

Тема 9. Инвестиции в ценные бумаги

1. Ценные бумаги как объект инвестиционной деятельности, их характеристика. Цели инвесторов и эмитентов ценных бумаг
2. Классификация ценных бумаг. Понятие и стратегии портфельного инвестирования
3. Оценка инвестиционных качеств ценных бумаг
4. Оценка эффективности ценных бумаг
5. Первичный и вторичный рынки ценных бумаг. Государственное регулирование рынка ценных бумаг
6. Направления развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь

1. Ценные бумаги как объект инвестиционной деятельности, их характеристика. Цели инвесторов и эмитентов ценных бумаг

Ценной бумагой является документ, удостоверяющий с соблюдением установленной формы и (или) обязательных реквизитов имущественные права, осуществление или передача которых возможны только при его предъявлении. С передачей ценной бумаги переходят все удостоверяемые ею права в совокупности.

Ценная бумага обладает техническими и экономическими реквизитами.

К экономическим реквизитам относятся:

- форма существования;
- срок существования;
- принадлежность;
- номинал;
- предоставляемые права;
- обязанное лицо.

Форма существования — это то, в виде чего существует ценная бумага в жизни, это ее «физический» вид.

Срок существования — это временное бытие ценной бумаги, период, в течение которого она существует или совершает свой кругооборот.

Принадлежность — это порядок фиксации права собственности владельца ценной бумаги.

Ценная бумага всегда кому-либо принадлежит, т.е. имеет своего владельца, или лицо, которое обменяло свой действительный капитал на его титул. Однако с точки зрения порядка фиксации права собственности на нее, или фиксации ее владельца, она может быть или именной, или предъявительской. В первом случае имеет место неразрывная связь (фиксация) ценной бумаги с ее владельцем, во втором случае только сам факт владения ценной бумагой (нахождения ее у владельца) подтверждает право собственности на нее.

Именная ценная бумага — это ценная бумага, имя владельца которой зафиксировано на бланке и (или) в ее реестре собственников, который может вестись в обычной документарной и (или) электронной формах.

Предъявительская ценная бумага — это ценная бумага, имя владельца которой не фиксируется вообще: ни непосредственно на ней самой, ни как-либо иначе, а ее обращение не нуждается ни в какой регистрации.

Деление ценных бумаг на именные и предъявительские имеет глубокие корни. Исторически сложилось, что, например, в США и Великобритании преобладают именные ценные бумаги, а в Германии — предъявительские.

Номинал — это денежная оценка нарицательной стоимости ценной бумаги, т.е. это цена, присвоенная (назначенная) ценной бумаге при ее обмене на действительный капитал в начале или в конце кругооборота.

На основе номинала ценной бумаги исчисляются те или иные показатели капитала юридического лица, обязанного по этой ценной бумаге, а также устанавливается (рассчитывается) начисляемый доход, т.е. по сути плата за использование капитала, титулом или представителем которого и является данная ценная бумага. В практике начисляемый доход существует в двух формах: в форме дивиденда (по акциям) и процента (по остальным ценным бумагам).

Предоставляемые права — это основания, которые позволяют владельцу ценной бумаги получать имущественные выгоды от обладания ею.

По своей сути ценная бумага есть обмен действительного (в данном случае ссудного) капитала на совокупность прав, которые получает ее владелец взамен этого капитала. В самой общей форме ценная бумага дает ее владельцу два вида прав, составляющих ее экономическую суть: право на возврат ее номинала и (или) на получение дохода с этого номинала, т.е. на начисляемый доход, и право на обращение, а точнее, право передачи этой ценной бумаги другому владельцу.

Обязанное лицо — это юридическое или физическое лицо, которое несет обязательства по ценной бумаге перед ее владельцем.

Согласно законодательству по всем видам ценных бумаг обязанными могут быть только юридические лица. Исключение составляет вексель, по которому обязанными могут быть и граждане. Однако в современной практике такие случаи практически отсутствуют. Главное обязанное лицо по ценной бумаге это тот, кто ее выпустил путем обмена титула на действительный капитал, или эмитент. Эмитенты обычно делятся на две группы: государство и корпорации (все остальные юридические лица), соответственно выпускаемые ими ценные бумаги называются государственными и корпоративными. Обязанное по ценной бумаге лицо отвечает перед ее владельцем за реальность всех прав по ней, за их исполнение.

2. Классификация ценных бумаг. Понятие и стратегии портфельного инвестирования

В РФ 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.

Большое разнообразие ценных бумаг приводит к следующей проблеме выбора. В процессе инвестиционной деятельности инвестор неизбежно сталкивается с ситуацией выбора объектов инвестирования с различными инвестиционными характеристиками для наиболее полного достижения поставленных перед собой целей. Большинство инвесторов при размещении средств выбирают несколько объектов инвестирования, формируя таким образом их определенную совокупность. Целенаправленный подбор таких объектов представляет собой процесс формирования инвестиционного портфеля.

Инвестиционным портфелем предприятия называют сформированную в соответствии с инвестиционными целями инвестора совокупность объектов инвестирования, рассматриваемую как целостный объект управления.

При формировании любого инвестиционного портфеля инвестор преследует такие цели:

- достижение определенного уровня доходности;

- прирост капитала;
- минимизация инвестиционных рисков;
- ликвидность инвестированных средств на приемлемом для инвестора уровне.

Кратко охарактеризуем эти цели.

Достижение определенного уровня доходности предполагает получение регулярного дохода в текущем периоде, как правило, с заранее установленной периодичностью. Это могут быть выплаты процентов по банковским депозитным вкладам, планируемые доходы от эксплуатации объектов реального инвестирования (объектов недвижимости, нового оборудования), дивиденды и проценты соответственно по акциям и облигациям. **Получение текущего дохода влияет на платежеспособность компании и принимается в расчет при планировании денежных потоков.** Данная цель является основной при формировании портфеля, особенно в ситуации краткосрочного размещения средств (например, при наличии излишка денежных средств и невозможности или нецелесообразности его использования на производственные цели в текущем периоде).

Прирост капитала обеспечивается при инвестировании средств в объекты, которые характеризуются увеличением их стоимости во времени. **Это справедливо для акций молодых компаний-эмитентов (в основном инновационной направленности), по мере расширения деятельности которых ожидается значительный рост цен их акций, а также для объектов недвижимости и др.** Именно прирост стоимости и обеспечивает инвестору получение дохода. Такого рода инвестиции предполагают более длительный период размещения средств и, как правило, относятся к долгосрочным.

Минимизация инвестиционных рисков, или безопасность инвестиций, означает неуязвимость инвестиций от потрясений на рынке инвестиционного капитала и стабильность получения дохода. Подбор объектов, по которым наиболее вероятны возврат капитала и получение дохода планируемого уровня, и позволяет достичь указанной цели. Однако минимизация рисков не всегда позволяет полностью устранить вероятность негативных последствий, а лишь способствует достижению их допустимого уровня при обеспечении требуемой инвестором доходности. Она зависит от отношения инвестора к риску.

Обеспечение достаточной ликвидности инвестируемых средств предполагает возможность быстрого и безубыточного (без существенных потерь в стоимости) обращения инвестиций в наличные деньги, или возможность их быстрой реализации. Эта цель не обязательно связана с предыдущими целями, она наиболее достижима при размещении средств в финансовые активы, пользующиеся устойчивым спросом на фондовом рынке (акции и облигации известных компаний, государственные ценные бумаги).

Следует подчеркнуть, что ни одна из инвестиционных ценностей не обладает перечисленными выше свойствами в совокупности, что обуславливает альтернативность названных целей формирования инвестиционного портфеля. Так, безопасность обычно достигается в ущерб высокой доходности и росту вложений. В мировой практике безопасными (безрисковыми) являются долговые обязательства правительства, однако доход по ним редко превышает среднерыночный уровень и, как правило, существенного прироста вложений не происходит. Ценные бумаги прочих эмитентов, реальные инвестиционные проекты способны принести инвестору большой доход (как текущий, так и будущий), но существует повышенный риск с точки зрения возврата средств и получения дохода. Инвестиционные объекты, предполагающие прирост вложений, как правило, являются наименее ликвидными — минимальной ликвидностью обладает недвижимость.

Учитывая альтернативность инвестиционных целей, невозможно добиться их одновременного достижения. Поэтому инвестор должен установить приоритет определенной цели при формировании своего портфеля.

Различие целей формирования инвестиционных портфелей, видов включаемых в них объектов инвестирования и других условий определяет многообразие вариантов направленности

и состава этих портфелей в отдельных компаниях. Их можно классифицировать следующим образом.

Классификация инвестиционных портфелей по видам включаемых в них объектов инвестирования связана прежде всего с направленностью и объемом инвестиционной деятельности компании.

Портфель реальных инвестиционных проектов формируется инвесторами, осуществляющими производственную деятельность, и включает объекты реального инвестирования всех видов. Формирование и реализация портфеля реальных инвестиционных проектов обеспечивают высокие темпы развития предприятия, создание дополнительных рабочих мест, формирование высокого имиджа и определенную государственную поддержку инвестиционной деятельности. В то же время по сравнению с другими видами инвестиционных портфелей портфель реальных инвестиционных проектов обычно является наиболее капиталоемким, более рисковым в связи с продолжительностью реализации, а также наиболее сложным и трудоемким в управлении. Это определяет высокий уровень требований к его формированию, тщательность отбора каждого включаемого в него инвестиционного проекта.

Портфель ценных бумаг содержит определенную совокупность ценных бумаг. По сравнению с портфелем реальных инвестиционных проектов он характеризуется более высокой ликвидностью и легкой управляемостью. Вместе с тем этот портфель отличают:

- высокий уровень риска, который распространяется не только на доход, но и на весь инвестированный капитал;
- более низкий уровень доходности;
- отсутствие в большинстве случаев возможностей реального воздействия на доходность (кроме возможности реинвестирования капитала в другие инструменты фондового рынка);
- низкая инфляционная защищенность такого портфеля;
- легкодоступность портфеля.

Портфель прочих объектов инвестирования дополняет, как правило, инвестиционный портфель отдельных компаний (например, валютный портфель, депозитный портфель).

Смешанный инвестиционный портфель одновременно включает разнородные объекты инвестирования, перечисленные выше.

Классификация инвестиционных портфелей по приоритетным целям инвестирования связана прежде всего с реализацией инвестиционной стратегии предприятия и в определенной степени с позицией ее руководства в управлении инвестициями.

Портфель роста формируется с целью прироста капитальной стоимости портфеля вместе с получением дивидендов и состоит главным образом из объектов инвестирования, обеспечивающих достижение высоких темпов роста капитала (как правило, из акций компаний с растущей курсовой стоимостью).

Портфель дохода ориентирован на получение текущего дохода — процентных и дивидендных выплат. Он состоит в основном из объектов инвестирования, обеспечивающих получение дохода в текущем периоде (акции, которые характеризуются умеренным ростом курсовой стоимости и высокими дивидендами, облигации и другие бумаги, отличительной чертой которых является выплата текущих доходов).

Консервативный портфель включает в основном объекты инвестирования со средними (а иногда и минимальными) значениями уровней риска (соответственно темпы роста дохода и капитала по таким объектам инвестирования значительно ниже).

Перечисленные типы портфелей имеют ряд промежуточных разновидностей. Портфели роста и дохода при максимальных значениях своих целевых показателей называются иногда **агрессивными портфелями**.

Процесс управления инвестиционным портфелем направлен на сохранение основных инвестиционных качеств портфеля и тех свойств, которые соответствуют интересам держателя. Совокупность методов и технических возможностей, применяемых к портфелю, называют стилем (стратегией) управления. Различают активный, пассивный и смешанный стили управления портфелем.

Активный стиль управления. Основная задача активного управления состоит в прогнозировании размера возможных доходов от инвестированных средств. Характерно, что менеджер должен быть способен сделать это более точно, чем финансовый рынок, т.е. уметь опережать ход событий, а также претворить в реальность то, что подсказывает ему умозрительный анализ. **При активном управлении считается, что держание любого портфеля является временным.** Когда разница в ожидаемых доходах, полученная в результате либо удачного, либо ошибочного решения или из-за изменения рыночных условий, исчезает, составные части портфеля или весь портфель заменяются другими.

Активная стратегия управления портфелем предполагает тщательное отслеживание и быстрое приобретение инструментов, соответствующих инвестиционным целям формирования портфеля; максимально быстрое избавление от активов, которые перестали удовлетворять предъявляемым требованиям, т.е. оперативную ревизию портфеля. При этом менеджер (инвестор) сопоставляет показатели дохода и риска по «новому» портфелю (после ревизии) с инвестиционными качествами «старого» портфеля.

В рамках активного стиля выделяют следующие конкретные разновидности – стратегии:

Для **портфеля акций** используются следующие стратегии активного управления:

- **стратегия роста акций** основана на ожидании того, что компании, прибыль которых растет более быстрыми темпами (выше средних), со временем принесут больший (выше среднего) доход для инвесторов. Для таких акций, как правило, характерен высокий риск. При этом важно отбирать акции, цена которых на данный момент времени не отражает в достаточной степени высокие темпы роста доходов компании (текущие и ожидаемые);

- **стратегия недооцененных акций** заключается в отборе акций с высоким дивидендным доходом, или высоким отношением рыночной цены акции к ее балансовой стоимости, или низким отношением цена/доход (P/E). Разновидностью данного подхода является формирование портфеля из акций непопулярных в данный момент времени секторов и отраслей;

- **стратегия компании с низкой капитализацией.** Акции небольших по размеру компаний часто приносят более высокий доход, поскольку такие компании обладают большим потенциалом роста. Однако при этом их акции имеют и более высокую степень риска;

- **стратегия «Market timing»** – выбор времени покупки и продажи ценных бумаг на основе анализа конъюнктуры рынка (покупать, когда цены низкие, и продавать, когда цены высокие). Если применение названных выше стратегий основано на результатах фундаментального анализа, то при данной стратегии основная роль принадлежит техническому анализу. Стратегия «Market timing» часто осуществляется путем изменения коэффициента по портфелю: если менеджер ожидает, что рынок будет «бычьим», то он будет инвестировать в акции с высокими значениями коэффициента, и наоборот, если ожидается падение цен на рынке, то он будет инвестировать в ценные бумаги с низкими значениями.

Для **портфеля облигаций** используются следующие стратегии активного управления:

- **стратегия «Market timing»** применяется наиболее часто. Она основана на прогнозе рыночных процентных ставок. Если ожидается повышение процентных ставок, то менеджер будет стремиться к тому, чтобы сократить дюрацию (средневзвешенный срок жизни) портфеля с целью минимизировать убытки от снижения цен облигаций. Это достигается путем замены (операции своп) долгосрочных облигаций на краткосрочные. Напротив, если ожидается падение процентных ставок, менеджер удлинит дюрацию портфеля облигаций. При этом необходимо, чтобы информация, на которой строится прогноз, не была заранее отражена в текущих рыночных ценах облигаций;

- **стратегия выбора сектора.** Портфель формируется из облигаций определенного сектора, находящегося, по мнению менеджера, в более благоприятных условиях — казначейских, муниципальных, корпоративных облигаций или, например, высокодоходных облигаций с низким кредитным рейтингом. Если ситуация на рынке меняется, происходит переключение на облигации другого сектора;

- **стратегия принятия кредитного риска.** В портфель отбираются (с помощью фундаментального анализа) те облигации, по которым, по мнению менеджера, вероятно повышение кредитного рейтинга;

- **стратегия иммунизации портфеля облигаций.** Процентный риск по купонной облигации состоит из двух компонентов: ценового риска и риска реинвестирования, которые изменяются в противоположных направлениях. Одним из способов обеспечения требуемой доходности по портфелю облигаций является его иммунизация. Говорят, что портфель облигаций иммунизирован против изменения процентной ставки, если риск реинвестирования и ценовой риск полностью компенсируют друг друга. Такой результат достигается в том случае, когда период владения портфелем совпадает с дюрацией портфеля.

Пассивный стиль управления. Основной принцип пассивного стиля управления портфелем звучит так: купить и держать. Пассивное управление основано на представлении, что рынок достаточно эффективен для достижения успеха в выборе ценных бумаг или в учете времени и предполагает создание хорошо диверсифицированного портфеля с определенными на длительную перспективу показателями ожидаемого дохода и риска; изменения структуры портфеля редки и незначительны.

Типичный пассивный инвестор формирует свой портфель из комбинации безрискового актива и так называемого рыночного портфеля. Он не рассчитывает «побить рынок», а лишь ожидает справедливого дохода по своему портфелю – вознаграждения за принимаемый им риск. Важным преимуществом пассивного управления является низкий уровень накладных расходов.

Примером пассивной стратегии может служить равномерное распределение инвестиций между выпусками ценных бумаг различной срочности (метод «лестницы» — приобретаются ценные бумаги различной срочности с распределением по срокам до окончания периода существования портфеля). Простейшим подходом в рамках пассивного управления является попытка «купить» рынок.

Для **портфеля акций** используются следующие стратегии пассивного управления:

- **стратегия «Индексный фонд»** – это портфель, созданный для зеркального отражения движения выбранного индекса, характеризующего состояние всего рынка ценных бумаг. Чтобы добиться соответствия структуры портфеля структуре индекса, различные ценные бумаги включаются в портфель в такой же пропорции, как и при расчете индекса. Если доля какой-то фирмы при подсчете индекса составляет 10%, то инвестор, создающий портфель из обычных акций и желающих, чтобы его портфель зеркально отражал состояние рынка ценных бумаг, должен иметь в своем портфеле 10% акций этой фирмы из общего числа акций портфеля. Иногда портфель формируется не из всех акций, входящих в индекс, а лишь из тех, которые занимают в индексе наибольший удельный вес. Или же портфель может быть сформирован из некоторого набора акций при сохранении доли, которую занимает в индексе определенный сегмент рынка, например отрасль.

- **стратегия сдерживания портфелей.** Суть его состоит в инвестировании в неэффективные ценные бумаги. При этом выбираются акции с наименьшим соотношением цены к доходу, что позволяет получить доход от спекулятивных операций на бирже. Сначала, когда цена акций падает, их покупают, затем, когда цена возвращается к нормальному уровню, их продают.

Стратегии пассивного управления портфелем облигаций:

- **купить и держать до погашения.** При такой стратегии менеджер практически не уделяет внимания направлению изменения рыночных процентных ставок, анализ необходим

главным образом для изучения риска неплатежеспособности. Цель этого подхода заключается в получении дохода, превышающего уровень инфляции, при минимизации риска процентных ставок. Данная стратегия в основном применяется инвесторами, заинтересованными в получении высокого купонного дохода в течение длительного периода времени, такими, как взаимные фонды облигаций, страховые компании и т.п.;

- **индексные фонды.** Управлять индексным фондом облигаций сложнее, чем фондом акций, поскольку, во-первых, состав индексов по облигациям меняется чаще (одни выпуски погашаются, новые облигации выпускаются в обращение) и, во-вторых, многие индексы включают в свой состав неликвидные облигации;

- **приведение в соответствие денежных потоков** предполагает формирование портфеля, который позволяет с наименьшими издержками обеспечить полное соответствие притоков денежных средств (доходов) оттокам (обязательствам).

Пассивные портфели характеризуются низким оборотом, минимальным уровнем накладных расходов и низким уровнем специфического риска. Однако по статистике лишь 4% западных менеджеров используют в своей деятельности эту тактику.

Активно-пассивный стиль управления. Управляющие портфелями могут объединять подходы активной и пассивной стратегий. Например, основная часть портфеля остается без изменений, в то время как ценными бумагами, составляющими отдельные, меньшие по величине субпортфели, ведется активная торговля.

3. Оценка инвестиционных качеств ценных бумаг

Оценка инвестиционных качеств ценных бумаг начинается с предварительного отбора активов, которые инвестор, хотя бы потенциально, считает достойными своего внимания. При этом учитываются, например, следующие факторы: особенности выпуска и обращения отдельных видов ценных бумаг; уровень их безопасности; надежности и доходности; степень ликвидности.

На практике оценить инвестиционную привлекательность акций и облигаций можно либо с точки зрения их рыночной конъюнктуры, исследуя динамику курсов, либо давая инвестиционные характеристики конкретной ценной бумаге, изучая при этом финансово-экономическое положение предприятия-эмитента, отрасли, к которой оно принадлежит, и т.д. Так, исторически сложились два направления в анализе фондового рынка – технический и фундаментальный.

Фундаментальный анализ основывается на оценке эмитента: его доходов, положения на рынке, активов и пассивов, а также различных показателей, характеризующих эффективность деятельности предприятия-эмитента. Выделяют следующие группы показателей:

- платежеспособности (ликвидности), дающие представление о способности предприятия осуществлять текущие расчеты и оплачивать краткосрочные обязательства;
- финансовой устойчивости, показывающие уровень привлечения заемного капитала и способности предприятия обслуживать этот долг;
- деловой активности, говорящие об эффективности использования средств предприятия;
- рентабельности, позволяющие судить о прибыльности предприятия;
- инвестиционные, отражающие критерии, пороговый уровень, выше которого ценные бумаги могут считаться инвестиционно качественными.

Базой анализа являются балансы, отчеты о прибылях и убытках, другие материалы, публикуемые предприятием. Кроме того, изучаются практика управления предприятием, его дивидендная и кадровая политика и т.п.

Помимо анализа положения дел на предприятии анализируются данные о состоянии дел в отрасли, в которой действует предприятие (на базе использования классификаторов отраслей по уровню деловой активности и по стадиям развития, а также на основе качественного анализа развития отрасли и ее рынка).

Предметом изучения являются также факторы макроэкономического характера. В поле зрения инвестора должны быть показатели ВВП, уровня инфляции, безработицы, процентной ставки, объема экспорта и импорта, валютный курс и т.п. Эти данные определяют общий экономический климат в стране и открывают инвестору понимание долгосрочной и среднесрочной конъюнктуры.

Результатом проведенного фундаментального анализа является прогноз дохода, который определяет будущую стоимость ценной бумаги. При этом инвестор получает сигнал о целесообразности покупки или продажи ценной бумаги.

Технический анализ предполагает, что все бесчисленные фундаментальные причины суммируются и отражаются в ценах фондового рынка. Основное положение данного анализа состоит в том, что в движении биржевых курсов уже отражена вся информация, которая лишь впоследствии публикуется в отчетах предприятия и становится объектом фундаментального анализа. Главными объектами технического анализа являются спрос и предложение ценных бумаг, динамика объемов операций их купли-продажи, динамика курсов.

Другая теоретическая посылка технического анализа состоит в том, что прошлые состояния рынка периодически повторяются. В связи с этим задачи инвестора – определить на основе изучения прошлой динамики рынка, какой она будет в следующий момент, и принять решение о том, когда следует купить или продать ценную бумагу.

Для определения инвестиционных качеств ценных бумаг широко используется методика рейтинговой оценки. **Рейтинг** – это мнение (суждение) эксперта об объективных показателях рынка относительно вероятности оплаты основной суммы долга и процента, о качестве того или иного фондового инструмента. Рейтинг не означает конкретной рекомендации к покупке или продаже ценных бумаг, это лишь информация, которую могут использовать инвесторы в качестве критериев при осуществлении операции с ценными бумагами. Он выступает как ориентир доходности и надежности фондовых инструментов, как точка отсчета при оценке кредитного риска инвестором. Рейтинг позволяет обеспечивать беспристрастное сравнение ценных бумаг как объектов инвестирования.

Инвестиционные показатели служат для оценки инвестиционных качеств ценных бумаг и являются минимальным стандартом обозначения их качества и надежности. Инвестиционные показатели отражают критерии, пороговый уровень, выше которого ценные бумаги могут считаться инвестиционно качественными.

Финансовый рычаг – отношение заемных средств (капитала) к собственному капиталу. Заемный капитал складывается в основном из долгосрочных кредитов банков и облигационных займов. Иногда в расчет заемного капитала принимается не только долгосрочная задолженность, но и сумма долгосрочных и краткосрочных обязательств. Собственный (акционерный) капитал рассчитывается как сумма выпусков обыкновенных и привилегированных акций и нераспределенной прибыли за минусом стоимости акций, выкупленных предприятием-эмитентом. Собственный капитал может приниматься в расчет за минусом нематериальных активов. Нормой показателя финансового рычага считается 50% и ниже. Увеличение показателя свидетельствует о росте риска для акционеров и кредиторов.

Доходность (рентабельность) собственного капитала – отношение чистой прибыли к собственному капиталу. Доходность собственного капитала обычно означает доход на обыкновенные акции. Если предприятие выпускало привилегированные акции, возможен расчет двух показателей: дохода на весь собственный капитал и дохода на обыкновенные акции. При анализе данного показателя важным является вопрос, на какой момент времени учитывать

собственный капитал. Наиболее распространенный способ расчета — это деление чистой прибыли за год на среднюю величину собственного капитала на начало и конец года.

Процентное покрытие – отношение прибыли предприятия (до вычета налогов и процентных платежей) к сумме процентов по облигациям. Этот показатель предназначен для оценки способности предприятия выплачивать проценты по облигациям. Значительный избыток прибыли предприятия сверх суммы, необходимой для выплаты процентов, считается обязательным условием защиты инвесторов от возможных финансовых потрясений в будущем. Чем больше этот избыток, тем выше безопасность инвестиций. Большинство аналитиков считают, что облигации промышленных предприятий могут рассматриваться в качестве надежного объекта инвестирования, если прибыль в 3—4 раза превышает сумму, предназначенную для уплаты процентов по облигациям. Предприятия, продемонстрировавшие способность получать стабильные прибыли на протяжении многих лет независимо от макроэкономических изменений, могут позволить себе более низкое процентное покрытие. Процентное покрытие должно быть относительно стабильным в течение последних пяти лет, при этом важно учитывать и внутригодовые изменения. Предпочтительным является повышательный тренд, означающий, что предприятие наращивает процентное покрытие.

Покрытие дивидендов по привилегированным акциям – отношение прибыли предприятия к сумме дивидендов по привилегированным акциям и процентов по облигациям. Покрытие дивидендов по привилегированным акциям показывает, насколько прибыли предприятия достаточно для покрытия дивидендов по привилегированным акциям. Большинство аналитиков считают, что при расчете данного коэффициента помимо дивидендов по привилегированным акциям должны учитываться и выплаты процентов по облигациям. Поскольку дивиденды должны выплачиваться из прибыли после уплаты налогов, то налоговые требования необходимо также принимать в расчет.

Покрытие дивидендов по обыкновенным акциям – отношение прибыли на одну обыкновенную акцию к дивиденду на одну обыкновенную акцию. Более высокий коэффициент покрытия означает, что доходы предприятия могут сократиться на большую величину, прежде чем ему придется снизить дивиденды.

Коэффициент выплаты дивидендов – отношение дивиденда на одну обыкновенную акцию к прибыли на одну обыкновенную акцию. Показатель, обратный коэффициенту покрытия дивидендов по обыкновенным акциям, характеризующий долю прибыли, которая выплачивается в виде дивидендов.

Дивиденд на одну обыкновенную акцию – отношение суммы выплаченных дивидендов по обыкновенным акциям к количеству обыкновенных акций.

Прибыль на одну обыкновенную акцию – отношение чистой прибыли предприятия за минусом дивидендов, выплаченных по привилегированным акциям, к количеству обыкновенных акций. Показатель прибыли в расчете на одну акцию широко распространен, публикуется и оказывает воздействие на рыночные цены акции. Если предприятие удерживает часть прибыли и направляет ее на развитие бизнеса, то показатель будет расти из года в год. Для расчета показателя обычно используют среднее количество акций, находившихся в обращении в данном году, так как большая эмиссия (или выкуп) акций, проведенные непосредственно перед датой составления баланса, могут исказить его значение.

Дивидендный доход – отношение дивиденда на одну обыкновенную акцию к рыночной цене одной акции. Этот показатель является мерой текущего дохода, т.е. дохода без учета прироста капитала. Если предприятие удерживает часть прибыли, направляя ее на развитие бизнеса и реализацию будущих планов, то в перспективе дивидендный доход должен вырасти. Он может быть высоким не только по причине высоких дивидендов, но и в связи с падением курса акций. Поэтому аналитику следует более тщательно изучать динамику движения рыночных цен акций.

Отношение рыночной цены акции к прибыли на одну обыкновенную акцию (P/E) – один из наиболее часто публикуемых показателей, отражающих цену, которую инвесторы готовы платить за единицу доходов. Показатель зависит от ожиданий инвесторов относительно будущего предприятия. Если инвесторы прогнозируют в перспективе улучшение результатов деятельности предприятия, то цена акций возрастет. Если ожидается ухудшение результатов работы предприятия, то инвесторы постараются продать его акции и цена их упадет. Чем выше коэффициент P/E, тем более уверены инвесторы, что в будущем доходы предприятия увеличатся и акции возрастут в цене.

Стоимость активов, приходящихся на одну облигацию, – отношение чистых материальных (физических) активов к количеству выпущенных облигаций (или общей сумме облигационной задолженности). Данное отношение показывает, сколько активов стоит за облигациями предприятия. Для расчета показателя используются чистые материальные активы, представляющие собой все активы предприятия по балансу, за вычетом нематериальных активов и текущей задолженности (краткосрочных обязательств).

Стоимость активов, приходящихся на одну привилегированную акцию, – отношение чистых материальных (физических) активов к количеству привилегированных акций. Чистые материальные (физические) активы определяются исходя из общей балансовой стоимости активов за минусом нематериальных активов, краткосрочной и долгосрочной задолженностей.

Стоимость активов, приходящихся на одну обыкновенную акцию, – отношение чистых материальных (физических) активов к количеству обыкновенных акций. Данное отношение показывает, сколько получил бы владелец одной обыкновенной акции в случае ликвидации предприятия. При расчете показателя учитывается, что имущественные претензии держателей облигаций и привилегированных акций удовлетворяются в первоочередном порядке по сравнению с акционерами – владельцами обыкновенных акций. Поэтому стоимость чистых материальных (физических) активов определяется как общая балансовая сумма активов за минусом нематериальных активов, краткосрочной и долгосрочной задолженностей и стоимости выпусков привилегированных акций.

4. Оценка эффективности инвестиций в ценные бумаги

Оценка эффективности инвестиций в ценные бумаги является необходимой предпосылкой принятия инвестиционного решения. При этом учитываются основные характеристики инвестиций – доходность и риск.

Полный доход от инвестирования в ценные бумаги складывается из текущего дохода, который получает инвестор в виде регулярных платежей процентов по облигациям и дивидендов по акциям, и курсового дохода, который образуется от изменения цены, возрастания стоимости (прирост капитала).

Полный доход – важная характеристика, но она ничего не говорит об эффективности инвестиций. Для характеристики эффективности используют относительную величину, равную отношению полного дохода к начальной стоимости ценной бумаги. Эта величина называется доходностью за данный промежуток времени.

Доходность представляет собой количественную характеристику ценной бумаги, и по своему определению она тесно связана со временем. Учет фактора времени имеет огромное значение, поскольку дает возможность сделать реальные вычисления доходности.

Для исчисления доходности необходимо знать три величины: начальную стоимость ценной бумаги, ее конечную стоимость и текущий доход за период. Обычно только первая величина (начальная стоимость) известна в начальный момент времени. По прошествии заданного периода все три величины будут определены и известны, и вычисленная тогда доходность будет реализованной доходностью. Но в начале данного инвестиционного периода речь может идти лишь об оценке этих величин, об ожидаемых значениях.

Доходность, вычисленная по ожидаемым значениям текущего дохода и будущей стоимости, называется ожидаемой доходностью. Именно она является важнейшим ориентиром в принятии решения об инвестировании.

Ожидаемая доходность определяется по формуле средней арифметической взвешенной

$$\bar{k} = \sum_{i=1}^n k_i \times p_i ,$$

где \bar{k}_i — норма дохода при i -м состоянии рынка;
 p_i — вероятность наступления i -го состояния рынка;
 n — число вероятных результатов.

Для расчета ожидаемой доходности составляется распределение вероятностей доходов в зависимости от состояния рынка. Вероятности могут определяться экспертным, статистическим или комбинированным способами. Экспертный метод основан на обработке мнений опытных специалистов. К нему прибегают при отсутствии статистической информации. Статистический — базируется на анализе похожих ситуаций в прошлом. Изучается статистика потерь и прибылей, устанавливаются величина и частота получения экономической отдачи и составляется наиболее вероятный прогноз на будущее. Однако самым приемлемым для практики является комбинация статистического и экспертного методов.

Инвестор стремится вложить средства в наиболее доходные активы. Но неопределенность будущего значения доходности требует учета риска, связанного с инвестированием в данный вид ценной бумаги.

Учет фактора риска — очень сложная задача, поскольку трудно дать количественную меру риска, которая позволила бы сравнивать ценные бумаги. В большинстве практических ситуаций приходится говорить лишь о качественной мере риска. Такая качественная характеристика риска основывается на экономическом анализе и мнениях экспертов. Она позволяет сравнить одну ценную бумагу с другой по степени риска.

Измерение риска основано на построении вероятного распределения значений доходности и исчислении стандартного отклонения от средней доходности. Стандартное отклонение является мерой риска:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k})^2 \times p_i} .$$

Оценка инвестором облигаций и акций в рамках анализа инвестиционных качеств ценных бумаг заключается в определении их текущей рыночной стоимости (P):

$$P = \frac{F_n}{(1+i)^n} ,$$

F_n — ожидаемый денежный поток в n -м периоде;
 i — дисконтная ставка.

Эта формула универсальна и может использоваться для решения различных задач. Первая задача предполагает собственно расчет текущей цены, когда инвестор хочет приобрести определенный вид ценной бумаги, имея альтернативу размещения капитала в другие виды ценных бумаг. Задавая приемлемую норму дохода, он может рассчитать устраивающую его цену и сравнить ее с рыночной.

Ожидаемый денежный поток (F_n) по отдельным видам ценных бумаг формируется по-разному. По облигациям сумма ожидаемого денежного потока складывается из поступлений процентов и стоимости самой облигации на момент погашения. При этом возможны различные варианты формирования ожидаемого потока: без выплаты процентов (нулевой купон); с периодической выплатой процентов и погашением облигации в конце срока обращения; с выплатой всей суммы процентов при погашении облигации в конце предусмотренного срока обращения.

По акциям сумма ожидаемого денежного потока формируется исключительно за счет начисляемых дивидендов. Различают акции:

- со стабильным уровнем дивидендов (привилегированные);
- с постоянно возрастающим уровнем дивидендов (постоянный темп прироста);
- с изменяющимся уровнем дивидендов (изменяющийся темп прироста).

Дисконтная ставка ($г$) называется нормой текущей доходности, приемлемой для инвестора. Она определяется как сумма нормы текущей доходности по безрисковым ценным бумагам и нормы премии за риск. При этом в норме текущей доходности по безрисковым ценным бумагам учитывается и предполагаемый темп инфляции.

Облигация имеет нарицательную (номинальную), выкупную и рыночную цены. Номинальная цена напечатана на бланке облигации и обозначает сумму, которая берется в займы и подлежит возврату по истечении срока облигационного займа. Выкупная цена, которая может совпадать с номинальной (определяется условиями займа), – это цена, по которой эмитент выкупает облигацию у инвестора по истечении срока займа. По российскому законодательству выкупная цена всегда должна совпадать с номинальной. Рыночная цена – это цена, по которой облигация продается и покупается на рынке.

Значение рыночной цены, выраженное в процентах к ее номиналу, называется курсом облигации.

Общая формула для определения текущей рыночной цены облигаций с позиции инвестора (PV) имеет следующий вид:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{I_n}{(1+i)^n} + \frac{F_T}{(1+i)^T},$$

- F_T – сумма, выплачиваемая при погашении облигации;
- I_n – ежегодные процентные выплаты;
- i – требуемая инвестором норма дохода;
- n – конкретный период времени (год);
- T – число лет до момента погашения облигации.

Самый простой случай — оценка облигаций с нулевым купоном. Поскольку денежные поступления по годам (кроме последнего) равны нулю, стоимость облигации будет определяться по следующему уравнению:

$$PV = \frac{F_T}{(1+i)^T}.$$

Бессрочная облигация предусматривает неопределенно долгую выплату дохода, поэтому при расчете ее стоимость определяется из уравнения

$$PV = F_T : i.$$

При оценке облигаций с постоянным доходом денежный поток складывается из одинаковых по годам поступлений и нарицательной стоимости облигации, выплачиваемой в момент погашения:

$$PV = \sum_{i=1}^N \frac{I_n}{(1+i)^n} + \frac{F_T}{(1+i)^T},$$

причем ежегодные процентные выплаты постоянны из года в год.

Оценка облигаций с плавающим купоном может быть проведена по формуле

$$PV = \frac{I_1}{1+i} + \frac{I_2}{(1+i)^2} + \frac{I_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{I_n}{(1+i)^n} + \frac{F_T}{(1+i)^T}$$

причем ежегодные процентные выплаты меняются из года в год.

Для оценки облигаций могут использоваться купонная доходность, текущая доходность и конечная доходность (доходность к погашению).

Купонная доходность, устанавливаемая при выпуске облигации, рассчитывается по формуле

$$Y_K = \frac{I}{N} \times 100\%,$$

где I – годовой купонный доход;
 N – номинальная цена облигации.

Текущая доходность определяется по формуле

$$Y_T = \frac{I}{PV} \times 100\%,$$

PV – цена, по которой облигация была приобретена инвестором.

Конечная доходность (доходность к погашению) определяется следующим образом:

$$Y_{\Pi} = \frac{I + (F - PV) : T}{(F + PV) : 2}.$$

Акция имеет номинальную, балансовую, ликвидационную, рыночную цены.

Номинальная цена напечатана на бланке акции или установлена при ее выпуске. Она показывает, какая доля уставного капитала приходилась на одну акцию на момент создания АО.

Балансовая цена – стоимость чистых активов АО, приходящаяся на одну акцию по балансу.

Ликвидационная цена – стоимость реализуемого имущества АО в фактических ценах, приходящаяся на одну акцию.

Рыночная (курсовая) цена – это цена, по которой акция продается или покупается на рынке. Отношение рыночной цены к номинальной, выраженное в процентах, называется курсом акции.

Рассчитать рыночную цену акции значительно сложнее, чем облигации. Акции представляют собой ценные бумаги с плавающим (изменяющимся доходом) в отличие от облигаций, где доход либо фиксирован, либо изменяется с определенной закономерностью.

Для расчета курсов акции используются различные модели. Наиболее распространенной из них является модель М. Гордона. Эта модель предполагает три варианта расчета текущей рыночной цены акции.

1. Темп прироста дивидендов (q) равен нулю. Модель нулевого роста. Текущая рыночная цена акции определяется по формуле

$$P_0 = \frac{D_0}{i},$$

D_0 – текущий дивиденд;
 i – ставка дохода, требуемая инвестором.

2. Темп прироста дивидендов постоянен ($q = \text{const}$). Модель постоянного роста:

$$P_0 = \frac{D_1}{i - q} = \frac{D_0(1 + q)}{1 - q},$$

D_1 – величина дивиденда на ближайший прогнозируемый период.

3. Темп прироста дивидендов меняется ($q \neq \text{const}$). Модель переменного роста:

$$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+i)^n} + \frac{D_{N+1}}{(i-q)(1+i)^N}.$$

Для анализа эффективности вложений инвестора в покупку акций могут быть использованы следующие виды доходности: ставка дивиденда, текущая доходность акции для инвестора, текущая рыночная доходность, конечная и совокупная доходность.

Ставка дивиденда определяется по формуле:

$$d_c = \frac{D}{N} \times 100\%,$$

D – величина выплачиваемых годовых дивидендов;

N – номинальная цена акции.

Текущая доходность акции для инвестора (рендит) рассчитывается по формуле:

$$d_r = \frac{D}{P_p} \times 100\%,$$

P_p – цена приобретения акции.

Текущая рыночная доходность определяется отношением величины выплачиваемых дивидендов к текущей рыночной цене акции:

$$d_p = \frac{D}{P_0} \times 100\%,$$

P_0 – текущая рыночная цена акции.

Конечная доходность может быть рассчитана по формуле:

$$d_k = \frac{(P_s - P_p) : n + \bar{D}}{P_p} \times 100\%,$$

\bar{D} – величина дивидендов, выплаченная в среднем в год (определяется как среднее арифметическое);

n – количество лет, в течение которых инвестор владел акцией;

P_s – цена продажи акции.

Обобщающим показателем эффективности вложений инвестора в покупку акций является совокупная доходность:

$$d_t = \frac{\sum_{n=1}^n D_n + \Delta P}{P_p} \times 100\%,$$

D_n – величина выплаченных дивидендов.

Конечная и совокупная доходность может быть рассчитана в том случае, если инвестор продал акцию или намеревается это сделать по известной ему цене.

Привилегированные акции, как и бессрочные облигации, генерируют доход неопределенно долго. Поэтому дивиденды, которые носят фиксированный характер, выплачиваются бесконечно.

Оценка привилегированных акций (P) осуществляется по формуле

$$P = D : i,$$

D – фиксированный дивиденд;

i – требуемая инвестором норма дохода.

5. Первичный и вторичный рынки ценных бумаг. Государственное регулирование рынка ценных бумаг

По характеру движения ценных бумаг рынок ценных бумаг делится на два типа:

1) первичный рынок (англ. *primary market*) – рынок, на котором происходит размещение новых ценных бумаг.

2) вторичный рынок (англ. *secondary market*) – место основной купли-продажи ранее выпущенных активов. Именно со вторичным рынком лучше всего знаком начинающий инвестор, поскольку биржи как раз относятся ко вторичному рынку.

Законодательно первичный рынок ценных бумаг определяется как отношения, складывающиеся при эмиссии (для инвестиционных ценных бумаг) или при заключении гражданско-правовых сделок между лицами, принимающими на себя обязательства по иным ценным бумагам, и первыми инвесторами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, а также их представителями.

Важнейшей чертой первичного рынка является полное раскрытие информации для инвесторов, позволяющее сделать обоснованный выбор ценной бумаги для вложения денежных средств. Вся деятельность на первичном рынке служит для раскрытия информации:

- подготовка проспекта эмиссии, его регистрация и контроль государственными органами с позиций полноты представленных данных;
- публикация проспекта и итогов подписки и т.д.

Существует две формы первичного рынка ценных бумаг:

- частное размещение;
- публичное предложение.

Частное размещение характеризуется продажей (обменом) ценных бумаг ограниченному количеству заранее известных инвесторов без публичного предложения и продажи.

Публичное предложение – это размещение ценных бумаг при их первичной эмиссии путем публичных объявления и продажи неограниченному числу инвесторов.

Соотношение между публичным предложением и частным размещением постоянно меняется и зависит от типа финансирования, который избирают предприятия в той или иной экономике, от структурных преобразований, которые проводит правительство, и других факторов.

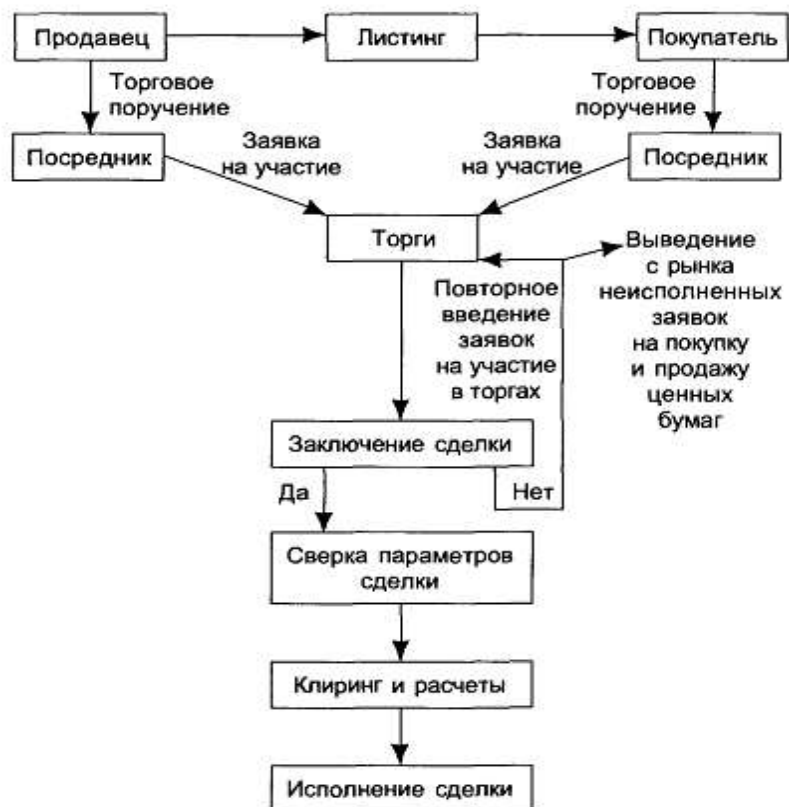
Относительно небольшая доля ценных бумаг после первичного распределения остается в портфелях держателей до истечения срока облигаций или в течение всего срока существования предприятия, если речь идет об акциях. Ценные бумаги в большинстве случаев приобретаются для извлечения дохода не столько из процентных выплат, сколько от перепродажи.

Вторичный рынок ценных бумаг – это рынок, на котором происходит обращение ценных бумаг. На этом рынке уже не аккумулируются новые финансовые средства для эмитента, а только перераспределяются ресурсы среди последующих инвесторов.

Являясь механизмом перепродажи, он позволяет инвесторам свободно покупать и продавать бумаги. При отсутствии вторичного рынка или его слабой организации последующая

перепродажа ценных бумаг была бы невозможна или затруднена, что оттолкнуло бы инвесторов от покупки всех или части бумаг. В итоге общество осталось бы в проигрыше, так как многие, особенно новейшие, начинания не получили бы необходимой финансовой поддержки.

Для обращения ценных бумаг на рынке характерна определенная последовательность действий, которой обязаны придерживаться профессиональные участники рынка ценных бумаг и учитывать потенциальные их покупатели и продавцы. В общем виде последовательность действий, характерную для обращения ценных бумаг, можно представить следующим образом:



В целях упорядочения функционирования рынка ценных бумаг, соблюдения установленных правил его участниками, поддержания доверия к рынку ценных бумаг и обеспечения его динамичного развития участники рынка (государство, эмитенты, инвесторы и др.) осуществляют регулируемую функцию.

На рынке ценных бумаг их обращение регламентируется как государством, так и самими участниками рынка через устанавливаемые ими правила торговли, стандарты и нормы поведения.

Регулирование рынка ценных бумаг — это упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия.

Регулирование рынка ценных бумаг охватывает всех его участников: эмитентов, инвесторов, профессиональных фондовых посредников, организации инфраструктуры рынка.

Регулирование деятельности участников рынка может быть внешним и внутренним.

Внутреннее регулирование — это подчиненность деятельности данной организации ее собственным нормативным документам: уставу, правилам и другим внутренним нормативным документам, определяющим деятельность этой организации в целом, ее подразделений и ее работников.

Внешнее регулирование — это подчиненность деятельности данной организации нормативным актам государства, других организаций, международным соглашениям.

Регулирование рынка ценных бумаг охватывает все виды деятельности и все виды операций на нем: эмиссионные, посреднические, инвестиционные, спекулятивные, залоговые, трастовые и т.п.

Регулирование рынка ценных бумаг осуществляется органами или организациями, уполномоченными на выполнение функций регулирования. С этих позиций различают:

- государственное регулирование рынка, которое осуществляется государственными органами, в компетенцию которых входит выполнение тех или иных функций регулирования;
- регулирование со стороны профессиональных участников рынка ценных бумаг, или саморегулирование рынка. Этот процесс может развиваться двояко: с одной стороны, государство передает часть своих функций по регулированию рынка уполномоченным или отобранным им организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг, а с другой – эти последние сами договариваются о том, что созданная организация получает от них некие права регулирования по отношению ко всем учредителям или участникам данной организации;
- общественное регулирование, или регулирование через общественное мнение. В конечном счете, именно реакция широких слоев общества в целом на какие-либо действия на рынке ценных бумаг является первопричиной, по которой начинаются те или иные регулятивные действия государства или профессионалов рынка.

Процесс регулирования на рынке ценных бумаг включает:

- создание нормативной базы функционирования рынка, т.е. разработку законов, постановлений, инструкций, правил, методических положений и других нормативных актов, которые ставят функционирование рынка на общепризнанную и всеми соблюдаемую основу;
- отбор профессиональных участников рынка. Современный рынок ценных бумаг, как, пожалуй, и любой другой рынок, невозможен без профессиональных посредников. Однако не любое лицо или организация может занять место такого посредника. Чтобы это сделать, необходимо удовлетворять определенным требованиям по знаниям, опыту и капиталу, которые устанавливаются уполномоченными на это регулирующими организациями или органами;
- контроль за соблюдением всеми участниками рынка норм и правил функционирования рынка. Этот контроль выполняется соответствующими контрольными органами;
- систему санкций за отклонение от норм и правил, установленных на рынке; такими санкциями могут быть устные и письменные предупреждения, штрафы, уголовные наказания, исключение из рядов участников рынка.

Государство на рынке ценных бумаг выступает в качестве:

- инвестора – при управлении крупными портфелями акций промышленных предприятий;
- эмитента – при выпуске государственных ценных бумаг;
- профессионального участника — при торговле акциями в ходе приватизационных аукционов;
- регулятора – при написании законов и подзаконных актов;
- верховного арбитра в спорах между участниками рынка – через систему судебных органов.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг – это регулирование со стороны общественных органов государственной власти.

Система государственного регулирования рынка включает:

- государственные и иные нормативные акты;
- государственные органы регулирования и контроля.

Государственное управление рынком имеет следующие формы: прямое, или административное, управление; косвенное, или экономическое, управление.

Прямое, или административное, управление рынком ценных бумаг со стороны государства осуществляется путем:

- установления обязательных требований ко всем участникам рынка ценных бумаг;

- регистрации участников рынка и ценных бумаг, эмитируемых ими;
- лицензирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- обеспечения гласности и равной информированности всех участников рынка;
- поддержания правопорядка на рынке.

Косвенное, или экономическое, управление рынка ценных бумаг осуществляется государством через находящиеся в его распоряжении экономические рычаги и капиталы:

- систему налогообложения (ставки налогов, льготы и освобождение от налогов);
- денежную политику (процентные ставки, минимальный размер заработной платы и др.);
- государственные капиталы (государственный бюджет, внебюджетные фонды финансовых ресурсов и др.);
- государственную собственность и ресурсы (государственные предприятия, природные ресурсы и земли).

6. Направления развития рынка ценных бумаг в Республике Беларусь

Обобщение мирового опыта развития финансовых систем и роль рынка ценных бумаг в социально-экономическом развитии национальной экономики свидетельствуют о наличии устойчивой взаимосвязи между уровнем развития рынка ценных бумаг и долгосрочными темпами экономического развития.

Развитый рынок ценных бумаг способствует:

- росту объемов общественного производства за счет повышения эффективности перераспределения капитала в рамках национальной экономики;
- развитию высокотехнологичных отраслей и организаций, обеспечивающих технологическое лидерство для национальной экономики в мировом разделении труда, и является эффективным проводником инноваций;
- привлечению в экономику долгосрочных инвестиционных ресурсов;
- снижению стоимости ресурсов для развития реального сектора экономики;
- созданию многообразия финансовых инструментов, используемых для эффективного управления макроэкономической стабильностью;
- своевременной адаптации национальной экономики к изменяющимся внешним условиям развития, что является особенно актуальным в условиях глобализации.

В Республике Беларусь принята «Программа развития рынка ценных бумаг Республики Беларусь на 2008 – 2010 годы», целью которой – создание необходимых условий для становления целостного, ликвидного, прозрачного и эффективного рынка ценных бумаг как составной части финансового рынка в Республике Беларусь, регулируемого государством и интегрированного в мировой рынок ценных бумаг, способствующего привлечению инвестиций, прежде всего в реальный сектор экономики.

Анализ современного состояния рынка ценных бумаг свидетельствует о низкой ликвидности данного сегмента рынка ценных бумаг.

К причинам, препятствующим развитию рынка акций, относятся:

- ограничения на отчуждение акций, приобретенных гражданами Республики Беларусь у государства за денежные средства на льготных условиях (по цене на 20 процентов 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;
- преимущественное право государства на приобретение акций предприятий, созданных в процессе разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности, пользующихся различными формами государственной поддержки;

- высокий удельный вес акционерных обществ с долей государственной собственности (всего таких акционерных обществ 1296, или 72,5 процента от их общего количества);

- ставка налогообложения доходов, полученных юридическими лицами по операциям с ценными бумагами, равная 40 процентам.

Таким образом, сложившаяся практика выпуска и обращения акций свидетельствует о том, что данный инструмент не выполняет своей основной функции по привлечению дополнительных денежных ресурсов.

К причинам, препятствующим развитию рынка облигаций юридических лиц, относятся:

Для инвесторов:

- высокая ставка налогообложения доходов (40 процентов), полученных юридическими лицами по операциям с ценными бумагами;

- неравные конкурентные возможности для банков и субъектов хозяйствования при заимствовании средств у населения. В соответствии с законодательством доходы, полученные физическими лицами от операций с ценными бумагами, в том числе процентные доходы по облигациям, облагаются по ставкам налогообложения совокупного годового дохода.

Для эмитентов:

- наличие дополнительных расходов эмитента (в отличие от получения банковских кредитов), связанных с его затратами по выплате доходов (процентов) по облигациям, их регистрацией, размещением, обращением и погашением (до 5 процентов от суммы займа);

- отсутствие кредитного рейтинга, который служит индикатором кредитоспособности эмитента.

Для активизации рынка акций необходимо совершенствование нормативной правовой базы по следующим направлениям:

1) оптимизация доли государства в акционерном капитале. Особое внимание следует уделить не проведению разовых сделок по реализации пакетов акций, принадлежащих государству, а разработке новой концепции управления государственным имуществом, эффективного управления акциями, находящимися в собственности Республики Беларусь, ее административно-территориальных единиц. Такая концепция должна предусматривать мероприятия по преобразованию республиканских и коммунальных унитарных предприятий в открытые акционерные общества (в 2007 году провести преобразование основной части таких унитарных предприятий), а также принятие мер по продаже части пакетов акций, принадлежащих государству, частным инвесторам (для организаций, не имеющих стратегического значения). Кроме того, необходимо определить перечень организаций, к приобретению акций которых могут быть допущены частные инвесторы, включая нерезидентов, выставить на открытые биржевые торги крупные пакеты акций, создать условия для продажи акций указанных организаций физическим лицам (прежде всего резидентам);

2) снятие ограничений на отчуждение акций;

3) отмена преимущественного права государства на приобретение долей (акций) в уставных фондах организаций, созданных в процессе разгосударствления и приватизации объектов государственной собственности, пользующихся различными формами государственной поддержки;

4) отмена необходимости согласования дополнительных эмиссий акций с Государственным комитетом по имуществу либо соответствующими местными исполнительными и распорядительными органами;

5) освобождение доходов акционерных обществ, полученных при размещении ими акций по цене выше номинальной стоимости, от уплаты налогов, других обязательных платежей в республиканский и местные бюджеты, государственные целевые бюджетные и внебюджетные фонды;

6) поэтапное совершенствование системы налогообложения доходов, полученных юридическими и физическими лицами от операций с акциями. Ставка налога на доходы,

полученные юридическими лицами от операций с акциями, должна быть сопоставима с действующей ставкой налога на прибыль.

Для развития рынка облигаций юридических лиц необходимо:

1) изменить налоговую политику в отношении налогообложения доходов, полученных от операций с облигациями. Освобождение от налогов на доходы, полученные инвесторами при погашении облигаций эмитентами, позволит значительно активизировать процесс инвестирования организаций за счет внутренних источников;

2) определить единый порядок отнесения затрат эмитента при выплате доходов по облигациям и заемщика при уплате процентов по кредитам;

3) активизировать работу с потенциальными эмитентами и инвесторами посредством подготовки правового акта ненормативного характера по применению инструментов фондового рынка в привлечении организациями инвестиций, а также повышения информационной открытости эмитентов и информационной прозрачности рынка ценных бумаг в целом.

Активизация рынка облигаций юридических лиц – один из способов формирования кредитной истории организаций-эмитентов, что является необходимой предпосылкой для получения ими международного кредитного рейтинга и дальнейшего привлечения кредитных ресурсов на зарубежных финансовых рынках.

Производные ценные бумаги (фьючерсы, опционы), в основе которых лежат базовые активы (валютные ценности, долевые, долговые ценные бумаги, иные финансовые инструменты или права относительно их), практически не используются в РБ в связи с отсутствием ликвидного базисного актива.

Рынок прочих ценных бумаг (муниципальные облигации, складские свидетельства, коносамент) несмотря на существующую нормативную правовую базу не развивается в связи с отсутствием заинтересованности у субъектов хозяйствования в использовании таких инструментов.

Наряду с продолжением работы по активизации уже действующих сегментов рынка ценных бумаг необходимо уделить достаточное внимание созданию рынков производных ценных бумаг, инструментов секьюритизации финансовых активов и ипотечных ценных бумаг, биржевых облигаций, а также иных инструментов рынка ценных бумаг.

На сегодняшний день решение вопроса о возможности привлечения организациями инвестиций на зарубежных фондовых рынках путем выпуска еврооблигаций и депозитарных расписок на акции является одной из приоритетных задач.

Однако основным требованием допуска эмитента к иностранным инвестиционным ресурсам является наличие в свободном обороте не менее 25 процентов акций данного эмитента.

В ситуации, когда 60 процентов выпущенных акций (в стоимостном выражении) находится в собственности Республики Беларусь либо ее административно-территориальных единиц, выход организаций на зарубежные финансовые рынки возможен после создания государством условий, обеспечивающих наличие в свободном обращении не менее 25 процентов акций эмитентов.

Кроме того, подлежат также решению вопросы перехода организаций на международные стандарты финансовой отчетности, раскрытия информации в соответствии с международными стандартами, формирования кредитной истории и получения корпоративного рейтинга эмитентов.