

**АКТИВИЗАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЦЕССОВ В КАЗАХСТАНЕ
ПОСРЕДСТВОМ ФОНДОВОГО РЫНКА**

В статье проанализированы главные причины недостаточного наращивания инвестиций финансового сектора в экономику. Предпринята попытка дифференциации казахстанских предприятий и разработаны рекомендации для полноценного выхода на фондовый рынок ценных бумаг.

На современном этапе развития экономики сложились основные предпосылки для прямого выхода предприятий на рынок капиталов в целях привлечения инвестиционных ресурсов через выпуск ценных бумаг: существует огромный спрос на капитал со стороны предприятий.

Вместе с тем, на фоне инвестиционного роста экономики Казахстана и положительных сдвигов в развитии финансового рынка постепенно накопились проблемы, которые по признанию многих экспертов могут оказаться тормозом для дальнейшего наращивания инвестиций финансового сектора в экономику и несут в себе угрозу утраты Казахстаном национального рынка капиталов.

Внешне эти проблемы проявляются в том, что, крупнейшие казахстанские компании не рассматривают национальный фондовый рынок как основной источник привлечения инвестиционных ресурсов, а многие средние компании не получили к нему доступ. По-прежнему, основным источником инвестиций казахстанских компаний остаются либо собственные средства, либо займы и первичные размещения акций (ИПО) на зарубежных финансовых рынках. Соответственно, отечественный финансовый рынок испытывает недостаток ликвидности по качественным активам, находится под влиянием спекулятивно настроенных инвесторов и не привлекателен для консервативных долгосрочных инвесторов, что делает его весьма неустойчивым. При этом значительные объемы сделок с казахстанскими активами осуществляются на зарубежных торговых площадках, куда уходит основная доля свободно обращающихся ликвидных ценных бумаг крупных казахстанских компаний.

Причины этого многогранны:

– в стране не до конца решен вопрос о доверии между бизнесом и властью. Это выражается в устойчивом оттоке капитала по линии сектора нефинансовых предприятий, причем в последнее время немало случаев, когда казахстанские компании стремятся оформить вложение казахстанского капитала в казахстанские же активы в иностранной юрисдикции;

– незавершенность создания на казахстанском финансовом рынке эффективной системы законодательства, которая бы обеспечивала достойный уровень защиты прав инвесторов и клиентов финансовых компаний. Защита их прав страдает также и по причине неудовлетворительного состояния надзора за деятельностью институтов рынка ценных бумаг, который не обеспечен как законодательно закрепленными правоприменительными полномочиями регулирующего органа, так и квалифицированным кадровым составом служащих, призванных осуществлять надзор.

Для того, чтобы предприятия-эмитенты могли использовать фондовый рынок для привлечения денежных ресурсов необходима реализация практических мер по ряду направлений:

✓ для государства и его регулятивных органов:

- усиление контроля за выполнением законодательства, выработка судебной практики в области законодательства по защите прав инвесторов;
- совершенствование требований по раскрытию информации (разумные требования), развитие инфраструктуры по раскрытию информации;

- обучение акционеров принципам взаимоотношений с менеджментом, нормам корпоративного управления;
- законодательное установление необходимости выплаты дивидендов;
- снижение барьеров для выхода предприятий на рынок инвестиционных ресурсов (упрощение процедуры и сокращение сроков регистрации выпуска ценных бумаг);
- налоговое стимулирование предприятий к инвестициям, направленным на получение реального экономического эффекта. В качестве критерия должен выбираться полученный результат добавленной стоимости в расчете на одного человека, занятого в проекте по отношению к прединвестиционному состоянию производства.

✓ для предприятий, заинтересованных в привлечении денежных ресурсов посредством фондового рынка:

- добровольное следование более жестким стандартам отчетности и раскрытия информации по сравнению с требованиями казахстанского законодательства;
- усиление роли крупных акционеров и кредиторов в контроле за деятельностью предприятий;
- использование политики привлечения дополнительных денежных ресурсов, учитывающей необходимость снижения транзакционных издержек.

Однако в реализации этих мер необходимо использовать дифференцированный подход к различным предприятиям. Разделим казахстанские предприятия на 4 группы (по размеру товарооборота):

– к первой группе отнесем крупные предприятия, чьи ценные бумаги, как правило, допущены к обращению на KASE и имеют листинг А. Данные компании национального и транснационального масштаба являются крупнейшими в Казахстане по капитализации с объемами годового товарооборота свыше 100 млн. долл. США. В Казахстане данная группа компаний представлена в основном в нефтегазовом, металлургическом, горнодобывающем, химическом секторах. Таких компаний относительно немного, их количество отмечается десятками, однако их доля в экспорте страны составляет не менее 75%. Компании первой группы являются достаточно крупными не только по казахстанским, но и по мировым стандартам, в связи с этим у них есть возможность обслуживаться и финансироваться напрямую в крупнейших иностранных банках по более низким ставкам, что усложняет процедуру привлечения компаний данной группы к финансированию через казахстанский фондовый рынок. Также эти компании имеют доступ к небанковским формам финансирования, а именно: размещение евробондов и внутренних облигаций, а также акций на внутреннем и международных рынках;

– ко второй группе – средние компании регионального и частично национального масштаба с объемами годового товарооборота от 20,0-100,0 млн. долларов США. Компании данной группы присутствуют практически во всех отраслях экономики Казахстана и по казахстанским меркам относятся к категории крупных предприятий. Данные компании обслуживаются в крупнейших казахстанских банках, которым отдается особое предпочтение со стороны финансовых институтов, что позволяет им получать дешевое обслуживание и финансирование отечественных банков, а также возможность привлекать напрямую финансирование со стороны иностранных банков. По нашему мнению, данная группа компаний является наиболее привлекательной с точки зрения активизации фондового рынка;

– к третьей группе относятся компании регионального масштаба с объемами годового товарооборота от 7,0-20,0 млн. долларов США. Компании третьей группы представлены в основном в таких отраслях как сельское хозяйство, оптовая торговля, пищевая промышленность, легкая промышленность и гражданское строительство;

– к четвертой группе – компании с объемами годового товарооборота до 7,0 млн. долларов США. Компании четвертой группы представлены в основном в сфере обслуживания, транспортных услуг, розничная и оптовая торговля, оказание финансовых и консалтинговых услуг. К данной категории можно отнести компании, задействованные в сфере малого и среднего бизнеса, но некоторые из них по объемам товарооборота приближены к корпоративному сектору.

Рекомендации в отношении первой и второй группы. Данные предприятия находятся в лучшем положении по сравнению с предприятиями других групп. Их ценные бумаги уже обращаются на рынке, а некоторые из них («голубые фишки») имеют высокую ликвидность АО «СНПС-Актобемунайгаз», АО «Казахтелеком», АО «КАЗЦИНК» АО «Усть-Каменогорский титано-магниевого комбинат», АО «Банк ТуранАлем», АО «АТФБанк», АО «КазТрансОйл» и др. Стоит отметить тот факт, что отечественные стандарты раскрытия информации для предприятий, чьи акции котируются на организованном рынке ценных бумаг, не соответствуют уровню требований для предприятий, имеющих листинг на ведущих биржах мира. Совершенствование практики раскрытия информации приведет к снижению транзакционных издержек инвесторов и еще больше увеличит привлекательность ценных бумаг данных предприятий. Совершенствование должно иметь своей целью улучшение качества и повышение оперативности раскрытия информации, а также ужесточение контроля за раскрытием информации. В качестве практических мер в данной области можно выделить следующие направления:

- 1) изменение подхода к понятию существенной информации;
- 2) осуществление комплекса мер по повышению оперативности раскрытия информации о существенных фактах и событиях;
- 3) переход предприятий на международные стандарты бухгалтерской отчетности;
- 4) усиление контроля за раскрытием информации, содержащейся в проспектах эмиссии и периодической отчетности.

Рекомендации в отношении предприятий третьей группы. Третью группу составляют предприятия, которые образовались, как правило, в процессе приватизации, но, в отличие от предприятий первой группы, являются менее крупными и в силу разных причин – менее привлекательными для инвесторов.

Данные предприятия являются наиболее проблемными с точки зрения транзакционных издержек для акционеров. Это определяется тем, что для таких предприятий почти не существует механизмов ограничения данных издержек: часто отсутствуют крупные собственники; нет ликвидного рынка для ценных бумаг предприятия; предприятия не пользуются долгосрочными займами.

Также акционеры предприятий третьей группы, не имея механизмов контроля за деятельностью менеджмента и возможностей продать свои акции, позволяют генеральному директору безраздельно властвовать на предприятии, абсолютно не заботясь об их интересах. Для того, чтобы изменить подобную ситуацию, на наш взгляд, необходимо реализовать меры в следующих направлениях:

- включение ценных бумаг данных предприятий в листинг торговой площадки биржи;
- принуждение данных предприятий к раскрытию информации о своей деятельности;
- обучение акционеров принципам взаимоотношений с менеджментом, нормам корпоративного управления;
- наработка практики судебной защиты акционеров;
- законодательное установление необходимости выплаты дивидендов;

Рекомендации в отношении предприятий четвертой группы. Для предприятий четвертой группы вопрос выхода на фондовый рынок (т. е. осуществления публичного размещения ценных бумаг и получения листинга на организованном рынке) является принципиальным выбором пути дальнейшего развития предприятия.

В деле продвижения ценных бумаг на рынок предприятие должно принимать во внимание факторы – сигналы, которые производят благоприятные ожидания инвесторов относительно транзакционных издержек, сопутствующих владению ценными бумагами, а именно:

- наличие крупных собственников;
- существование ликвидного рынка ценных бумаг и качество раскрытия

информации;

– длительные отношения с банком или иным крупным кредитором.

Перед тем как выходить на фондовый рынок с ценными бумагами необходимо:

✓ оценить уровень транзакционных издержек для потенциальных инвесторов;

✓ определить возможности по успешному размещению ценных бумаг предприятия, выработав оптимальные с позиции минимизации транзакционных издержек решения по эмиссии;

✓ в случае, если даже оптимальное решение не позволит снизить на приемлемый уровень транзакционных издержек, отложить эмиссию на более поздний срок и предпринять действия, направленные на снижение данных издержек, а именно – действий, приводящих к увеличению концентрации собственности, повышению качества раскрытия информации или к усилению роли кредиторов в мониторинге предприятия.

В целом же, в рамках активизации инвестиционных процессов посредством рынка ценных бумаг предлагается изменить стратегию поддержки предприятий от прямого субсидирования промышленности к менее затратному механизму – стимулированию привлечения инвестиций самими предприятиями с помощью инструментов рынка ценных бумаг. Суть предполагаемой схемы заключается в предоставлении бюджетных средств для компенсации части выплат по облигациям, либо в форме целевых дотаций при выпуске акций. При этом бюджетные средства предоставляются предприятиям при условии значительного увеличения налоговых платежей по результатам проекта, для финансирования которого выпускаются ценные бумаги. Это дает предприятиям возможность привлекать значительные объемы средств на реализацию инвестиционных проектов, а бюджетам всех уровней получать дополнительные объемы налоговых и неналоговых платежей, генерируемые за счет расширения производства и повышения его эффективности.

Также возможным направлением доходного вложения могло бы стать государственное финансирование крупных инвестиционных проектов на территории Казахстана. Однако, схема действия такого механизма будет несколько отличаться от Банка развития Казахстана и Инвестиционного фонда Казахстана.

В качестве объектов финансирования могут выступать масштабные капиталоемкие проекты, прежде всего инфраструктурные объекты и разработка крупных месторождений.

Общепризнанно, что современная система налогообложения является серьезным фактором дестабилизации развития казахстанского рынка ценных бумаг. Необходимо максимально широко использовать налоговые методы стимулирования развития казахстанского рынка ценных бумаг.

Эффективность привлечения ресурсов на финансовых рынках зависит от уровня транзакционных издержек инвесторов и компаний, обращающихся к возможностям привлечения ресурсов на финансовом рынке.

В настоящее время существует ряд достаточно очевидных решений, которые могли бы существенно снизить эти издержки.

В части налогообложения объем привлекаемых на рынках ценных бумаг инвестиций сдерживается отсутствием унификации налогообложения доходов от финансовых инструментов различного типа. Налоговая дискриминация основных инструментов привлечения инвестиций на рынках ценных бумаг предприятиями реального сектора – акций и корпоративных облигаций – смягчена, но далеко еще не преодолена. В настоящее время Налоговым кодексом Республики Казахстан установлены различные налоговые ставки на процентный доход по государственным и корпоративным облигациям, что затрудняет, по нашему мнению, оперативное сопоставление участниками рынка уровня доходности по различным инструментам. В этой связи следует унифицировать налоговую ставку, установив единую ставку налога на процентный доход по государственным и корпоративным облигациям.

В области корпоративного законодательства пришло время ликвидировать излишние, неоправданные с точки зрения защиты интересов инвесторов, ограничения на выпуск ценных бумаг акционерными обществами. Предлагается пересмотреть

ограничения для акционерных обществ при определении максимально возможного объема эмиссии, а именно, отменить требование о том, что номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций.

Еще одним фактором стимулирования обращения казахстанских предприятий к возможностям финансового рынка для привлечения инвестиций является повышение уровня защиты интересов предпринимателей, обращающихся к возможностям привлечения ресурсов на финансовом рынке. Привлечение инвестиций на финансовом рынке связано с более высокой информационной прозрачностью, которая может способствовать также возникновению интереса к предприятию-реципиенту со стороны недобросовестных корпоративных агрессоров. Увеличение объема ценных бумаг, обращающихся на рынке, может способствовать повышению эффективности технологий недобросовестных корпоративных захватов. Поэтому составной частью политики по привлечению потенциальных реципиентов инвестиций на финансовый рынок должны стать меры, направленные на развитие технологий защиты от недобросовестных корпоративных захватов, в том числе совершенствование законодательства.

Для создания привлекательного имиджа требуется информировать потенциальных инвесторов относительно имеющихся в стране инвестиционных возможностей путем проведения рекламно-информационных кампаний в СМИ, организации и участия в инвестиционных выставках, презентациях и семинарах, инвестиционных миссий за рубежом. Широкое распространение в мире получила практика **создания специализированных государственных и полугосударственных агентств**, ответственных за взаимодействие с иностранными инвесторами. Подобные агентства действуют примерно в 100 странах.

Информационная поддержка является необходимым элементом работы с международными инвесторами, особенно в тех случаях, когда в принимающей стране происходит изменение общеэкономических либо нормативных условий инвестиционной деятельности. Качество информации играет важную роль в экономическом развитии, так как полнота и доступность информации определяет уровень конкурентности рынка и влияет на эффективность распределения ресурсов агентами, оценку рисков и уровень требуемой доходности.

Крайне желательно **создание общенациональной информационной сети с необходимой для инвесторов информацией.**