



Третье заседание Евразийского круглого стола по вопросам корпоративного управления

Президент-отель «Киевский»
Киев, Украина
17-18 апреля 2002



ПРАВА АКЦИОНЕРОВ, РАВНОПРАВНОЕ ОТНОШЕНИЕ И РОЛЬ ГОСУДАРСТВА

.....

.....

.....

принимающие стороны

Государственная комиссия по ценным бумагам
и фондовому рынку Украины
Фонд государственного имущества Украины
ПФТС

при поддержке

Правительства Японии



Всесвітній
форум з
питань
корпоративного
управління

1. Предмет дискуссии.

В рамках данного выступления предлагаем выделить следующие группы евроазиатских бирж:

Группа 1: Биржи стран Албании, Болгарии, Эстонии, Латвии, Литвы, Македонии, Молдовы, Польши, России, Румынии, Словакии, Словении, Турции, Венгрии, Украины, Хорватии, Чехии.

Группа 2: Биржи стран Азербайджана, Бангладеш, Армении, Грузии, Египта, Иордании, Казахстана, Киргизстана, Монголии, Омана, Пакистана, Палестины, Таджикистана, Туркменистана, Узбекистана.

В первую группу входят страны Восточной Европы, Прибалтики, Турция и Россия. Во вторую – страны-члены Федерации евроазиатских фондовых бирж и новые независимые государства среднеазиатского и кавказского регионов.

2. Определенные статистические данные.

К сожалению, практически не существует сводных данных по евроазиатским биржам. Информацию получают из разных источников, которые формируются в группы согласно определенным принципам.

В соответствии с данными «Salomon Smith Barney» часть стран первой группы в общей капитализации мирового рынка капиталов составляет 5% (США – 52%, Европа – 29,1%, Азиатско-Тихоокеанский регион – 13,9%). Принимая во внимание исключительно те финансовые инструменты, которые находятся в свободном обращении, получаем такие результаты: первая группа 3% (США – 57,4%, Европа – 29,1%, Азиатско-Тихоокеанский регион – 10,5%). Необходимо отметить, что «Salomon Smith Barney» относит некоторые государства африканского континента, Израиль, Грецию к развивающимся рынкам.

По данным Федерации евроазиатских бирж (Дополнение 1), полученных на основе информации членов Федерации евроазиатских бирж, их общая капитализация составляет немногим более 114 млрд. долларов США. При этом, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года она снизилась на 21.3%. Общее количество ценных бумаг после листинга, - 7,072; снижение по сравнению с аналогичным периодом прошлого года – 27.1.

Интересны также рекомендации «Salomon Smith Barney», касающиеся покупки финансовых инструментов с номинацией в национальных валютах в некоторых странах первой группы в 2001 году (Дополнение 2).

По данным «Salomon Smith Barney» индексы практически всех стран первой группы не могут приравниваться к индексам кризисного периода (1997-1998 гг.). Наибольшего прогресса достигла Польша и Венгрия. Индекс фондового рынка Турции значительно снизился после стремительного роста в 1999 году.

3. Основные тенденции развития бирж евроазиатского региона.

Обслуживание процессов приватизации и перераспределения собственности.

Для первой группы приватизация является одним из основных факторов развития. В странах, где фактически не проводилась приватизация (практически все страны второй группы), наблюдается менее активное развитие бирж.

Успешный старт значительной части бирж первой группы обусловлен именно проведением приватизации в этих странах (хотя, безусловно, существуют исключения). Необходимо также отметить, что важна не только приватизация государственных предприятий, но и дальнейшее формирование контрольных пакетов и перераспределение собственности. К сожалению, необходимо признать, что с завершением процесса формирования собственника, акции таких эмитентов практически не находятся в обращении на рынке (кроме России). Соответственно, биржи теряют этот источник финансовых инструментов.

Влияние пенсионной реформы.

Независимая пенсионная реформа может придать значительный импульс развитию евроазиатских бирж. Собственно, ее влияние сложно переоценить.

Главным последствием пенсионной реформы является появление большого количества внутренних институциональных инвесторов, которые должны вкладывать свои пенсионные активы в различные финансовые инструменты. Это послужит импульсом для выпуска акций и корпоративных облигаций и, соответственно, их первичного и вторичного оборота на биржах.

Например, в Казахстане пенсионные активы только с февраля 2000 г. по октябрь 2001 г. увеличились в три раза; капитализация рынка составляет более 1 млрд. долларов США.

Недостаточное количество финансовых инструментов, находящихся в обращении.

Эта тенденция характерна абсолютно для всех групп евроазиатских бирж. Не принимая во внимание большое количество ценных бумаг в листингах, в реальном обращении находится довольно незначительное их количество. Даже в России отмечается ограниченное количество ценных бумаг. Поиск и создание новых ликвидационных ликвидных финансовых инструментов – гласное задание и проблема всех без исключения бирж этого региона.

Способ приватизации – важный фактор наличия финансовых инструментов. Пример России доказывает, что быстрая приватизация с большим количеством акционеров обеспечивает большее количество финансовых инструментов. Ориентация на стратегического инвестора (Казахстан, Украина) приводит к отсутствию приватизированных предприятий на рынке акций.

На биржах стран как первой, так и второй группы можно с уверенностью прогнозировать увеличение части рынка долговых обязательств, что

обусловлено двумя факторами. Первый – собственники, только что получившие контроль над предприятиями, еще не готовы к уменьшению своей доли и часто воспринимают это как, в первую очередь, инструмент «вражеского поглощения». Долговые обязательства не ассоциируются с такой опасностью. Кроме того, в условиях довольно низкого уровня корпоративного управления, долговые инструменты являются более надежным инструментом и для инвестора. Второй фактор – использование другого инструмента просто невозможно в странах, где не имела место приватизация.

Нельзя также не обратить внимание на выход на рынок по капиталу новых предприятий, появившихся не вследствие процесса приватизации.

Влияние процессов глобализации и интеграции мирового фондового рынка.

Эта тенденция практически не угрожает существованию бирж в достаточно политически и/или экономически закрытых странах (часть стран второй группы).

Интеграционные процессы наиболее повлияют и уже, собственно, влияют на большинство стран первой группы. Их зависимость с точки зрения биржевого (т.е. спекулятивного и портфельного) рынка от внешних инвестиций может привести к негативным последствиям для этих бирж. Использование депозитарных расписок для перемещения торговли ценными бумагами этих стран на признанные международные фондовые биржи - лишь первый шаг. Присоединение этих стран к ЕС при условии отсутствия внутреннего инвестора может поставить вопрос о необходимости существования некоторых бирж.

Продолжающееся влияние кризиса 1998 года.

Кризис 1998 года в общем изменил отношение к развивающимся рынкам (а это большая часть бирж евроазиатского региона). Инвестиционная политика стала более осторожной, рассчитанной на долгосрочные перспективы. Особое внимание стали уделять корпоративному управлению в развивающихся странах. Западные инвесторы оставили все рынки, которые можно было оставить, или просто заморозили операции на неопределенный срок.

Это не могло не повлиять на функционирование бирж, поскольку биржи обеспечивают оборот высоколиквидных спекулятивных ценных бумаг и именно западные инвесторы были клиентами на такие ценные бумаги.

Листинг и раскрытие информации

Очевидна тенденция раскрытия информации именно на биржах. Биржи предоставляют больше информации об эмитентах, чем государственные регулирующие органы, и делают это чаще. Показательной является покупка РТС у НАУФОР системы раскрытия информации «Скрин». В общем эта тенденция понятна, поскольку инвестиционные решения принимаются на основе технического и фундаментального анализа. Собственно говоря, раскрытие информации и обеспечивает возможность осуществления фундаментального анализа.

Характерно, что например в Казахстане, решением государственного регулирующего органа сбор и раскрытие информации было передано в компетенцию биржи.

К сожалению, процедуры листинга и делистинга на многих евроазиатских биржах не соответствуют мировой практике. Данный факт характеризует не биржи, а уровень развития фондовых рынков в этих странах.

С появлением кодекса корпоративного управления для развивающихся рынков, разработанного Институтом международных финансов, можно предугадать, что евроазиатские биржи будут учитывать эти рекомендации в своих правилах.

Дополнение 1

Данные Федерации евроазиатских бирж на январь 2002 года

1. Капитализация рынка.

Страна/ Биржа	Капитализация рынка (дол. США, млн.)	Изменение по сравнению с прошлым месяцем (%)	Изменения по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (%)	Изменения по сравнению с 2001 г. (%)
Amman SE Иордания	6,420	1.7	27,3	1,7
ВІСЕХ Азербайджан	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Baku SE Азербайджан	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Bulgarian SE Болгария	509,3	0.5	-14,3	0,5
Dhaka SE Бангладеш	1,044.50	-6.6	-8,9	-6,6
Egyptian SE Египет	23,837.60	-2.3	-23.8	-2,3
Georgian SE Грузия	74,6	-16.5	533,4	-16,5
Istanbul SE Турция	50,343.80	5.6	-33,8	5,6
Karachi SE Пакистан	6,119.50	23.8	-2,6	23,8
Kazakstan SE Казахстан	1,203.20	0,0	-13,5	0,0
Kyrgyz SE Киргизстан	4,9	3,8	29,4	3,8
Lahore SE Пакистан	5,963.30	26,2	-0,8	26,2
Macedonian SE Македония	13,5	4,0	77,1	4,0
Moldovan SE Молдова	359,0	2,7	-14,9	2,7
Mongolian SE Монголия	42,6	13,6	12,6	13,6
Muscal SE Оман	4,444.70	-0.7	-8,4	-0,7
Palestine SE Палестина	606,6	-16.1	-19,5	-16,1
SC&RME Туркменистан	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Tehran SE Иран	10,047.30	3,6	34,5	3,6
Tirana SE Албания	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных

"Toshkent" RSE	16,9	-39,5	-27,6	-39,5
Узбекистан				
Zagreb SE	3,261.20	6,3	15,9	6,3
Хорватия				
Итого	114,331.00	4,5	-21,3	4,5

2. Индексы.

Страна/ Биржа	Капитализация рынка (дол. США, млн.)	Изменение по сравнению с прошлым месяцем (%)	Изменения по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (%)	Изменения по сравнению с 2001 г. (%)
Amman SE	248.3	1.9	28.7	1.9
Иордания				
BICEX	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Азербайджан				
Baku SE	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Азербайджан				
Bulgarian SE	117.4	-1.0	8.6	-1.0
Болгария				
Dhaka SE	818	0	нет данных	0
Бангладеш				
Egyptian SE	25.7	-10.4	-56.3	-10.4
Египет				
Georgian SE	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Грузия				
Istanbul SE	591.2	6	-35.5	6
Турция				
Karachi SE	1620.2	27.3	10.8	27.3
Пакистан				
Kazakstan SE	107.2	3.1	1.2	3.1
Казахстан				
Kyrgyz SE	70.6	10.3	33.5	10.3
Киргизстан				
Lahore SE	4.8	27.6	-10.8	27.6
Пакистан				
Macedonian SE	990.6	1.3	нет данных	1.3
Македония				
Moldovan SE	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Молдова				
Mongolian SE	876.5	7.7	70.5	7.7
Монголия				
Muscal SE	161	5.8	-17.4	5.8
Оман				
Palestine SE	159.1	-18.4	-21.9	-18.4
Палестина				
SC&RME	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Туркменистан				
Tehran SE	3681	3.6	29.8	3.6

Иран				
Tirana SE	нет данных	нет данных	нет данных	нет данных
Албания				
"Toshkent"	102.7	24.9	18.9	24.9
RSE				
Узбекистан				
Zagreb SE	1167.1	12.8	31.6	12.8
Хорватия				

3. Листинг.

Страна/ Биржа	Капитализация рынка (дол. США, млн.)	Изменение по сравнению с прошлым месяцем (%)	Изменения по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (%)	Изменения по сравнению с 2001 г. (%)
Amman SE	208	0	-1.0	0
Йордания				
ВІСЕХ	0	нет данных	нет данных	нет данных
Азербайджан				
Baku SE	70	180	118.8	180
Азербайджан				
Bulgarian SE	389	-2.5	-21.7	-2.5
Болгария				
Dhaka SE	256	1.6	4.1	1.6
Бангладеш				
Egyptian SE	1120	0.9	4	0.9
Египет				
Georgian SE	282	0	4.8	0
Грузия				
Istanbul SE	306	-1.3	-2.9	-1.3
Турция				
Karachi SE	747	0	-2.0	0
Пакистан				
Kazakstan SE	58	-3.3	7.4	-3.3
Казахстан				
Kyrgyz SE	75	38.9	10.3	39
Киргизстан				
Lahore SE	601	-2.0	-2.0	-2.0
Пакистан				
Macedonian SE	76	-19.1	-44.1	-19.1
Македония				
Moldovan SE	1026	-3.8	-5.8	-3.8
Молдова				
Mongolian SE	400	0	-2.2	0
Монголия				
Muscal SE Оман	69	-9.2	-15.9	-9.2
Palestine SE	24	0	0	0
Палестина				

SC&RME	0	нет данных	нет данных	нет данных
Туркменистан				
Tehran SE Иран	318	0.6	3.6	0.6
Tirana SE	0	нет данных	нет данных	нет данных
Албания				
"Toshkent" RSE	596	-1.5	30.4	-1.5
Узбекистан				
Zagreb SE	45	0	21.6	0
Хорватия				
Итого	7,072	0	-27.1	0

Дополнение 2

Рекомендации «Salomon Smith Barney», касающиеся покупки финансовых инструментов с номинацией в национальных валютах в некоторых странах первой группы в 2001 году

Страна	Краткосрочные	Долгосрочные
Болгария	нейтральные	нейтральные
Хорватия	нет данных	нет данных
Чехия	нейтральные	недооценены
Венгрия	переоценены	нейтральные
Пакистан	нет данных	нет данных
Польша	переоценены	нейтральные
Румыния	нейтральные	нейтральные
Россия	нейтральные	нейтральные
Турция	переоценены	нейтральные
Украина	нейтральные	нейтральные