

# Фондовый рынок Казахстана и его основные институциональные инвесторы

**Сергей Донцов**

старший научный сотрудник Павлодарского государственного университета им. С. Торайгырова (Республика Казахстан)

## ОСНОВНЫЕ ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА КАЗАХСТАНА

Республика Казахстан (РК), как и другие страны СНГ, переживает процесс становления и развития рыночной экономики, а также одного из важнейших ее элементов — рынка ценных бумаг. Принято считать, что к настоящему моменту основы рыночной экономической системы в Казахстане уже созданы.

Формирование основ казахстанского рынка ценных бумаг относится к началу 90-х годов, когда на базе законодательства СССР стали создаваться акционерные общества, брокерские фирмы, фондовые биржи.

Период массовой приватизации и акционирования государственных предприятий в 1991—1994 гг. дал толчок для образования многочисленных акционерных обществ и независимых регистраторов. В это время появилось большое количество фондовых бирж. По некоторым оценкам, их количество доходило до 50.

До весны 1994 г. законодательство Республики Казахстан подразумевало существование только четырех возможных видов субъектов фондового рынка — эмитентов, инвесторов, посредников (брокеров и дилеров) и фондовых бирж. Органом государственного регулирования фондового рынка в этот период выступало Министерство финансов РК. Препятствием созданию необходимой инфраструктуры и соответствующей работе национального

фондового рынка были высокие темпы инфляции, стагнация производства, преобладание государственного сектора, профессиональная неготовность персонала большинства хозяйствующих субъектов к осуществлению деятельности на рынке ценных бумаг.

В 1994 г. была создана Национальная комиссия Республики Казахстан по ценным бумагам (НКЦБ), которой были переданы функции по государственному регулированию фондового рынка республики.

Профессиональными участниками рынка ценных бумаг в 1997 г. был учрежден Центральный депозитарий РК, с созданием которого было завершено построение базовой институциональной и технической инфраструктуры, соответствующей основным мировым требованиям и обеспечивающей надежное исполнение сделок.

К концу 1996 г. на рынке ценных бумаг Казахстана определились три ведущие и конкурирующие между собой фондовые биржи. В настоящее время единственной в республике фондовой биржей является ЗАО «Казахстанская фондовая биржа». Летом 1998 г. Казахстанская фондовая биржа запустила в эксплуатацию нелистинговую (котирувочную) торговую площадку, что, по сути, разрешило проблему создания в Казахстане внебиржевой котирувочной системы. В этом же году появились 8 компаний по управлению пенсионными активами (КУПА), что способство-

вало превращению накопительных пенсионных фондов в одного из крупнейших институциональных инвесторов на казахстанском рынке ценных бумаг.

В 1999 г. на казахстанском фондовом рынке появились муниципальные облигации, а в ноябре этого же года — первые иностранные ценные бумаги.

Год 2000-й для казахстанского фондового рынка стал периодом высокой эмиссионной активности организаций — эмитентов негосударственных облигаций.

В июле 2001 г. НКЦБ прекратила свою деятельность, ее функции и полномочия были переданы Национальному банку РК.

Общий анализ становления и развития казахстанского фондового рынка позволяет отметить высокие темпы реформирования национальной финансово-кредитной системы. В Казахстане создана система гарантирования банковских вкладов, осуществлено досрочное погашение долга Всемирному банку по линии Национального банка РК, осуществляется государственная компенсация вкладчикам банков и пенсионных фондов курсовых потерь вследствие девальвации национальной валюты.

## ОПЕРАЦИИ С ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ НА КАЗАХСТАНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖЕ

В 2002 г. отмечен значительный рост суммарного объема операций на Казахстанской фондовой бирже

(KASE), достигший почти 25 млрд долл. (около 4 трлн тенге). Приведенный объем операций является самым большим годовым оборотом биржи за всю историю ее существования. При этом объем операций с государственными ценными бумагами (ГЦБ) на KASE, включая облигации местных исполнительных органов, во всех секторах рынка превысил 20 млрд долл. (3084,5 млрд тенге). Объем операций с негосударственными эмиссионными ценными бумагами (НЦБ) на KASE достиг эквивалента 767,6 млн долл. (118,6 млрд тенге). В секторе купли/продажи НЦБ наибольший объем оборота наблюдался у корпоративных облигаций, индексированных по изменению курса тенге.

Всего в заключении сделок на KASE в 2002 г. принимали участие 55 организаций, являющихся членами биржи по различным категориям. На рис. 1 приведен рейтинг 10 наиболее активных членов KASE, в 2002 г. контролировавших 65,9% всего вторичного биржевого рынка РК, а на рис. 2 — рейтинг 10 наиболее активных брокерских дилерских компаний, специализирующихся в основном на работе с НЦБ и контролировавших в 2002 г. только 3,3% биржевого оборота.

Таким образом, очевидно, что основными операторами казахстанского фондового рынка в настоящий момент являются крупнейшие банки и компании по управлению пенсионными активами (КУПА).

В структуре биржевого оборота в 2002 г. преобладали сделки репо — 75% (рис. 3).

Следует отметить, что на KASE по сравнению с 2001 г. не произошло существенных структурных изменений (за исключением развития сектора автоматического репо). В настоящее время общие объемы операций растут, но относительная доля сделок с НЦБ падает (наибольший прирост в структуре биржевого рынка НЦБ по сравнению с 2001 г. получил сектор государственных пакетов акций (ГПА), рост которого составил 307%). Кроме того, следует отметить, что рост объемов сделок по сектору автоматического репо

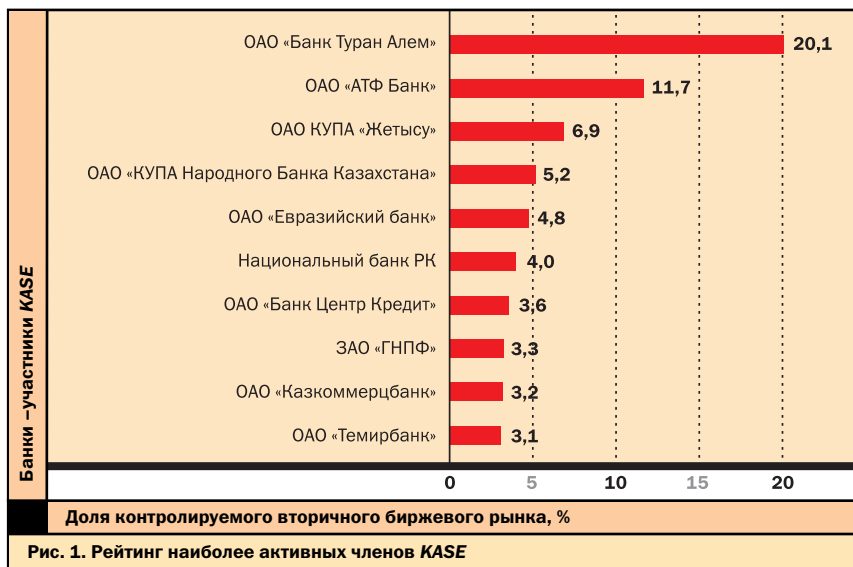


Рис. 1. Рейтинг наиболее активных членов KASE

свидетельствует об увеличении потребности в краткосрочных заимствованиях. С другой стороны, это может свидетельствовать о недостатке ликвидных инструментов, что приводит к тактике их удерживания в инвестиционных портфелях и совершения с ними краткосрочных залоговых операций (репо и автоматическое репо). Именно туда были направлены высвободившиеся деньги инвесторов, так как эти инструменты ряд аналитиков называют «инструментами ожидания более благоприятной конъюнктуры».

Рынок иностранных валют остается на 2-м месте (после репо) по величине годового оборота на KASE. Его объем несколько вырос за счет увеличения объемов реализации на бирже валютной выручки экспортеров и активизации импор-

теров, которые завозили в страну в основном инвестиционные товары. Последнее является следствием быстрого роста производства при относительно неразвитом импортозамещающем машиностроении.

### БАНКОВСКАЯ СИСТЕМА — КРУПНЕЙШИЙ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЙ ИНВЕСТИТОР ФОНДОВОГО РЫНКА КАЗАХСТАНА

Банковские учреждения Казахстана до настоящего времени остаются самыми активными субъектами национального фондового рынка. Они выступают в качестве эмитентов собственных акций, облигаций, векселей, депозитных сертификатов и других ценных бумаг, а также в роли инвесторов, приобретая ценные бумаги за свой счет,

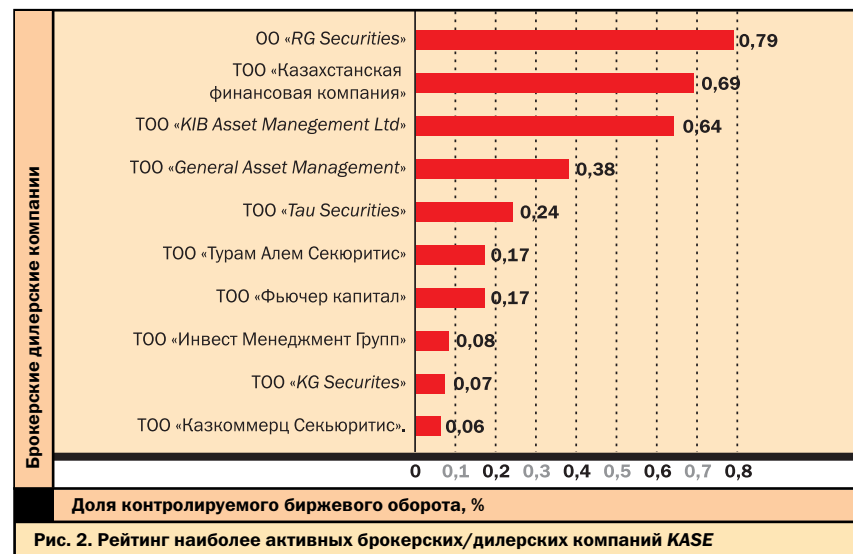


Рис. 2. Рейтинг наиболее активных брокерских/дилерских компаний KASE



Рис. 3. Структура биржевого оборота в 2002 г.

проводят посреднические операции с ценными бумагами, получая за это комиссионное вознаграждение.

По данным Национального банка РК, общее количество действующих в республике банковских учреждений на начало 2003 г. составило 38, в том числе государственных — 2, с иностранным участием (включая дочерние банки и банки — нерезиденты РК) — 17.

Совокупный собственный капитал банков увеличился за прошедший год на 33,2% и достиг 162,8 млрд тенге.

На основании данных Национального банка РК, уровень ликвидности банковского сектора остается высоким — сводный коэффициент текущей ликвидности банковского сектора по состоянию на 1 января 2003 г. составил 0,78 (при нормативе 0,3).

В 2002 г. продолжалась тенденция роста ресурсной базы банков преимущественно за счет роста депозитов юридических и физических лиц. При этом годовые темпы роста депозитов как юридических, так и физических лиц были одинаковыми и составили 35,6%. В результате общий объем депозитов резидентов в банковской системе на 1 января 2003 г. достиг 603,2 млрд тенге, или около 3,9 млрд долл.

В условиях продолжающегося роста ресурсной базы банковской системы Казахстана кредитование

реального сектора экономики остается приоритетным направлением. Согласно данным Национального Банка РК, в 2002 г. общий объем банковских кредитов экономике вырос на 37,3% и составил 672,5 млрд тенге (более 4,3 млрд долл.), или 17,9% к ВВП (в 2001 г. — 15,1%).

Положительно оцениваются структурные изменения кредитного портфеля банков, где рост средне- и долгосрочных кредитов носил опережающий характер по сравнению с краткосрочными кредитами. Объем средне- и долгосрочного кредитования за прошедший год вырос на 54,2%, составив 383,5 млрд тенге, объем краткосрочного кредитования — на 19,9%, составив 289,0 млрд тенге.

В последние годы динамика процентных ставок по кредитам в целом характеризовалась тенденцией к снижению. Несмотря на некоторые колебания, в 2002 г. средневзвешенная ставка вознаграждения по кредитам юридическим лицам в национальной валюте снизилась с 15,3 до 14,1%, а по кредитам в иностранной валюте — с 13,1 до 12,3%. Такая ситуация свидетельствует о макроэкономической стабилизации и повышении доступности кредитных ресурсов для субъектов казахстанской экономики.

Наряду с этим отмечается увеличение денежной массы в результате покупки Национальным банком РК больших объемов валюты с целью поддержания курса доллара. Только в январе 2003 г. было закуплено 400,0 млн долл. Тенговая ликвидность банковского сектора накапливается из-за отсутствия привлекательных инструментов капитализации и аукционов по размещению ценных бумаг Министерства финансов РК. Дилеры отмечают дефицит ликвидных инструментов на фондовом рынке.

### ВЛИЯНИЕ НАКОПИТЕЛЬНОЙ ПЕНСИОННОЙ СИСТЕМЫ КАЗАХСТАНА НА НАЦИОНАЛЬНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Формирование наиболее привлекательной для общества небан-

ковской модели фондового рынка предполагает необходимость преодоления банковского монополизма в финансовой сфере и создание конкурентной среды на рынке капиталов. На современном казахстанском фондовом рынке реальную конкуренцию банковской системе как институциональному инвестору может составить пока только накопительная пенсионная система.

По данным Национального банка РК, общая сумма чистых пенсионных активов на начало 2003 г. составила 1,7 млрд долл., или 269,8 млрд тенге. В целом чистые пенсионные активы накопительных пенсионных фондов (НПФ) за 2002 г. выросли на 47,9% в тенговом и на 43,2% в долларовом выражении.

На начало 2003 г. в Казахстане осуществляли свою деятельность 16 НПФ, в том числе 1 — государственный (ГПНФ), 2 — корпоративных («Казахмыс» и «Филип Морис Казахстан») и 13 — открытых негосударственных НПФ. Государственный накопительный пенсионный фонд (ГНПФ) самостоятельно управляет своими пенсионными активами.

По итогам 2002 г. КУПА значительно упрочили свои позиции на организованном рынке ценных бумаг, потеснив таких крупных игроков, как банки 2-го уровня.

Распределение инвестиционных активов НПФ Республики Казахстан на начало 2003 г. показано на рис. 4.

В настоящее время накопительные пенсионные фонды Казахстана являются крупными поставщиками финансовых ресурсов на национальный фондовый рынок. Однако ввиду повышенной социальной значимости данных субъектов их инвестиционная деятельность в РК всегда предполагала наличие некоторых ограничений в плане преимущественного использования относительно более надежных инструментов, безопасность которых гарантировалась самим государством. В связи с этим важное место среди объектов инвестирования НПФ традиционно занимали долговые государственные ценные бума-

ги (ГЦБ), помогающие мобилизовать временно свободные денежные ресурсы для неинфляционного покрытия дефицита бюджета на республиканском и местном уровнях. Естественно, что при этом пенсионные фонды становятся вынужденными кредиторами государства и их средства используются в основном в бюджетных целях.

Долговые обязательства государства (особенно долгосрочные) не должны быть преобладающим объектом инвестирования средств НПФ. Эти финансовые инструменты могут способствовать увеличению налоговой нагрузки на будущие поколения, поскольку сейчас государство обеспечивает доходность по своим долговым ценным бумагам в основном за счет бюджетных поступлений, а не из доходов какого-либо реального производства. Таким образом, высокие инвестиционные доходы НПФ сегодня обернутся в будущем высокими налогами, что может привести к чрезмерному росту цен и уменьшению реальных доходов самих пенсионеров. Поэтому пенсионная система, работая в интересах пенсионеров, не должна своими финансовыми активами стимулировать увеличение государственной задолженности.

Привлечение средств накопительной пенсионной системы в реальную экономику, безусловно, должно осуществляться с использованием финансовых инструментов, гарантированных государством. Но в качестве оптимального можно рекомендовать путь, когда частные заемщики и государственные предприятия смогут привлекать средства НПФ на основе выпуска собственных облигаций, гарантированных государством и передаваемых государству в качестве залога или взноса в выкупной фонд пенсионной системы. При этом пенсионные инвестиции могут быть направлены на обновление основного капитала, лизинг производственного оборудования, на финансирование самокупаемых приоритетных производственных и научно-технических программ, жилищно-коммунальное строительство.

**РАЗВИТИЕ ИПОТЕЧНОГО РЫНКА — ПУТЬ К ВОЗРОЖДЕНИЮ СТРОЙИНДУСТРИИ И ОЗДОРОВЛЕНИЮ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ**

Развитие ипотеки в Казахстане, где большинство граждан имеют сравнительно невысокие доходы, не может осуществляться без со-

здания эффективно работающей системы «стройсбережений», предполагающей накопление средств на депозитных счетах в специализированных сберегательных учреждениях с получением права на ипотечный кредит в конце срока действия депозита. Создаваемая в РК система «стройсбережений» разработана на базе немецкой системы жилищных контрактных сбережений *Bausparkassen*. Немецкая модель системы «стройсбережений» была выбрана потому, что она давно функционирует и доказала свою эффективность во многих бывших социалистических странах (т.е. в странах с похожей по отношению к РК экономикой). Есть положительный опыт ее использования в Чехии, Словакии, других государствах Восточной Европы.

Создание национальной системы «стройсбережений» было предусмотрено в 2000 г. в концепции развития жилищного строительства и ипотечного кредитования по направлениям: система «стройсбережений»; ипотечное кредитование. Если ипотечное кредитование в большей степени рассчитано на людей со средним и высоким доходами, то система «стройсбережений» позволяет решать проблему жилья людям с низкими доходами.

Подводя итог, следует отметить, что в настоящее время в Казахстане сформирована достаточно развитая инфраструктура национального фондового рынка, отвечающая основным международным требованиям. Сформированы и довольно успешно работают такие основополагающие системы институциональных инвесторов, как банковская и пенсионная. Хорошими темпами развивается страховая и ипотечный секторы рынка Казахстана. В перспективе планируется создание и развитие эффективной системы инвестиционных фондов. ■

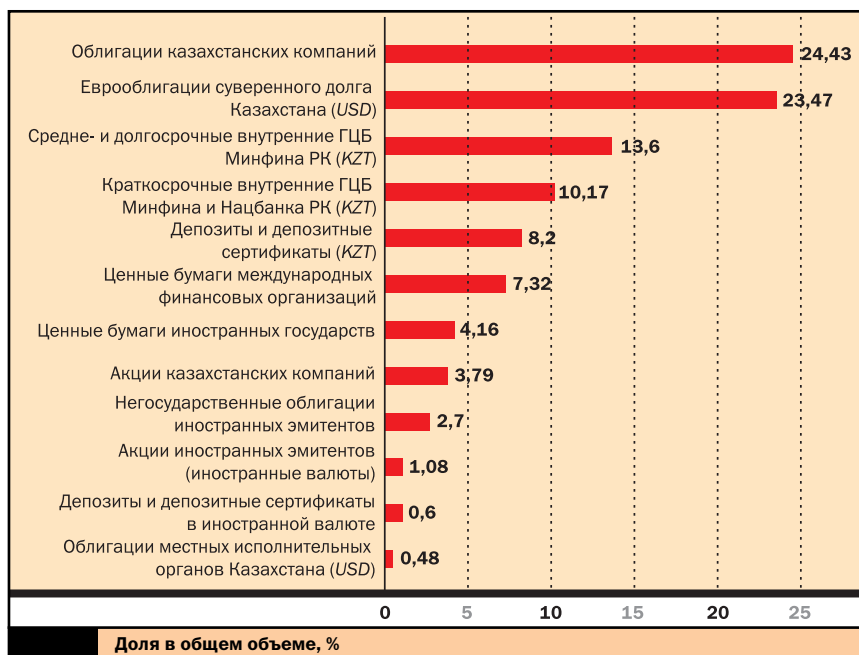


Рис. 4. Структура инвестиционных активов НПФ РК на начало 2003 г.

Примечание: По данным агентства «Ирбис».