



ФОНДОВЫЙ РЫНОК — ВАЖНЕЙШИЙ ИСТОЧНИК РОСТА НОВЫХ ОТРАСЛЕЙ

Развитие Республики Беларусь, государства, не богатого природными ресурсами и в то же время располагающего значительным научно-производственным потенциалом, невозможно без внедрения новых промышленных технологий. Нельзя сказать, что для решения этой, стратегической по своему значению, задачи ничего не делается. С 1996 г. действуют нормативно-правовые акты, стимулирующие инновационный процесс на производстве, осуществляются государственные научные и производственные программы по разработке и выпуску новой техники, созданы и функционируют экономические зоны технологической направленности. К сожалению, приходится констатировать, что все меры, предпринятые в этом направлении, за последние годы не привели к кардинальным сдвигам в деле модернизации белорусской экономики.

Для осуществления широкомасштабной реконструкции необходимы значительные инвестиции, которые в настоящее время поступают в промышленность в явно недостаточном объеме. Основными причинами сложившейся ситуации называются отсутствие финансовых средств у предприятий и нежелание коммерческих банков заниматься долгосрочным кредитованием.

В том, что у белорусских предприятий не хватает финансовых ресурсов для проведения модернизации собственными силами, нет ничего удивительного. В промышленности уровень рентабельности находится на уровне 14-16%, а, по мнению большинства экспертов, для непрерывного технологического обновления необходим уровень рентабельности в 30%. Кроме того, общемировая практика свидетельствует, что собственных средств даже преуспевающих предприятий недостаточно для решения инвестиционных задач, поэтому им приходится привлекать внешние источники финансирования.

Финансовые ресурсы белорусских банков в несколько раз ниже инвести-

ционных запросов белорусской промышленности. Собственный капитал и уставные фонды банков на начало нынешнего года составили соответственно 413,5 млн. и 362,2 млн. евро. Исходя из этих показателей, максимальный объем кредитов, который может предоставить белорусская банковская система (без учета резервов Нацбанка), оценивается приблизительно в 2,5 млрд. долл. Если предположить, что белорусские банки будут следовать нормативам Нацбанка и в 2000 г. направят на инвестиционные цели не менее 30% от всей суммы активов, то их инвестиционный потенциал составит всего 0,8 млрд. долл. Для сравнения — поэтапное техническое переоснащение МТЗ оценивается в 100 млн. долл. ежегодно. Кроме того, нестабильность экономической ситуации, преобладание государственной собственности среди средних и крупных предприятий (что создает проблемы с обеспечением кредитов), приоритетное финансирование жилищного строительства и АПК заставляют банки с осторожностью выделять остающиеся средства на финанси-

рование высокотехнологичных инвестиционных проектов, отличающихся длительными сроками реализации, повышенным риском и относительно низкой нормой доходности.

До сих пор практически незадействованным инвестиционным источником для белорусских предприятий было и остается корпоративное финансирование, т.е. привлечение денежных ресурсов за счет эмиссии корпоративных ценных бумаг — акций, корпоративных облигаций и производных финансовых инструментов.

В промышленно развитых странах (ПРС) и некоторых развивающихся странах (Индия, Тайване, Гонконге, Турции) корпоративное финансирование является важнейшим источником технологического развития. Причем, феноменом последнего десятилетия стал тот факт, что наибольший объем денежных средств привлекается компаниями, ведущими конкурентную борьбу на острие научно-технологического прогресса (НТП).

Объяснение подобного феномена кроется в тех беспрецедентных возможностях, которые предоставляются современным этапом НТП и в первую очередь — информационными и биологическими технологиями, которые не только создают новые товары и услуги, но и приводят к существенным сдвигам в традиционных отраслях. Работа с достижениями НТП позволяет высокотехнологичным компаниям (ВК) извлекать феноменальные прибыли, что гарантирует быстрый возврат привлекаемых средств.

Ситуация с финансированием высокотехнологичных проектов тем более интересна, что, стремясь поспеть за стремительно расширяющимся рынком, ВК реинвестируют практически всю извлекаемую прибыль и даже работают в убыток. Для покрытия убытков компании обращаются к

внешним заимствованиям. В данном случае корпоративное финансирование оказывается наиболее предпочтительным источником денежных средств – привлечение инвестиций требует меньше времени, не возникает проблем с обеспечением кредита (значительная часть активов ВК представлена в виде нематериальных активов – программного обеспечения (ПО), торговых марок, ноу-хау и т.п.).

Непрерывный рост биржевых котировок ценных бумаг ВК приводит к тому, что по рыночной капитализации ведущие ВК уже обгоняют компании, традиционных отраслей. Тенденция не изменилась даже после серии «обвалов» крупнейшего внебиржевого рынка акций ВК – NASDAQ.

Бесспорными лидерами в этой рыночной гонке являются компании, находящиеся в США, занимающиеся разработкой ПО и развитием мировой информационной сети Internet. Например, капитализация крупнейшего в мире Интернет-провайдера America On-Line в конце 1999 г. приблизилась к 190 млрд. долл., превысив капитализацию одной из ведущих банковских групп Citigroup (185 млрд. долл.).

Несколько дешевле оцениваются ВК, развивающие бизнес в сети Internet. Здесь следует отметить, что Интернет-компании (ИК) практически не располагают материальными активами. Тем не менее это не страшит венчурных инвесторов. Рыночная капитализация ИК Amazon.com составила 27 млрд. долл. (данные на начало 2000 г.), что намного больше рыночной капитализации инвестиционного банка J.P.Morgan (21 млрд. долл.).

ВК из новых индустриальных, развивающихся стран (РС) и стран с переходной экономикой повторяют стратегию конкурентов из ПРС, активно прибегая к корпоративному финансированию с целью рыночной экспансии. Лидерами среди стран т.н. «нарастающих рынков» являются Индия и Китай. Когда в конце сентября 1999 г. индийский производитель ПО компания Huges Software осуществил первичное размещение своих акций на Бомбейской фондовой бирже, спрос превысил предложение в 25 раз. Общая сумма заявок составила 1,4 млрд. долл., что явилось рекордом для фондового рынка страны. Стоимость

компания (241 млн. долл.) оказалась в 40 раз выше предполагаемого объема продаж. А гонконгская Pacific Century CyberWorks, занятая развитием Интернет-инфраструктуры с использованием спутниковой связи и предоставлением широчайшего спектра услуг с помощью Интернета, разместив свои ценные бумаги на фондовой бирже, всего за несколько месяцев 1999 г. достигла рыночной капитализации в 21 млрд. долл.

Рыночная капитализация ВК стран Восточной Европы выглядит гораздо скромнее по сравнению с компаниями аналогичного профиля крупнейших РС. Тем не менее общемировые тенденции сохраняются и здесь, – рыночная капитализация ведущих ВК быстро растет и уже вплотную приблизилась к стоимости компаний традиционных отраслей. Например, телекоммуникационные компании Венгрии и Чехии MATAV, SPT Telecommunications с капитализацией свыше 3 млрд. долл. оставили позади крупнейшие российские сырьевые компании «ЛУКОЙЛ» (1,8 млрд.), «Сиданко» (1,5 млрд.) и «Газпром» (1,0 млрд. долл.).

Практика современного корпоративного финансирования располагает большим количеством разнообразных финансовых инструментов, с помощью которых возможно удовлетворение как краткосрочных, так и долгосрочных потребностей предприятий в денежных ресурсах, а также других тактических и стратегических задач, не всегда носящих финансовый характер.

Закон Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах» от 12 марта 1992 г. № 1512-ХІІ различает простые и привилегированные акции. Простая акция – ценная бумага, удостоверяющая право владельца на долю собственности акционерного общества при его ликвидации, дающая право ее владельцу на получение части прибыли общества в виде дивиденда и на участие в управлении обществом. Привилегированная акция – ценная бумага, дающая право ее владельцу на получение дивиденда в качестве фиксированного процента, право на долю собственности при ликвидации общества и не дающая права голоса на участие в управлении обществом. Целями эмиссий акций, как первичной, так и вторичной, могут

быть увеличение уставного капитала, сохранение финансовой устойчивости предприятия. Однако, как уже отмечалось, ВК, эмитируя акции, преследуют в основном инвестиционные цели: технологическое переоснащение, запуск в производство нового товара (услуги), увеличение производства.

Существенным недостатком выпуска акций может стать размывание прав собственности акционеров компании. Этого недостатка лишен другой вид ценных бумаг – корпоративные облигации. Облигация – ценная бумага, подтверждающая обязательство эмитента возместить владельцу ценной бумаги ее номинальную стоимость в установленный срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска). Облигации выпускаются субъектами хозяйствования или другими юридическими лицами под залог имущества с согласия собственника или уполномоченного им органа сериями, состоящими из однородных ценных бумаг с равной номинальной стоимостью и одинаковыми условиями выпуска и погашения.

Доходность по корпоративным облигациям также складывается из роста курсовой стоимости и процентных выплат. Существуют конвертируемые облигации, владельцы которых, при погашении получают определенное, заранее установленное количество акций компании-эмитента. Доход в данном случае – премия, определяемая как разница между рыночной ценой акций, полученных после конвертации, и ценой покупки облигации. Корпоративные облигации являются менее рискованными инструментами по сравнению с акциями, но более рискованными по сравнению с государственными облигациями. Таким образом, облигация – достаточно жесткое долговое обязательство, особенностью которого является точное назначение срока исполнения. Это привлекательно для инвесторов и в то же время дисциплинирует менеджмент акционерного общества.

Производные финансовые инструменты (ПФИ) включают в себя финансовые инструменты, базирующиеся на упомянутых выше видах ценных бумаг. Это – опционы и фьючерсы на отдельные ценные бумаги, корзины ценных бумаг и индексы. В современ-



ных экономических условиях одним из наиболее эффективных механизмов привлечения прямых зарубежных инвестиций является выпуск и размещение среди потенциальных стратегических инвесторов депозитарных расписок (ДР) на акции корпораций.

Депозитарная расписка (ДР) — это сертификат, условия которого согласуются между эмитирующей и приобретающей сторонами. Этот сертификат является свидетельством того, что приобретающий его инвестор есть владелец определенного количества акций, которые стали основой эмиссии сертификата. Одной из важнейших черт ДР является их конвертируемость на акции. Инвесторы, приобретающие ДР, в подавляющем большинстве случаев хотя и имеют гарантированную возможность обмена приобретенных инструментов на акции данной компании. С точки зрения инвестора, решающим элементом при приобретении ДР является факт, что они номинированы в твердой валюте и расчет по совершенным транзакциям осуществляется на международном рынке, а не на локальной бирже, принципов деятельности которой инвестор может не знать, не понимать или не принимать. Некоторые иностранные фонды не могут в силу существующих в их странах предписаний вносить капитал в акции компаний, которые представлены в публичном обороте только на чужой бирже. В такой ситуации ДР остаются единственным способом на осуществление инвестиций в акции интересующей их иностранной компании. Зарубежные инвесторы ценят также рентабельность рынка этих ценных бумаг.

Основным достоинством ДР для компаний является, конечно же, возможность значительного увеличения диапазона и тем самым увеличения шансов на успех оферты (предложения) их акций независимо от цели эмиссии. Важной при этом является не только количественная, но и качественная сторона этого процесса. Благодаря эмиссии ДР компания часто получает возможность расширить свою базу акционеров за счет пассивных институциональных финансовых инвесторов, которых может недоставать в ее родной стране (польские или российские компании являются

прекрасным примером этого явления).

В настоящее время наблюдается диспропорция развития финансовых рынков именно в пользу ПФИ, что, вероятнее всего, объясняется попытками обхода страновых барьеров. Согласно данным Международной ассоциации свопов и дериватов (International Swaps and Derivatives Association), международные операции с ПФИ составляют большую часть всего объема операций, проводимых финансовыми учреждениями как на национальных, так и на международных рынках. Приведем показатели международных рынков середины 90-х годов: экспорт товаров составил 5 трлн. долл. в год; экспорт услуг — 1,2 трлн. долл.; прямые инвестиции — 300 млрд. долл.; портфельные инвестиции — 412 млрд. долл. в год, в то время как международная торговля ПФИ — 2 трлн. долл. в день (!).

Беларуси удалось в значительной мере сохранить унаследованный от Советского Союза развитый комплекс наукоемких отраслей. Кроме того, в период реформ в республике сформировались группы ВК в отраслях связи и телекоммуникаций, разработки ПО, Интернета и полиграфии. Значительная часть предприятий перечисленных отраслей вполне может рассматриваться как инвестиционно привлекательные объекты. И именно сейчас, когда исчерпаны возможности эмиссионного источника развития промышленности республики, корпоративное финансирование в состоянии стать «палочкой-выручалочкой» для белорусских предприятий.

Сегодня сложность развития корпоративного финансирования в республике связана с отсутствием должной степени ликвидности фондового рынка и инвестиционного спроса на подобные ценные бумаги, с отсутствием опыта белорусских компаний и высокой стоимостью услуг западных консультационных фирм и бирж. Другая проблема — финансовая прозрачность предприятий. Сегодня налоговая система в стране такова, что для сохранения производства предприятия вынуждены уходить в теневую экономику, прятать налоги, доходы, расширять издержки. В результате фактически отсутствуют критерии, по которым сторонний инвестор

имеет возможность оценить эффективность работы предприятия.

Законодательная база для обращения ценных бумаг в республике уже создана. Имеется и критическая масса акционерных обществ, готовых воспользоваться преимуществами корпоративного финансирования. В настоящее время отмечаются попытки участников рынка ценных бумаг самостоятельно организовать внебиржевую торговлю ценными бумагами некоторых предприятий (АО «Амкодор», АО «Атлант», АО «Коммунарка» и некоторых других), что говорит о том, что в республике существует скрытый спрос на ценные бумаги. Главная задача сегодня — реанимировать инфраструктуру фондового рынка, а также снять некоторые законодательные ограничения. В частности, отменить запрет на движение акций, приобретенных на льготных условиях, на период безвозмездной приватизации, введенный 12 апреля 2000 г. Декретом Президента № 12 «О внесении изменений и дополнений в Декрет Президента Республики Беларусь от 20 марта 1998 г. № 3».

Можно предположить, что, даже, несмотря на финансовую нестабильность в республике, широкое развитие корпоративного финансирования позволило бы достичь нескольких целей. Во-первых, привлечь инвестиции, в которых так остро нуждаются белорусские производители наукоемкой продукции.

Во-вторых, заставить менеджмент и владельцев предприятий бороться за повышение эффективности бизнеса, чтобы получить доступ на рынок капитала и возможность иметь дополнительные доходы от роста курсовой стоимости акций.

В-третьих, акционирование предприятий и свободное обращение акций на рынке облегчит приватизацию и реструктуризацию компаний при осуществлении слияний и поглощений, создании ФПГ, что также должно способствовать повышению эффективности предприятий.

В-четвертых, свободный функционирующий фондовый рынок в стране позволит вовлечь в легальный воспроизводственный цикл денежные средства в твердой валюте, находящиеся в настоящее время на руках у населения и в виде «черного нала» у фирм.