

*А. КУЧУКОВА*

## **ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ РЕСПУБЛИКИ КАЗАХСТАН**

Сегодня в Казахстане создана полноценная система государственного регулирования рынка ценных бумаг в соответствии с передовой международной практикой, а также сформирована необходимая правовая, институциональная и техническая инфраструктура фондового рынка.

Институциональная инфраструктура рынка ценных бумаг функционирует стабильно и включает фондовую биржу, центральный депозитарий, 70 брокеров-дилеров, 16 регистраторов, 9 банков-кастодианов, 13 организаций, осуществляющих инвестиционное управление пенсионными активами (ОИИУПА), 37 управляющих инвестиционным портфелем и 2 трансфер-агента.

Количество акционерных обществ с действующими выпусками на 1 января 2007 года составило 2168, при этом в обращении находилось 2308 действующих выпусков акций и 233 действующих выпуска негосударственных облигаций, суммарная номинальная стоимость облигаций составила 1094 млрд тенге.

Торговая и депозитарно-расчетная системы соответствуют основным рекомендациям «Группы тридцати» (фактическому мировому стандарту в области расчетов на рынке ценных бумаг).

В последнее время фактором, демонстрирующим уверенный и быстрый рост рынка ценных бумаг Казахстана, признано развитие инвестиционных фондов, посредством которых реализуется коллективное инвестирование. В нашей стране инвестиционные фонды делятся на акционерные и паевые (ПИФы). Начиная с 2005 года темпы развития этих институтов являются сверхвысокими.

Количество действующих на рынке ценных бумаг паевых инвестиционных фондов с начала года увеличилось почти в два раза и составило 86, а их совокупные активы по состоянию на 1 января 2007 года составили 48 568 млн тенге, увеличившись с 1 января 2006 года почти в 4 раза.

На рынке также функционирует 14 акционерных инвестиционных фондов, совокупные активы которых на 1 января текущего года составили 67 393 млн тенге, увеличившись с начала 2006 года в три раза.

Заметен значительный рост активов как по паевым, так и по акционерным инвестиционным фондам, что говорит о возросшем доверии к инструментам коллективного инвестирования со стороны инвесторов, как физических, так и юридических лиц.

Как и прежде, основным индикатором состояния фондового рынка Казахстана является организованный рынок, представленный АО «Казахстанская фондовая биржа» (KASE).

По состоянию на 1 января 2007 года количество выпусков негосударственных ценных бумаг эмитентов Республики Казахстан, включенных в официальный список KASE, составило: по категории А – 229 выпусков и по категории В – 66 выпусков, общее количество эмитентов, ценные бумаги которых включены в официальный список организатора торгов, составило 147, что в 1,5 раза больше, чем на 1 января 2006 года. Указанные данные свидетельствуют о возросшем доверии со стороны эмитентов к фондовому рынку Казахстана.

Корпоративные облигации практически являются основным инструментом привлечения инвестиций в казахстанскую экономику через рынок ценных бумаг, при этом основными эмитентами корпоративных облигаций и еврооблигаций, включенных в официальный список KASE, являются организации финансового сектора – 75,06%, из которых 57,99% – банки второго уровня и 17,07% – иные организации финансового сектора. На иные отрасли экономики приходится 24,94% официального списка. Данные показатели свидетельствуют о все еще слабой заинтересованности предприятий нефинансового сектора в привлечении инвестиций через фондовый рынок.

За последние годы значительно выросла емкость казахстанского биржевого рынка.

По состоянию на 1 января 2007 года общая капитализация рынка по негосударственным ценным бумагам, включенным в официальный список по категориям А и В, составила 8 451 466 млн тенге и 375 554 млн тенге соответственно. При этом с 1 января 2006 года по 1 января 2007 года

капитализация рынка по акциям увеличилась в 5,11 раза, по облигациям – на 36,12%.

Наряду с увеличением капитализации фондового рынка в абсолютном выражении наблюдается и прирост показателя капитализации фондового рынка к ВВП. Так, по состоянию на 1 января т.г. общая капитализация KASE составила 8 827 020 млн тенге, что равно 101% от ВВП, с ростом на 66,14 процентных пунктов с начала года.

Рост отношения капитализации фондового рынка к ВВП показывает растущую роль фондового рынка в экономике Казахстана.

Вместе с тем рынок ценных бумаг Казахстана в настоящее время еще не в полной мере выполняет свои основные функции по аккумуляции сбережений и превращению их в инвестиции, хотя обладает огромным потенциалом развития, в том числе в части финансирования инвестиций в реальном секторе экономики.

Текущее состояние фондового рынка Казахстана характеризуется отсутствием ликвидности вторичного рынка. Контрольные пакеты акций находятся в руках стратегических инвесторов, которые в основном не заинтересованы в продаже акций миноритарным акционерам. В то же время права миноритарных акционеров не являются достаточно защищенными. Кроме того, более половины сделок с акциями, совершаемых на Казахстанской фондовой бирже (KASE), проходят в режиме прямых договорных сделок. Это указывает на нерыночный характер подобных операций. Прямые сделки являются удобным инструментом налогового планирования в связи с освобождением от налогообложения дохода от прироста стоимости акций, входящих в листинг А и В биржи. Агентство и KASE предпринимают меры по борьбе с прямыми сделками, но их доля в объемном и количественном выражении остается высокой. По оценкам экспертов, рынок акций KASE – это прежде всего «схемный» рынок, на котором трудно работать розничному инвестору.

Несмотря на значительный объем первичных размещений облигаций на внутреннем рынке Казахстана, вторичный рынок остается неликвидным. Одной из главных причин низкой ликвидности рынка является доминирование на рынке институциональных инвесторов (пенсионных фондов), стратегия которых заключается в том, чтобы держать долговые инструменты до погашения, не производя значительного объема активных спекулятивных операций.

Существующий на KASE институт маркет-мейкеров не решает задачи поддержания ликвидности. Брокеры, обладающие статусом маркет-мейкеров, не обладают достаточной капитализацией, что не позволяет им сузить спреды котировок ценных бумаг на вторичном рынке и выставлять заявки значительного размера.

Кроме того, отсутствует рынок производных финансовых инструментов. Многие казахстанские банки и компании имеют доступ к недорогим источникам финансирования за рубежом. Пенсионные фонды, будучи крупнейшими институциональными инвесторами, не имеют таких долгосрочных прибыльных инструментов, привлекательных для инвестирования. Мелких инвесторов на рынке практически не наблюдается.

При этом малые и средние предприятия испытывают трудности в доступе на фондовый рынок. Низкая конкурентоспособность промышленного сектора казахстанской экономики препятствует привлечению финансовых ресурсов с использованием фондового рынка. Также среди причин отказа казахстанских эмитентов от выхода на фондовый рынок следует отметить нежелание компаний раскрывать финансовую информацию и допускать к управлению предприятием внешних акционеров.

Около трети наименований акций официального списка недоступны на рынке. Среди них – ценные бумаги крупнейших компаний, которые являются флагманами казахстанской экономики.

Отраслевая структура оборота ценных бумаг не отвечает структуре официального списка KASE. Доля вторичного рынка акций в общем обороте фондовой биржи ничтожно мала. Несмотря на то, что казахстанский организованный рынок акций значительно вырос за последние годы в количественном выражении, но качественно он изменился мало. Котировки акций не адекватно реагируют на результаты деятельности эмитентов.

Из сказанного следует, что стоимость акций меняется в основном под влиянием факторов, непонятных розничному инвестору. Действие этих факторов часто невозможно прогнозировать. Поэтому участие в рынке розничного инвестора сопряжено с очень высоким риском. На данном этапе развития рынка необходимо использовать коллективные формы инвестирования и профессиональное управление активами.

Для решения существующих проблем Правительством Республики Казахстан была принята

Программа развития рынка ценных бумаг Республики Казахстан на 2005–2007 годы (утверждена Постановлением Правительства Республики Казахстан от 24 декабря 2004 года № 1385). Программа определяет основные цели и задачи дальнейшего развития рынка ценных бумаг, призвана активизировать рынок и обеспечить комплексное решение существующих проблем.

В целях снижения злоупотреблений налоговыми схемами путем проведения «прямых» сделок на Казахстанской фондовой бирже и спекулятивного влияния из-за таких операций на рыночные цены ценных бумаг в Кодекс Республики Казахстан «О налогах и других обязательных платежах в бюджет» (Налоговый кодекс) внесены изменения и дополнения, предусматривающие освобождение от налогообложения дохода от прироста стоимости при реализации методом открытых торгов на фондовой бирже акций и облигаций, находящихся на день реализации в официальных списках фондовой биржи по наивысшей и следующей за наивысшей категории листинга. Данное изменение введено в действие с 1 января 2007 года.

Как известно, интерес у серьезных инвесторов вызывают только акционерные общества, деятельность которых более прозрачна и механизм их деятельности значительно прост. Поэтому в целях установления обязательного требования по раскрытию эмитентами, ценные бумаги которых включены в официальный список организатора торгов, информации о применении ими норм корпоративного управления, разработан Кодекс корпоративного управления (основанный на Принципах корпоративного управления, разработанных ОЭСР), который был одобрен на первом заседании Совета эмитентов 21 февраля 2005 года.

Совершенствование корпоративного управления способствует также повышению рыночной стоимости казахстанских корпораций, что ведет к увеличению емкости казахстанского рынка.

Внедрение корпоративного управления – длительный процесс. В общественном сознании еще не сформировалось четкое представление о корпоративном управлении. Компании зачастую не до конца понимают необходимость внедрения системы корпоративного управления, не осознают тех преимуществ, которые предоставляет следование принципам корпоративного управления.

Многое предстоит сделать в целях эффективного корпоративного управления в области

осведомленности акционеров о своих правах, обязанностях, а также для обучения директоров компаний с тем, чтобы управление компаниями осуществлялось на более прозрачной и эффективной основе.

Совместной рабочей группой Агентства и Национального банка Республики Казахстан был разработан законопроект по защите прав миноритарных акционеров, который Постановлением Правительства Республики Казахстан от 1 июня 2006 года № 493 был внесен в Мажилис и сейчас находится на рассмотрении. Принятие данного документа должно стать еще одним значимым шагом вперед на пути становления и развития системы корпоративного управления в Казахстане.

Сегодня более 70 казахстанских компаний внедрили в свою деятельность кодекс корпоративного управления и их количество постепенно увеличивается. Работа в этом направлении будет продолжаться, и в этой связи на предстоящий среднесрочный период основными направлениями развития корпоративного управления станут:

совершенствование законодательства в части урегулирования внутрикорпоративных конфликтов и споров, предотвращения противоправных захватов корпоративной собственности и активов;

совершенствование корпоративного управления в сфере структуры органов управления компании, распределение компетенции и ответственность членом органов управления;

создание правовых норм, регулирующих порядок рассмотрения оспариваемых корпоративных решений и сделок, компенсации ущерба акционерам и другим лицам, причиненного неправомочными действиями органов управления;

установление критериев публичных компаний и формирование соответствующей системы регулирования.

Ситуация, когда казахстанские компании упорно не хотели выходить на фондовый рынок, постепенно меняется. Подтверждением тому является недавние IPO казахстанских компаний, прошедшие как на внешнем, так и на внутреннем рынке, что свидетельствует о большом рывке страны вперед в деле развития рыночных отношений. Полагаем, что данные компании создали истории успешных размещений, успех которых захотят повторить многие.