



Приоритеты развития фондового рынка в Кыргызстане

Нурбек Элебаев, специально для Института общественной политики

«Кыргызское правительство практически ничего не сделало, чтобы эффективно использовать механизм привлечения капитала отечественными предприятиями посредством выпуска и размещения корпоративных облигаций, а между тем эти ценные бумаги имеют преимущественное хождение в Казахстане, России, Украине и Азербайджане».

Тенденции развития мирового фондового рынка

Капитализация мирового фондового рынка в 2005 г. достигла 43 трлн. долл. (в 1990 г. — 9,3 трлн. долл., а 2000 г. - 32, 1 трлн. долл.). При этом рост капитализации в 5-6 раз опережает рост ВВП. Рост объема капитализации происходил в основном за счет рынков развитых стран, на долю которых приходится более 90% всего объема мировой капитализации. По уровню капитализации на первом месте стоит рынок США, на его долю приходится 40% (50% - на конец 90-х годов) капитализации мирового рынка. На долю рынка западноевропейских государств — 31%, на рынок Японии — 11%. Таким образом, на все оставшиеся страны или развивающиеся рынки приходилось в начале нового тысячелетия всего 8% размещаемого мирового капитала с повышением их доли до 15 % в последнее время.

Рост капитализации мирового фондового рынка связан со **структурными изменениями, происшедшими на финансовом рынке** в целом. Дело заключается в том, что в мировой экономике инфраструктура привлечения капитала, уже начиная с 80-х годов, стала складываться в пользу рынка ценных бумаг - 58%, по отношению к банковским ссудам - 42%. Картина по странам различается в зависимости от традиционных подходов к проводимой политике. Так, например, в таких странах, как Германия и Япония, где традиционно приоритет отдается банковской системе на финансовом рынке, это соотношение составляет 75% : 25% и 80% : 20%, соответственно, в пользу банковских кредитов. А в таких странах, как США, Великобритания и Франция, где быстрыми темпами возрастает секьюритизация долгов, это соотношение составляет 59% : 41%, 27% : 73% и 30% : 70%, соответственно, в пользу рынка ценных бумаг.

Тенденции развития мирового фондового рынка связаны также с **изменениями в структуре игроков**, которая выглядит следующим образом. В 70-е годы основными инвесторами на рынке выступали инвестиционные банки, фонды и компании. Источником их вложений были привлеченные средства предприятий и компаний. В 80-е годы к ним присоединились институциональные инвесторы - пенсионные фонды, страховые фонды и инвестиционные компании, взаимные фонды, которые привлекали средства частных лиц. В конце 90-х годов выход на рынок частных инвесторов был обусловлен изменениями в сравнительной доходности финансовых инструментов и технологическими возможностями. Снижающаяся доходность государственных ценных бумаг, низкий уровень процентов на банковские депозиты увеличили спрос частных лиц на акции как на наиболее доходные инструменты. В Западной Европе число частных инвесторов за последние годы выросло в 4-5 раз. В США более 55% населения страны являются участниками фондового рынка либо непосредственно, либо через взаимные фонды.

Для развивающихся и переходных экономик опыт развития мировой экономики наглядно показывает, что в периоды кризисов, а также в условиях стабилизации

государство должно играть активную и конструктивную политику в развитии финансовых рынков, и в особенности - рынка ценных бумаг. Активная роль государства должна состоять в содействии формированию благоприятного инвестиционного климата, совершенствовании законодательства и либерализации регулирования на рынке ценных бумаг, развитии рынков государственных, муниципальных ценных бумаг, а также ценных бумаг предприятий, поддерживаемых государством. Содействие развитию рынка ценных бумаг может осуществляться государством через систему административной поддержки основных игроков и экономического стимулирования инвесторов.

Фондовые рынки Кыргызстана и других транзитных стран

Прошло уже более 15 лет, как страны бывшего СССР избрали путь самостоятельного дальнейшего развития. С первых дней независимости перед каждым новым государством стояли проблемы, которые необходимо было решать еще вчера. Времени на формирование транзитной, а затем и рыночной экономики было отведено мало, и бывшие советские республики за это короткое время проделали колоссальную работу по реформированию своих систем. Успехи в этом процессе у всех разные. Кто-то был более удачлив при наличии огромных залежей углеводородного сырья, кому-то удалось в целом сохранить потенциал, но отстать в проведении реформ, а кто-то стремительно бросился в водоворот рыночной экономики, но потерял свои базисные позиции. Вместе с тем по большому счету все бывшие советские страны схожи в одном - всем им пришлось одинаково усердно и быстро осваивать азы рыночной экономики, как вышедшим из одной плановой системы, и по ходу нужно было учиться этому как у развитых стран, так и друг у друга.

Именно с этой точки зрения нужно сделать сравнительный анализ продвижения новых постсоветских государств в развитии одной из важнейших составляющих рыночной системы - фондового рынка или рынка ценных бумаг, через который идут потоки капиталовложений в экономику, и государственные предприятия переходят в частные руки. **Нам представляется, что будет весьма полезным увидеть реалии развития кыргызского фондового рынка, как равного среди равных, при всех его сравнимых плюсах и минусах, чем слышать от скептиков или подразумевать по незнанию то, что рынка ценных бумаг у нас нет как такового вообще.** При этом такой анализ нам поможет более пристально посмотреть и определить все недочеты и отставания в развитии кыргызского фондового рынка, с тем, чтобы правильно подравняться на передовых.

Для более полноценного сравнительного анализа нами выбраны фондовые рынки Азербайджана, Грузии, Узбекистана, Украины и Кыргызстана, которые с той или иной степенью допуска можно считать находящимися на одном уровне развития. В некоторых странах, таких как Молдавия и Таджикистан, рынок ценных бумаг пока только начинает свое развитие. Современное же состояние фондовых рынков России и Казахстана в настоящее время уже не сопоставимо с остальными, слишком уж далеко они ушли вперед, и прежде всего по масштабам. Солидные объемы деятельности на фондовом рынке в последнее время демонстрирует и Украина.

Украина - страна с огромной территорией и большим экономическим потенциалом. Ее фондовый рынок на конец сентября насчитывал 801 торговца ценными бумагами, 352 регистратора, 156 инвестиционных фондов, 81 хранителя, один депозитарий, семь фондовых бирж, две торгово-информационные системы (ТИС), а также 10 саморегулирующихся организаций (СРО). Общее количество акционеров в Украине, по данным реестров, составляет 17 млн. человек, что почти на порядок больше, чем в соседних странах Восточной Европы. Наиболее бурное развитие фондового рынка в стране началось после «оранжевой» революции.

Самой большой по масштабам биржей Украины из семи действующих является биржа, созданная Ассоциацией «Первая торговая фондовая система» (ПФТС) в 1996 году как электронная система торговли и ставшая биржей лишь два года назад

диаграмма №1

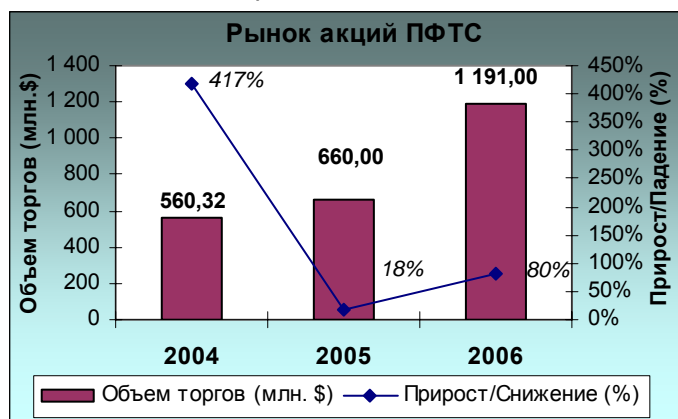


диаграмма №2



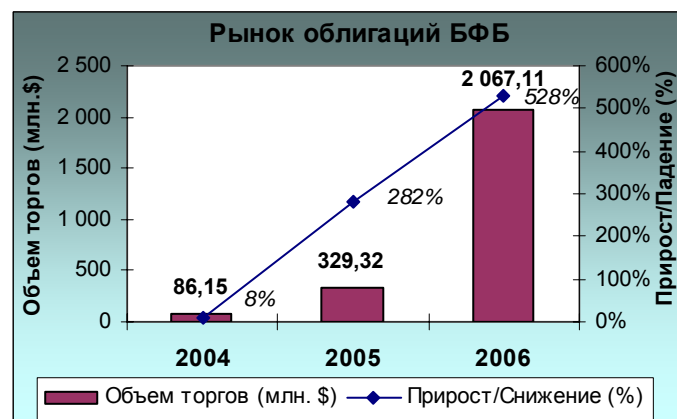
Листинг на ПФТС прошли 276 ценных бумаг, в том числе: корпоративные облигации — 150; акции — 96; инвестиционные сертификаты — 23; муниципальные облигации — 7. Всего же по состоянию на 1 января 2007 года в ПФТС торговались 682 ценные бумаги: акции — 311, корпоративные облигации — 303, инвестиционные сертификаты — 49 и муниципальные облигации — 19.

В **Азербайджане** на фондовом рынке оперируют 14 компаний с лицензией на осуществление брокерской и дилерской деятельности. Примечателен факт, что 8 из них являются банковскими организациями, это дает основание полагать, что развитие фондового рынка тесно взаимосвязано с развитием банковской инфраструктуры. В определенной степени такая тесная связь обуславливает функционирование на рынке двух торговых систем: Бакинской фондовой биржи (БФБ) и Бакинской межбанковской валютной биржи (БМВБ).

диаграмма №3



диаграмма №4



На БФБ обращаются следующие финансовые инструменты: 1) акции; 2) корпоративные облигации; 3) государственные казначейские облигации; 4) ноты Национального Банка; 5) РЕПО сделки. В смысле развитости инструментов данная биржа может дать фору любой бирже СНГ. Видимо, тесное взаимодействие руководства биржи с государственными структурами приносит свои положительные плоды. В ближайшем будущем планируется выпуск и обращение на бирже муниципальных ценных бумаг.

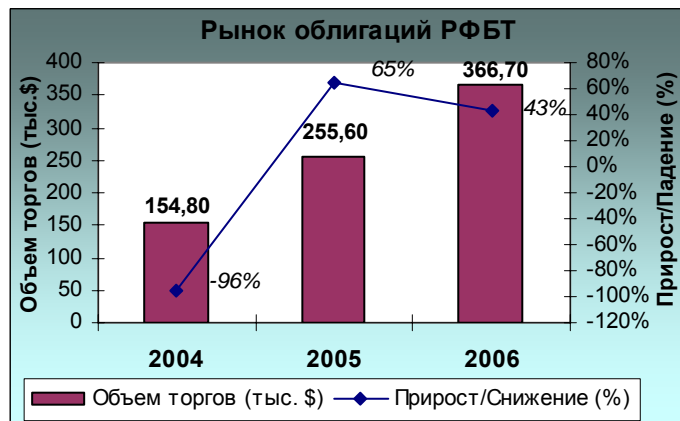
На фондовом рынке **Узбекистана** в настоящее время действует 71 брокерская компания, при этом они работают в каждом уголке страны, хотя преимущественно сконцентрированы в столице, как и у нас. Территориальное расположение брокерских компаний выглядит следующим образом: Ташкент - 44, Андижан - 4, Фергана - 4, Наманган - 4, Кашкардарья - 3, Сурхандарья - 3, Хорезм - 3, Бухара - 2, Навои - 2, Каракалпакия - 1, Самарканд - 1. Общее количество депозитариев второго уровня, оперирующих в республике, достигло 36, рост их числа составил 20 % только за последние два года.

В качестве организатора торгов в стране функционирует Республиканская фондовая биржа «Тошкент» (РФБТ), которая была создана в марте 1991 года на базе Универсальной товарно-фондовой биржи «Тошкент» в виде акционерного общества открытого типа.

диаграмма №5



диаграмма №6



На РФБТ финансовые инструменты представлены акциями и корпоративными облигациями. Рост объемов за 2006 год в основном был обусловлен реализацией Государственной программы разгосударствления и приватизации и привлечением иностранных инвестиций.

Грузия, где функционируют торговые системы Грузинской фондовой биржи (ГФБ) и Тбилисской межбанковской валютной биржи (ТМВБ), за последнее время добилась хороших результатов в развитии фондового рынка.

ТМВБ выступает торговой площадкой для валютных торгов, она является основным субъектом финансового рынка Грузии и участником важных экономических процессов в стране. Так, например, официальный курс национальной валюты к иностранным с 6 августа 1993 года устанавливается на торгах именно этой торговой площадки. Перспективными направлениями развития биржи можно назвать: процентный и валютный фьючерс; драгоценные металлы; межбанковский кредитный рынок; вексельный рынок; товарный фьючерс.

На ГФБ, как и у нас, обращаются два вида финансовых инструментов - акции и корпоративные облигации. Рынок корпоративных ценных бумаг в Грузии показывает достаточно солидные объемы торгов. «Революция роз» 2003 года подвигла грузинское правительство на решительные меры в экономической сфере.

диаграмма №7

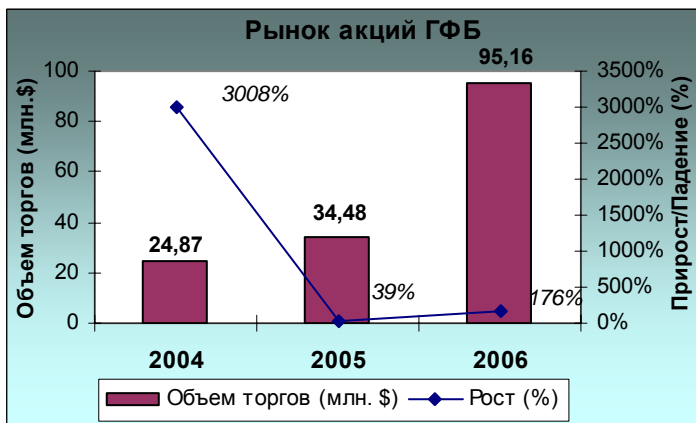
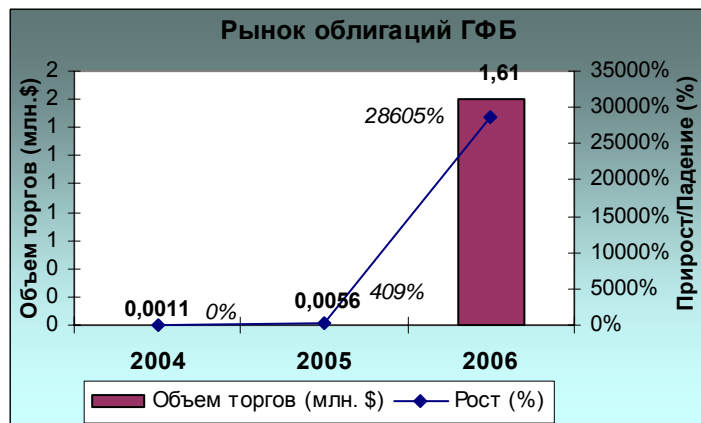


диаграмма №8



В **Кыргызстане** в качестве организаторов торговли функционируют Кыргызская фондовая биржа (КФБ), Биржевая торговая система (БТС) и Central Asian Stock Exchange(CASE). На всех трех торговых площадках обращаются только два финансовых инструмента: 1) акции; 2) корпоративные облигации. Торги с валютой или государственными ценными бумагами не проводятся. Возможной причиной можно назвать нежелание государства отдавать бразды правления «рыночными» механизмами торгов; как известно, торговой площадкой для валютных торгов и торгов государственными ценными бумагами служит торговая система Национального Банка. Рынок корпоративных ценных бумаг, в свою очередь, на данный момент представлен только акциями, так как в связи с нашумевшей историей с облигациями Renton Group у инвесторов пропало доверие к данному инструменту привлечения инвестиций. Также для развития рынка корпоративных облигаций существует государственный барьер – каждый эмитент облигаций обязан платить солидные суммы за регистрацию проспекта облигаций, а инвесторы платят налоги в размере 10% от доходов.

По итогам 2006 г. на фондовом рынке с наибольшей долей торгов в 94,66% лидирует Кыргызская фондовая биржа, созданная в форме акционерного общества в 1995 году. За 8 месяцев этого года ее доля составила 90,4%, а объем торгов составил 3 137 млн. сом. Доля CASE – 7,4%, доля БТС - 2,2%. Таким образом, развитие КФБ в большей мере характеризует общее состояние развития рынка ценных бумаг в стране.

диаграмма №9



диаграмма №10



Проблемные зоны и приоритеты развития отечественного фондового рынка

Из проведенного выше сравнительного анализа, **во-первых**, мы видим, что фондовый рынок в Кыргызстане получил свое развитие и вполне сравним по своим показателям и параметрам с другими подобными странами. **Второе:** мы увидели большую разницу в государственной политике, проводимой в братских странах и в родном Кыргызстане по определению места и роли фондового рынка в экономическом развитии. И, наконец, **в-третьих**, сравнительная картина позволяет нам правильно оценить наши успехи и проблемные зоны с тем, чтобы выбрать правильные пути и направления развития.

Перечень проблемных зон можно начать с того, что, к сожалению, **на кыргызском фондовом рынке пока не присутствуют операции с государственными ценными бумагами, тогда как в других странах они составляют основной объем торгов.** До настоящего времени размещение ГКВ и их вторичное обращение осуществляется на межбанковской площадке, организованной и регулируемой Национальным Банком КР. В этом вопросе начинающаяся в сентябре реализация пилотного проекта по переводу торговли ГКВ на торговую площадку КФБ уже вселяет надежду на дальнейшую рыночную либерализацию процесса. Мы надеемся, что государство в результате практически сможет привлекать гораздо больший круг внутренних инвесторов для вложения своих средств в государственные ценные бумаги. Это, в свою очередь, создаст предпосылки для перехода от кратко- и среднесрочных

государственных ценных бумаг к долгосрочным. А последнее, в свою очередь, сможет стать альтернативным способом погашения внешней задолженности страны посредством перевода внешнего долга во внутренний. Такая схема успешно работает во многих развитых странах.

Кыргызское правительство практически ничего не сделало, чтобы эффективно использовать механизм привлечения капитала отечественными предприятиями посредством выпуска и размещения корпоративных облигаций, а между тем эти ценные бумаги имеют преимущественное хождение в Казахстане, России, Украине и Азербайджане. Для повышения интереса к облигациям, как средству эффективной капитализации реальной экономики, власти обязаны предпринять кардинальные меры. Толчок развитию можно дать, сократив регистрационный сбор в казну республики от суммы эмиссии облигаций и освободив на первых порах инвесторов от налогов. Освободив от налогов доходы от владения облигациями, мы заинтересуем многие банки получить эффективный инструмент кредитования других банков и предприятий реального сектора, покупая размещаемые ими облигации. Да и простые граждане будут не прочь покупать облигации, если доходы по ним будут освобождены от налога, а размеры получаемых процентов будут выше депозитных ставок банков.

Серьезным тормозом в развитии рынка ценных бумаг в Кыргызстане является отсутствие выпусков муниципальных ценных бумаг. В начале текущего года тема о муниципальных облигациях в правительстве получила новое звучание. По информации теперь уже бывшего руководителя Государственного агентства по финансовому надзору и отчетности мэрия г. Бишкека и ряд областей проявили интерес к выпуску муниципальных облигаций, но реальные шаги в этом направлении пока осуществить не удастся. А ведь посредством выпуска муниципальных облигаций органы местного самоуправления смогли бы привлечь средства портфельных инвесторов для решения отдельных целевых или проектных вопросов регионального развития, а сам портфельный фондовый инвестор мог получить еще один достаточно привлекательный и ликвидный финансовый инструмент повышения своих доходов.

Многочисленные попытки правительства в прошлом принять меры по расширению выпуска и обращения таких новых финансовых инструментов для инвесторов, как жилищные и сберегательные сертификаты, муниципальные облигации так и не возымели успеха ввиду их ограниченности или оторванности от реальных условий, необходимых для этого. Принятые правительством постановления, к сожалению, не предусматривали устранения пробелов в законодательстве и не сопровождалась решениями по созданию механизма и формата для их воплощения в жизнь. К тому же имеющая место взаимозависимость местных и республиканского бюджетов и их фактическая консолидация не позволяют органам местного самоуправления выпускать облигации без разрешения Министерства финансов.

Сегодня приходится констатировать, что, имея необходимую инфраструктуру и правовое поле, **потенциал рынка ценных бумаг, как составной части финансового рынка, продолжает оставаться незадействованным.** Его возможности и роль в качестве одной из приоритетных сфер экономического развития Кыргызстана либо не осознаны до конца, либо просто занижаются в процессе практики государственного управления.

До настоящего времени так и не произошло вовлечение коммерческих банков в процесс работы с корпоративными ценными бумагами. Такое незаинтересованное отношение коммерческих банков к этому вопросу порой зависит не только от них самих, сколько от проводимой экономической политики, что не позволяет увеличивать финансовую ёмкость рынка капиталов Кыргызстана до желаемых масштабов. На практике **рынки государственных и корпоративных ценных бумаг функционируют на разных площадках,** не позволяя гармонично развиваться всему

небанковскому финансовому сектору страны, а также не заинтересовывая коммерческие банки работать в секторе корпоративных ценных бумаг.

Необходимо срочно повысить требования к регулированию вопросов эмиссии и корпоративного управления для публичных и ослабление для непубличных компаний. Совершенствование систем государственного и негосударственного надзора за соблюдением прав и охраняемых законом интересов всех субъектов рынка ценных бумаг должно лечь в основу **доработки проекта новой редакции Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг»**.

Рынок ценных бумаг в Кыргызстане должен развиваться в соответствии с лучшей мировой практикой и в целях его более полноценного включения во все сферы инвестирования и налаживания финансовых потоков привлечения средств населения для решения насущных и перспективных задач социально-экономического развития общества. **Кыргызстан должен иметь единую фондовую биржу**, поскольку именно такая концентрация торговли будет способствовать повышению инвестиционной привлекательности за счет увеличивающегося потенциала этого института, а также более успешному продвижению ценных бумаг эмитентов Кыргызстана на международные рынки капитала. Усилия государственного органа по регулированию рынка ценных бумаг должны быть сосредоточены на выработке путей интеграции имеющихся организаторов торговли.

С решением этого вопроса во главе учетной системы рынка ценных бумаг должен стать единый Центральный Депозитарий, который будет играть роль учетного и расчетного центра этого рынка. Центральный Депозитарий должен быть интегрирован в платежную систему Кыргызстана, что позволит проводить расчеты по сделкам со всеми, в том числе государственными ценными бумагами. Такой процесс развития потребует соответствующих действий не только правительства, но и от Национального Банка Кыргызской Республики.

Необходимо также принятие комплекса мер, обеспечивающих **расширение круга институциональных инвесторов в лице пенсионных и инвестиционных фондов, а также страховых компаний**, создающих среду, подталкивающую коммерческие банки становиться участниками рынка ценных бумаг.

Совершенно очевидно, что нам нужна новая хорошо выверенная **стратегия развития рынка ценных бумаг**. Целью новой стратегии, на наш взгляд, должно стать превращение рынка ценных бумаг страны в один из главных механизмов реализации инвестиционных программ, **создание одновременно условий для эффективного привлечения частных накоплений и свободных средств частного бизнеса для решения возрастающих задач капитализации экономики, с одной стороны, и обеспечение возможностей для реализации интересов различных категорий инвесторов, с другой**.

Достижение указанной цели потребует от правительства принятия дополнительных мер по решению трех ключевых задач:

- снижение уровня инвестиционного риска на рынке через обеспечение должной защиты законных прав и интересов инвесторов;
- активное формирование портфельного инвестора через развитие коллективных форм сбережений и обеспечение должных принципов их инвестирования;
- проведение реформы в законодательстве и государственном управлении, направленной на создание реальных условий для регулирования финансового рынка и его институтов.

Необходимо серьезно задуматься о стимулировании привлечения иностранного капитала и свободных средств населения через ценные бумаги. В этом вопросе следует обеспечить долгожданное освобождение дохода по облигациям от налога и восстановление льгот по освобождению от налогов доходов от инвестиций в государственные ценные бумаги. Такая мера не окажет сколько-либо существенного

влияния на доходы государственного бюджета, но позволит сделать сферу рынка ценных бумаг привлекательной и увеличить приток инвестиций в реальный сектор экономики, что в конечном итоге приведет к росту налогооблагаемой базы в целом. Нужно законодательно закрепить льготы и привилегии для компаний, ценные бумаги которых находятся в листинге фондовой биржи. Листинговым компаниям было бы правильным предоставить привилегии по налогообложению и льготы при регистрации эмиссии. Листинг должен стать национальной рейтинговой оценкой для успешных компаний Кыргызстана.

Кроме того, следует скорее приступить к реализации проекта, который можно назвать «национальные «голубые фишки». Его суть состоит в следующем. **Как минимум пять процентов акций наиболее важных стратегических субъектов нашей экономики должны обращаться на публичном фондовом рынке республики.** Я имею в виду такие компании, как «Кыргызтелеком», ТНК «Дастан», «Международный аэропорт «Манас» и т.д. Мы должны создать такую ситуацию, когда любой зарубежный и отечественный инвестор имел бы возможность приобрести на фондовом рынке акции кыргызских стратегических компаний. Сегодня же мы находимся в ситуации, когда множество портфельных и стратегических инвесторов хотят купить акции наших «голубых фишек», но сделать этого не могут ввиду ограниченности их предложения. Потому что большинство таких компаний не довели до конца процесс приватизации, и брокеры не в состоянии удовлетворить спрос местных и зарубежных вкладчиков на их ценные бумаги.

Затронутый мною последний аспект развития фондового рынка на самом деле является самым важным для нашей страны. Пока в государственной политике Кыргызстана не установится главенствующий подход обеспечить приоритетное становление и развитие среды и условий нормальной экономической деятельности портфельных и институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний и индивидуальных инвесторов), серьезных успехов в развитии фондового рынка нам не достичь. **Так что руководству Кыргызстана в этом вопросе нужно будет проявить не просто политическую волю, но готовность к сотрудничеству с бизнесом и реальным совместным действиям по выверенной программе.**

Нурбек Элебаев, управляющий директор Финансово-консалтинговой компании «Ниет-Аракет», председатель Совета директоров Кыргызской фондовой биржи. Выступление на Круглом столе Института общественной политики «Перспективы финансового рынка в Кыргызстане». 14 сентября 2007 года