



ЦЕНТРАЛЬНО - АЗИАТСКАЯ  
ФОНДОВАЯ БИРЖА



# РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ ТАДЖИКИСТАНА

Ноябрь, 2016

# СОДЕРЖАНИЕ

## **Текущее состояние рынка ценных бумаг**

Объем эмиссии в банковском секторе

Объем эмиссии небанковского сектора

## **Обзор банковского сектора за 2011-2016 гг.**

Объем выданных кредитов

Объем привлечённых депозитов

## **Заключение**

# ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

*Данный обзор посвящён анализу состояния рынка ценных бумаг и банковского сектора Республики Таджикистан за последние 5 лет.*

Исторические формы существования фондового рынка в Таджикистане выражались в осуществлении сделок с ценными бумагами на внебиржевом рынке путем их фиксации в частных реестрах.

Что касается темпов развития фондового рынка, то с периода, когда Таджикистан стал проводить независимую экономическую политику как суверенное государство, приоритетным вектором развития экономики был избран банковский сектор. Это обуславливает уровень развитости и нынешнюю роль банков в финансовой системе страны, что в свою очередь и стало одной из причин значительного отставания рынка ценных бумаг.

Законодательная почва для развития фондового рынка была заложена еще в 1992 году, когда был принят закон "О ценных бумагах и фондовых биржах". Кроме того, за 25 лет независимости неоднократно предпринимались попытки создания фондовых бирж, которые, к сожалению, не увенчались успехом. И вплоть до 2015 года не было полноценно функционирующего института для рынка ценных бумаг.

Но в апреле 2015 года командой молодых специалистов была организована ОАО "Центрально-Азиатская Фондовая Биржа" (CASE - Central Asian Stock Exchange), в число акционеров которой входит компания GMEX Technologies Limited, которая является дочерней компанией Deutsche Borse Group.

Ключевым регулятором деятельности рынка ценных бумаг в Таджикистане является Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора при Министерстве финансов Республики Таджикистан.

Нормативно-правовую базу правоотношений на фондовом рынке составляют Гражданский Кодекс РТ, Закон РТ № 1255 «О рынке ценных бумаг», закон № 237 об «Акционерных обществах», Налоговый кодекс РТ, и др.

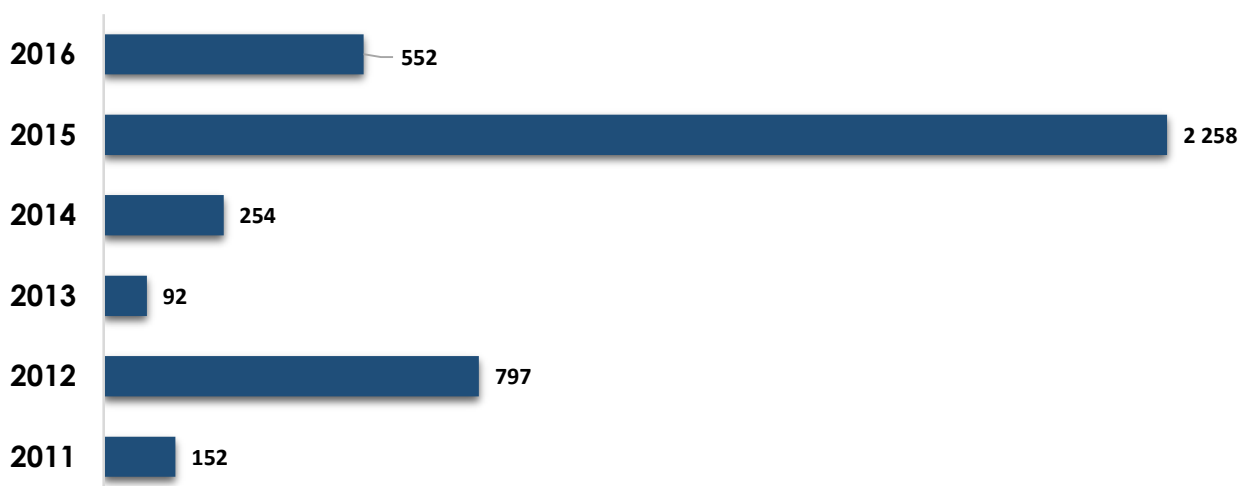
Итак, рассмотрим ситуацию на рынке ценных бумаг, сложившуюся за последние пять лет в Таджикистане.

За период с 2011 по 2016 год в Таджикистане была произведена эмиссия ценных бумаг акционерных обществ (включая государственную компанию) в размере 4,2 млрд. сом. (521 млн. долл. США<sup>1</sup>), из которых 1,2 млрд. сом. (151 млн. долл. США) приходится на банковский, и 3 млрд. сом. (370 млн. долл. США) на небанковский сектор. Общий объем эмиссии за этот промежуток времени увеличился более чем в 3,5 раза.

---

<sup>1</sup>Все валютные расчеты произведены по курсу Национального Банка Таджикистана на 20.11.16

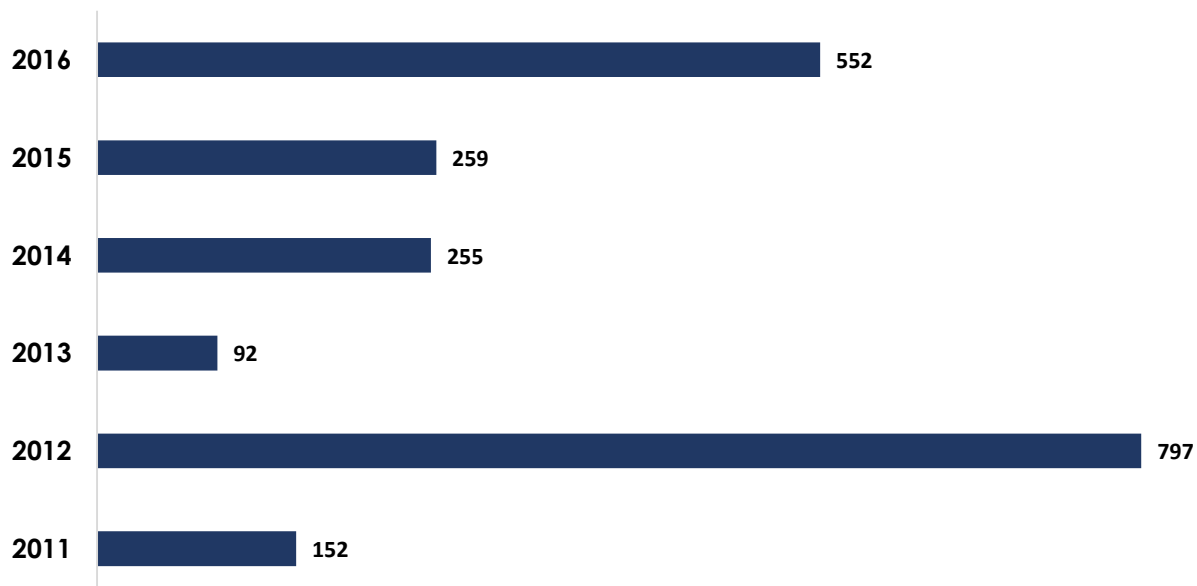
**График 1. Объем эмиссии ценных бумаг за период 2011-2016 гг. в млн сом.**



*Источник: Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан*

Особо резкое увеличение объема эмиссии пришлось на 2015 год, что связано с деятельностью ОАО «Рогунская ГЭС», объемом в около 2 млрд. сом. Спад же наблюдался в 2013 году, когда было зафиксировано уменьшение объема эмиссии более чем в 85%, который составил 92 млн. сом. (12 млн. долл. США).

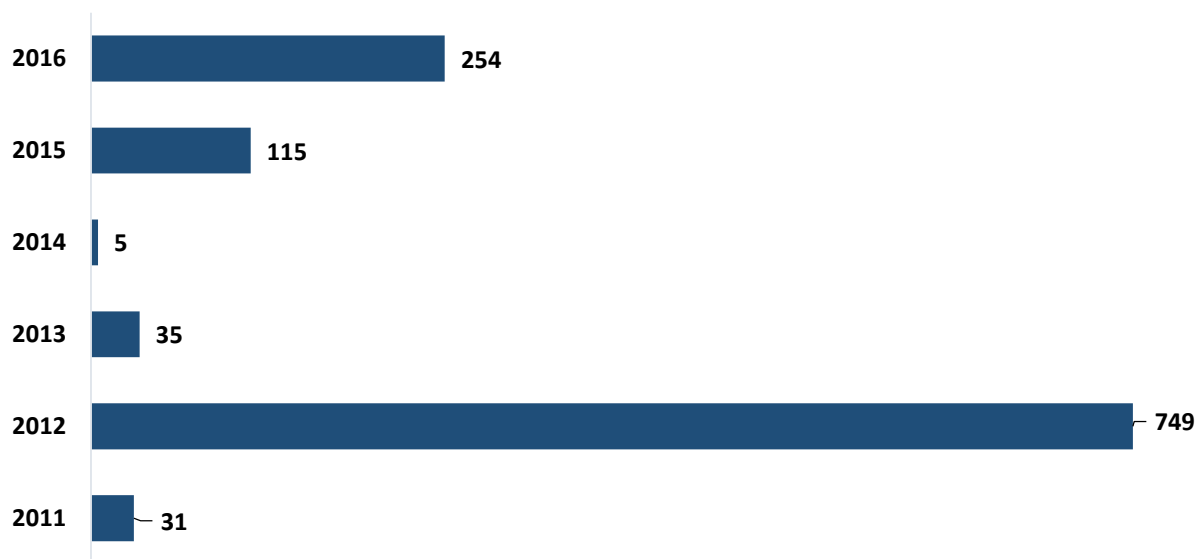
**График 2. Объем эмиссии ценных бумаг без учета эмиссии ОАО «Рогунская ГЭС» в млн сом.**



*Источник: Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан*

Необходимо отметить, что если условно не учитывать эмиссию ОАО «Рогунская ГЭС», то ценные бумаги выпускались преимущественно за счёт банковского сектора, о развитости которого было указано выше.

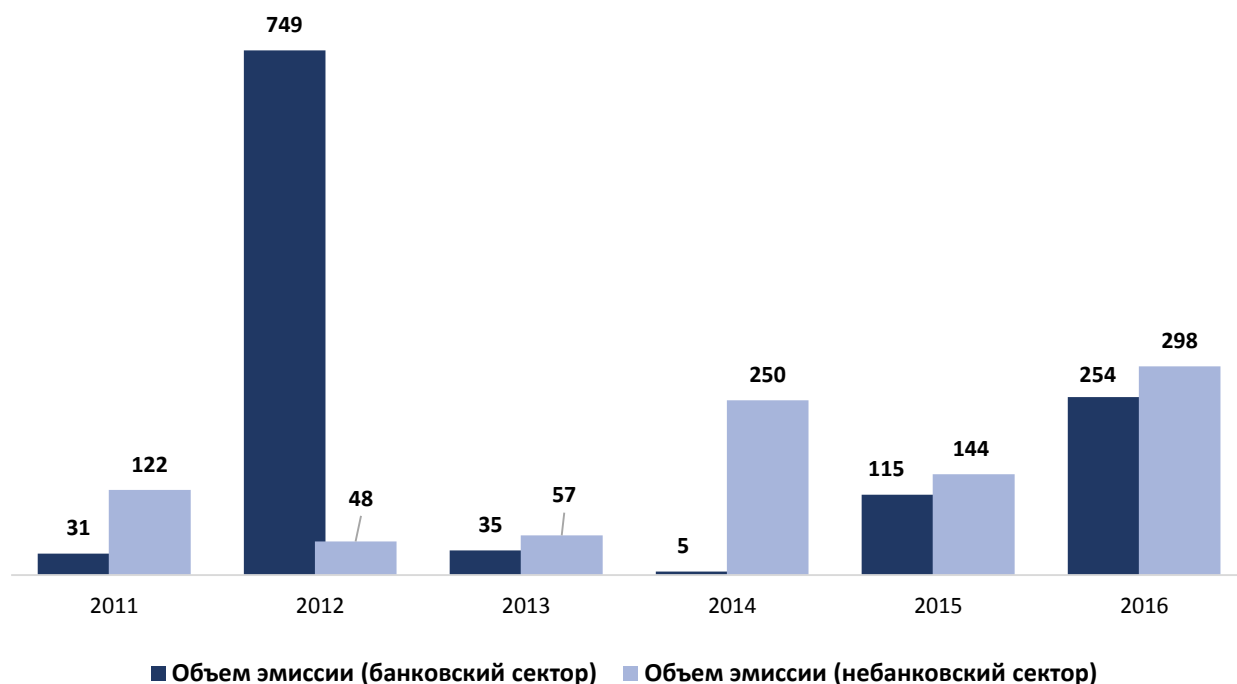
**График 3. Объем эмиссии ценных бумаг в банковском секторе в млн сом.**



*Источник:* Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан

В силу специфичности характера эмиссии акций Рогунской ГЭС (Правительство Таджикистана в лице Госкомитета по инвестициям и госимуществу владеет 86,4% акций) и проведения релевантного анализа мы исключили ОАО «Рогунская ГЭС», чтобы показать реальную картину по банковскому и небанковскому сектору. Соответственно, объем эмиссии в небанковском секторе составил 918 млн. сом. (117 млн. долл. США)

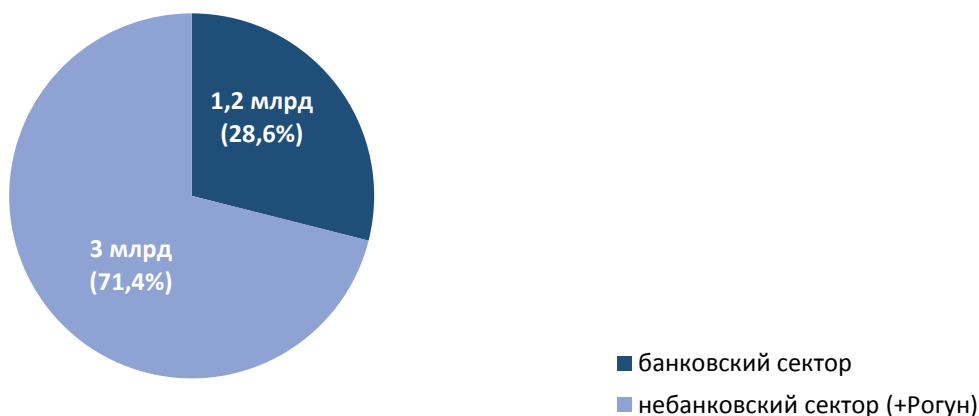
**График 4. Общий объем эмиссии ценных бумаг в млн. сомони**



*Источник:* Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан

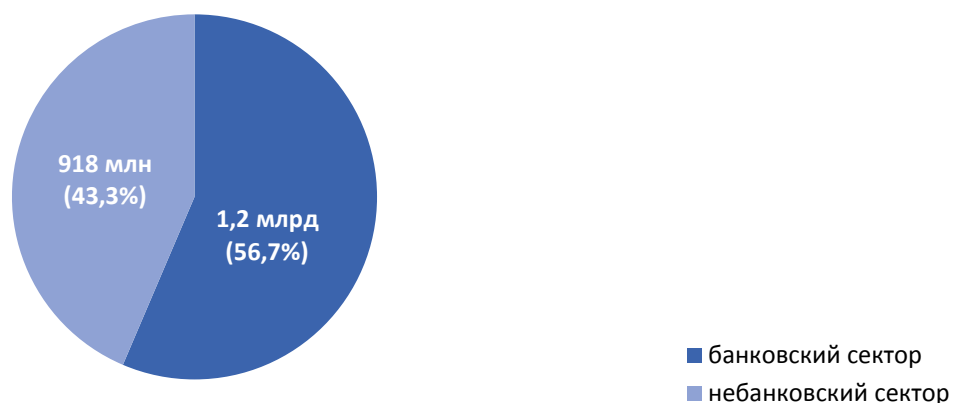
Рассмотрим теперь долю каждого сектора в общем объеме эмиссии на рынке ценных бумаг. Если учесть в объеме эмиссии акции ОАО «Рогунская ГЭС», то соотношение секторов будет выглядеть следующим образом:

**График 5. Пропорциональное соотношение секторов в общем объеме эмиссии ценных бумаг за период 2011-2016 гг.**



*Источник: Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан*

**График 6. Пропорциональное соотношение секторов в общем объеме эмиссии ценных бумаг за период 2011-2016 гг. без учёта ОАО «Рогунская ГЭС»**

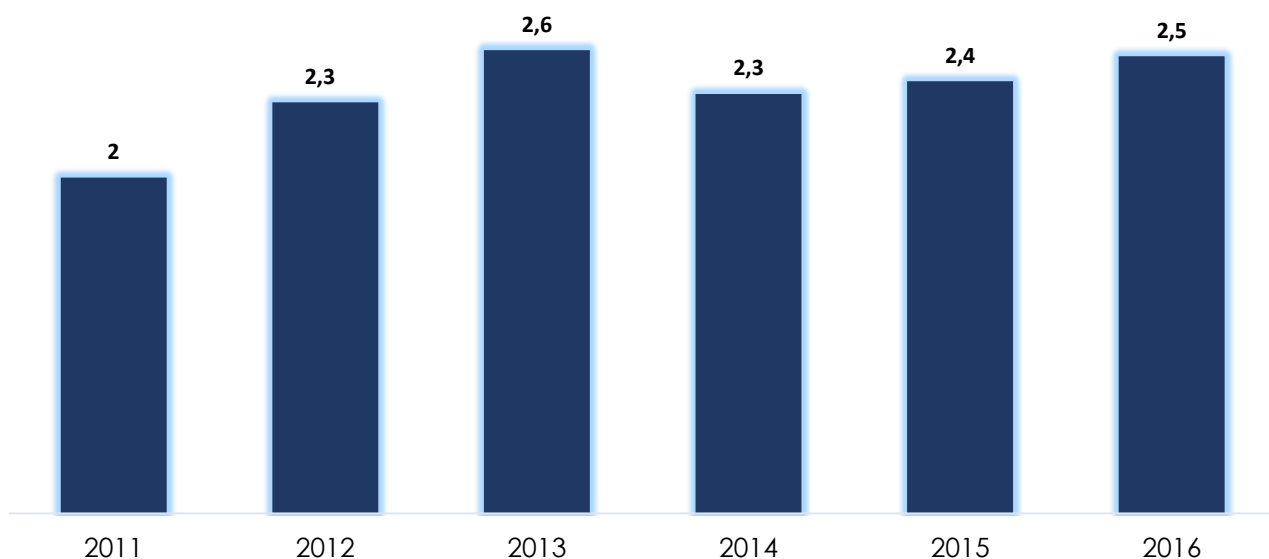


*Источник: Агентство по развитию рынка ценных бумаг и специализированного регистратора Министерства финансов Республики Таджикистан*

Итак, отсюда допустимо сделать вывод о том, что в общем объеме эмиссии ценных бумаг за период от 2011-2016 гг. преимущество принадлежит банковскому сектору.

Динамика развития общего объема капитала банковского сектора имела следующую тенденцию:

График 7. Объем капитала банковского сектора в млрд. сом.<sup>2</sup>



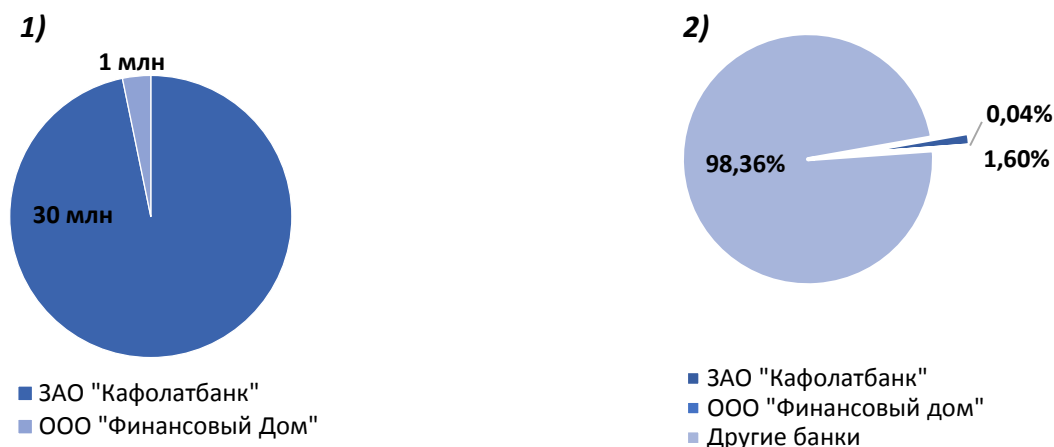
Источник: Статистический бюллетень Национального Банка Таджикистана

Более подробная картина эмиссии ЦБ по банковскому сектору выглядит следующим образом:

#### 2011 год

В 2011 году объем эмиссии составил 31 млн. сом. (4 млн. долл. США) у ЗАО «Кафолатбанка» - 30 млн. сом. и у ООО «Финансового Дома» - 1 млн. сом, что составляет 1,60% и 0,04% к общему объему капитала банковского сектора, который насчитывает 1,9 млрд. сом. Объем уставного капитала эмитентов - 52 млн. сом. (7 млн. долл. США), где у ЗАО «Кафолатбанка» - 50,5 млн. сом. и у ООО «Финансового Дома» - 1,5 млн. сом.

График 8. Главные эмитенты 2011 г. в банковском секторе (1) и их доля в общем объеме капитала банковского сектора (2)

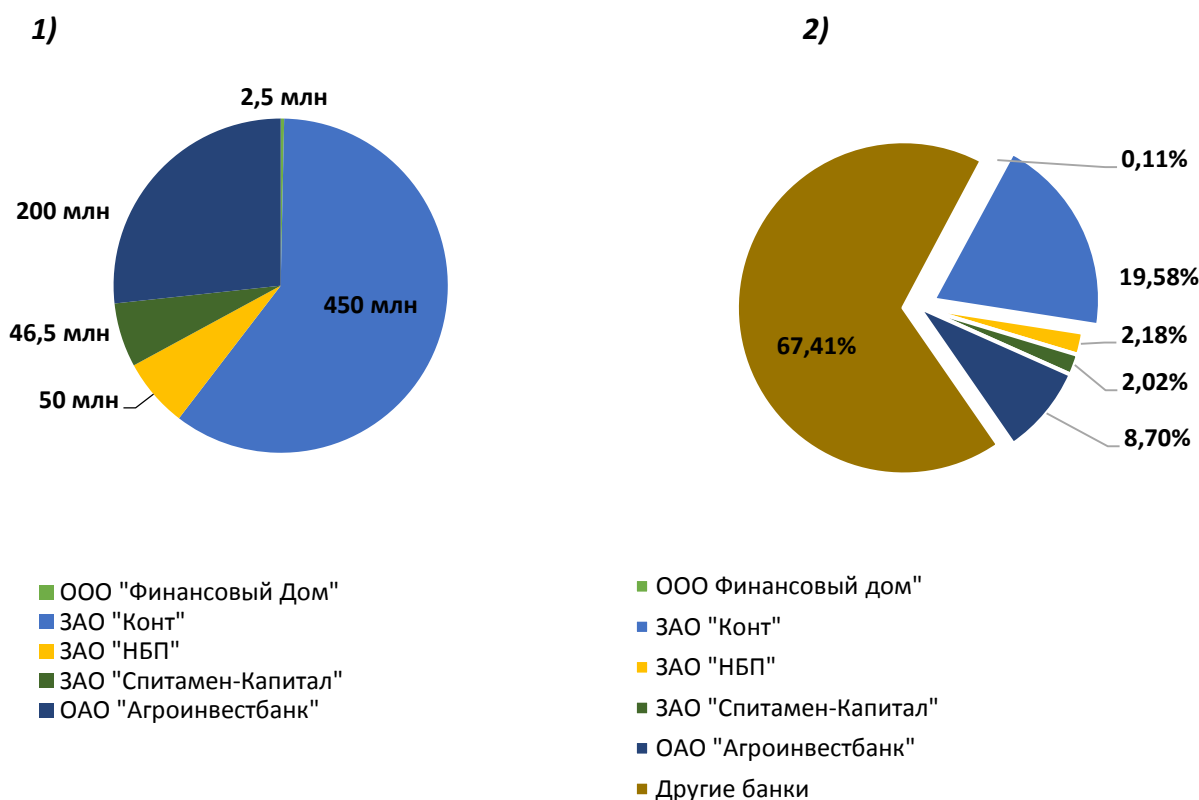


<sup>2</sup> К сентябрю 2016 г.

## 2012

В 2012 году объём эмиссии составил 749 млн. сом. (95 млн. долл. США). У ООО «Финансового дома» – 2,5 млн. сом., у Конта – 450 млн. сом., у Национального банка Пакистана «Пакистан» - 50 млн. сом., у Спитамен Капитал – 46,5 млн. сом., у Агроинвестбанка – 200 млн, что составляет 0,11%, 19,58%, 2,18%, 2,02% и 8,70% к общему объёму капитала банковского сектора, который насчитывает 2,3 млрд. сом. Объём уставного капитала эмитентов – 989 млн. сом. (126 млн. долл. США), где у Финансового Дома - 4 млн. сом., Конта – 500 млн. сом., Национального банка Пакистана «Пакистан» в Таджикистане – 50 млн. сом., Спитамен Капитала – 50 млн. сом. и Агроинвестбанка - 385 млн. сом..

**График 9. Главные эмитенты 2012 года в банковском секторе (1) и их доля в общем объёме капитала банковского сектора (2)**

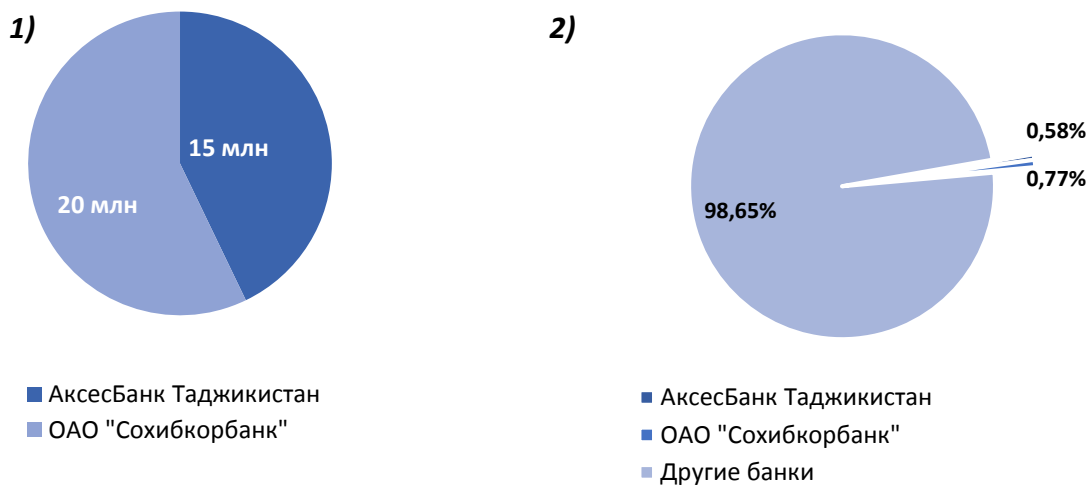


## 2013

В 2013 году объём эмиссии составил 35 млн. сом. (4 млн долл. США). У АксесБанк Таджикистана – 15 млн. сом. и у Сохибкорбанк – 20 млн. сом, что составляет 0,58% и 0,77% к общему объёму капитала банковского сектора, который насчитывает 2,6 млрд. сом.. Объём уставного капитала эмитентов – 88 млн. сом. (11 млн. долл. США), где у АксесБанк Таджикистана – 48 млн. сом. и Сохибкорбанка – 40 млн. сом.



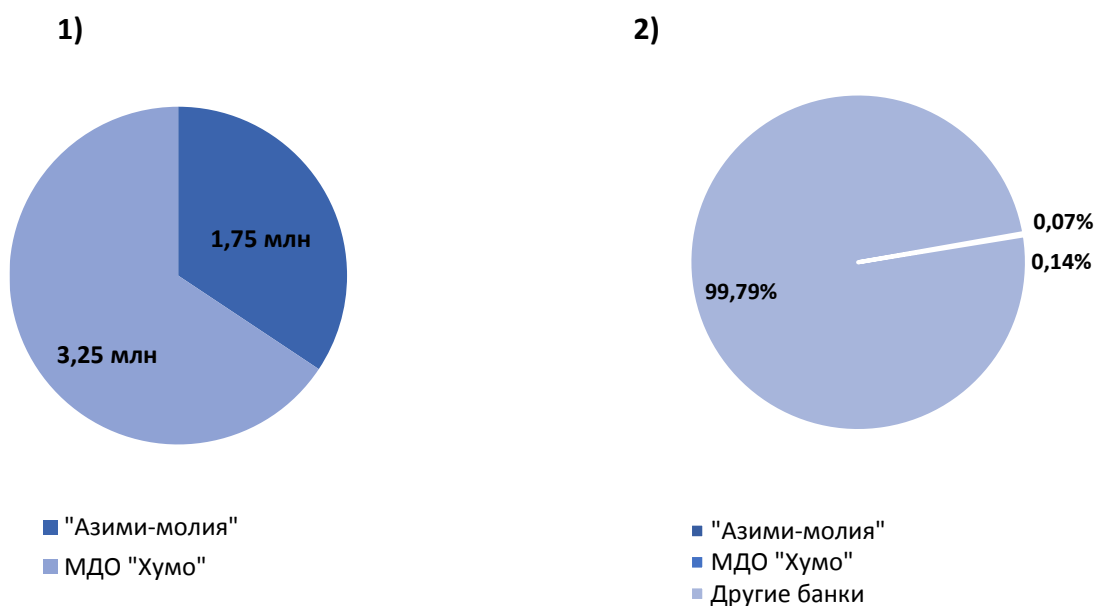
**График 10. Главные эмитенты 2013 г. в банковском секторе (1) и их доля в общем объеме уставного капитала банковского сектора (2)**



## 2014

В 2014 году объём эмиссии составил 5 млн. сом. (627 665 долл. США). У «Азими – молия» - 1,75 млн. сом. и у Хумо – 3,25 млн. сом, что составляет 0,07% и 0,14% к общему объёму капитала банковского сектора, который насчитывает 2,3 млрд. сом.. Объём уставного капитала эмитентов – 18 млн. сом. (2 млн. долл. США), где у «Азими – молия» - 1,7 млн. сом. и Хумо – 16,65 млн. сом.

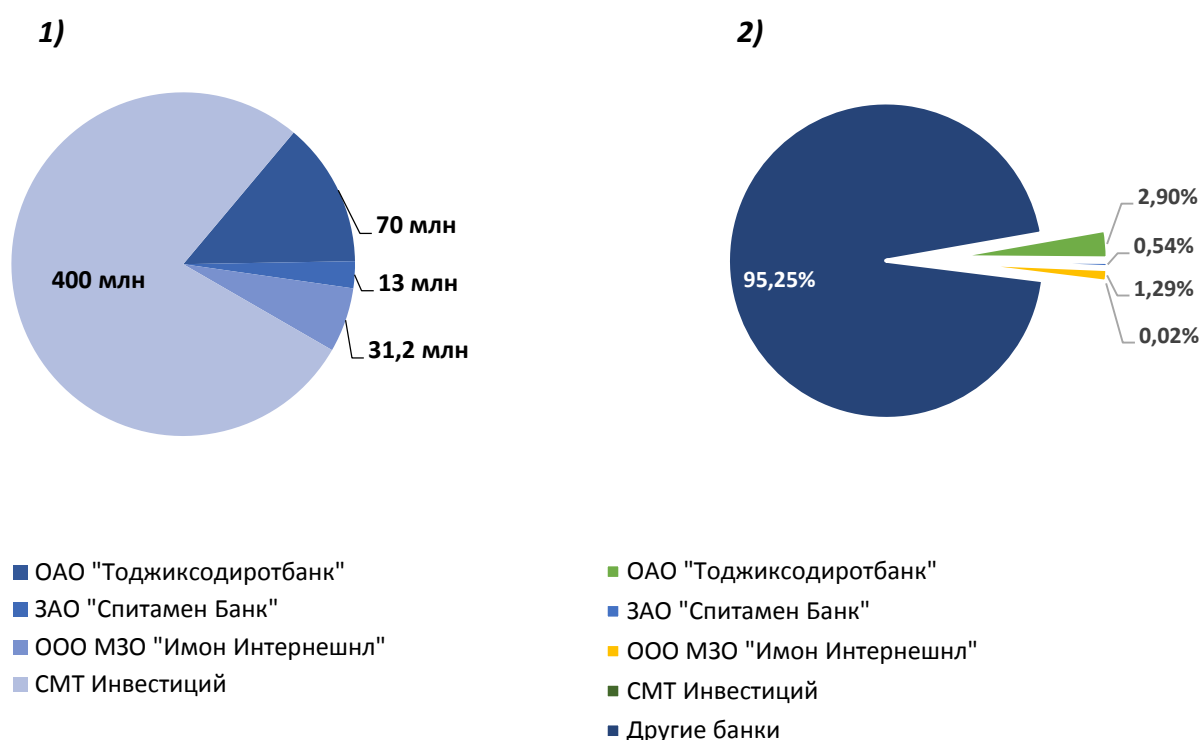
**График 11. Главные эмитенты 2014 г. в банковском секторе (1) и их доля в общем объеме банковского капитала (2)**



## 2015

В 2015 году объём эмиссии составил 115 млн. сом. (15 млн. долл. США). У Тоджиксодиротбанка – 70 млн. сом., Спитамен Банка – 13 млн. сом., Имон Интернешнл – 31,28 млн. сом. - и СМТ Инвестиция – 400 тыс. сом, что составляет 2,90%, 0,54%, 1,29% и 0,02% к общему объёму капитала банковского сектора, который насчитывает 2,4 млрд. сом.. Объём уставного капитала эмитентов – 510 млн. сом. (65 млн. долл. США), где у Тоджиксодиротбанка – 370 млн. сом., Спитамен Банка – 66,6 млн. сом., Имон Интернешнл – 69 млн. сом. и СМТ Инвестиция – 4,4 млн. сом..

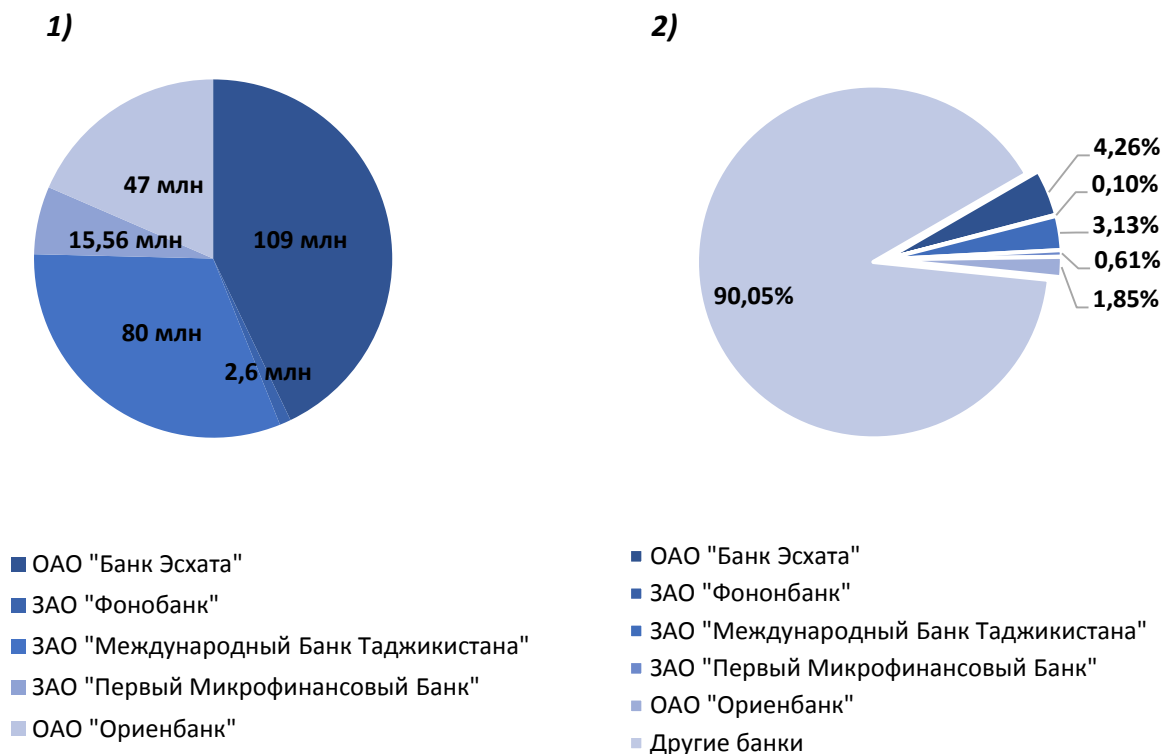
**График 12. Главные эмитенты 2015 г. в банковском секторе (1) и их доля в общем объёме банковского капитала (2)**



## 2016

В 2016 году объём эмиссии составил 254 млн. сом. (32 млн. долл. США). У Банка Эсхата – 109 млн. сом. Фононбанка – 2,6 млн. сом., Международного банка Таджикистана – 80 млн. сом., Первого Микрофинансового Банка – 15,56 млн. сом. и Ориёнбанка – 47 млн. сом., что составляет 4,26%, 0,10%, 3,13%, 0,61% и 1,85% к общему объёму капитала банковского сектора, который насчитывает 2,6 млрд. сом. Объём уставного капитала эмитентов – 730 млн. сом. (93 млн. долл. США), где у Банка Эсхата – 125 млн. сом, Фононбанка – 27,6 млн. сом., Международного банка Таджикистана – 80 млн. сом., Первого Микрофинансового Банка – 56,8 млн. сом. и Ориёнбанка - 440,6 млн. сом..

**График 13. Главные эмитенты 2016 г. в банковском секторе (1) и их доля в общей сумме и объеме капитала банковского сектора (2)**



Таким образом, приведенные выше данные указывают на активность банков на рынке ценных бумаг. Но на другой стороне остаются акционерные общества, компании для расширения и эффективной деятельности которых естественно необходимо систематическое финансирование. Оставаясь в тени от фондового рынка по выпуску ценных бумаг как института для привлечения инвестиций, компании упускают возможность получения необходимого финансирования на выгодных условиях. Следствием, которого стало бы повышение эффективности операционной деятельности и при умелом распределении средств увеличение получаемой прибыли.

Еще одним свидетельством активности банков на рынке ценных бумаг является решение ОАО «Эсхата Банка» в 2016 году о выпуске первых корпоративных облигаций на сумму 20 млн. сомони.

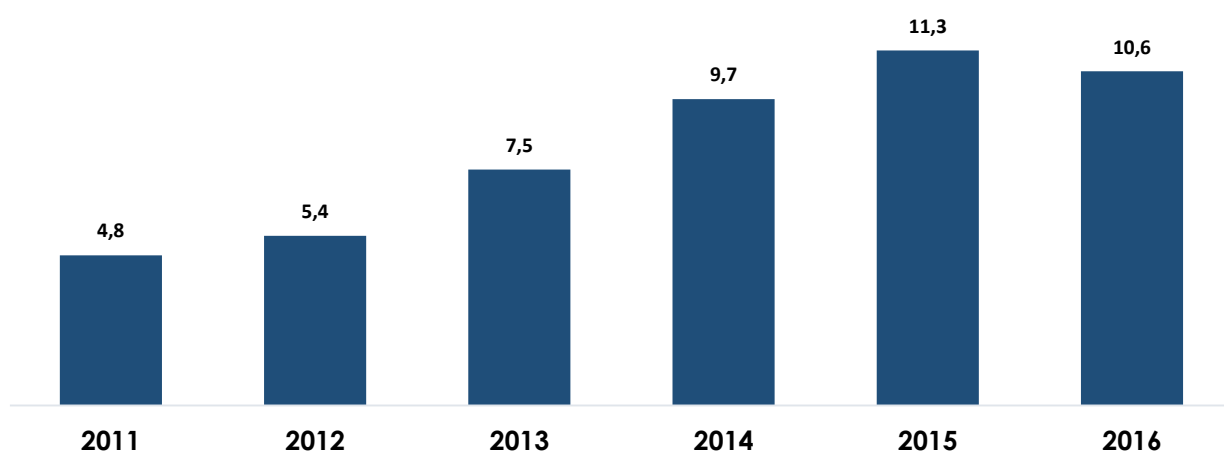
С нашей точки зрения, применение данной практики другими банками непременно поможет им решить одну из главных проблем банковской сферы- проблему ликвидности.

# ОБЗОР БАНКОВСКОГО СЕКТОРА ТАДЖИКИСТАНА

В связи с тем, что в нашем государстве ключевыми кредиторами экономики выступают банки, соответственно имеет смысл провести небольшой обзор банковского сектора и тем самым выявить насколько эффективно используются финансовые ресурсы.

Итак, объем выданных кредитов в 2011 году составлял 4,8 млрд. сом. (609 млн. долл. США) Вплоть до 2015 года этот показатель изменялся в сторону увеличения. После первой половины 2016 года объём кредитов составил 10,6 млрд. сом., что на 1,06% меньше по сравнению с аналогичным периодом за 2015 год.

**График 14. Объем выданных кредитов за период 2011-2016 гг. в млрд сом.<sup>3</sup>**



*Источник: Статистический бюллетень Национального Банка Таджикистана*

Если разбить выданные кредиты по формам собственности, то преимущественная часть будет приходиться на частные предприятия, что и указывает на направление, которое больше остальных нуждается в финансировании.

**График 15. Кредиты по формам собственности в млрд сом.**

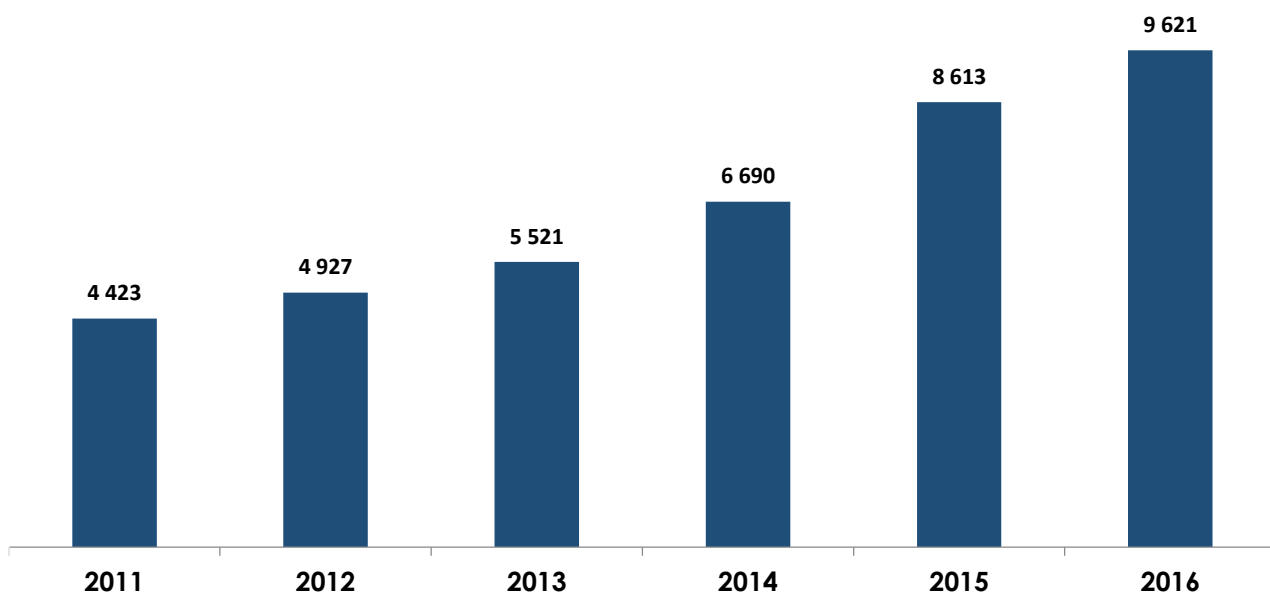


*Источник: Статистический бюллетень Национального Банка Таджикистана*

<sup>3</sup> К сентябрю 2016 г.

Объем привлечённых депозитов в 2011 году составлял 4,4 млрд. сом. (936 млн. долл. США<sup>4</sup>) Вплоть до 2015 года данный показатель изменялся в сторону повышения и увеличился более чем в два раза. После первого полугодия 2016 года объём депозитов составил 9,6 млрд. сом, что на 1,16 раз больше по сравнению с аналогичным периодом за 2015 год (8 263 590 000).

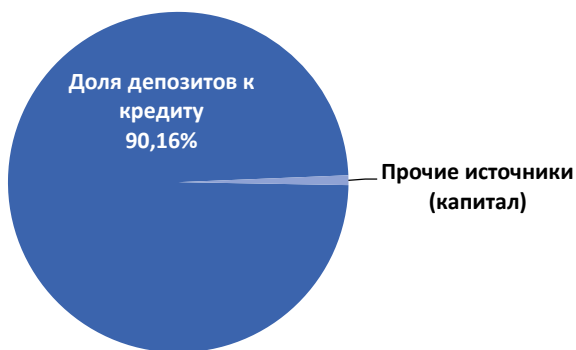
**График 16. Объем привлеченных депозитов за 2011-2016 гг. в млрд сом.**



*Источник: Статистический бюллетень Национального Банка Таджикистана*

Доля депозитов в общей сумме кредитов в 2016 году составила более 90%. Следовательно, отсюда вытекает, что колоссальная часть объема выдаваемых кредитов формируется за счет привлекаемых депозитов, а остальная за счет капитала. Это в свою очередь, при неграмотном распределении кредитов, может привести к серьезным проблемам с ликвидностью.

**График 17. Доля депозитов в кредите к 2016 г.**



*Источник: Статистический бюллетень Национального Банка Таджикистана*

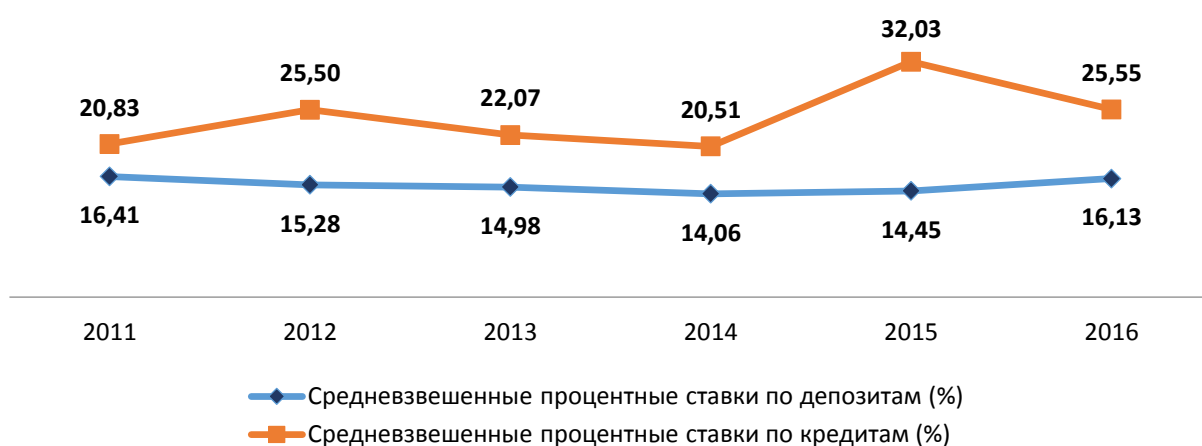
<sup>4</sup> По курсу НБТ на 31.12.2011

В среднем процентная ставка по депозитам за 5 лет составляет 15,22%, а по кредитам – 24,35%.

Средневзвешенная процентная ставка по депозитам до 2016 года преимущественно уменьшалась, но после первой половины 2016 года наблюдается увеличение на 1,68 %, в результате которого показатель достиг отметки в 16,13%.

Средневзвешенная ставка по кредитам за период с 2011 по 2016 годы увеличилась на 4,72%. Резкое увеличение наблюдалось в 2015 году более чем в 35% по сравнению с предыдущим годом.

**График 18. Средневзвешенные проценты по депозитам и кредитам за период 2011-2016 гг.<sup>5</sup>**

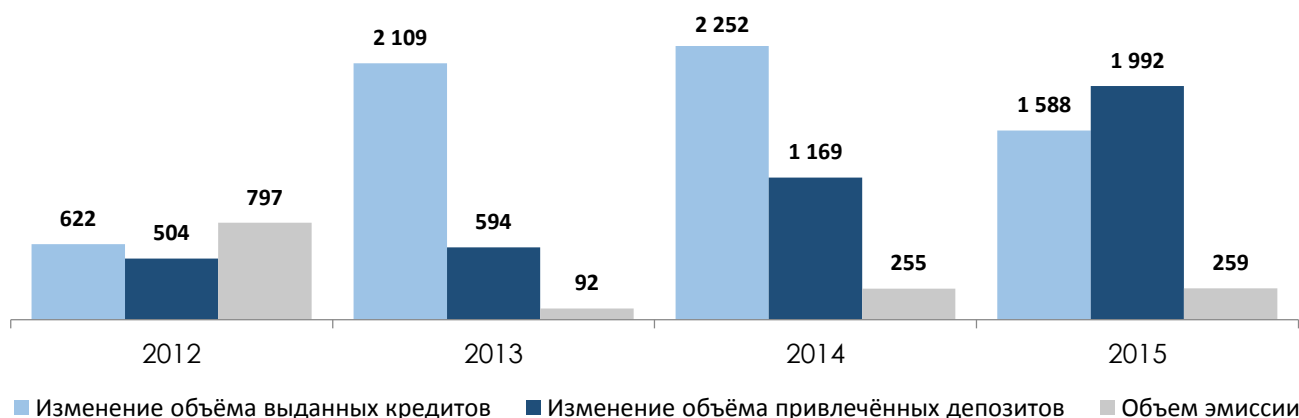


**Источник:** Национальный Банк Таджикистана

Если рассмотреть динамику развития объема выданных кредитов и привлеченных депозитов, то можно проследить резкое увеличение объема выдаваемых кредитов к 2013 году, но не менее значимый спад к 2015 г. Эти скачки можно связать со средневзвешенными процентными ставками по кредитам за аналогичные периоды времени. Как видно из *графика 18*, в 2013 году наблюдалось понижение процентных ставок по кредитам на 3,4%, и резкое увеличение к 2015 году почти на 12%.

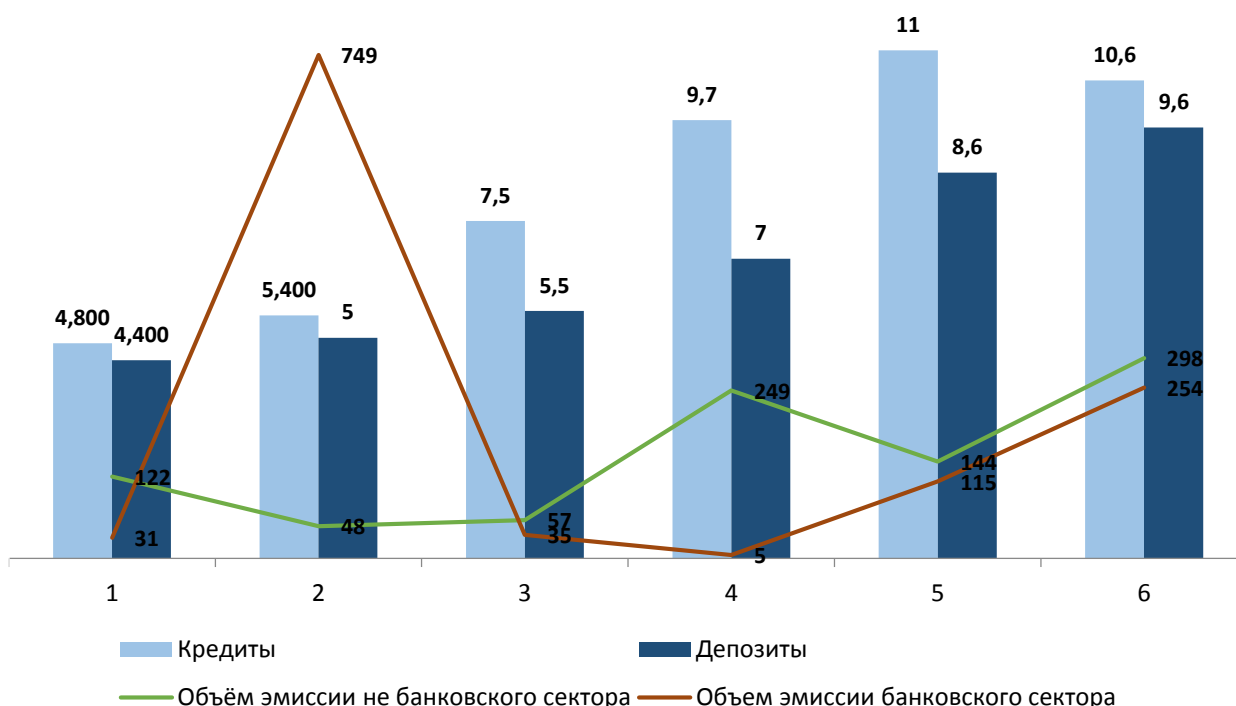
Что касается привлекаемых депозитов, то их объем за последние 5 лет взял курс на увеличение.

**График 19. Динамика объема привлекаемых депозитов, выдаваемых кредитов, объема эмиссии за период 2012-2015 гг. в млн сом.**



<sup>5</sup> К сентябрю 2016 г.

**График 20. Объем выданных кредитов, привлеченных депозитов, эмиссии банковского и небанковского сектора за 2011-2016 гг. в млн. сомони**



**Источник:** Национальный Банк Таджикистана и Министерство финансов Таджикистана

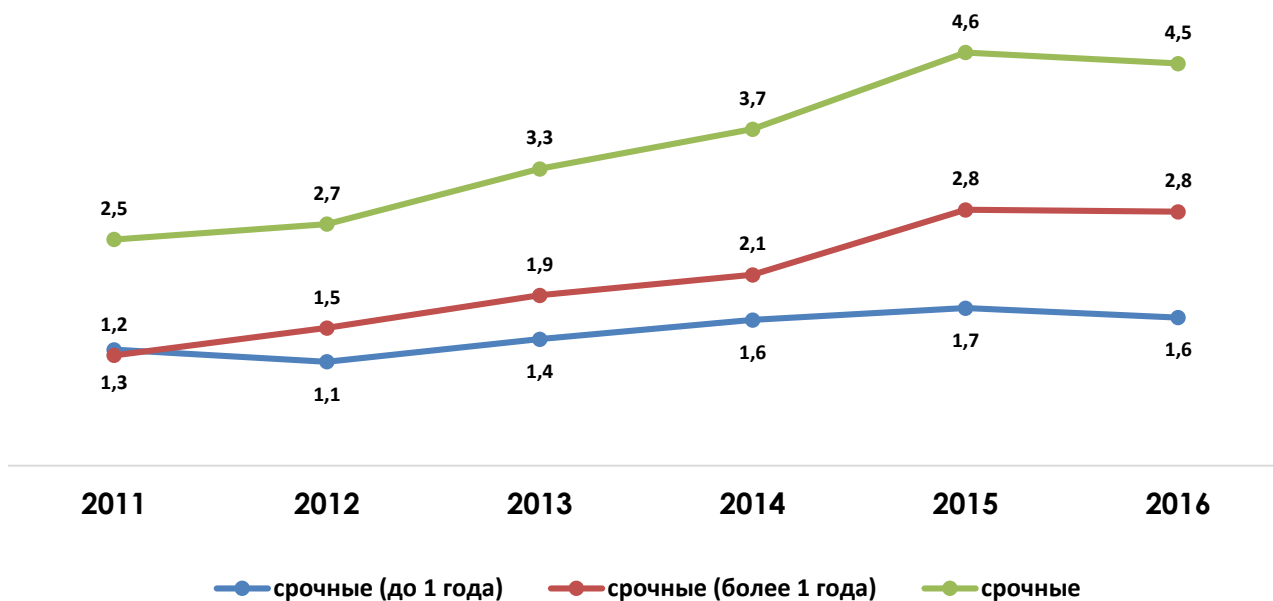
Таким образом, за последние 5 лет в Таджикистане активность на рынке ценных бумаг принадлежала банковскому сектору. С одной стороны, в этом есть и свои преимущества, главным из которых является то, что банки увеличивают свою устойчивость по капиталу, в тоже время привлекая ресурсы для финансирования различных секторов экономики. Но необходимо отметить, что банки в данном случае выступают как посредники между компаниями и источником финансирования – фондовым рынком, и тем самым увеличивают маржу и стоимость самих денег. В то время как компании могут напрямую воспользоваться финансовым инструментом по привлечению инвестиций, путем выпуска ценных бумаг и тем самым получить финансирование на более выгодных условиях

Отметим важный нюанс. Для банков депозиты являются источником для выдачи кредитов с одной стороны, и обязательством перед вкладчиками этих депозитов – с другой. Выявив долю в более чем 90% депозитов в кредитах, особую актуальность набирает вопрос о распределении этих средств на различные направления кредитования. Как было определено ранее, ключевым направлением кредитования являются частные предприятия.

Рассмотрим подробнее главный источник кредитования для банков – депозиты.

Итак, объем срочных депозитов ко второй половине 2016 г. составляет 4,5 млрд. сом., из которых 1,6 млрд. относятся к срочным депозитам до 1 года, и 2,8 к срочным депозитам более 1 года.

**График 21. Объем депозитов за 2011-2016 гг.<sup>6</sup> по категориям в млрд. сомони**



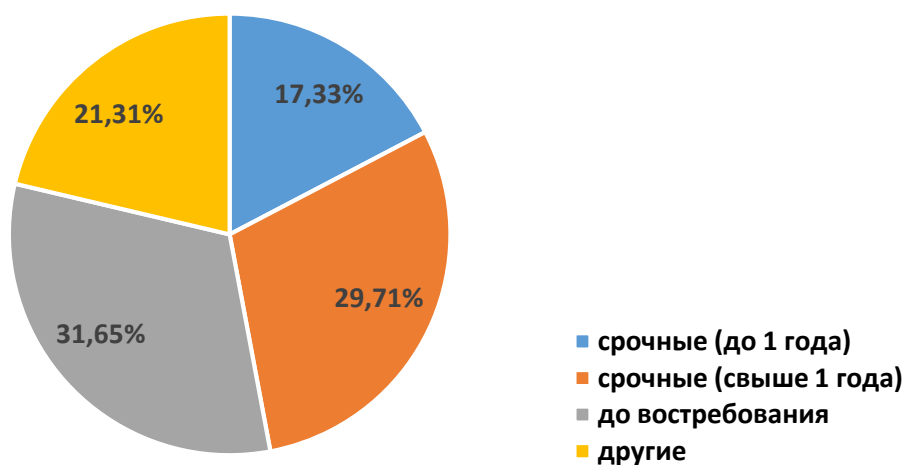
*Источник: Национальный Банк Таджикистана*

В общем объеме депозитов, доля депозитов до востребования превосходит остальные категории депозитов, занимая в ней более 31%. На втором месте, объемом в 29,7% находятся срочные депозиты свыше одного года.

Следовательно, разница между вкладчиками, заинтересованными во вложении своих средств на краткосрочный период, и тех, кто готов держать свои временно свободные средства в банке дольше одного года не слишком велика.

Пропорциональное соотношение депозитов по срокам выглядит следующим образом:

**График 22. Соотношение депозитов по категориям**

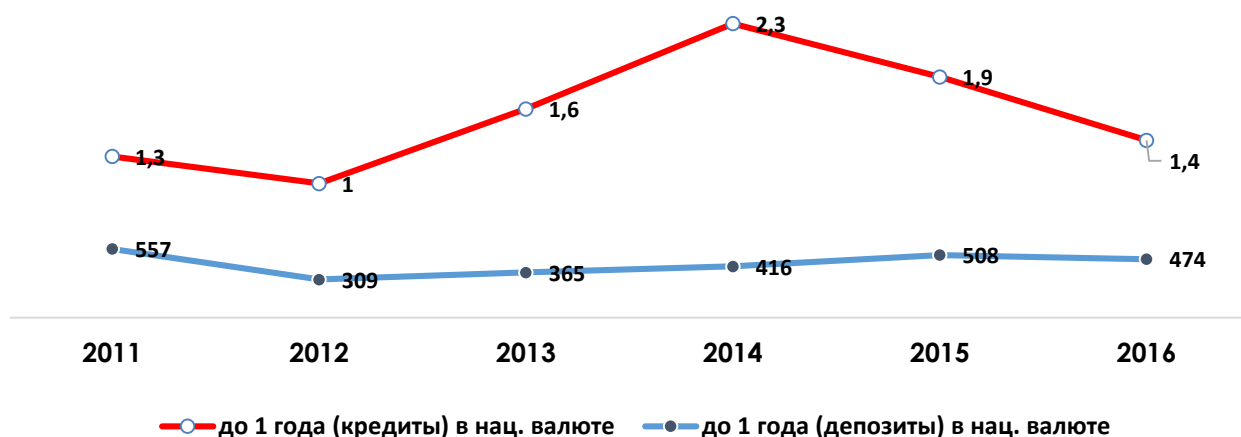


<sup>6</sup> К сентябрю 2016 г.



Рассмотрим теперь депозиты и кредиты исходя из валюты, в которой они хранятся и выдаются. Объемы кредитов, выдаваемых в национальной валюте, ко второй половине 2016 года по отношению к депозитам за аналогичный период больше сумму в более чем 966 млн. сом. Что говорит о предпочтительности национальной валюты для получения кредитов сроком до 1 года.

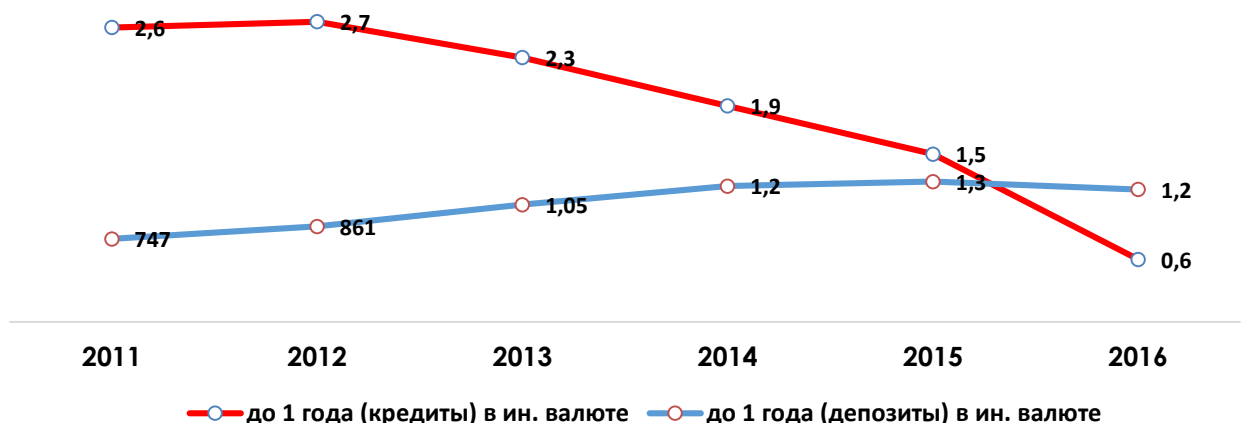
**График 23. Объем кредитов в млрд. и депозитов в млн. сомони до 1 года в национальной валюте за 2011-2016 гг.<sup>7</sup>**



*Источник: Национальный Банк Таджикистана*

Что касается объема кредитов и депозитов сроком до 1 года в иностранной валюте, то начиная с 2012 года, объем кредитов взял курс на снижение и ко второй половине 2016 года уменьшился на сумму более чем в 2,1 млрд. сом. Это является естественной реакцией заемщиков на увеличение курса иностранной валюты по отношению к национальной, и, следовательно, усложнением обслуживания и выплаты долга. Обратную тенденцию нам показывают депозиты, которые с 2011 по 2015 год увеличились на сумму в более чем 1,1 млрд. сом. Что опять же объясняется стремлением к получению выгоды от курсовой разницы.

**График 24. Объем кредитов и депозитов в млн. до 1 года в иностранной валюте**

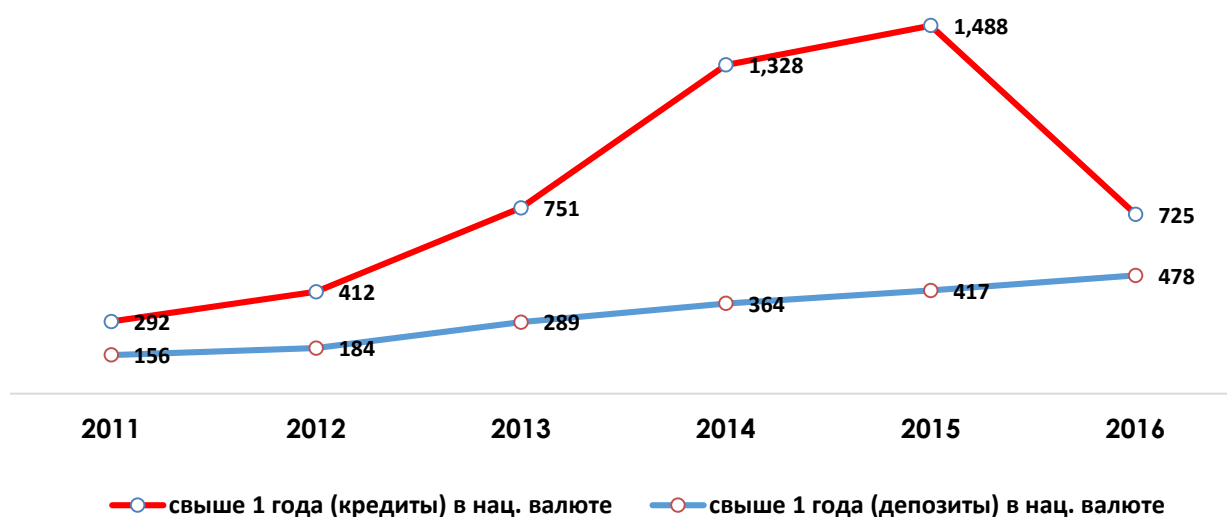


*Источник: Национальный Банк Таджикистана*

<sup>7</sup> К сентябрю 2016 г.

Рассмотрим теперь соотношение кредитов и депозитов сроком выше 1 года в национальной валюте. Объем кредитов свыше одного 1 года в национальной валюте за период с 2011 по 2015 год увеличился на сумму почти в 1,2 млрд. сом., но ко второй половине 2016 года снизился на сумму в более чем 760 млн. Объемы депозитов в национальной валюте сроком свыше 1 года за период 2011-2016 гг. увеличился в 3 раза.

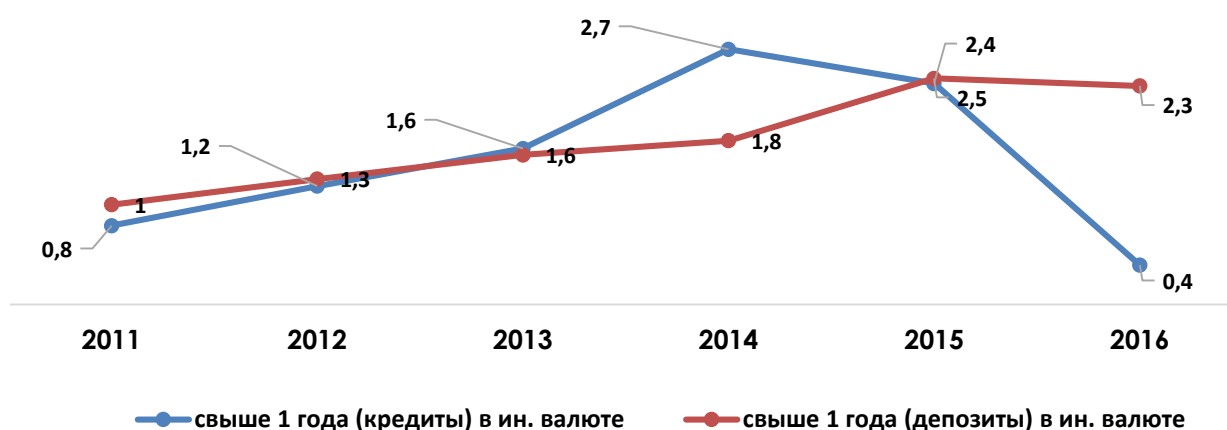
**График 25. Соотношение кредитов и депозитов свыше 1 года в национальной валюте в млн.**



Источник: Национальный Банк Таджикистана

Что касается объема кредитов сроком свыше 1 года в иностранной валюте, то имела место следующая динамика. Рост объема кредитов в иностранной валюте достигший к 2014 году 2,7 млрд. сом, взял курс на резкое снижение и ко второй половине 2016 г. составил более 400 млн. сом.

**График 26. Объем кредитов и депозитов свыше 1 года в иностранной валюте в млрд.**



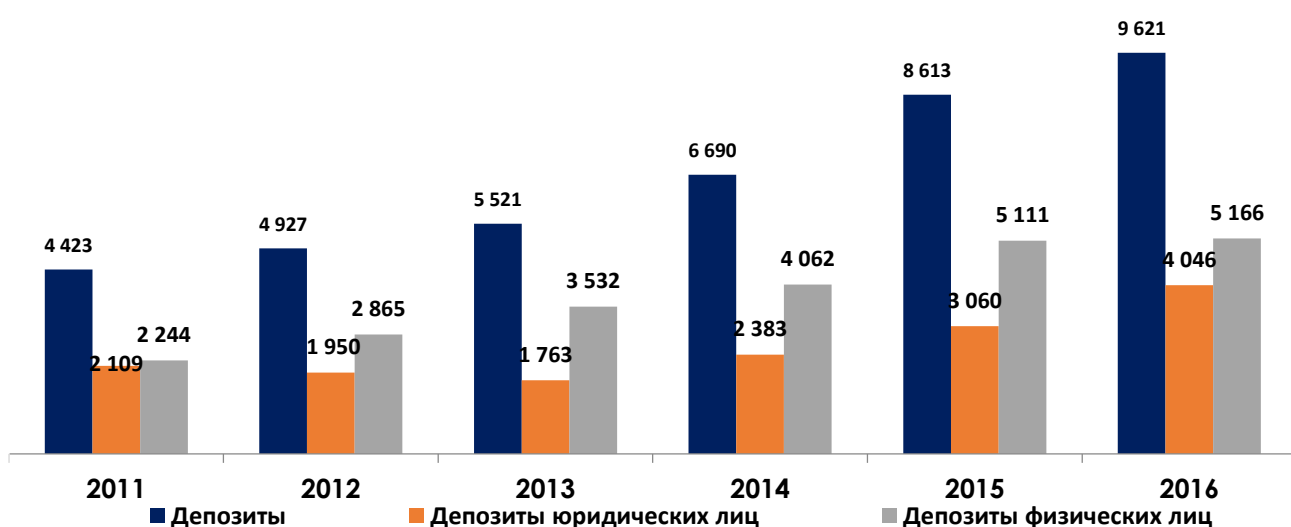
Источник: Национальный Банк Таджикистана

Объем депозитов же в иностранной валюте сроком выше 1 года вырос за последние 5 лет на сумму в более чем 1,2 млрд. сом.

В тоже время, если предположить, что некоторая часть этих депозитов вкладывалась бы не в банки, а в ценные бумаги, выпускаемые компаниями, то картина была бы совсем другой. Компании смогли бы привлечь финансовые средства на более выгодных условиях и длительный период. Наиболее эффективной практикой является вложение средств под конкретные проекты, средне и долгосрочного характера.

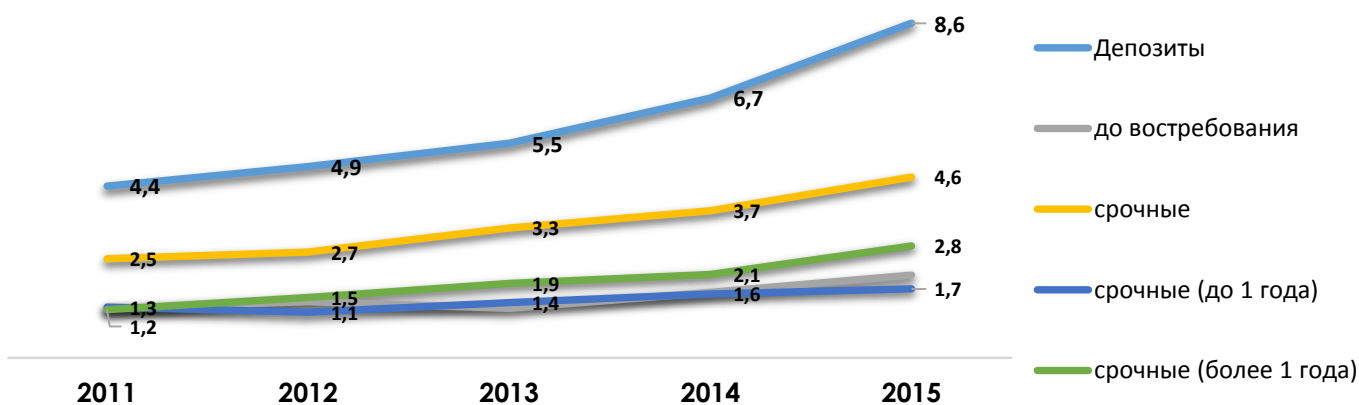
В целом объемы депозитов в течение 5 лет росли, преимущественно за счет вкладов физических лиц.

**График 27. Объем депозитов за 2011-2016 гг.<sup>8</sup> в млрд сом.**



Источник: Национальный Банк Таджикистана

**График 28. Объем кредитов, депозитов по срокам вложения за 2011-2015 гг. в млрд.**



Источник: Национальный Банк Таджикистана

<sup>8</sup> К сентябрю

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Суммируя данные по проведенному анализу, можно прийти к следующим выводам:

В Таджикистане опорным элементом финансовой системы выступают банки.

Как ключевой элемент финансовой системы, банки являются наиболее активными участниками рынка ценных бумаг, операции на котором пока происходят на внебиржевом рынке.

Обзор банковского сектора показывает, что более 90% от общей суммы выдаваемых кредитов приходится на депозиты.

Учитывая влияние внешнеэкономических факторов на национальную экономику, и нестабильность курса валют, предпочтение в отдается депозитам в иностранной валюте, а кредитам свыше 1 года в национальной валюте.

В целом, можно сказать сложилась тенденция к вложению депозитов в иностранной валюте, рассчитанной на выигрыш от курсовой разницы. Но, отметим, что ситуация в глобальной экономике в целом нестабильна, и курс валют подвергается постоянным изменениям.

Для инвесторов, более стабильным объектом инвестирования может стать вложение временно свободных средств в ценные бумаги, выпущенные местными компаниями.

Это в свою очередь привело бы к увеличению деловой активности населения, росту производственного сектора, увеличению числа рабочих мест, и в целом социально-экономическому продвижению.