представлены на рисунке 2. На нем приведен график медианных значений за календарные годы Beijing Kingsoft Office Software Inc (688111.SE), Shenzhen Transsion Holdings Co Ltd (688036.SE), Montage Technology Co Ltd (688008.SE), Ningxia Baofeng Energy Group Co Ltd (600989.SE), а также индекса Shanghai Composite (SSEC).

Для большей репрезентативности индекс SSEC вынесен на вторичную ось Y с отдельной шкалой. На графике видно, что наибольшей волатильностью обладали акции Beijing Kingsoft Office Software Inc. Вместе с тем ин-

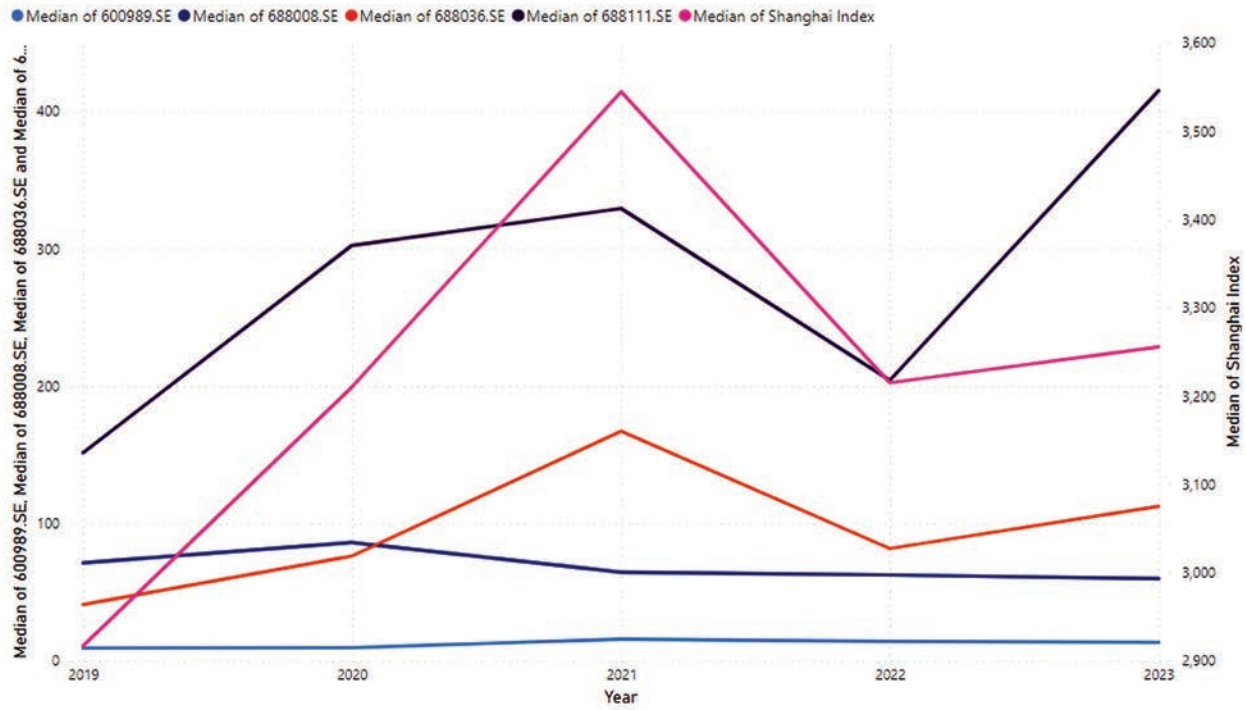


Рисунок 2. Медианные значения за календарные годы Beijing Kingsoft Office Software Inc, Shenzhen Transsion Holdings Co Ltd, Montage Technology Co Ltd, Ningxia Baofeng Energy Group Co Ltd, а также индекса Shanghai Composite (SSEC)

Источник: составлено авторами по материалам данных сайта investing.com

Таблица 4. Результаты корреляционного анализа индекса SSEC и котировок акций

	SSEC Index	688111.SE	688808.SE	688036.SE	600989.SE
SSEC Index	1				
688111.SE	0,398588	1			
688808.SE	-0,17147	0,053584	1		
688036.SE	0,849495	0,565738	-0,11938	1	
600989.SE	0,735568	0,10119	-0,46882	0,671994	1

Источник: составлено авторами по материалам данных сайта investing.com

декс Шанхайской фондовой биржи показал значительный рост в 2021 г. со снятием эпидемических ограничений, но в 2022–2023 гг. стабилизировался.

Далее был проведен корреляционный анализ. Результаты его представлены в таблице 4. Они показывают наличие возможной связи между индексом SSEC и котировками акций Shenzhen Transsion Holdings Co Ltd (688036.SE) и Ningxia Baofeng Energy Group Co Ltd (600989.SE). Вместе с тем отрицательная корреляция с Montage Technology Co Ltd 688808.SE может указывать на отрицательную линейную связь между переменными, при которой изменение одной переменной связано с изменением другой переменной в противоположном направлении. Для точного установления причин наличия или отсутствия связи необходимо проанализировать финансовые показатели компаний за рассматриваемый период.

Результаты линейной регрессии приведены в таблице 5. Анализ показал, что R-квадрат равен 0,77. Данный показатель указывает, насколько значение переменной SSEC Index определяется значениями независимых переменных 688111.SE, 688808.SE, 688036.SE, 600989.SE. Поскольку этот показатель лежит близко к диапазону $0,8 < R^2 < 1$, это указывает на возможное наличие корреляции между переменными.

Обратим внимание, что стандартная ошибка, полученная в результате регрессии, равна 108, что указывает на наличие значительной изменчивости в результатах. Для определения значимости этого для рассматриваемой модели получим расчетные значения переменной SSEC Index с использованием коэффициентов, полученных в результате регрессии, и известных значений переменных 688111.SE, 688808.SE, 688036.SE, 600989.SE, а также вычислим отклонения между известными значениями переменной SSEC Index и полученными расчетными значениями.

Средняя ошибка в расчетном значении переменной составляет 2,77 %, максимальная ошибка в расчетном значении переменной SSEC Index составила 10,96 %. С помощью фильтра отберем максимальные значения ошибки при расчете переменной SSEC Index (таблица 6).

Основные ошибки в модели приходятся на 2020 г. и связаны со вспышкой инфекции COVID-19 на материковом Китае и вводимых ограничениях. В апреле 2022 г. в Китае были введены локдауны в связи с появлением случаев заражения COVID-19 в Шанхае, Пекине и Чэнду [14]. Таким образом, расчетные значения индекса SSEC, полученные в результате применения коэффициентов, лежат в основном в пределах допустимой погрешности — менее 1–8 %.

Обсуждение

Основная гипотеза исследования (H1) основана на обзоре наиболее цитируемых научных

Таблица 5. Результаты регрессионного анализа между суверенными и катастрофическими облигациями

Множественное R	0,879921
R-квадрат	0,774262
Нормированный R-квадрат	0,773262
Стандартная ошибка	108,766
Наблюдения	908

Источник: составлено авторами по материалам данных сайта investing.com

Таблица 6. Максимальные ошибки в расчетных значениях SSEC Index

Дата	SSEC Index	688111. SE	688008. SE	688036. SE	600989. SE	SSEC Index расчет	Ошибка, %
20.03.2020 г.	2,660.17	228	76	50.25	8.62	2951.827443	10,96
23.01.2020 г.	2,746.61	179.5	77.3	73	9.34	3043.047154	10,79
14.03.2022 г.	3,063.97	192.05	74.2	108.62	17.200001	3382.25873	10,39
25.04.2022 г.	2,886.43	158.02	52.1	83.04	14.09	3186.259737	10,39
18.03.2020 г.	2,702.13	222.1	86.49	49.2	8.91	2968.373473	9,85
22.04.2022 г.	2,928.51	171	54.91	88.21	14.34	3213.088174	9,72
08.07.2020 г.	3,450.59	364.03	116.3	83.05	9.14	3116.786131	9,67
10.07.2020 г.	3,443.29	391	117.56	82.14	9.35	3122.467173	9,32
07.07.2020 г.	3,403.44	356.99	112.98	76.36	9.3	3097.033346	9,00
17.03.2020 г.	2,728.76	217	84.4	47.79	9.06	2966.012475	8,69

Источник: составлено авторами по материалам данных сайта investing.com

источников и заключалась в том, что компании, выходящие на IPO, занижают стоимость акций для успешного размещения. Эта стоимость в дальнейшем отыгрывается в течение определенного периода, как правило, до 3 лет.

В результате корреляционного и регрессионного анализа такие выводы сделать нельзя. Вместе с тем анализ первичных размещений, прошедших в Китае в 2023 г., показал, что в ряде случаев рост может достигать более 1700 % в первый день торгов акциями компаний.

Более закономерным оказалось влияние внешних событий на котировки акций компаний, вышедших на IPO перед глобальными событиями. Непредвиденные глобальные события, такие как вспышка COVID-19, могут существенно повлиять на поведение фондового рынка. Они создают высокую степень экономической неопределенности, которая находит свое отражение в волатильности и несоответствиях на фондовых рынках.

Еще одним фактором, связанным с неопределенностью на рынке, являются проблемы прогнозирования. Крупные глобальные события, такие как пандемия, усложняют прогнозирование рыночных тенденций с использованием традиционных моделей, поскольку эти модели могут не учитывать значительные внешние сбои. Поэтому регрессионная модель допустила основные ошибки в 2020 г. во время пандемии и в 2022 г. в моменты введения локдаунов в крупнейших городах Китая. Поскольку Шанхай, Пекин и Чэнду являются финансовыми центрами Китая со значительной экономической активностью, карантин в этих городах из-за случаев заражения COVID-19 может иметь серьезные последствия. Изменения могут повлиять на доходы, операции и перспективы компаний, котирующихся на Шанхайской фондовой бирже, что приведет к нестабильной работе фондового рынка.

Выводы

В данной статье проанализированы актуальный процесс выхода на IPO и котировки акций выбранных компаний КНР в динамике в течение 3 лет с момента первичного размещения. С использованием корреляционного и регрессионного анализа проведен анализ акций с индексом Шанхайской фондовой биржи. В качестве гипотезы было выдвинуто положение, которое анализируется в наиболее цитируемых научных источниках [4] и [5] о занижении биржевой стоимости компании ради проведения успешного IPO. Данная гипотеза не нашла подтверждения для компаний, участвующих в выборке:

1) Beijing Kingsoft Office Software Inc (688111.SE, IPO 19.11.2019 г.);
2) Shenzhen Transsion Holdings Co Ltd (688036.SE, IPO 08.10.2019 г.);
3) Montage Technology Co Ltd (688008.SE, IPO 23.07.2023 г.);
4) Ningxia Baofeng Energy Group Co Ltd (600989.SE, IPO 20.05.2019 г.).

Выбор этих компаний связан с вниманием к ним в отчете ведущего мирового аналитического агентства KPMG [13] «Обзор IPO Китая и Гонконга в 2019 г. и прогноз на 2020 г.» (номера 1–3 в списке) и присут-

ствии компании в портфолио инвестиционного фонда Yinchuan VCF, где проходит стажировку один из авторов (номер 4 в списке). Изменение биржевых котировок акций указанных компаний находилось в тренде биржевого индекса SSEC Шанхайской фондовой биржи, где размещены акции этих компаний.

Вместе с тем в статье приведены примеры компаний, размещение которых прошло в 2023 г. и их рост значительно превысил среднерыночные показатели. Однако проанализировать причины такого резкого подъема котировок в данный момент сложно из-за отсутствия достаточной информации для построения модели. Скорее всего, на рост акций могли оказать влияние другие факторы.

1. Высокий спрос на акции в соответствии с фундаментальным принципом: когда спрос превышает предложение, цены растут. Если многие инвесторы заинтересуются IPO из-за потенциала компании, цена, скорее всего, вырастет.
2. Сильные фундаментальные и финансовые показатели. Если компания имеет хорошие показатели прибыльности, стабильный рост выручки, низкий уровень долга и т.д., инвесторы могут быть более заинтересованы в покупке акций, что может привести к росту цены во время IPO. В связи с тем, что размещение произошло до завершения текущего финансового года, невозможно проанализировать финансовые отчеты компаний в полном объеме после проведения IPO для подтверждения или опровержения этой гипотезы.
3. Настроение рынка: общее настроение на фондовом рынке может оказать значительное влияние, так как если рынок оптимистичен (т.е. инвесторы настроены оптимистично), цены IPO имеют тенденцию к росту. Этот фактор также нашел подтверждение в рассмотренной модели, так как факторы пандемии COVID-19 в 2020 г. и локдаунов в 2022 г. в Китае привели к расхождениям в фактическом и прогнозном индексах SSEC.
4. Привлекательность сектора или отрасли: компании в секторах или отраслях, которые рассматриваются как области будущего роста (например, технологии, экологически чистая энергия и т.д.), часто привлекают больше инвесторов, что приводит к более высоким ценам.

Литература

1. KPMG report. Chinese Mainland and Hong Kong IPO markets 2023 mid-year review [Electronic resource]. — URL: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2023/07/china-hk-ipo-2023-mid-year-review.pdf. — Accessed: 15.07.2023.

2. EY Global IPO Trends Q2 2023 [Electronic resource]. — URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ipo/ey-global-ipo-trends-2023-q2-v1.pdf. — Accessed: 15.07.2023.

3. Megaravalli, A.V. Initial public offering: a critical review of literature» // Qualitative Research in Financial Markets. — Vol. 15. — № 2. — P. 385–411. — https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2021-0190

4. Loughran, T., Ritter, J.R. Underpricing of Initial Public Offerings and the Partial Adjustment Phenomenon // Journal of Financial Economics. — 1995. — № 34 (3). — P. 347–381.

5. Loughran, T., Ritter, J. The Long-run Performance of Initial Public Offerings // The Journal of Finance. — 2002. — № 57 (4). — P. 469–518.

6. Ritter, Jay R. Differences between European and American IPO Markets // European Financial Management. — 2003. — № 9. — P. 421–434.

7. Drobetz, W., Kammermann, M., Wälchli, U. Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The Evidence for Switzerland.

8. Ehrlich, M.A., Zhou, C. The Winner's Curse and Public Information in Common Value Auctions: Empirical Evidence from IPOs. — 2005.

9. Yinchuan Weili Transmission Technology Co., Ltd. Prospectus for initial public offering of shares and listing on the GEM. — URL: http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?3622cd19-a7bf-4dcd-8a3e-98b9bb708-fbd. — Accessed: 4.08.2023.

10. China Securities Industry Association, Comprehensive registration system process optimization, the time required for IPO company registration has been sharply reduced. — URL: https://www.sac.net.cn/tzzzj/zxsd/xscyw/202306/t20230608_60377.html. — Accessed: 4.08.2023.

11. The Central People's Government of the People's Republic of China, Fully implemented the reform of the stock issuance registration system and officially launched-the basic system of China's capital market has been further improved. — URL: https://www.gov.cn/xinwen/2023-02/03/content_5739825.htm. — Accessed: 7.08.2023.

12. Уведомление о переходных мерах по соответствующим вопросам административного лицензирования до и после полного внедрения системы IPO на основе регистрации от 1 февраля 2023 года [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7047622/content.shtml.

13. KPMG. China and Hong Kong IPO 2019 Review and Outlook for 2020 [Electronic resource]. — Available at: https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/cn/pdf/en/2019/12/china-hk-ipo-2019-review-and-outlook-for-2020.pdf.

14. Forbes. Как тотальный локдаун в Шанхае парализовал экономику Китая [Электронный ресурс]. — Режим доступа: https://www.forbes.ru/biznes/463339-kak-total-nyj-lokdaun-v-sanhae-paralizoval-ekonomiku-kitaa.

15. Shanghai Stock Exchange. (n.d.). Index Handbook [Electronic resource]. — Available at: http://www.sse.com.cn/market/sseindex/indexlist/indexdetails/indexmethods/c/Index%20Handbook_EN_SSEC%20180.pdf.

Analysis of the factor influence of the stock market on global economic security

Юэлун Чжан,
аспирант Института бизнеса,
Белорусский государственный университет
(г. Минск, Беларусь)

Статья посвящена анализу факторного влияния фондового рынка на глобальную экономическую безопасность. Раскрыта сущность содержательной интерпретации понятия «экономическая безопасность» и определены исходящие угрозы со стороны фондового рынка глобальной экономической безопасности в современных условиях. Исследованы совокупные объемы мирового ВВП и совокупные объемы внешнего долга стран мирового сообщества. Кроме того, выявлены объемы капитализации мирового рынка акций и облигаций, крупнейших мировых фондовых бирж, определены основные территории размещения эмитентов и их количество. Проведены расчеты показателей угроз со стороны фондового рынка глобальной экономической безопасности всех стран мирового сообщества в целом и показателей угроз со стороны фондового рынка экономической безопасности Китая и США в частности.

The article deals with the analysis of the factorial influence of the stock market on global economic security. The essence of content interpretation of the "economic security" concept is revealed and the outgoing threats from the stock market of global economic security in the current conditions are determined. The aggregate volumes of world GDP and the aggregate volumes of foreign debt of the countries of the world community are studied. In addition, the capitalization volumes of the world stock and bond market, the largest world stock exchanges are revealed, and the main territories of issuers' placement and their number are determined. Calculations of indicators of threats from the stock market to the global economic security of all countries of the world community as a whole, and indicators of threats from the stock market to the economic security of China and the United States, in particular, have been carried out.

Global financial crises have a negative impact on international stock markets, which are inherently an integral and most vulnerable part of financial markets and relate to both the capital market and the money market, so international stock markets have a direct impact on the economic security of all countries of the world community [7].

International stock markets contribute to the development of the global market system of the world economy, promoting the accumulation of capital and the redistribution of financial resources in the regional context of world financial centers in needy sectors of the economy. In the event that the stock market does not fulfill its functions, the economic ties of the countries of the world community are paralyzed and this factor is a significant threat to the global economic security of states as a whole [1].

The build-up of public debt in securities has a significant impact on financial stability, neutralizing the positive aspects of doing business and contributing to the emergence of risks associated with defaults. In addition, it undermines the foundations of the fiscal policy of states and provokes speculative attacks on stock markets in the field of government borrowing (bond markets). With the growth of the unsecured value of shares, the size of the own capital of banking institutions and the volume

of loans issued under their security increase significantly. This process involves many investment fraudulent schemes characteristic of pyramidal types, and when securities depreciate, the crisis unfolds [13].

An example is the 2008/2009 global financial and economic crisis, which led to the collapse of international stock markets after the crisis of mortgage-backed securities in the US credit sector, which led to a massive sale of issuers' assets (shares) and a sharp drop in the value of bonds, and subsequently to a sharp decline in bond issuance. There was a lack of liquidity in the world capital markets, which led to an outflow of working capital and a decline in production in the real sector of the economy, a series of bankruptcies, both operating enterprises and financial institutions, and a significant reduction in the production of goods and services, culminating in the global recession [15].

Threats of the stock market to global economic security if it fails to fulfill its functions include: lack of investment mobilization for the real sector of production; lack of redistribution of capital from one industry to another; the impossibility of repaying the state budget deficit by providing financing through the sale of bonds; the impossibility of maintaining liquidity in the sphere of public debts of different countries of the world community; termination of the civilized transfer of property rights in the business sector, etc. [6].

Thus, the economic security of international stock markets (securities markets), which is part of the global world economic security, in the current conditions is the basis for stabilizing the economic and socio-political situation for all countries of the world community and can be defined as the state of the world stock market and its regulation system, which ensures the creation of conditions for full employment of the population and the achievement of stable economic growth, as well as the preservation of the geopolitical statuses of all countries of the world community as a whole.

The unstable international situation in the world, caused by the crisis in Ukraine, served as a pretext for organizing unfair competition from the United States in international stock markets, aimed, among other things, at ousting Russian and Chinese companies from them.

The destructive actions of the United States in the stock market, represented by a ban on the purchase of shares of Chinese companies from the high-tech sector starting from 2024 for American investors, undermine not only the economic security of the People's Republic of China, but also the foundations of all global economic security, violating the conditions for the redistribution of resources between investors and companies - stock market participants who need funds [14].

The two circuits of the PRC economic system within the concept of "two circulations" are "internal circulation" associated with aspects of domestic consumption of services, resources and goods and "external circulation" associated with aspects of external consumption of services, resources and goods. The essence of the new strategy is that the transformation of the architecture of the world order and the conditions of instability in foreign markets are the main determinants of the Chinese economy's self-reliance and determine the key influence of the stock market on the economic security of the People's Republic of China [17].

The modern scientific and business turnover of the People's Republic of China does not have a definite interpretation of the concept of "economic security". However, Pan Ling, studying the scientific works of a number of Chinese scientists, such as Zhao Ying, Xu Heping, Xing Guozhen, noted that they formulate an interpretation of this concept from the standpoint of the economic competitiveness of the state and its ability to counter various kinds of expansions and threats, while pointing out the fact that the economic policy of the state should create a favorable internal and external environment [12].

Therefore, the main qualities of the economic security of the People's Republic of China are economic competitiveness, which is the basis for strengthening the economy, and economic sovereignty, which is a tool for controlling its development, where attracting foreign investment in the Chinese stock market is of great importance.

The provisions of the concept and strategy of economic security are reflected in the Law of the PRC "On State Security", where, in accordance with paragraphs of Article No. 8 and paragraphs of Article No. 24, in order to achieve it, the state must achieve agreement on the goals of socio-economic development and protect the economic system and the socialist market economy by improving macro-regulation mechanisms in the field of minimizing the impact of financial external risks aimed at undermining the main sectors of the economy, and hence the stock market [5].

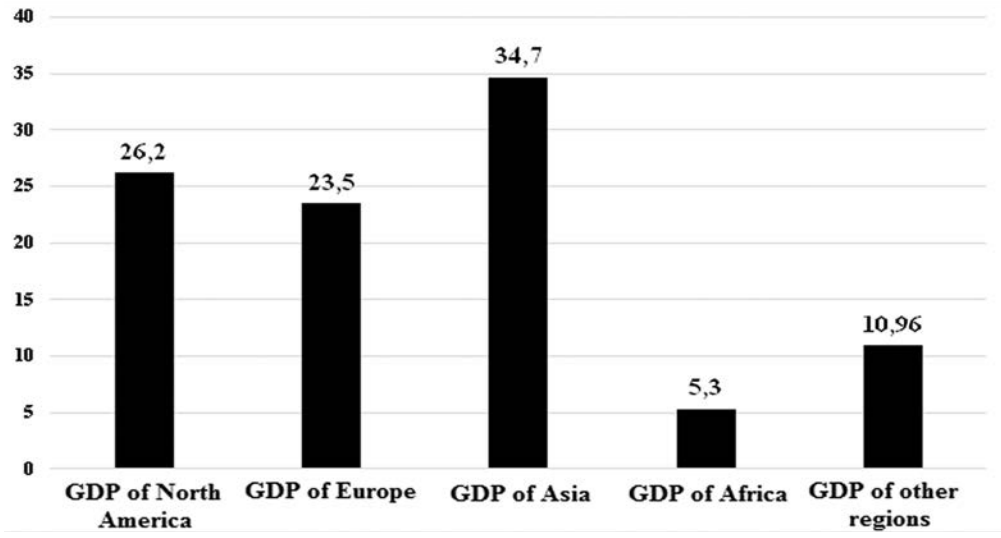


Figure 1. Aggregate global GDP by region ($ trillion)

Thus, we come to understand that, in relation to the research topic, the analysis of the factorial influence of the stock market on global economic security contributes to ensuring the economic security of the People's Republic of China under the influence of external geopolitical risks.

Based on the data of the annual report of the World Bank for 2022, it should be noted that the total volume of world GDP is estimated at 100.56 trillion US dollars [4], see Figure 1.

Summing up the analysis, we point out the fact that the share of Asia's GDP as a percentage of the total share of world GDP is 34.8%, while the share of North America as a percentage of the total share of world GDP is 26%, and the share of Europe is 23.3%. Thus, the three regions account for 84.1% of the total share of world GDP.

Based on the data of the report of the international consulting agency IMF BLOG for 2022, it should be noted that the total volume of external debt of all countries of the world to foreign companies and non-residents is 226 trillion US dollars, while the total volume of public debt accounts for 90.4 trillion dollars USA [10].

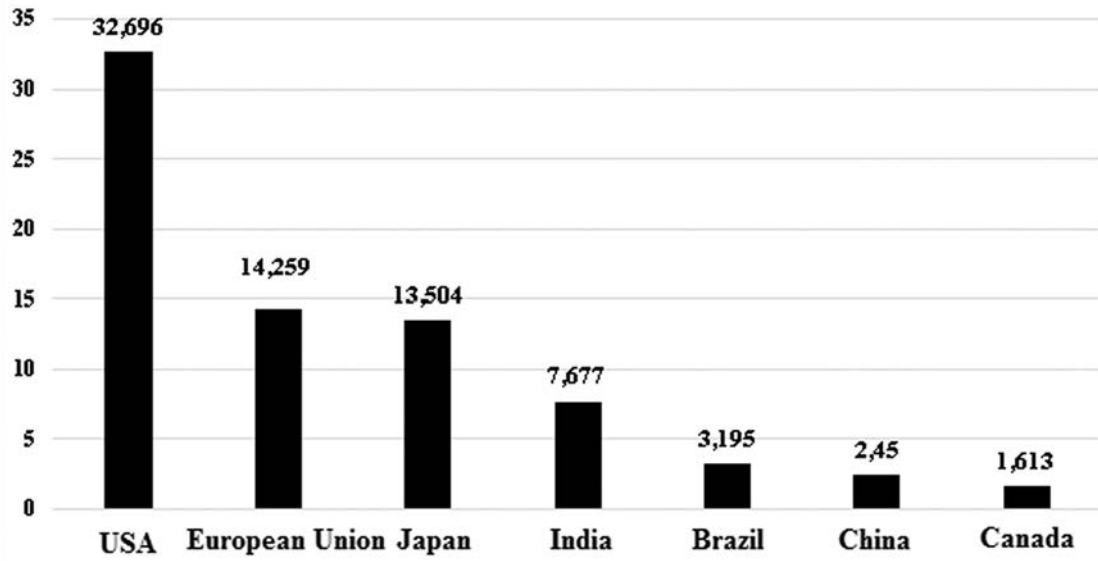


Figure 2. The volume of external debt of the largest debtor states and associations ($ trillion)

The volumes of the external debt of the largest debtor states and associations [10] are shown in Figure 2.

Summing up the analysis, we point out the fact that the share of external debt of the United States and Canada as a percentage of the total share of world external debt is 15.26%, while the share of external debt of the European Union countries as a percentage of the total share of world GDP, is 6.32%, and the share of Japan's external debt is 5.97%. At the same time, the size of the share of the external debt of China (the second largest economy in the world) is only 1.08%. Thus, there is an extreme uneven distribution of the debt burden of the countries of the world, which naturally should be interconnected with the capitalization of stock markets belonging to the stock markets of these states. However, it should be noted that the size of the share of external debt of the three largest Asian states is 10.44% of the total share of world external debt.

Based on the data of the report of the World Federation of Exchanges for 2021, it should be noted that the total capitalization of the global stock market is $124.5 trillion, while the total volume of the global bond market is $126.9 trillion [3]. For the purpose of trading, stock exchange platforms place various instruments, shares of companies that provide the owners with the right to part of the issuers' business and receive a certain income part; bonds, which are debt interest-bearing obligations of market participants to the persons who purchased them and other derivative instruments such as forward contracts, currency swaps, futures, options, depositary receipts, etc.

We point to the fact that the US stock market capitalization is $52.29 trillion, China's stock market capitalization is $14.44 trillion, the European Union's stock market capitalization is $11.2 trillion, and Japan's stock market capitalization is $6.9 trillion [3], see Figure 3.

Summing up the analysis, we point out the fact that the size of the US share in terms of stock market capitalization is 42% and the country ranks first in the world, while China is in second place with a share of 12% in terms of stock market capitalization, and Japan holds third place among all countries of the world community in terms of capitalization of the stock market with a share of 5%, since the capitalization of the stock market of all countries of the European Union is only 9%. Thus, there is an extreme unevenness in the distribution of capitalization of the stock market. Therefore, the landscape of the stock market is formed primarily by these states.

Based on the data of the report of the international consulting agency Finbold for 2021, it should be noted that 55.9% of the total financial volume of the global stock market falls on the United States. At the same time, Japan, with a share of 7.4%, is in second place in terms of the financial volume of the stock mar-

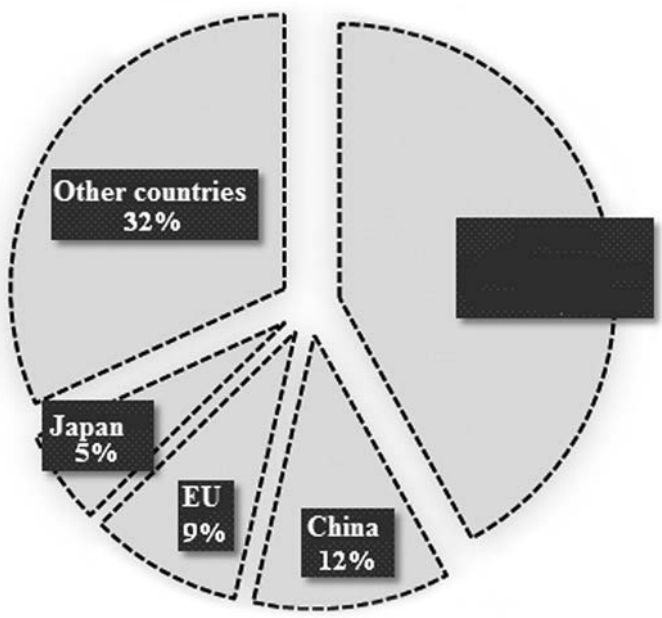


Figure 3. Equity market capitalization ($ trillion)

ket, despite the fact that it is inferior to the global economic power represented by China in terms of capitalization of the stock market. China accounts for 5.4% of the total financial volume of the global stock market [9].

This fact is explained both by the capitalization of the largest stock exchanges and by the territory where issuers are located [11], see Figure 4.

Summing up the analysis, it should be noted that the first place in market capitalization among the 10 largest stock exchanges in the world is occupied by the New York Stock Exchange with a share of 28%.

Nasdaq stock exchange is in the second place with a share of 24.36% by market capitalization and the third place by market capitalization with a share of 8.37% is occupied by the Shanghai Stock Exchange, the largest among Chinese stock exchanges.

It should be noted that the stock market of the United States of America has the greatest impact on global economic security. This is due to large-scale income from initial public offering on the US stock market. Issuers of all the world's leading companies are listed on US stock exchanges.

The number of issuers of companies placed on the largest stock exchanges [11] is shown in Figure 5.

Summing up the analysis, it should be noted that the first place among the 10 largest stock exchanges in the world in terms of the number of issuers of companies placed on the largest stock markets is occupied by the New York Stock Exchange and the Nasdaq Stock Exchange with shares of 17.46% each. The second place in terms of the number of issuers of companies with a share of 11.35% is occupied by the Shanghai Stock Exchange, the largest among Chinese stock exchanges. The third place in terms of the number of issuers of companies with a share of 10.91% is occupied by the Tokyo Stock Exchange.

The dominance of the US stock market is due to the fact that the US stock market provides

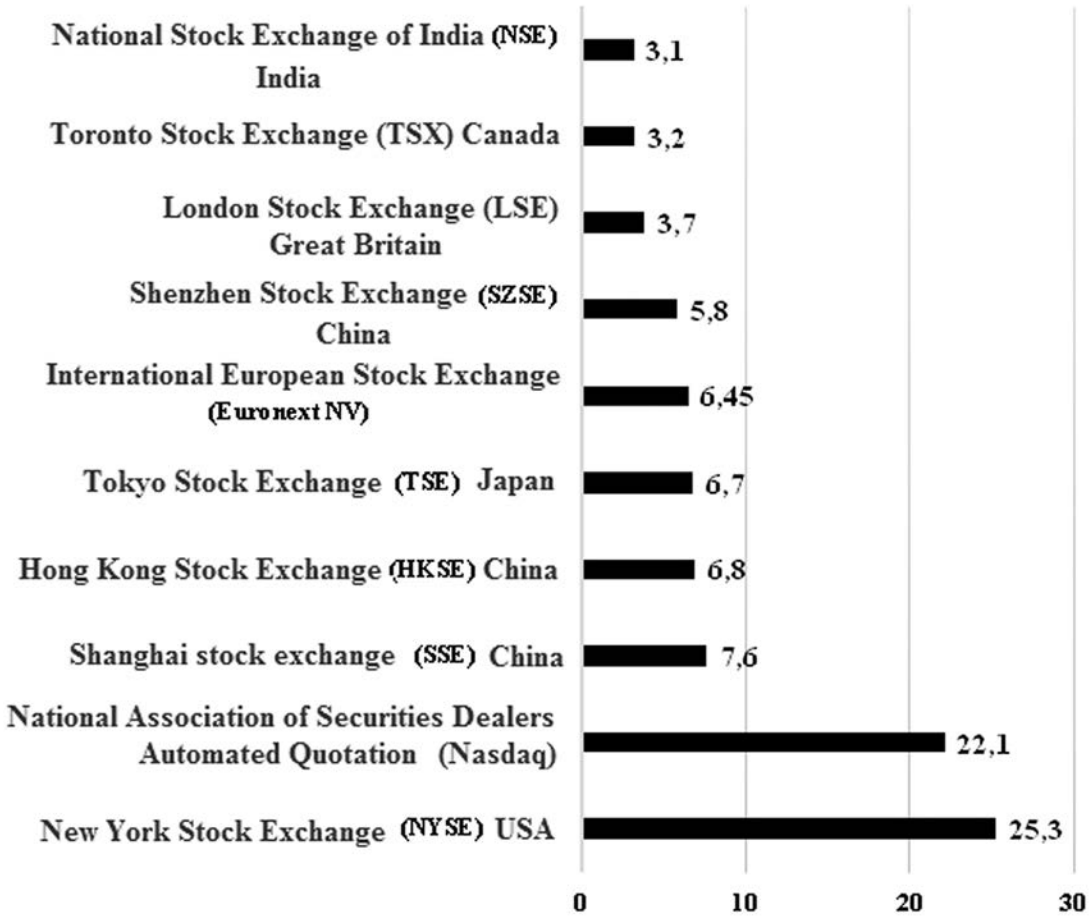


Figure 4. Capitalization of the largest stock markets ($ trillion)

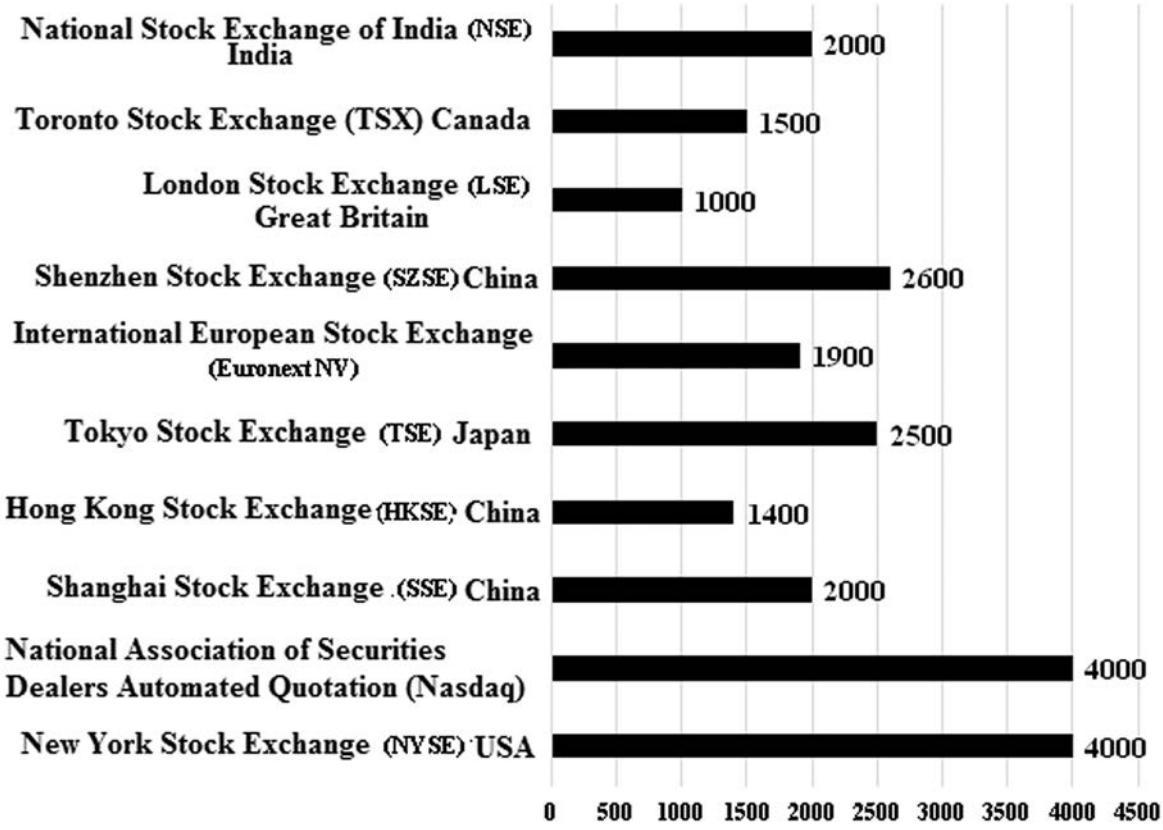


Figure 5. Number of issuers of companies listed on the largest stock exchanges (units)

better access to capital and financing for those companies whose issuers, through the use of cross-border listing, are placed on US stock exchanges, which have a broad shareholder base, a high level of liquidity, state control and a clear regulatory framework for functioning, providing prestige for stock market participants [16].

The most important indicators that can signal threats from the stock market to global economic security are the ratio of the volume of external public debt to GDP and the ratio of stock market capitalization to GDP.Based on the methodology of P.I.Bostanova and B.Yu. Dzarakhova, we will point out the importance of assessing the economic security of the global stock market, which is an integral part of the overall global economic security. In addition, we will present the threshold values of indicators as the ratio of the total external public debt of the countries of the world community to the volume of world GDP (0.3) and the ratio of the capitalization of the global stock market to world GDP (0,5-1) [2].

Let us calculate the value of the indicator, which is the ratio of the volume of the total external public debt of the countries of the world community to the volume of world GDP according to the following formula:

$$\mathbf{GISM} = \frac{\mathbf{TEPD}}{\mathbf{GDP}} \quad (1)$$

where: GISM — general indicator of the economic security of the stock market;

TEPD — total external public debt;

GDP — gross domestic product.

We will substitute the data in formula 1 and get the value:

$$\mathbf{GISM} = \frac{\mathbf{226}}{\mathbf{100{,}56}} = \mathbf{2{,}24} \quad (2)$$

As can be seen from the actual value, it is higher than the threshold value (0.3) by 7.49 times. This suggests that the indicator of threats from the stock market is in a critically dangerous zone and will have an extremely negative impact on global economic security in the long term.

Let's calculate the value of the indicator, which is the ratio of the capitalization of the

global stock market to the volume of world GDP using the following formula:

$$\mathbf{GICSM} = \frac{\mathbf{CGSM}}{\mathbf{GDP}} \quad (3)$$

where: GICSM — general indicator of economic security in the field of global stock market capitalization;

CGSM — capitalization of the global stock market;

GDP — gross domestic product.

We will substitute the data in formula 3 and get the value:

$$\mathbf{GICSM} = \mathbf{251,}\frac{\mathbf{4}}{\mathbf{100,56}} \quad (4)$$

As can be seen from the actual value, it is higher than the threshold value (0.5-1) by 2.5 times. This suggests that the indicator of threats from the stock market is in a critically dangerous zone and will have an extremely negative impact on global economic security in the long term.

Table 1 summarizes indicators that can signal threats from the stock market to the global economic security of China (GDP $ 18 trillion) and the United States (GDP $ 25.5 trillion).

Summing up the results of the comparative analysis, we note that none of the world's stock markets poses such a large-scale threat to the world's global economic security as the US stock market, where the threshold values of indicators of threats from the stock market to global economic security are exceeded by 4.26 times and 2 times respectively.

Matterhorn Asset Management experts, analyzing the state of the US stock market, named a number of reasons that characterize the onset of a new global crisis. Thus, the uncontrolled emission of funds over the past three years, starting with the emergence of the COVID-19 pandemic in 2020, led to their excess on the stock markets and thereby unjustifiably increased the value of company shares, ignoring the fundamental economic indicators of their production and economic activities. The collapse of global stock markets can lead to a drop in the value of securities by 40% -80%. The growth of interest rates of Central Banks, developed and large emerging economies leads to serious imbalances in the assets of banks in all countries of the world, as servicing loans issued becomes an impossible task (bankruptcy of Silicon Valley Bank, Credit Suisse). There is a problem associated with the use of leverage in the financial system of the stock market (and with the bankruptcy of production and economic entities from the real sector. The growth rates of the world economy are slowing down, the size of the state debt of the states of the world community is increasing, the inflation rate is increasing, and there is a decrease in the consumption of goods and services at the household level. The demographic problems associated with labor shortages are aggravating in the medium term [8].

In the US stock markets, there is an inversion of the yield curve, which undermines confidence in the most conservative exchange-traded interest-bearing instrument, bonds: the rate on long-term loans is higher in the context of long and short US government bonds, as long-term loans are now considered more risky than short-term loans, the level of bond yields is also increasing, and at the same time, since the Fed began raising rates in March 2022, there has been a sharp decrease in the value of all bonds on the world market by 12% [8].

Problems in geopolitics related to the transformation of the architecture of the world order in the context of the Russian Federation conducting a special military operation in Ukraine in 2022/2023 and the imposition of a sanctions regime against the country by the European Union, the G7 countries, the United States and their allies can lead to a global crisis. The geopolitical and geo-economic aspects of global economic security are associated with the

Table 1. Indicators of threats from the stock market to the global economic security of China and the United States

Countries	The value of the indicator, which is the ratio of the volume of the total external public debt of the country to the volume of GDP threshold value (0,3)	The value of the indicator, which is the ratio of the capitalization of the country's stock market to the volume of GDP threshold value (0,5-1)
China	0,13	0,80
USA	1,28	2,05

global stock market for government and corporate securities and the level of its development, or with the subordination of the entire territory of the stock markets to two or three hegemons that have effective financial mechanisms that ensure the creation and mobilization of financial resources to improve and retain geopolitical position and strengthening the world-system status of only specific countries.

References

1. Bondareva, S.A. Finance of organizations: textbook. — Kursk: University Book. — 2020. — 135 p.

2. Bostanova, P.I., Dzarakhova, B.Yu. Analysis of the influence of the national stock market on the economic security of Russia // Bulletin of the Academy of Knowledge. — 2021. — № 4 (6) — P. 389–399.

3. World Federation of Exchanges // RBC. — URL: https://quote.rbc.ru/news/article/627e10719a79476d62900ee8. — Date of access: 29.08.2023.

4. Annual Report 2022 // World Bank. — URL: https://www.vsemirnyjbank.org/ru/about/annual-report. — Date of access: 29.08.2023.

5. Law of the People's Republic of China "On State Security" // Chinalaw.center. — URL: https://chinalaw.center/administrative_law/china_state_security_law_2015_russian. — Date of access: 29.08.2023.

6. Kovalev, V.V., Kovalev, Vit. B. Corporate finance: a textbook. — M.: Prospectus, 2020. — 640 p.

7. Loshakov, A.Yu. The stock market as an integral part of the state's economic security / A.Yu. Loshakov // Finance and accounting policy. — 2020. — № 1. — P. 11–15.

8. On the edge of the abyss: experts named the causes of the new global crisis // Matterhorn Asset Management URL: https://dalekaya-okraina.ru/news/ekonomika/na-krayu-propasti-eksperty-nazvali-prichiny-novogo-mirovogo-krizisa. — Date of access: 29.08.2023.

9. The US accounts for 56% of the total value of the global stock market // Finbold. — URL: https://www.finam.ru/publications/item/na-ssha-prixoditsya-56-obsheiy-stoimosti-mirovogo-fondovogo-rynka-20210418-11000/. — Date of access: 29.08.2023.

10. Global debt reaches a record $226 trillion // IMF BLOG. — URL: https://www.imf.org/ru/Blogs/Articles/2021/12/15/blog-global-debt-reaches-a-record-226-trillion. — Date of access: 29.08.2023.

11. From New York to Mumbai: 10 of the world's largest stock exchanges // RBC. — URL: https://gazprombank.investments/blog/market/global-exchanges/. — Date of access: 29.08.2023.

12. Pan Ling. The Strategic Choice of Sino-Russian Relations: Partnership or Alliance? // Asia-Pacific region: economics, politics, law. — 2022. — V. 24. — № 2. — P. 46–57.

13. Slepov, V.A., Bondareva, S.A. Personal finance: textbook / edited by Professor V.A. Slepov. — Moscow: Master: INFRA-M, 2019. — 240 p.

14. US limits investment in artificial intelligence and advanced semiconductors in China // Bulletin. — URL: https://www.vedomosti.ru/politics/articles/2023/08/10/989376-ssha-ogranichivayut-investitsii-v-knr. — Date of access: 29.08.2023.

15. Fedorova, E.A., Musienko, S.O., Afanasiev, D.O. Influence of the Russian stock market on economic growth // Finance: theory and practice. — 2020. — № 24 (3). — P. 161–173.

16. Economic security of Russia. General course: textbook / edited by V.K. Senchagov. — 6th edition. — Moscow: Knowledge Lab, 2020. — 818 p.

17. 中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要 // [Electronic resource] — URL: https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm. — Date of access: 29.08.2023.

Методические аспекты оценки цифровых финансовых активов как инновационного инструмента формирования инвестиционного портфеля

Милош Диана Викторовна,
аспирант кафедры финансов,
Белорусский государственный экономический университет
(г. Минск, Беларусь)

В статье построена концептуальная модель и предложен методический инструментарий оценки развития цифровых финансовых активов. Разработана методика оценки инвестиционной привлекательности криптовалют как наиболее инновационного и динамично развивающегося вида цифровых финансовых активов. Это позволило определить текущий рейтинг, построить матрицу стратегических позиций, выделить четыре кластера криптовалют и предложить для каждого из них стратегию развития.

In the article a conceptual model is built and methodological tools for assessing the development of digital financial assets are offered. Methodology for assessing the investment attractiveness of cryptocurrencies as the most innovative and dynamically developing type of digital financial assets is developed. This made it possible to determine the current rating, build a matrix of strategic positions, identify four clusters of cryptocurrencies and propose a development strategy for each of them.

Введение. На современном этапе цифровая трансформация социально-экономического пространства — основополагающий мегатренд, определяющий дальнейший вектор развития как мировой, так и национальных экономик. Данный процесс сопровождается структурными и качественными изменениями финансового, в том числе фондового, рынка, социальной сферы, регуляторных механизмов и обеспечивается за счет разработки и внедрения соответствующего инструментария.

В частности, активное становление цифровой экономики предопределило повышенный интерес со стороны субъектов хозяйствования к инновационным инструментам формирования инвестиционного портфеля — цифровым финансовым активам (далее — ЦФА). Цифровые финансовые активы обладают специфическими чертами и свойствами, позволяющими им не только занять соответствующую нишу в системе финансов, но и выступать альтернативой традиционным первичным фондовым и производным финансовым инструментам фондового рынка.

Следует отметить, что исследование цифровых финансовых активов, в том числе осуществление их комплексной оценки, — относительно новое направление как отечественной, так и мировой науки. Это создает определенные трудности при обосновании инвесторами решений по включению тех или иных ЦФА в инвестиционный портфель. В этой связи особую актуальность приобретают вопросы разработки методических аспектов оценки развития цифровых финансовых активов.

Концептуальная модель и методический инструментарий оценки развития цифровых финансовых активов

Разработка методики оценки развития ЦФА требует четкого понимания процесса выбора критериев развития, метода проведе-

ния оценки, анализа результатов оценки, а также разработки рекомендаций и принятия решений по реализации стратегии развития цифровых финансовых активов. Вследствие этого целесообразным является применение экономико-математических методов и инструментальных средств, в т.ч. CASE-средств, которые позволяют моделировать бизнес-процесс оценки развития ЦФА, а также формализовать методику оценки.

Среди наиболее популярных CASE-средств можно выделить следующие: ARIS, AllFusion Process Modeler r7, IBM Rational Rose, Business Studio. Сравнительный анализ указанных CASE-средств возможен по таким критериям [1–6], как устойчивость положения продукта на рынке (включает в себя срок существования компании-разработчика и самого продукта), поддерживаемый стандарт моделирования, репрезентативность моделей (т.е. наличие выразительных средств графического отображения моделей), возможность осуществления моделирования диаграмм различных типов, функционально-стоимостного анализа, имитационного моделирования, декомпозиции объекта, проверки построенной модели на сопоставимость и непротиворечивость, оформления проектной документации (т.е. генерации технологических и рабочих инструкций), хранения моделей деятельности предприятий, контроля и обеспечения целостности проектных данных, ведения библиотеки типовых бизнес-моделей, групповой работы, простота освоения продукта, интеграция с иными программными продуктами (CASE-средствами, прикладными программами и системами).

Для выбора наилучшего CASE-средства использовалась система поддержки принятия решений Assistant Choice. Практические результаты оценки [7] показали, что наиболее приемлемым программным продуктом для моделирования бизнес-процессов по результатам сравнительного анализа является CASE-средство AllFusion Process Modeler r7.

В процессе исследования на основе процессного подхода и функционального моделирования с использованием CASE-средства AllFusion Process Modeler построена *авторская концептуальная модель* оценки развития ЦФА, представленная на рисунке 1.

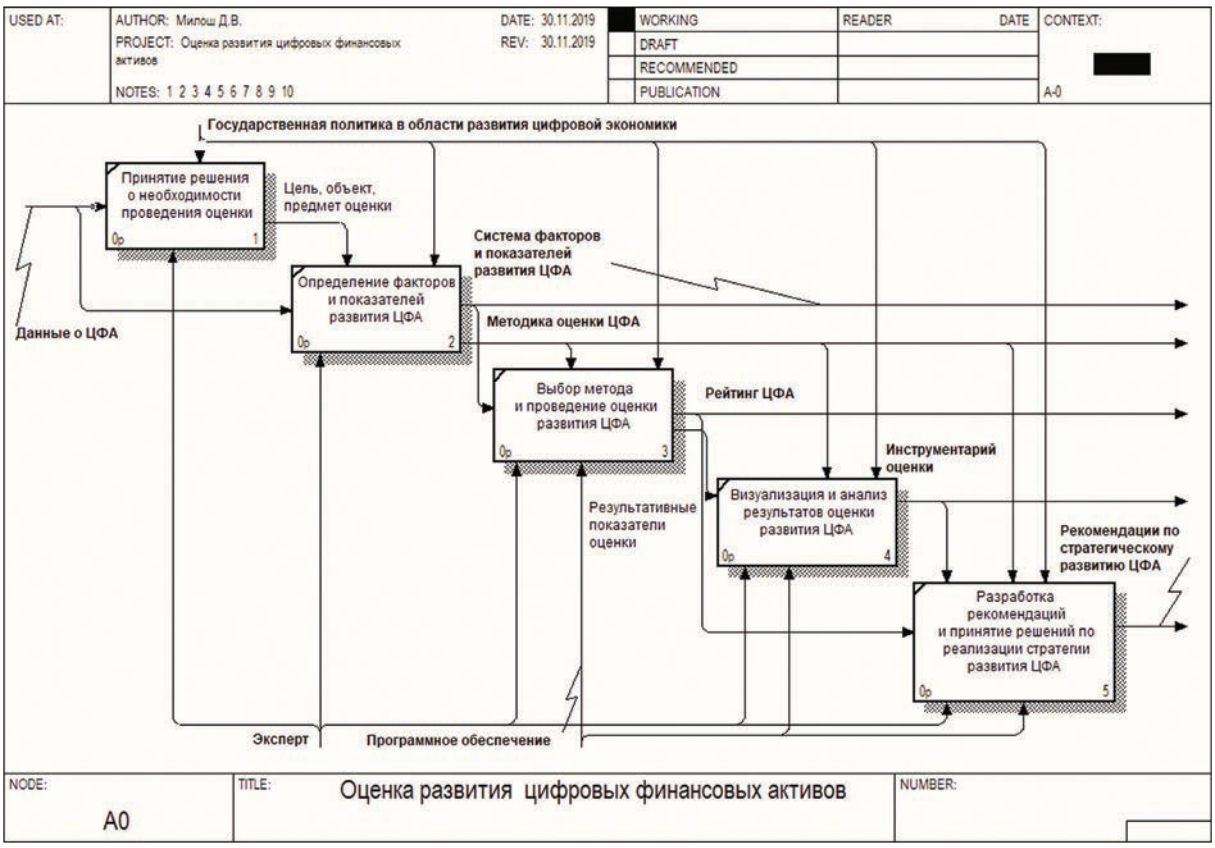


Рисунок 1. Концептуальная модель оценки развития цифровых финансовых активов

Источник: собственная разработка [7–9]

Предложенная концептуальная модель позволяет формализовать основные *этапы оценки развития цифровых финансовых активов* [7–9].

1. Принятие решения о необходимости проведения оценки.

На данном этапе определяются: цель — проведение оценки развития цифровых финансовых активов для выявления перспективных направлений их развития, объект исследования — цифровые финансовые активы, предмет — факторы и показатели развития ЦФА.

2. Определение факторов и показателей развития цифровых финансовых активов. На данном этапе определяется комплекс взаимосвязанных факторов и показателей, характеризующих привлекательность ЦФА.

3. Выбор метода и проведение оценки развития цифровых финансовых активов.

Формирование системы показателей позволяет на основе интеграции индексного и комплексного методов (таблица 1) разработать экономико-математическую модель оценки развития ЦФА.

Далее строится рейтинг цифровых финансовых активов.

4. Визуализация и анализ результатов оценки развития цифровых финансовых активов. Реализация данного этапа позволяет сделать вывод о конкурентном потенциале и инвестиционной привлекательности цифровых финансовых активов. Для визуальной оценки и анализа полученных результатов используется метод «многоугольника конкурентоспособности» и построение матрицы стратегических позиций ЦФА.

5. Разработка рекомендаций и принятие решений по реализации стратегии развития цифровых финансовых активов. На данном этапе на основе полученных результатов разрабатываются рекомендации по совершенствованию стратегии развития цифровых финансовых активов.

Методика оценки инвестиционной привлекательности криптовалют

В процессе исследования с использованием предложенных автором концептуальной модели и методического инструментария оценки развития цифровых финансовых активов проведено исследование наиболее инновационного вида ЦФА — криптовалют.

Для оценки развития криптовалют разработана система из 12 показателей (рисунок 2), на основе которой с использованием экономико-математических методов (таблица 1) рассчитаны частные индексы (формулы 1.1 и 1.2), комплексные индексы функциональных возможностей операций IFO_j и общей привлекательности IOA_j (формула 1.3), а также обобщающий индекс инвестиционной

Таблица 1. Методы расчета индексов развития цифровых финансовых активов

Метод	Формула расчета показателя	Номер формулы	Условные обозначения
Индексный	$X_{ij} = \frac{x_{ij}}{\max\{x_{ij}\}}$	(1.1)	X_{ij} — относительный (нормированный) i-й показатель развития j-го ЦФА; x_{ij} — частный i-й показатель развития j-го ЦФА; i — порядковый номер показателя развития ЦФА (1, … n); j — порядковый номер ЦФА (1, … k); n — количество показателей развития ЦФА; k — количество анализируемых ЦФА; $\max\{x_{ij}\}$ — максимальное значение среди i-х частных показателей развития j-го ЦФА; Y_j — индекс развития j-го ЦФА.
	$X_{ij} = 1 - \frac{x_{ij}}{\max\{x_{ij}\}}$	(1.2)	
Многоугольника конкурентоспособности	$Y_j = \sqrt{\frac{\left(\sum_{i=1}^{n-1} X_{ij} X_{i+1,j} + X_{nj} X_{1j}\right)}{n}}$	(1.3)	
Векторный	$Y_j = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^{n} X_{ij}^2}$	(1.4)	

Источник: собственная разработка [7–10]

привлекательности IIA_j (формула 1.4) криптовалют.

Комплексный индекс общей привлекательности рассчитывается на основе следующих показателей:

- капитализация — показатель, определяемый путем умножения рыночной цены на дату проведения оценки развития криптовалюты на количество монет, находящихся в обращении на аналогичную дату;
- ликвидность — показатель, характеризующий активность торгов для анализируемой криптовалюты на всех основных биржевых площадках и определяемый как однодневный объем торгов на дату оценки;
- разработчик — показатель, характеризующий активность разработчиков анализируемой криптовалюты и определяемый как количество коммитов (обновлений исходного кода) за год, предшествующий дате оценки, по данным веб-сервиса Github;
- общественный интерес — показатель, представляющий собой количество результатов при поиске пользователем анализируемой криптовалюты в поисковой системе Google на дату оценки;
- балльная оценка Galaxy Score — комбинированный показатель (в баллах) на дату оценки, рассчитываемый платформой LunarCrush для анализа движения криптовалют. Итоговый балл определяется четырьмя показателями: оценкой тренда цены криптовалюты, социального настроения (отношений пользователей в социальных сетях), социального воздействия (осведомленность о монете), ранга корреляции (математическая оценка взаимосвязи социальных данных с ценой криптовалюты) [11];
- максимальная процентная ставка по криптодепозитам — максимальная процентная ставка по данным сервиса Coinmarketfees.com, которую предлагают на дату оценки наиболее крупные криптобиржи и провайдеры криптокошельков при размещении анализируемой криптовалюты.

Комплексный индекс функциональных возможностей операций с криптовалютой

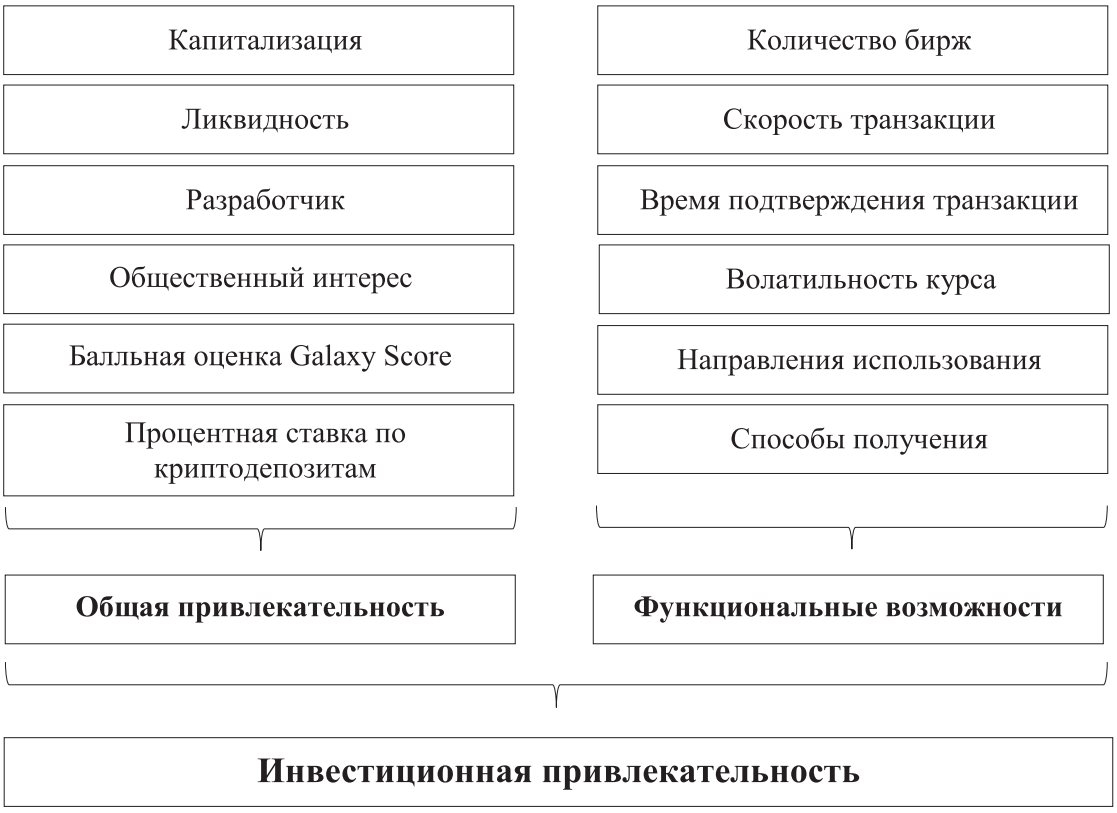


Рисунок 2. Система показателей инвестиционной привлекательности криптовалют

Источник: собственная разработка

рассчитывается на основе следующих показателей:

- количество бирж — показатель, характеризующий развитость инфраструктуры и рассчитываемый как число бирж, на которых возможно осуществление транзакций с анализируемой криптовалютой на дату оценки;
- скорость транзакции — показатель, определяемый как максимальное количество транзакций с использованием анализируемой криптовалюты, которое может быть обработано в секунду;
- время подтверждения транзакции — показатель, отражающий время (в секундах), необходимое для подтверждения транзакции с использованием анализируемой криптовалюты;
- волатильность курса — коэффициент изменения курса анализируемой криптовалюты, определяемый на основе соотношения рыночной цены на дату оценки и на аналогичную дату прошлого года;
- направления использования — показатель, отражающий количество возможностей по применению криптовалют, например: P2P-транзакции, оплата товаров и услуг, как инструмент сбережения, вознаграждение майнеров за поддержку работы сети, инструмент получения спекулятивного дохода, инвестирования, использование в функционировании сайтов, сервисов и т.п.;
- способы получения — показатель, характеризующий количество возможных способов получения анализируемой криптовалюты (через биржи, сервисы обмена, частные переводы, посредством майнинга).

В результате мониторинга таких международных агрегаторов статистических данных и информационных ресурсов, как CoinMarketCap [12], CoinGecko [13], CryptoMiso [14], LunarCrush [11], Coinmarketfees.com [15], Crypto.ru [16], BYTWORK.COM [17] и Phemex.com [18-19], на основе абсолютных показателей 25 наиболее популярных криптовалют по разработанной автором методике проведена оценка инвестиционной привлекательности криптовалют.

Текущий рейтинг криптовалют

Индексы общей привлекательности, функциональных возможностей операций, инвестиционной привлекательности, а также *рейтинг* криптовалют по указанным индексам представлены в таблице 2.

Результаты расчета комплексного индекса общей привлекательности криптовалют и построения по указанному показателю многоугольников конкурентоспособности свидетельствуют о том, что на дату оценки топ-5 составляют Bitcoin (0,865), Ethereum (0,632), Polygon (0,518), Polkadot (0,514) и Bitcoin Cash (0,499). Закрывают рейтинг TRON (0,300), Monero (0,203), IOTA (0,203), NEO (0,177) и VeChain (0,160).

В разрезе частных индексов имеем следующую картину.

По капитализации лидирующие позиции занимает Bitcoin с показателем 326,04 млрд долл. США, что на дату оценки соответствовало доле рынка на уровне 40 %. Для сравнения: второе место занимает Ethereum с рыночной капитализацией 152,28 млрд долл. США, что в 2 раза меньше, чем у Bitcoin. Наименьшее значение наблюдается у NEO — 0,46 млрд долл. США.

Наиболее активными (в части количества обновлений исходного кода по данным Github) выступают разработчики IOTA (3864), Solana (3838), Bitcoin (2379), Dash (2003), Chainlink (1948), Ethereum (1808), NEAR Protocol (1603), Cosmos Hub (1495), Bitcoin Cash (1346), Zcash (1215), Algorand (1029), а наименее активными — NEO (123), Dogecoin (95), Litecoin (87).

По ликвидности первое место также у Bitcoin — 9068,77 млн долл. США, второе — у Ethereum с 2286,18 млн долл. США, третье — у VeChain с 1128,97 млн долл. США. При этом следует отметить, что однодневный объем торгов Bitcoin превышает суммарный показатель оставшихся 24 криптовалют (6616,57 млн долл. США), попавших в выборку. Самую низкую ликвидность на день оценки показали такие криптовалюты, как Zcash (38,47 млн долл. США), Stellar (30,96 млн долл. США), NEO (11,52 млн долл. США), Bitcoin SV (9,23 млн долл. США) и IOTA (5,71 млн долл. США).

Общественный интерес в большей степени (более 200 млн результатов в поисковой системе Google) проявляется к таким криптовалютам, как Bitcoin (397 млн результатов), Ethereum (342 млн результатов), Bitcoin Cash (250 млн результатов), Dash (250 млн результатов), Polygon (241 млн результатов) и Polkadot (226 млн результатов). В меньшей степени социальный интерес характерен для NEAR Protocol (15,8 млн результатов), Bitcoin SV (15,2 млн результатов), TRON (14,5 млн результатов), Avalanche (14,2 млн

Таблица 2. Индексы общей привлекательности, функциональных возможностей операций, инвестиционной привлекательности и рейтинг криптовалют

Криптовалюта	Аббревиатура	Комплексный индекс общей привлекательности криптовалют		Комплексный индекс функциональных возможностей операций с криптовалютой		Обобщающий индекс инвестиционной привлекательности	
		Значение	Рейтинг	Значение	Рейтинг	Значение	Рейтинг
Bitcoin	BTC	0,865	1	0,747	3	0,808	1
Ethereum	ETH	0,632	2	0,755	1	0,696	2
Binance Coin	BNB	0,353	15	0,643	8	0,519	9
XRP	XRP	0,441	8	0,687	5	0,577	4
Cardano	ADA	0,390	11	0,562	14	0,484	14
Dogecoin	DOGE	0,308	20	0,603	11	0,479	15
Polygon	MATIC	0,518	3	0,754	2	0,647	3
Polkadot	DOT	0,514	4	0,634	10	0,577	4
Litecoin	LTC	0,408	9	0,7	4	0,573	6
Solana	SOL	0,462	7	0,593	12	0,532	8
TRON	TRX	0,300	21	0,649	7	0,506	12
Avalanche	AVAX	0,358	14	0,416	24	0,388	23
Cosmos Hub	ATOM	0,366	13	0,497	22	0,436	17
Chainlink	LINK	0,389	12	0,518	19	0,458	16
Monero	XMR	0,203	22	0,524	17	0,397	22
Stellar	XLM	0,331	17	0,636	9	0,507	11
Bitcoin Cash	BCH	0,499	5	0,513	20	0,506	12
Algorand	ALGO	0,322	18	0,505	21	0,424	19
NEAR Protocol	NEAR	0,335	16	0,431	23	0,386	24
VeChain	VET	0,160	25	0,545	15	0,402	21
Bitcoin SV	BSV	0,404	10	0,662	6	0,548	7
Zcash	ZEC	0,320	19	0,519	18	0,431	18
Dash	DASH	0,488	6	0,539	16	0,514	10
IOTA	MIOTA	0,203	22	0,401	25	0,318	25
NEO	NEO	0,177	24	0,572	13	0,423	20

Источник: собственная разработка [10]

результатов) и Zcash (7,99 млн результатов).

Для криптовалют, отобранных для построения рейтинга, показатель Galaxy Score варьировался от 40 до 48 баллов. 48 баллов было присвоено 12 % выборки (Bitcoin, Monero, Bitcoin Cash), 47 баллов — 28 % выборки, 46 баллов — 40 % выборки, 45 и ниже баллов — 20 % выборки. Самый низкий балл был присвоен Dash (42), NEO (42) и IOTA (40).

В части ставок по криптодепозитам, как отражено на рисунке 3, при размещении более чем половины криптовалют, попавших в выборку, предлагается 10 % и более. При этом топ-3 составляют Bitcoin SV (41,17 %), Polygon (16 %) и Polkadot (15 %), а закрывают рейтинг по указанному показателю NEO (2 %), VeChain (0,88 %) и IOTA, предложения со стороны криптовалютных организаций в отношении которой, по данным сервиса Coinmarketfees.com [15], вовсе отсутствуют.

В то же время *результаты расчета комплексного индекса функциональных возможностей операций с криптовалютой* и построения по указанному показателю

многоугольников конкурентоспособности свидетельствуют о том, что на дату оценки топ-5 составляют Ethereum (0,755), Polygon (0,754), Bitcoin (0,747), Litecoin (0,700) и XRP (0,687). Последние позиции рейтинга занимают Algorand (0,505), Cosmos Hub (0,497), NEAR Protocol (0,431), Avalanche (0,416) и IOTA (0,401).

Если рассматривать частные индексы, то лидерами по числу бирж, на которых торгуются анализируемые криптовалюты, являются Ethereum (220), Bitcoin (214), Chainlink (189), Litecoin (161), Ripple (149). В наименьшей степени котируются на биржах NEO (61), VeChain (54), Monero (53), Bitcoin SV (40) и IOTA (32).

Одними из ключевых показателей, характеризующих привлекательность криптовалюты как инструмента платежа, выступают скорость и время подтверждения транзакции.

В части критерия скорости транзакции, определяемого как максимальное количество операций, возможных для обработки, лидирующие позиции занимают Polygon и Solana с показателями (65 000 и 60 000 транзакций в секунду соответственно), превосходящими в разы возможности международных платежных систем [18] Visa (24 000 транзакций в секунду) и Mastercard (5000 транзакций в секунду). Криптовалюты Cosmos Hub, NEAR Protocol, VeChain с возможностью по обработке до 10 000 транзакций в секунду уступают международной платежной системе Visa, но при этом показывают результат в 2 раза выше, чем Mastercard. Пропускную способность Mastercard также поддерживает Bitcoin SV (5000 транзакций в секунду). Следует отметить, что по анализируемому показателю Bitcoin, выступающий лидером по комплексному индексу общей привлекательности, занимает последнее место с возможностью обработки 7 транзакций в секунду. Абсолютные показатели анализируемых криптовалют по скорости транзакции в сопоставлении с международными платежными системами Visa и Mastercard представлены на рисунке 4.

По времени подтверждения транзакции топ-5 составляют Solana (0,4 секунды), Polygon (2 секунды), Avalanche (2 секунды), NEAR Protocol (2 секунды) и Binance coin (3 секунды). Худшие характеристики у Monero (1560 секунд), Litecoin (1800 секунд) и Bitcoin Cash (3600 секунд). У самой популярной криптовалюты Bitcoin время обработки транзакции составляет 600 секунд.

Анализируя направления использования криптовалют, можно сделать вывод, что для проведения P2P-транзакций могут быть использованы 52 % выборки, оплаты товаров и услуг — 72 %, как инструмент сбережения — 88 %, инструмент получения спекулятивного дохода и инвестирования — 95 % (т.е. все криптовалюты, кроме Polygon), как вознаграждение майнеров за поддержку работы сети — 24 %, имеют специальное назначение (обслуживание сети, использование в функционировании сайтов, сервисов и т.п.) — 60 %.

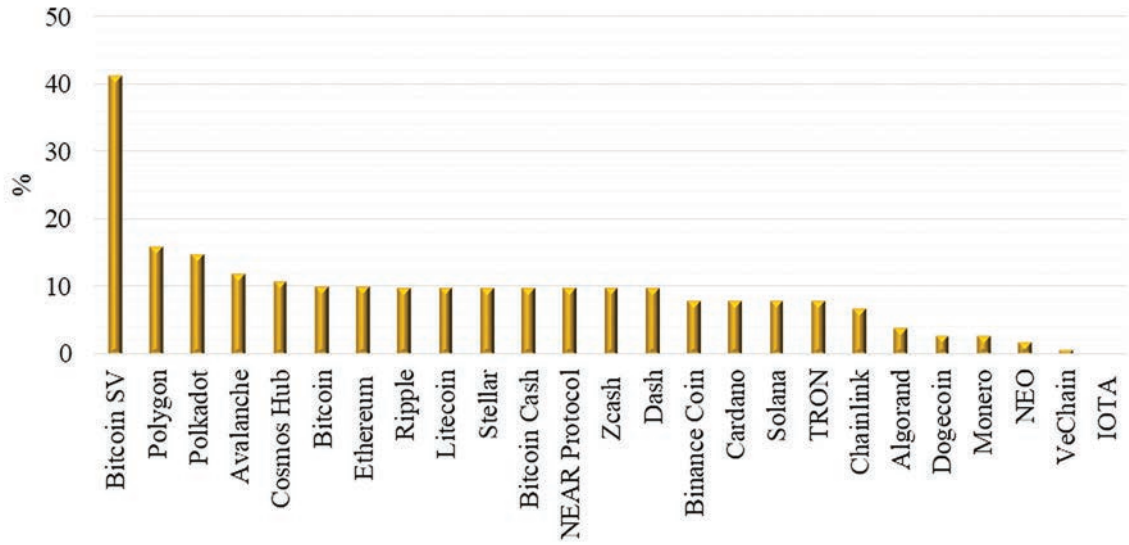


Рисунок 3. Максимальная процентная ставка по криптодепозитам

Источник: собственная разработка на основе [15]

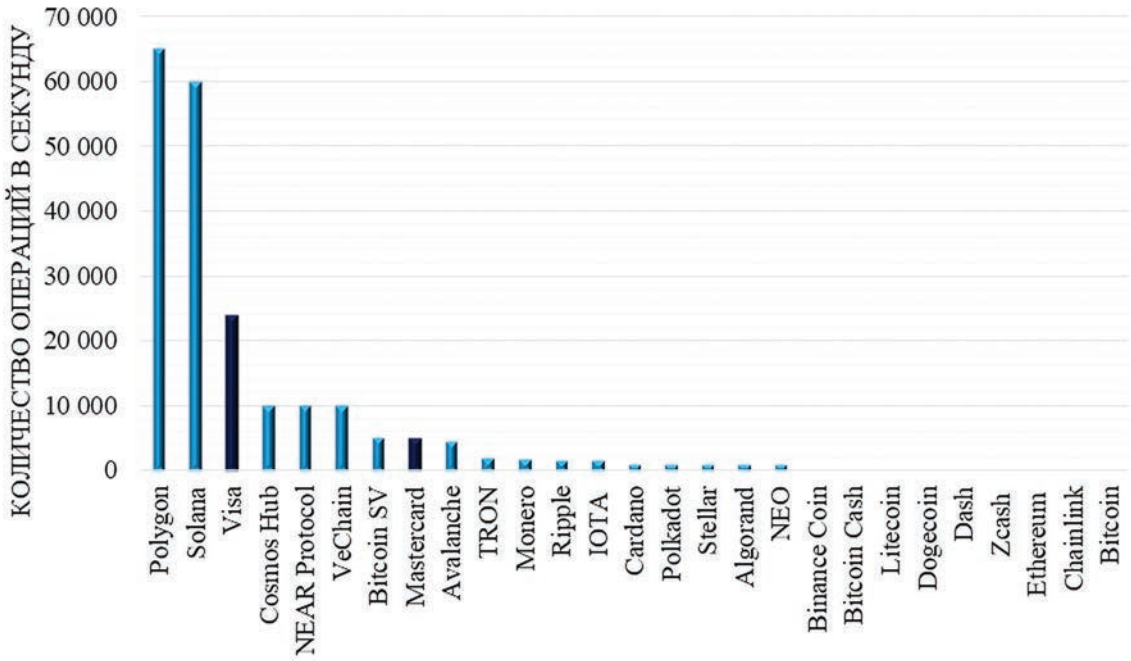


Рисунок 4. Скорость транзакций, осуществляемых с использованием криптовалют и посредством международных платежных систем Visa и Mastercard

Источник: собственная разработка на основе [16, 18]

В части способов получения приобретение абсолютно всех криптовалют возможно посредством бирж и сервисов обмена. Однако не все криптовалюты могут быть добыты посредством майнинга (Binance coin, Ripple, Cardano, Dogecoin, Polygon, Solana, TRON, Avalanche, Cosmos Hub, Chainlink, Stellar, Algorand, NEAR Protocol, VeChain, IOTA, NEO, т.е. 64 % выборки) и частного перевода (Polygon, Solana, Avalanche, Cosmos Hub, Chainlink, Monero, VeChain, Zcash, Dash, IOTA, т.е. 40 % выборки).

И последний частный показатель, формирующий комплексный индекс функциональных возможностей операций с криптовалютой, — волатильность курса. На дату проведения оценки наименее волатильными были признаны Monero (1,44), Binance coin (1,71), TRON (1,72) и Litecoin (1,95). Наибольшую волатильность на дату оценки показали Solana (9,9), NEAR Protocol (9,46), Algorand (7,37), Avalanche (7,27) и IOTA (6,19).

Таким образом, результаты построения рейтинга свидетельствуют о том, что наиболее высоким уровнем инвестиционной привлекательности обладают такие криптовалюты, как Bitcoin, Ethereum, Polygon, Ripple и Polkadot. В то же время в выборке отсутствуют криптовалюты, одновременно имеющие высокую характеристику как социального интереса и признания, так и качества транзакций. Например, Bitcoin, занимая первое место по общей и инвестиционной привлекательности, уступает по функциональным возможностям транзакций Ethereum и Polygon. А TRON, Dogecoin и Stellar — криптовалюты, которые, напротив, не столь популярны среди пользователей и инвесторов, однако характеризуются относительной стабильностью курса и обеспечивают высокие показатели направлений использования, способов получения и времени подтверждения транзакций.

Матрица стратегических позиций и обоснование стратегий развития криптовалют

Для обоснования стратегии развития криптовалют на основе рассчитанных индексов (таблица 2), которые определяют уровень («размер») инвестиционной привлекательности криптовалют, и методов стратегического анализа построена *матрица стратегических позиций криптовалют* (рисунок 5).

Построенная матрица в зависимости от значения комплексного индекса общей привлекательности позволяет отнести криптовалюту к одному из четырех кластеров: IOAj є [0,75; 1] — «Лидеры»; IOAj є [0,50; 0,75) —

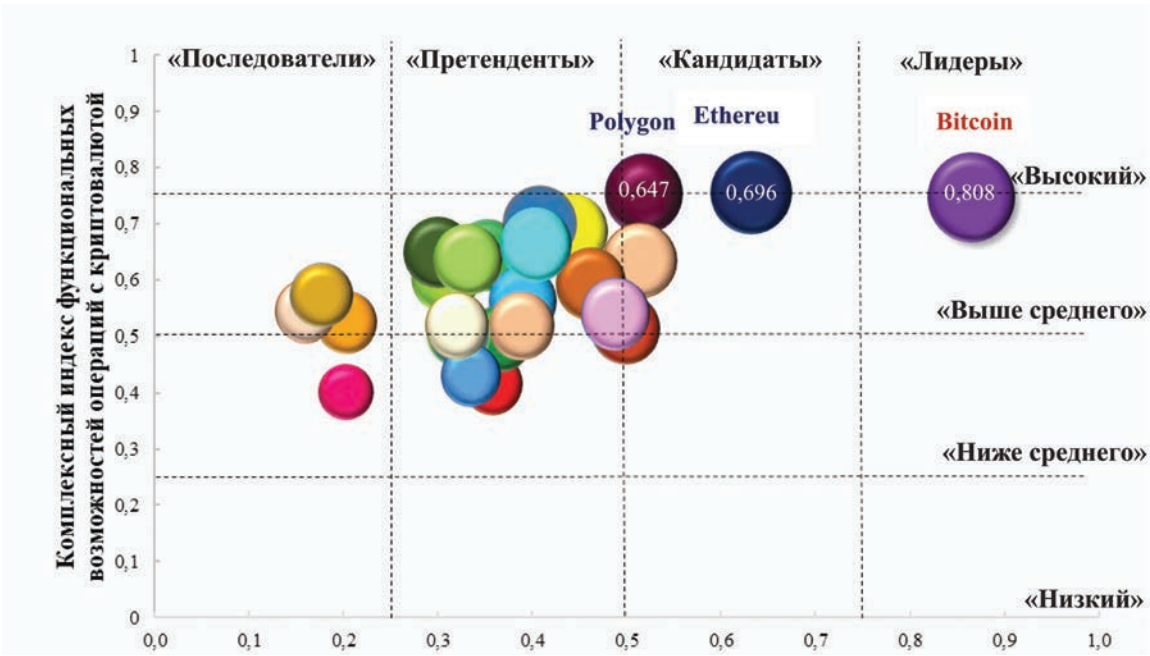


Рисунок 5. Матрица стратегических позиций криптовалют

Источник: собственная разработка [10]

«Кандидаты»; IOAj ϵ [0,25; 0,50) — «Претенденты»; IOAj ϵ [0; 0,25) — «Последователи». В зависимости от значения комплексного индекса функциональных возможностей операций с криптовалютой их уровень характеризуется как «высокий» при IFOj ϵ [0,75; 1], «выше среднего» при IFOj ϵ [0,50; 0,75), «ниже среднего» при IFOj ϵ [0,25; 0,50), «низкий» при IFOj ϵ [0; 0,25).

«Лидеры» — криптовалюты, которые характеризуются высоким уровнем общественного интереса, капитализации и ликвидности, что позволяет им доминировать и занимать существенную долю крипторынка. Стратегия «лидеров» должна быть направлена на длительное поддержание существующего положения за счет поиска новых пользователей, расширения как рынка в целом, так и своего сегмента, улучшения работы сети, финансирования новых направлений развития, в т.ч. в части применения криптовалюты как инструмента платежа, учитывая наличие конкуренции со стороны пока менее популярных криптовалют, но при этом имеющих более высокие показатели функциональных возможностей операций.

«Кандидаты» — криптовалюты, для которых характерен уровень как общей привлекательности, так и функциональных возможностей операций выше среднего. За счет высокого качества организации операций и социального признания перспективности их развития такие криптовалюты занимают немалую долю крипторынка и составляют непосредственную конкуренцию «лидерам». Стратегия «кандидатов» должна быть направлена на привлечение финансовых ресурсов для увеличения доли рынка, что возможно не только за счет разработки мероприятий, направленных на нивелирование существующих недостатков функционирования криптовалюты-«кандидата», но и анализа конкурентных преимуществ «лидеров», имплементации и усовершенствования их положительных характеристик, внедрения инновационных конкурентоспособных технологий, позволяющих решить основные проблемы криптовалют-«лидеров» и тем самым стать более перспективными в глазах потенциальных инвесторов, пользователей.

«Претенденты» — криптовалюты со средними характеристиками функциональных возможностей операций с их использованием, но с недостаточно высокими показателями в части доли рынка и популяризации среди потенциальных пользователей. Стратегия «претендентов» должна быть направлена, с одной стороны, на активную реализацию политики продвижения в социальные массы, а с другой стороны — на улучшение

качественных характеристик операций с криптовалютой, обеспечение их безопасности, расширение возможностей использования криптовалют, упрощение процесса майнинга, что одновременно позволит вывести такие криптовалюты на новый уровень не только как средства платежа, но и инвестиционного инструмента.

«Последователи» — криптовалюты с различными функциональными возможностями операций и низким уровнем ключевых показателей, обеспечивающих их популярность и широкое применение. Основной задачей криптовалют-«последователей» должен стать комплексный анализ возможных стратегий развития с целью укрепления своих позиций на крипторынке на основе изучения опыта функционирования уже более популярных как инструменты платежа и инвестиций криптовалют.

Выводы. Подводя итог, следует отметить, что у цифровых финансовых активов, в частности криптовалют, есть большой потенциал роста и развития. Внедрение инноваций, связанных с цифровыми финансовыми активами, позволит повысить эффективность процессов аккумуляции, перераспределения и управления финансовыми потоками, диверсифицировать инвестиционный портфель субъектов хозяйствования, создать благоприятные условия для формирования рыночных отношений и оптимизации рыночной инфраструктуры, обеспечить конкурентоспособность бизнес-структур и тем самым повысить доступность и качество реализуемых ими товаров, работ и услуг, что, как следствие, будет способствовать как экономическому росту государства, так и росту благосостояния населения.

Полученные результаты исследования могут стать основой для дальнейших научных изысканий в направлении развития методических аспектов оценки и разработки стратегических решений по становлению рынка цифровых финансовых активов. Предложенные автором концептуальная модель и методический инструментарий позволяют провести комплексную оценку цифровых финансовых активов, а разработанная методика оценки криптовалют как инновационного вида ЦФА — построить текущий рейтинг и матрицу стратегических позиций для обоснования как дальнейших направлений развития анализируемых объектов, так и решений инвестора при формировании инвестиционного портфеля.

Литература

1. Абдыкаримова, А.Т. Характеристика и сравнительный анализ популярных CASE-средств / А.Т. Абдыкаримова // Вестник Жетысуского государственного университета им. И. Жансугурова. Научный журнал. — 2015. — № 1. — С. 15–20.

2. Анализ современных средств моделирования бизнес-процессов // Реинжиниринг бизнес-процессов [Электронный ресурс]. — 2020. — Режим доступа: http://www.reengine.ru/index.asp?Menu=2&Sub=2. — Дата доступа: 26.03.2020.

3. Лапина, Л.А. О подходах к выбору инструментария моделирования бизнес-процессов / Л.А. Лапина, А.А. Ступина, О.В. Кирякова, С.В. Капустина, Р.В. Волошин, Д.Н. Гронь // Современные проблемы науки и образования. — 2015. — № 2. — С. 57–66.

4. Моделирование бизнес-процессов / Менеджмент качества [Электронный ресурс]. — 2020. — Режим доступа: http://www.kpms.ru/General_info/CASE_tools.htm4. — Дата доступа: 26.03.2020.

5. Сравнительный анализ инструментальных средств бизнес-инжиниринга / Современные методы проектирования систем и процессов / Бизнес инжиниринг групп [Электронный ресурс]. — 2020. — Режим доступа: http://bigc.ru/instruments/compare/vs_bp/analiz_instr_sredstv_b_ing_2.php. — Дата доступа: 26.03.2020.

6. Business Studio — система бизнес-моделирования / Консалтинговая группа «Финэкс» [Электронный ресурс]. — 2020. — Режим доступа: http://www.finexcons.ru/services/information_systems/delivery_and_support_of_the_business_model/. — Дата доступа: 26.03.2020.

7. Милош, Д.В. Моделирование оценки развития цифровых финансовых активов / Д.В. Милош, К.А. Забродская // Тенденции и перспективы развития банковской системы в современных экономических условиях: материалы II международной научно-практической конференции, Брянск, 17 декабря 2019 г. — Брянск: Издательство БГУ им. акад. И.Г. Петровского, 2020. — С. 142–147.

8. Милош, Д.В. Цифровые финансовые активы: методический подход к оценке развития / К.А. Забродская, Д.В. Милош // Научные труды Белорусского государственного экономического университета. — Вып. 13. — Минск: БГЭУ, 2020. — С. 249–256.

9. Милош, Д.В. Оценка развития цифровых финансовых активов на примере криптовалют /

Д.В. Милош // Стратегия развития экономики Беларуси: вызовы, инструменты реализации и перспективы: сборник научных статей. — Т. 1. — Минск: Право и экономика, 2022. — С. 531–538.

10. Милош, Д.В. Методические положения оценки развития цифровых финансовых активов / Д.В. Милош // Развитие интернационализации и экономической интеграции в новых реалиях: материалы форума в рамках 19-го Международного научного семинара «Мировая экономика и бизнес-администрирование»: XXI Международная научно-техническая конференция «Наука — образованию, производству, экономике», Минск, 23-24 марта 2023 г. — Минск: Четыре четверти, 2023. — С. 132–134.

11. LunarCrush [Electronic resource]. — Made of access: https://lunarcrush.com/coins. — Date of access: 08.01.2023.

12. Coinmarketcap [Electronic resource]. — Made of access: https://coinmarketcap.com/. — Date of access: 08.01.2023.

13. CoinGecko [Electronic resource]. — Made of access: https://www.coingecko.com/en. — Date of access: 08.01.2023.

14. Crypto commits [Electronic resource] / CryptoMiso. — Made of access: https://www.cryptomiso.com/. — Date of access: 08.01.2023.

15. Coinmarketfees.com [Electronic resource]. — Made of access: https://coinmarketfees.com/. — Date of access: 08.01.2023.

16. Crypto.ru [Electronic resource]. — Made of access: https://crypto.ru/kurs-kriptovalyut/. — Date of access: 08.01.2023.

17. Какая криптовалюта самая быстрая? Быстрые транзакции [Электронный ресурс] / BYTWORK.COM. — Режим доступа: https://bytwork.com/articles/kriptovalyuta-bystraya. — Дата доступа: 08.01.2023.

18. Что такое количество транзакций в секунду (TPS): сравнительный анализ сетей [Электронный ресурс] / Phemex.com. — Режим доступа: https://phemex.com/ru/blogsB9. — Дата доступа: 08.01.2023.

19. Что такое Zcash (ZEC): криптовалюта, ориентированная на конфиденциальность [Электронный ресурс] / Phemex.com. — Режим доступа: https://phemex.com/ru/academy/what-is-zcash-zecB8. — Дата доступа: 08.01.2023.

Blockchain technology as a means of ensuring the security of financial transactions in the stock market

Цзе Ян,
аспирант Института бизнеса,
Белорусский государственный университет
(г. Минск, Беларусь)

Актуальность данного исследования обусловлена тем, что Московская биржа проявляет повышенный интерес к внедрению технологии блокчейн в свою деятельность. Этот факт в свою очередь указывает на необходимость установить, достаточно ли безопасна технология блокчейна для транзакций, осуществляемых на фондовом рынке. Цель исследования — проанализировать технологию блокчейн как средство обеспечения безопасности финансовых операций на фондовом рынке. Данная цель опосредует решение следующих задач: проанализировать суть технологии блокчейн; определить характеристики консенсусных протоколов, смарт-контрактов и криптографии; предложить создание децентрализованной биржевой блокчейн-платформы; перечислить основные проблемы, препятствующие внедрению технологии на фондовом рынке. Материальную основу исследования составили работы следующих авторов: А.И. Стрелец, Д.Э. Приказчиков, Е.А. Серикова, А.М. Фрумкин, Л. Лариса, С.Р. Шишкин и другие.

The relevance of this study stems from the fact that the Moscow Exchange is showing increased interest in implementing blockchain technology in its operations. This fact, in turn, indicates the need to establish whether blockchain technology is secure enough for transactions carried out on the stock market. The aim of the study is to analyze blockchain technology as a means of securing financial transactions in the stock market. This objective mediates the following tasks: to analyze the essence of blockchain technology; to identify the characteristics of consensus protocols, smart contracts and cryptography; to propose the creation of a decentralized exchange blockchain platform; to list the main problems hindering the introduction of the technology on the stock market. The material basis of the study was formed by the works of the following authors: A.I. Sagittarius, D.E. Prikazchikov, E.A. Serikova, A.M. Frumkin, L. Larisa, S.R. Shishkin and others.

Introduction. Studying the experience of implementing blockchain technology, the Moscow Exchange began to show interest in this platform. It became the first Russian financial institution to participate in the international blockchain consortium. The exchange joined the ranks of the HyperLedger consortium, which is led by the Linux Foundation [1].

Sergey Polyakov, Managing Director of Information Technology at the Moscow Exchange, said in a statement: "Distributed ledger technology is becoming increasingly important in the financial industry. The Moscow Exchange Group is actively exploring the prospects for using blockchain solutions in the processes of trading, clearing and settlement. The first results of our work are already being applied: the National Settlement Depository is developing a pilot project of the e-proxy voting system for bondholders based on this technology".

In addition, as will be shown below, blockchain technology is associated with crypto-currencies, in particular, with digital currency, which demonstrates the nature of increased importance for the entire global banking system. The reason for this is as follows. Most often, economists call Bitcoin the "gold standard" of the crypto-currency market, as it combines the advantages of commodity and fiat money, while

avoiding most of the problems characteristic of both types of financial means. Its rate cannot be stimulated or lowered by the actions of the central bank or the government. This is one of the main advantages of digital currency over, for example, gold. In addition, unlike gold, digital currency has the advantages of fiat money, such as ease of dividing. We believe that these characteristics (the possibility of division, lack of control by the Central Bank and states, the advantages of fiat and commodity money) are the significance of the digital currency for the entire banking system. Consequently, the role of the blockchain is also growing.

We believe that the above facts indicate the relevance of this study, since the active introduction of blockchain technology into the activities of the Moscow Exchange will require a solution to the issue of ensuring the security of future transactions.

The history of the emergence of "Central Bank Digital Currency" and its application. A central bank digital currency is a digital currency that is regulated and issued by a central bank. Therefore, unlike other crypto assets, the security of the currency is more reliable; market volatility of the currency value is lower.

A central bank digital currency is often misunderstood as a new concept, but the concept has actually been around for over 30 years. In 1993, the Bank of Finland promoted an intelligent electronic form of currency called "Avant". Although this form of electronic currency was abolished in the first decade of the 21st century, this did not affect its status as the world's first central bank digital currency. As of 2023, over 100 central bank digital currencies in the world are under research or development, with two of them fully operational: Nigeria (E-Naira, 2021) and The Bahamas (Sand Dollar, 2020).

Consensus protocols. Being one of the desired properties of blockchain, anonymity also presents a problem when it comes to trust. How can you be one hundred percent sure that anonymous users are honest when entering transactions into the ledger? The answer lies in checking each transaction for legality (the absence of intruders, double spending, etc.) and then entering the transactions into a block. The agreement to add a block to the blockchain is carried out using consensus algorithms. These consensus algorithms are based on the belief that every user has a stake in the integrity of blockchain technology. The latter, in turn, uses consensus algorithms to form trust and correctly store transactions in blocks, which makes them the basis of all transactions.

A consensus protocol is a set of rules and regulations that each participant must follow. As a distributed technology without universal trust, the blockchain needs a distributed consensus mechanism so that all participants can agree on the current state of the blockchain. The consensus is based on the principle of scarcity, according to which control over a large amount of a scarce resource gives greater control over the operation of the blockchain. A number of unique consensus mechanisms have been developed for blockchains, the most common of which are:

— Proof of Work (hereinafter referred to as PoW). For PoW, a problem is chosen that can only be solved by random guessing [2]. For example, when creating and confirming a full block, each node in the network must guess the value of a number only used once (hereinafter referred to as Nonce) in such a way that, when using transaction data and Nonce values (as input to a hash function), the hash output of the latter had to be in accordance with its complexity. For example, it had to start with four leading zeros. Each node in the network (aka "mining" node) randomly guesses different Nonce values until one of the nodes finds a Nonce value that matches the difficulty. Thus, the "mining" node has to spend a large amount of computing resources and solve the problem faster than others, which allows you to successfully create a block to bind to the blockchain. After that, the network node receives a reward for mining, which is often a crypto-currency. On the other hand, hash functions are important as one of the cryptographic puzzles at the center of the PoW consensus algorithm. For example, in the Bitcoin network, it is customary to use a cryptographic hash function SHA-256 [3];

— Proof of Stake (hereinafter referred to as PoS). According to D.E. Prikazchikov, Proof of Stake is the second most common consensus method and requires less computation for mining than PoW [4]. PoS allows you to solve the problems with time and electricity costs that are typical for PoW, since the need for electricity is associated with the search for Nonce by miners, which requires some time. In PoS, communication nodes must stake in order to be chosen as the creator of the next block. When a block is selected, its creator receives transaction fees associated with that block. If

the block winner tries to add an invalid block, he loses his stake. In the first stage of the Ethereum 2.0 update, the "world computers" of the blockchain are moving from the PoW consensus algorithm to the PoS.

Smart contracts. Within the framework of this study, "smart contracts" are also of interest. They allow blockchain technology not only to provide a distributed, immutable record of all the various events that have occurred, but also allow writing non-objective computer code that determines exactly how this process will be managed and what steps will be taken when this event occurs.

In other words, a smart contract is a self-executing automated program based on distributed ledger technology [5]. Its purpose is to exclude from the transaction, which takes place, including on the stock market, third parties, which should include a broker, intermediary, escrow account, and so on. In the context of ensuring transaction security, these contracts are of particular interest, since they exclude unreliable persons pursuing their own interests from the transaction. They can also become part of a decentralized exchange platform, which will be discussed later.

Cryptography. It must be said that consensus protocols and smart contracts are far from the only tools that allow blockchain technology to ensure the security of financial transactions on the stock exchange. This technology, among other things, uses cryptography.

According to A.M. Froomkin, cryptography is the art of creating and using methods of masking messages using codes, ciphers and other methods, as a result of which only certain people can see the real message [6]. If "User 1" wants to send "User 2" a secret message using cryptography, then "1" will encrypt the original message into a masked one, after which "2" will decrypt the message and understand its content. Schematicallyit lookslike this:

It is necessary to say that there are both simple and complex types of cryptography. Historical experience shows that already in the time of Julius Caesar cryptography was used, which involved replacing a letter from the alphabet with the previous one [8].

SHA-256 is a type of cryptography that is used in the implementation of Bitcoins, it is one-way. Its peculiarity is that the encrypted message cannot be remade into the original message.

Securities Market Transactions. Securities market transactions are the operation in which blockchain technology is most commonly used. There are two parties interested in exchanging money for ownership of securities — the supply side and the demand side. The offer of a security on the Seller's side (hereinafter — S) is checked by a distributed group of auditors or miners, as well as the amount of capital available to purchase a security on the Buyer's side (hereinafter — B). The basis of verification is the previous records contained in the existing blockchain. As soon as agents of S and B agree on a deal, their transaction is recorded in the previous block and becomes part of the existing blockchain. From the point of view of accounting and auditing, the use of the blockchain seems to be a more efficient way to carry out transactions in the securities market and a natural transition from a centralized system to

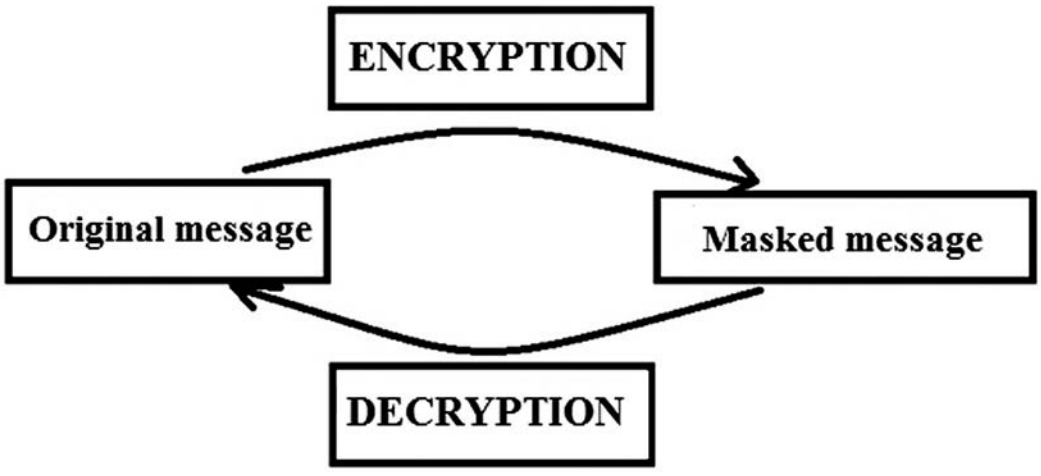


Figure 1. Scheme for transmitting a message using cryptography [7, p. 93]

a decentralized one, which will eliminate the participation of an unnecessary intermediary to complete a transaction.

Let's put it in the form of a figure:

In 2008 S. Nakamoto drew attention to the fact that transactions in the Bitcoin crypto-currency network will become secure and confidential from time to time, pointing out that despite the fact that all transactions are part of the public record, similar to transactions that are currently displayed in order books. Data security is ensured by public keys, which allow the user to maintain their anonymity. But how do public keys make transactions more secure? The bottom line is this. If each money transfer is assigned its own key, a firewall is created that allows the transfer to be identified, but does not reveal the user's identity.

Decentralised blockchain-based exchange platform. We noted earlier that it is currently possible to create an exchange platform based on a consortium of blockchain networks, in which few of the entities in the traditional platform will be used as validators of the network:

The stock exchange, the government, the depositors and the smart contract itself are the determinants that will participate in the consortium's blockchain network, as Figure 3 suggests. The blockchain itself will enable the interaction between determinants to be made simpler. In addition, it will manage the smart

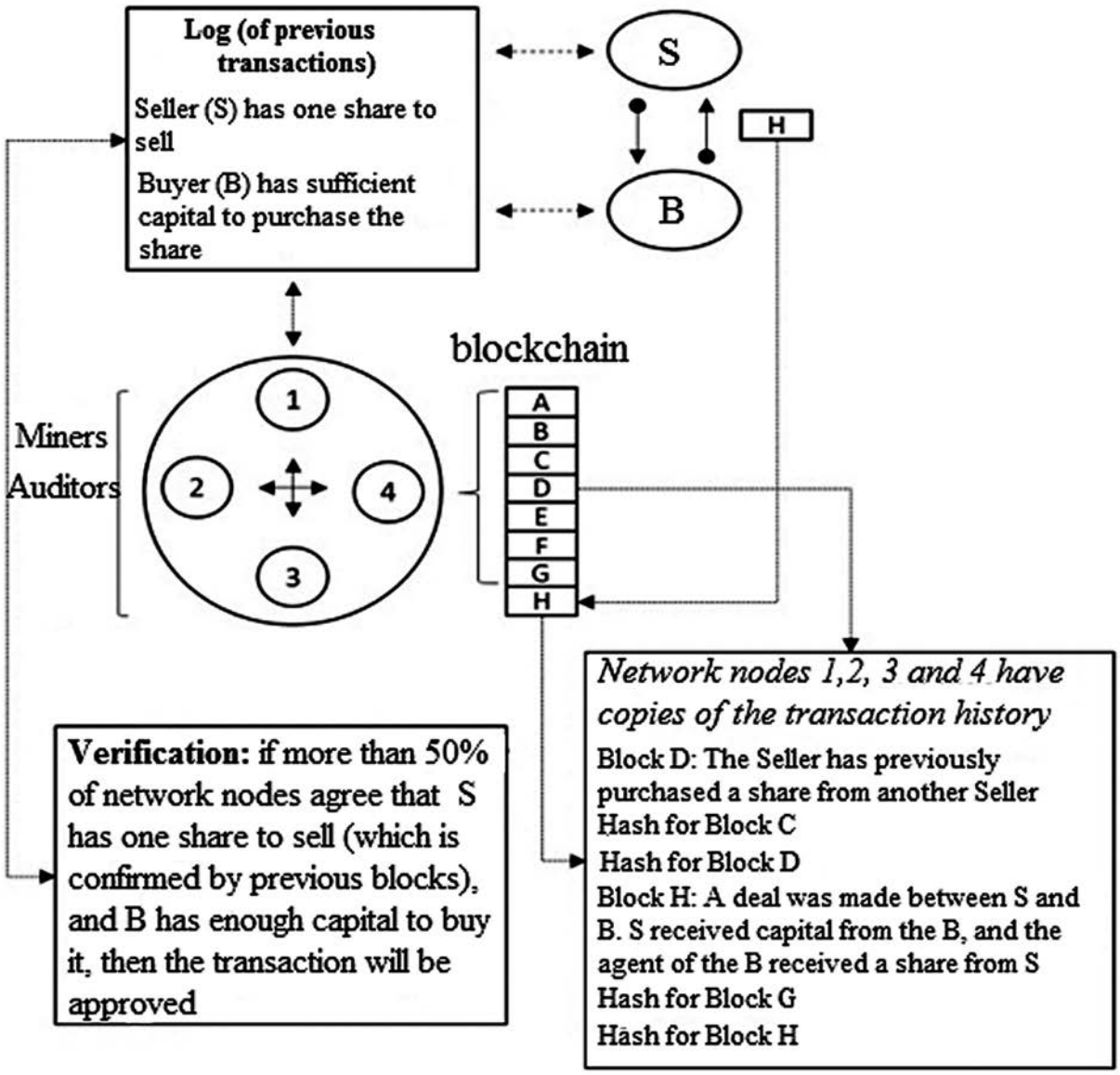


Figure 2. Scheme of a transaction on the stock exchange using blockchain technology

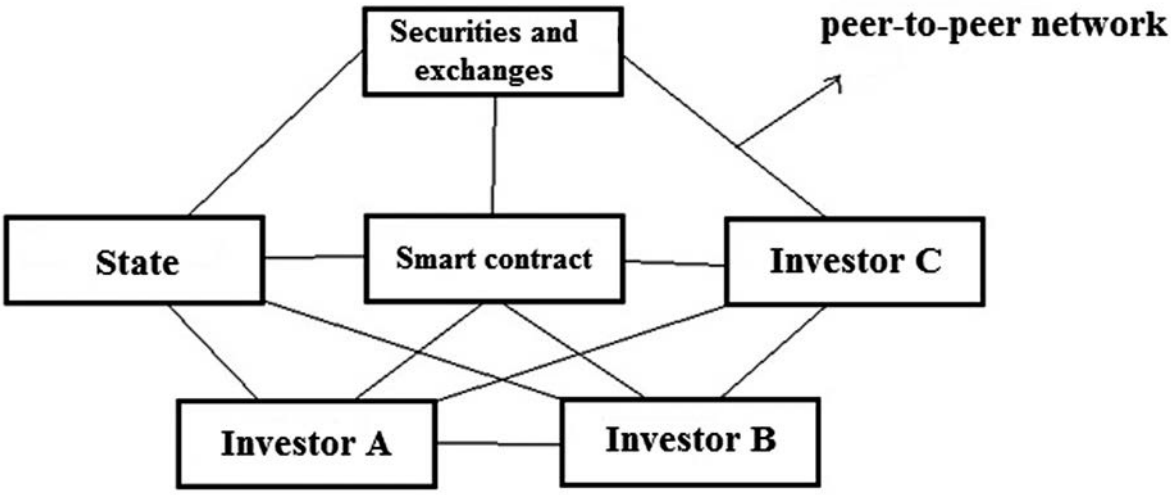


Figure 3. Decentralized exchange blockchain platform

contract that handles the process of exchanging financial instruments. We believe that the use of an open blockchain is relevant, as each of the participants does not seek to hide from the others. It also allows more transactions to be processed and reduces latency. Validators are what the consortium is made up of, namely the exchange itself and the state apparatus. They have their own roles and responsibilities, which is in line with the rules of the exchange. The exchange finds new investors, assigns the number of payouts, and so on. At the same time, each participant demonstrates the existence of a private key. Authentication will be carried out using the private key.Each of the participants will implement the following functions:

- the state is responsible for verifying the identity of investors.The main verification condition is the following: whether the investor is a valid citizen of the country;
- The stock exchange is responsible for various duties which include creating and deploying a smart contract, adding investors to the system, assigning unique trading account numbers to investors, adding and maintaining a list of limited companies;
- the investor is responsible for placing buy/sell orders in the order book, as well as viewing the shares he currently owns;
- the smart contract is responsible for the implementation of the trading process by coordinating the queues for buying and selling shares. It includes authorization rules for conducting a transaction on the block chain. A smart contract includes business logic and authorization roles for each entity in the network. The smart contract manages buy and sell orders in separate queues and only works with limit orders. It generates matching trades whenever a buy order offers a price equal to or greater than the price of a sell order.

The different stages of the trading process are as follows:

Problems of blockchain technology. Despite the fact that blockchain technology is an effective way to make financial transactions in the stock market more secure, it has a number of problems that prevent its active implementation in the stock market. Among them, the following should be noted:

- Scalability. S.R. Shishkin, as part of his work, indicates that the blockchain is not scalable, such as centralized systems [9]. So, it seems obvious that in blockchain systems, transactions are completed depending on network congestion. This issue is related to scalability issues. In other words, the more people or nodes join the network, the more likely it is to slow down. This problem is especially relevant for the stock exchange, since, according to the information of the Moscow Exchange. In 2022, about twenty million brokerage accounts were opened on it [10].

One solution may be to completely abandon the use of this technology as a way to carry out a transaction, and use it exclusively for storing and accessing information. In addition, there are new ways to solve the scalability problem,

Table 1. Separation of functions by participants of the blockchain platform

Functions	Participants			
	Exchange	Smart contract	State	Investor
Creation/maintenance of a smart contract	Yes	No	No	No
Creating/maintaining a list of investors	Yes	No	No	No
Investor verification	No	No	Yes	No
Creatinga company list	Yes	No	No	Yes
Buying/selling shares	No	No	No	Yes
Assignment of shares	Yes	No	No	No
Creating a deal	No	Yes	No	No
Share transfer	No	Yes	No	No
Viewing trades	No	No	No	Yes

including networks with access rights or using a blockchain of a different architecture, such as "Corda".

However, all these solutions still fall short of centralized systems. If you compare the transaction speed of Bitcoin and VISA, you can find a huge difference between them. Currently, Bitcoin can only make 4.6 transactions per second. For comparison, VISA can make up to 1700 transactions per second. This means that in a day it can make 150 million transactions per second. This fact indicates that the blockchain may not yet be fully adapted for use on the stock exchange and needs to be improved;

- According to I.V. Balashov, blockchain has the following disadvantage: it cannot be modified retrospectively [11]. Despite a number of security advantages, the problem is the following: immutability will become a requirement for fairness from network nodes.

At the same time, a different problem occurs. Data entered cannot be deleted in the future. In other words, the impossibility of data deletion does not correlate with respect for the fundamental rights and freedoms of citizens, since everyone's privacy is inviolable. A person who once transferred their finances as part of a stock exchange transaction using blockchain technology will not be able to make adjustments to it or simply delete it;

- Decentralisation should be described as follows: the banking institution (as a third party) is excluded from the transaction, allowing the individual to be treated as an individual bank. As previously noted, authorisation would require a private key, the loss or loss of which could create a problem for the individual: they could lose access to their money;
- It is not possible to actively spread blockchain technology without the use of a large amount of financial resources. This money is usually used to hire employees and manage a team of qualified specialists. If we look at corporate blockchains, it turns out that the cost of such a project is enormous: more than a million dollars. In this regard, it is not quite clear who should invest in introducing blockchain technology to the stock exchange;
- Security issues. Despite the fact that in the framework of this study we come to the conclusion that blockchain technology is an effective means of ensuring the security of transactions on the stock exchange, it has a number of vulnerabilities. For example, the following:

1. Fifty-one per cent attack. If more than fifty-one per cent of the network nodes are under the attacker's control, the attacker will have complete control of the network. The danger is as follows: the attacker can make changes to the ledger, and double-spend. Public networks are most vulnerable to such attacks;

2. Double spending. To prevent double spending in the blockchain network, various consensus algorithms are used, including PoS, PoW, etc. Double spending is only possible on networks vulnerable to a 51% attack;

3. DDoS attack. The essence of the attack is as follows: a huge number of requests are sent

to the address of the network, which leads to overload and shutdown of the entire system;

4. Crypto-currency hack. As mentioned earlier, blockchain technology uses cryptographic solutions. Quantum algorithms or calculations are more than capable of cracking cryptography. However, at present, cryptographic algorithms with quantum protection are used in blockchain solutions, which most often allow solving this problem.

5. Cross-border regulation, interoperability and standard setting. One thing became clear during our research. International parties are fragmented in developing their own central bank digital currencies, which can lead to interoperability issues and cross-border cyber security risks. It is clear that countries are focused on the use of central bank digital currencies domestically, with little attention to issues such as cross-border regulation, interactivity and standard setting.

Findings. Based on the foregoing, we come to the following conclusions. Openness, decentralization and continuous competitive confirmation of records are what form the basis of blockchain technology. Combining into blocks and using unique hash identifiers (which cannot be changed due to the fact that the modification leads to a change in all blocks) are processes that prevent the falsification of transaction records. The prototype of the technology appeared in 1985, but the creation of the blockchain is associated with Satoshi Nakamoto, who also invented bitcoin.

Blockchain technology allows you to make transactions on the stock exchange secure using the following tools: consensus protocols, smart contracts and cryptography. Among the most popular protocols, we analyzed the following: Proof of Work, in which the network node must guess the value of a number only used once; Proof of Stake, which is less energy intensive than the previous consensus, as network nodes are selected based on their stakes.
A smart contract is a self-executing automated program based on distributed ledger technology. This allows you to exclude third parties from the transaction, which theoretically can be unreliable. Cryptography is the art of creating and using methods to mask messages using codes, ciphers, and other techniques so that only certain people can see the real message.

In addition, we noted the reasons why the full implementation of blockchain technology in the stock market is impossible today: poor scalability; the impossibility of making changes to the data; inability to delete data; the probability of losing the "private key"; the high cost of such implementation. In addition, blockchain technology is vulnerable to the following types of cyber attacks: 51% attack; double spending; Ddos attack; crypto-currency hack. More importantly, in the financial sector, especially in cross-border payments, countries are doing their own thing, and there are gray areas due to the peculiarities of blockchain technology. It is critical for countries to harmonize cross-border payment standards and clarify the direction of oversight to create a better international interactive experience.

References

1. The Moscow Exchange became the first Russian financial organization to become a member of the international blockchain consortium. [Electronic resource] // Access: https://www.moex.com/n13143/?nt=106. — Date of access: 19.08.2023.

2. Streletz, A.I., Khrapov, A.S., Ivannikov, V.S., Atavina, A.V. Research of modern proof-of-work algorithms // E-Scio. — 2019. — № 6 (33). — P. 822–826.

3. Nakamoto, S. Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System. [Electronic resource] // Access: https://www.ussc.gov/sites/default/files/pdf/training/annual-national-training-seminar/2018/Emerging_Tech_Bitcoin_Crypto.pdf. — Date of access: 19.08.2023.

4. Prikazchikov, D.E., Malakhov, S.V. Proof of work and proof of stake consensus mechanisms on the example of the Ethereum platform // Innovation. Science. Education. — 2021. — № 34. — P. 1093–1098.

5. Serikova E.A. Legal approaches to the definition of smart contracts // SciencePark. — 2018. — № 5 (66). — P. 67–69.

6. Froomkin, A.M. The Metaphor Is the Key: Cryptography, the Clipper Chip, and the Constitution // University of Pennsylvania law review — 1995. — Vol. 143. — P. 709–897.

7. Larissa, L. New Kids on the Blockchain: How Bitcoin's Technology CouldReinvent the Stock Market // Hastings Bus. L.J. — 2016. — Vol. 12. — № 2. — P. 80–132.

8. Caesar Cipher [Электронныйресурс] // Access: http://practicalcryptography.com/ciphers/caesar-cipher/.— Date of access: 19.08.2023.

9. Shishkin, S.R., Ratushnaya, E.S., Basyrov, I.I., Bogach, E.V., Ustinova, E.V. Evaluation of problems and search for solutions when using blockchain technology in user authorization // Innovation and investment. — 2023. — № 3. — P. 183-187.

10. The number of private investors on the Moscow Exchange exceeded 20 million. [Electronic resource] // Access: https://www.moex.com/n49811/. — Date of access: 19.08.2023.

11. Balashov, I.V. Prospects and problems of blockchain implementation in business processes of organizations // in the collection: "Deciding in a new way!" Implementation of national projects. Collection of scientific papers of the All-Russian scientific-practical conference of students, undergraduates and graduate students. — 2019. — P. 810.

Уважаемые читатели!

Журнал «Новая экономика» издается в городе-герое Минске с 2004 г.

Редакция осуществляет свою деятельность на основании устава, а также выданного Министерством информации Республики Беларусь свидетельства о государственной регистрации средства массовой информации № 1206 от 8 февраля 2010 г.

Подписной индекс:
00155 – для физических лиц,
001552 – для юридических лиц.

Сайт журнала: http://neweconomics.by
Адрес нашего местонахождения в каталоге РИНЦ https://elibrary.ru/title_about.asp?id=33689
Адрес электронной почты для поступающих статей и переписки с авторами:
e-mail: new.economy.info@gmail.com

Юридический адрес издания:
220012, г. Минск, ул. Калинина, 7, офис 26-5

Расчетный счет редакции для добровольных взносов
от физических или юридических лиц:

В бел. руб.: р/с BY57UNBS30152188900000000933 в ЗАО «БСБ Банк»,
код UNBSBY2X, г. Минск, пр. Победителей, 23, корп. 4; УНП 807000069; ОКПО 37580914.

Подписано в печать 11.03.2024.
Формат 60×84/8. Бумага офсетная. Печать цифровая.
Усл. печ. л. 55,8. Уч.-изд. л. 48,45.
Тираж 200 экз.
Заказ .

© «Новая экономика», 2022
Цена договорная