



3rd Meeting of the Eurasian Corporate Governance Roundtable

President Hotel "Kyivsky"
Kyiv, Ukraine
17-18 April 2002



SHAREHOLDER RIGHTS, EQUITABLE TREATMENT AND THE ROLE OF THE STATE

Major Developments at Exchanges in Euro-Asian Region

By

**Ms. Irina.O. Zarya
President of PFTS**

(Ukrainian version)

hosted by
**Securities and Stock Market State Commission of Ukraine
State Property Fund of Ukraine
PFTS**

with the support of
The Government of Japan



**The Global
Corporate
Governance
Forum**

**Тези до виступу Президента ПФТС
п. Зарі І.О.**

Основні тенденції розвитку бірж євразійського регіону.

1. Предмет дискусії.

Для цілей нашого виступу пропонуємо виділити такі групи євразійських бірж:

Група 1: Біржі країн Албанія, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Македонія, Молдова, Польща, Росія, Румунія, Словаччина, Словенія, Туреччина, Угорщина, Україна, Хорватія, Чехія.

Група 2: Біржі країн Азербайджан, Бангладеш, Вірменія, Грузія, Єгипет, Йорданія, Казахстан, Киргизстан, Монголія, Оман, Пакістан, Палестина, Таджикистан, Туркменістан, Узбекистан.

До першої групи належать країни Східної Європи, Прибалтики, Туреччина та Росія. До другої групи віднесені країни члени Федерації євразійських фондових бірж та нові незалежні держави середньоазійського та кавказького регіонів.

2. Деяка статистична інформація.

На жаль, зведених даних по євразійських біржах практично не існує. Все це різні джерела, які формують групи за своїми принципами.

Відповідно до даних Salomon Smith Barney, частка країн першої групи в загальній капіталізації світового ринку капіталів складає 5% (США – 52%, Європа – 29,1%, Азіатсько-Тихоокеанський регіон – 13,9%). Якщо ж враховувати виключно ті фінансові інструменти, які знаходяться у вільному обігу, то результати будуть наступні: перша група 3% (США – 57,4%, Європа – 29,1%, Азіатсько-Тихоокеанський регіон – 10,5%). При цьому необхідно зазначити, що Salomon Smith Barney до ринків, що розвиваються включає деякі держави африканського континенту, Ізраїль, Грецію, тощо.

З даними Федерації євразійських бірж (Додаток 1), які підраховуються на підставі інформації членів Федерації євразійських бірж, загальна їх капіталізація складає трохи більше 114 млрд. доларів США. При чому по відношенню до аналогічного періоду минулого року вона зменшилась на 21.3%. Загальна кількість цінних паперів, що пройшли процедуру лістингу – 7,072, зменшення по відношенню до аналогічного періоду минулого року – 27.1.

Також, цікавими можуть бути рекомендації Salomon Smith Barney щодо купівлі фінансових інструментів, номінованих в національних валютах, в деяких країнах першої групи в 2001 році (Додаток 2).

Згідно з даними Salomon Smith Barney індекси практично всіх країн першої групи не можуть досягнути докризового періоду (1997-1998 роки). Найбільший

прогрес є у Польщі та Угорщині. Індекс фондового ринку Туреччини суттєво зменшився після стрімкого зростання у 1999 році.

3. Основні тенденції розвитку бірж євразійського регіону.

Обслуговування процесів приватизації та перерозподілу власності.

Приватизація є одним з найважливіших чинників розвитку для першої групи. Біржі в країнах, де фактично не здійснювалась приватизація (практично всі країни другої групи), мають менший прогрес у своєму розвитку.

Причиною успішного старту значної частини бірж першої групи зумовлений саме проведенням приватизації в цих країнах (хоча, безумовно, існують виключення). При цьому необхідно зазначити, що важливим є не тільки приватизація державою підприємств, але й подальше формування контрольних пакетів та перерозподіл власності. На жаль, необхідно визнати, що із завершенням процесу формування власника, акції таких емітентів практично не знаходяться в обігу на ринку (не стосується Росії), відповідно, біржі втрачають це джерело надходження фінансових інструментів.

Вплив пенсійної реформи.

Належним чином проведена пенсійна реформа може надати значного імпульсу у розвитку євразійських бірж. Власне, її вплив важко переоцінити.

Головним наслідком пенсійної реформи є поява великих внутрішніх інституційних інвесторів, які мають розміщувати свої пенсійні активи в різноманітні фінансові інструменти. Це надасть імпульс до випуску акцій та корпоративних облігацій та відповідно їх первинного та вторинного обігу на біржах.

Наприклад, в Казахстані пенсійні активи лише з лютого 2000 по жовтень 2001 збільшились втричі, капіталізація ринку акцій складає понад 1 млрд. доларів США

Недостатня кількість фінансових інструментів, що знаходяться в обігу.

Ця тенденція характерна абсолютно для всіх груп євразійських бірж. Не зважаючи на велику кількість цінних паперів в лістингах, в реальному обігу знаходиться дуже незначна їх частина. Навіть в Росії переважна частка обсягів припадає на обмежену кількість цінних паперів. Пошук та створення нових ліквідних фінансових інструментів – це головне завдання та проблема усіх, без винятку, бірж цього регіону.

Дуже важливим чинником в наявності фінансових інструментів є спосіб приватизації. Приклад Росії доводить, що швидка приватизація з великою кількістю акціонерів забезпечує більшу кількість фінансових інструментів. Орієнтація, на стратегічного інвестора (Казахстан, Україна) призводить до відсутності на ринку акцій приватизованих підприємств.

В біржах країн як першої так і другої групи можна досить впевнено прогнозувати збільшення частки ринку боргових зобов'язань. Це обумовлено двома факторами. Перший, власники, які тільки отримали контроль над підприємствами, ще не готові до зменшення своєї частки і дуже часто сприймають це, насамперед, як інструмент ворожого поглинання. Боргові ж зобов'язання такої небезпеки не містять. Крім того, в умовах досить низького рівня корпоративного управління, боргові інструменти є більш надійним інструментом і для інвестора. Другий фактор полягає в тому, що інший інструмент просто неможливий в країнах, де не відбулась приватизація.

Неможливо також не зазначити вихід на ринок за капіталом нових підприємств, що виникли не внаслідок процесу приватизації.

Вплив процесів глобалізації та інтеграції світового фондового ринку.

Ця тенденція практично не загрожує існуванню бірж в досить політично та/або економічно закритих країнах (частина країн другої групи).

Інтеграційні процеси найбільше вплинуть і вже власне впливають на переважну більшість країн першої групи. Їх залежність з точки зору біржового (тобто спекулятивного та портфельного) ринку від зовнішніх інвестицій, може призвести до негативних наслідків для цих бірж. Використання депозитарних розписок для переміщення торгівлі цінними паперами цих країн на визнані міжнародні фондові біржі є лише першим кроком. Вхід країн до ЄС, за умови відсутності внутрішнього інвестора, може поставити питання про необхідність існування деяких бірж.

Продовження впливу кризи 1998 року.

Криза 1998 року змінила загальноє ставлення до ринків, що розвиваються (а це переважна частина бірж євразійського регіону). Інвестиційна політика стала більш обережною, розрахованою на довгострокові перспективи. Надзвичайно важливим стало питання корпоративного управління в країнах, що розвиваються. Західні інвестори вийшли з усіх ринків, де вони могли вийти, або просто на невизначений термін заморозили операції.

Це не могло не вплинути на функціонування бірж. Оскільки біржі забезпечують обіг високоліквідних, спекулятивних цінних паперів, а клієнтами на такі цінні папери були саме західні інвестори.

Лістинг та розкриття інформації.

Досить очевидним є тенденція, що розкриття інформації концентрується саме на біржах. Біржі надають більше інформації про емітентів ніж державні регулюючі органи та роблять це частіше. Показовим є купівля РТС у НАУФОР системи розкриття інформації "Скрін." Загалом ця тенденція є абсолютно зрозумілою, оскільки інвестиційні рішення приймаються базуючись на технічному та фундаментальному аналізі. Власне кажучи розкриття інформації і надає можливість здійснювати фундаментальний аналіз.

Характерним є також, що, наприклад в Казахстані, рішенням державного регулюючого органу збір та розкриття інформації було передано до компетенції біржі.

На жаль, процедури лістингу та делістингу в багатьох євроазіатських біржах не відповідають світовій практиці. Проте, це є характеристикою не бірж, а рівня розвитку фондових ринків в цих країнах.

З розробкою Інститутом міжнародних фінансів кодексу корпоративного управління для ринків, що розвиваються, можна передбачити, що євроазіатські біржі враховуватимуть ці рекомендації в своїх правилах.

Додаток 1

Дані Федерації євразійських бірж станом на січень 2002 року.

1. Ринкова капіталізація.

Країна/ Біржа	Ринкова капіталізація (долар США, млн.)	Зміни по відношенню до минулого місяця (%)	Зміни по відношенню до аналогічного періоду минулого року (%)	Зміни по відношенню до 2001 року (%)
Amman SE Йорданія	6,420	1.7	27,3	1,7
BICEX Азербайджан	n/a	n/a	n/a	n/a
Baku SE Азербайджан	n/a	n/a	n/a	n/a
Bulgarian SE Болгарія	509,3	0.5	-14,3	0,5
Dhaka SE Бангладеш	1,044.50	-6.6	-8,9	-6,6
Egyptian SE Єгипет	23,837.60	-2.3	-23.8	-2,3
Georgian SE Грузія	74,6	-16.5	533,4	-16,5
Istanbul SE Туреччина	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 Македонія	13,5	4,0	77,1	4,0
Moldovan SE Молдова	359,0	2,7	-14,9	2,7
Mongolian SE Монголія	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 Туркменістан	n/a	n/a	n/a	n/a
Tehran SE	10,047.30	3,6	34,5	3,6

Іран				
Tirana SE	n/a	n/a	n/a	n/a
Албанія				
"Toshkent"	16,9	-39,5	-27,6	-39,5
RSE				
Узбекистан				
Zagreb SE	3,261.20	6,3	15,9	6,3
Хорватія				
Загалом	114,331.00	4,5	-21,3	4,5

2. Індекси.

Країна/ Біржа	Індекс	Зміни по відношенню до минулого місяця (%)	Зміни по відношенню до аналогічного періоду минулого року (%)	Зміни по відношенню до 2001 року (%)
Amman SE	248.3	1.9	28.7	1.9
Йорданія				
BICEX	n/a	n/a	n/a	n/a
Азербайджан				
Baku SE	n/a	n/a	n/a	n/a
Азербайджан				
Bulgarian SE	117.4	-1.0	8.6	-1.0
Болгарія				
Dhaka SE	818	0	n/a	0
Бангладеш				
Egyptian SE	25.7	-10.4	-56.3	-10.4
Єгипет				
Georgian SE	n/a	n/a	n/a	n/a
Грузія				
Istanbul SE	591.2	6	-35.5	6
Туреччина				
Karachi SE	1620.2	27.3	10.8	27.3
Пакістан				
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
Пакістан				
Macedonian SE	990.6	1.3	n/a	1.3
Македонія				
Moldovan SE	n/a	n/a	n/a	n/a
Молдова				
Mongolian SE	876.5	7.7	70.5	7.7
Монголія				

Muscal SE	161	5.8	-17.4	5.8
Оман				
Palestine SE	159.1	-18.4	-21.9	-18.4
Палестина				
SC&RME	n/a	n/a	n/a	n/a
Туркменістан				
Tehran SE	3681	3.6	29.8	3.6
Іран				
Tirana SE	n/a	n/a	n/a	n/a
Албанія				
"Toshkent"	102.7	24.9	18.9	24.9
RSE				
Узбекистан				
Zagreb SE	1167.1	12.8	31.6	12.8
Хорватія				

3. Лістинг.

Країна/ Біржа	Компанії, що пройшли процедуру лістингу	Зміни по відношенню до минулого місяця (%)	Зміни по відношенню до аналогічного періоду минулого року (%)	Зміни по відношенню до 2001 року (%)
Amman SE	208	0	-1.0	0
Йорданія				
ВІСЕХ	0	n/a	n/a	n/a
Азербайджан				
Vaku SE	70	180	118.8	180
Азербайджан				
Bulgarian SE	389	-2.5	-21.7	-2.5
Болгарія				
Dhaka SE	256	1.6	4.1	1.6
Бангладеш				
Egyptian SE	1120	0.9	4	0.9
Єгипет				
Georgian SE	282	0	4.8	0
Грузія				
Istanbul SE	306	-1.3	-2.9	-1.3
Туреччина				
Karachi SE	747	0	-2.0	0
Пакістан				
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
Пакістан				
Macedonian SE	76	-19.1	-44.1	-19.1
Македонія				

Moldovan SE	1026	-3.8	-5.8	-3.8
Молдова				
Mongolian SE	400	0	-2.2	0
Монголія				
Muscal SE	69	-9.2	-15.9	-9.2
Оман				
Palestine SE	24	0	0	0
Палестина				
SC&RME	0	n/a	n/a	n/a
Туркменістан				
Tehran SE Іран	318	0.6	3.6	0.6
Tirana SE	0	n/a	n/a	n/a
Албанія				
"Toshkent" RSE	596	-1.5	30.4	-1.5
Узбекистан				
Zagreb SE	45	0	21.6	0
Хорватія				
Загалом	7,072	0	-27.1	0

Додаток 2.

**Рекомендації Salomon Smith Barney щодо купівлі фінансових інструментів,
номінованих в національних валютах, в деяких країнах першої групи в
2001 році.**

Країна	Короткострокові	Довгострокові
Болгарія	нейтрально	нейтрально
Хорватія	n/a	n/a
Чехія	нейтральна	недооцінена
Угорщина	переоцінено	нейтрально
Пакистан	N/a	n/a
Польща	переоцінено	нейтрально
Румунія	нейтрально	нейтрально
Росія	нейтрально	нейтрально
Турція	переоцінено	нейтрально
Україна	нейтрально	нейтрально