

Международная конференция «Рынок капитала Республики Узбекистан»

Роль финансового рынка в развитии экономики Узбекистана

Ашурали Худайназаров,
главный научный сотрудник, д.э.н.,
Центр экономических исследований

13 сентября 2018, Ташкент

Стратегические ориентиры

- В Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах, предусмотрено развитие фондового рынка как альтернативного источника привлечения капиталов и размещения свободных ресурсов предприятий, финансовых институтов и населения.

Финансовые рынки

- **Финансовый рынок** – место, где осуществляется купля-продажа финансовых ресурсов
- **Виды финансовых рынков:**
 - **Фондовый рынок:** рынок акций; рынок векселей; рынок краткосрочных государственных обязательств
 - **Рынок деривативов:** опционов, фьючерсов и др.
 - **Рынок денег (или кредитов):** активы с оборотом до 1 года (банковские кредиты, факторинговые операции и др.)
 - **Рынок капитала:** активы с оборотом выше 1 года (бонды, корпоративные облигации, банковские займы, страховые полисы, лизинговые операции)
 - **Валютный рынок**
 - **Рынок драгоценных металлов и камней**

Развитые рынки (developed markets), формирующиеся рынки (emerging markets)

Степень развитости финансового рынка определяется целым рядом количественных и качественных показателей, среди которых:

- финансовая глубина экономики (отношение денежной массы к ВВП, внутреннего кредита к ВВП),
- отношение капитализации акций к ВВП,
- отношение задолженности по ценным бумагам к ВВП,
- наличие и уровень развития рынка производных финансовых инструментов,
- количество и надежность финансовых институтов,
- эффективность системы регулирования финансовых рынков (включая наличие адекватного законодательства).

В Узбекистане...

- Динамично развивается рынок денег (или кредитов), хотя
 - этот рынок ограничивается преимущественно такими участниками как коммерческие банки (мало представлены такие участники как инвестиционные банки, фонды и компании)
 - такие услуги, например, как факторинговые услуги не развиты
 - не развит межбанковский рынок репо-операций (ликвидность предоставляется под залог валютных средств, а не ценных бумаг)
- Либерализируется валютный рынок (полная конвертация по текущим операциям введена пока только для юридических лиц)

В Узбекистане...

- Вяло развивается фондовый рынок:
 - Капитализация фондового рынка не превышает 5%
 - Рынок облигаций находится в зачаточном состоянии
 - Население практически не участвует на рынке акций: вторичный рынок не развит, а в первичном рынке представлены в основном крупные государственно-акционерные компании
- Говорить о рынке деривативов пока преждевременно

В Узбекистане вследствие неразвитости финансового рынка...

- Монетарная политика малоэффективна:
 - Реакция совокупного спроса на изменение ставки рефинансирования очень слабая, коэффициент монетизации составляет примерно 30% - финансовая глубина экономики низкая
- Экономический рост имеет экстенсивный характер и происходит во многом за счёт внутренних частных и государственных инвестиций в реальные активы, и частично за счёт привлечения международных кредитов для развития производственной инфраструктуры
- Нормы прибыли в отраслях реального сектора экономики пока выше, чем нормы доходностей от инвестиций в финансовые активы

Что показывает эмпирический анализ?

- Эконометрический анализ данных панельных исследований, проведённый Р. Кингом и Р. Левином в 1993 г., С. Классенсом и Л. Лавеном в 2003 г., подтверждает, что финансовое развитие влечёт за собой экономический рост.
- Так, 2-кратное увеличение ВВП сопровождается 4-кратным ростом капитализации.

Фондовые рынки: их роль в послевоенный период

- Относительное значение фондовых рынков в целом ряде стран вплоть до 1990-х годов оставалось значительно более низким, чем в начале века (Франция, Германия, Бельгия).
- 1990-е годы характеризовались ускоренным ростом финансового, в особенности фондового, рынка.
- Соотношение «мировая капитализация/мировой ВВП» превысила 100%. В целом значение данного показателя в 2-3 раза выше, чем в 30-70-е годы XX в. Львиную долю мировой капитализации – от 62 до 67% - обеспечивают всего три страны: США, Япония, Великобритания.

Влияет ли рынок акций на экономический рост в Узбекистане?

Показатели	2015	2016	2017	2018 (прогноз)
ВВП в текущих ценах, млрд. сумов	171 808,30	199 993,40	254 043,10	305066,8
Номинальный экономический рост, %		16,4	27,0	20,1
Количество АО, ценные бумаги которых обращались на бирже		141	99	
Объем биржевых сделок на Республиканской фондовой бирже «Тошкент»	161,0	299,8	298,6	
Капитализация рынка, млрд. сумов, в среднем за период	6220,64	8641,49	10144,22	25964,33
Изменение капитализации рынка, %		38,9	17,4	156,0
Отношение капитализации рынка к ВВП, %	3,6	4,3	4,0	8,5
Реальный экономический рост, %	8,0	7,8	5,3	5
Эластичность ВВП по капитализации рынка, %		0,42	1,55	0,13
Корреляция между ВВП и капитализацией рынка	0,9			

Неразвитость рынка акций

- Неразвитость институтов инфраструктуры фондового рынка и ограниченная вовлечённость населения в операциях (В 2018 г. впервые в истории Узбекистана провело первое публичное размещение акций (IPO) на фондовой бирже «Тошкент»)
- Вложения в реальные активы более выгодны чем вложения в финансовые активы: экономика находится на кейнсианском отрезке развития
- Количество АО не увеличивается быстрыми темпами из-за высокого уровня уставного капитала согласно законодательству
- Порядок, в соответствии с которым в уставном капитале акционерных обществ доля иностранного инвестора должна составлять не менее 15%, является также барьером для увеличения количества АО

Рынки акций: капитализация

Рост капитализации может происходить за счёт двух факторов:

- 1) роста цен на акции (имеет место, в основном, в развитых странах),
- 2) увеличения общего количества компаний, прибегающих к выпуску акций, предназначенных для продажи широкому кругу инвесторов (имеет место, в основном, в развивающихся странах).

Структура собственности на акции

- В США чуть более трети всего акционерного капитала принадлежит непосредственно физическим лицам
- В ФРГ пропорции обратные: чуть более трети финансовых активов населения находится в банках, в акциях – лишь десятая часть
- В Германии и Японии основными владельцами акций выступают юридические лица – нефинансовые компании и банки.

Модели корпоративного контроля

- Различия в структуре собственности на акционерный капитал отражаются и на системе контроля над компаниями (модели корпоративного контроля).
- Модели корпоративного контроля, существующие в той или иной стране, определяются как:
 - инсайдерская (Япония, Германия, Нидерланды, Швейцария, Швеция). Инсайдеры – банки и владельцы крупных пакетов акций
 - аутсайдерская (США, Великобритании). Аутсайдеры – мелкие собственники.

Неразвитость рынка корпоративных облигаций

- Основными эмитентами корпоративных облигаций являются акционерные общества и коммерческие банки (ст. 3 Закона о «РЦБ»)
- У порядка 100 тыс. ООО отсутствует возможность выпускать корпоративные облигации и привлекать значительные средства для своего развития
- Биржевой оборот корпоративных облигаций по итогам 2016 года составил 4 млрд. сумов
- За 2017 год было заключено только 5 сделок с корпоративными облигациями на сумму 3 млрд. сумов

Выводы

- Фондовый рынок пока находится в начальной стадии формирования и ещё не выполняет своих функций таких как:
 - обеспечение возможности для населения получения дополнительной прибыли и формирование слоя собственников ценных бумаг;
 - широкое привлечение свободных средств населения для финансирования инвестиций.
- В обеспечении экономического роста значительную роль продолжают играть частные инвестиции за счёт собственных средств и банковских кредитов, а также централизованные государственные инвестиции за счёт бюджетных средств и международных кредитов

Спасибо за внимание!