

## РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КАК МЕХАНИЗМ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ В ЭКОНОМИКЕ КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

*Д. Ч. БЕКТЕНОВА – доцент Кыргызско-Российского (Славянского) университета*

**О**пыт промышленно развитых стран последнего десятилетия XX века свидетельствует, что эмиссии ценных бумаг часто являются наиболее выгодным и удобным способом привлечения дополнительных инвестиционных ресурсов.

В развитой рыночной экономике инвестиции, обеспечиваемые рынком ценных бумаг, значительно превосходят по объемам все другие источники финансирования, в частности, банковские кредиты и бюджетные средства. При этом кредиты банков в современных условиях обычно служат как вспомогательный механизм стабилизации денежных потоков, а бюджетные средства используются лишь для финансирования общественно значимых объектов.

Основой становления рынка корпоративных ценных бумаг стала Программа приватизации и разгосударствления государственной собственности.

В ходе массовой приватизации предполагалось, что в результате перераспределения акций на РЦБ у предприятий появятся эффективные собственники, которые смогли бы реорганизовать предприятия и привлечь необходимые инвестиции. В рамках Программы массовой приватизации с мая 1994 г. по август 1996 г. через систему аукционных центров были проданы за приватизационные купоны акции 906 предприятий, что составило 89,5 % общего числа приватизированных предприятий. В этот период было проведено 174 купонных аукциона на сумму 190,1 млн. сом. Путем обмена на купоны было реализовано 29706 акций приватизируемых предприятий. Кроме купонных аукционов, проводились денежные аукционы, где было выставлено 931 предприятие, из которых реализовано 405 на общую сумму 22,2 млн. сом.

Более половины обращающихся акций являлись учредительными выпусками, в том числе 70 % были выпущены в процессе массовой приватизации, в основном, путем обмена на бесплатные

приватизационные купоны. Лишь небольшая часть была реализована за наличные деньги. Это не позволяло создать инвестиционный потенциал, и потоки денежных средств замкнулись в сфере финансового обращения, лишь часть из них использовалась на цели потребления. Кроме того, из-за отсутствия инфраструктуры рынка ценных бумаг, низкой инвестиционной привлекательности крупные пакеты акций были сконцентрированы у руководства предприятий или отдельных лиц.

Казалось, что в республике имеются все предпосылки для становления зарождающегося рынка ценных бумаг и значительное число потенциальных инвесторов. Мобилизация даже части потенциала позволила бы через развитие рынка капиталов осуществить реструктуризацию многих предприятий.

В республике сложились практически все необходимые компоненты, присущие рынку ценных бумаг: фондовая биржа (создана в 1995 г.), акционерные общества, инвестиционные институты, регистраторы компаний и др. С опережением в 90-е годы развивались и предпринимательское (в т.ч. акционерное) право, и регулятивная инфраструктура фондового рынка и защита прав инвесторов. Принятие Законов Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», «Об инвестиционных фондах», ряда решений Президента Кыргызской Республики в области РЦБ и многочисленных нормативных правовых актов способствовало тому, что Госкомценбумаг стал важной составляющей создания рыночной экономики. В итоге инфраструктура фондового рынка является адекватной международной практике, может быть, даже наиболее развитой для фондового рынка Кыргызстана, накладывая слишком высокие регулятивные издержки на этот рынок.

Выбор конкретного метода и источника финансирования инвестиционного процесса зависит от целей привлечения капитала и параметров самой компании. Использование того или иного инструмента имеет свои преимущества и недостатки.

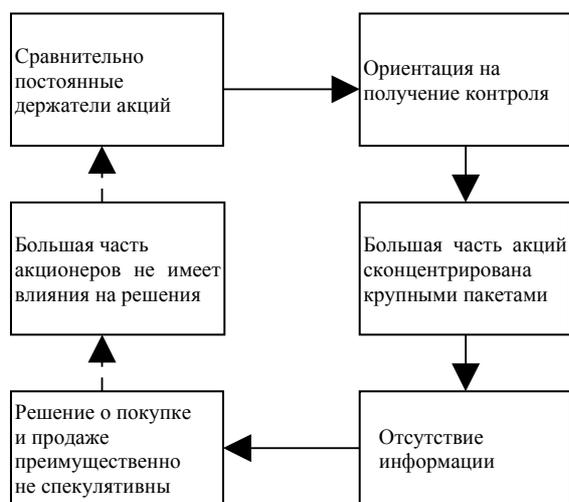
В целях привлечения инвестиций предприятия имеют возможность эмитировать как долевые ценные бумаги (обыкновенные и привилегированные акции), так и долговые ценные бумаги (прежде всего облигации). Выпуск акций не требует отвлечения активов в качестве обеспечения, как это происходит при долговом финансировании, при этом не возникает проблемы выплаты процентов и основной суммы долга. Вместе с тем это может привести к перераспределению в системе корпоративного контроля. В любом случае выбор метода и инструмента привлечения капитала каждое предприятие определяет самостоятельно. Однако имеются и модельные особенности использования указанных инструментов.

В настоящее время можно выделить две наиболее распространенные модели финансового рынка (англо-американская и германо-японская), которые характеризуются структурой источников и методов привлечения капитала корпорациями, характером регулирования рынка, а также связанным с ними поведением инвесторов и компаний.

В условиях трансформации экономики Кыргызстана в формировании финансового рынка происходят кардинальные изменения, существенно влияющие на деятельность отечественных компаний по привлечению капитала.

Сложившуюся модель финансового рынка Кыргызстана можно рассмотреть на рисунке.

Как видно, кыргызская модель финансового рынка больше подходит к континентальной (германо-японской) модели, хотя передача акций работникам и приватизация через упай в единстве со слабостью банковской системы первоначально давали большой шанс для развития модели финансового рынка, сходной с англо-американской. Отсутствие массового инвестора, усиливающаяся концентрация капитала и собственности в инсайдерских формах, склонность предприятий к привлечению заемных средств сделали ее ближе к континентальной.



Для кыргызского рынка капитала характерна высокая концентрация и централизация собственности. Более 78 % акционерного капитала собрано в весьма крупные пакеты и концентрация его продолжается. Однако на общем фоне концентрации собственности можно отметить одновременное развитие двух противоположных тенденций: укрепление позиции менеджеров (как акционеров или же субъектов управления, реально контролирующего предприятие) и растущий «натиск» аутсайдеров. Это характерно почти для всех стран с переходной экономикой.

Центральное место на рынке ценных бумаг занимает Кыргызская фондовая биржа. Она выступает как основной субъект позитивных процессов как в приватизации, так и в постприватизационном развитии акционерных компаний. С 2000 г. открыта в южном регионе Биржевая торговая система (г. Ош). Профессиональную деятельность осуществляют 69 юридических лиц, в том числе 2 Центральные депозитария, 25 брокерских компаний, 19 независимых регистраторов, 16 инвестиционных фондов и 9 коммерческих банков. Профессиональные участники РЦБ образовали 3 ассоциации: Ассоциацию брокеров и дилеров, Ассоциацию инвестиционных фондов и Ассоциацию специализированных регистраторов и депозитариев «Уюм». В республике действует одна саморегулируемая организация – (СРО) из числа членов КФБ. Национальной комиссией по рынку ценных бумаг (НКРЦБ) к концу 2001 г. было зарегистрировано 1836 выпусков акций, осуществленных более 1430 акционерными обществами (далее – АО) Кыргызской Республики на сумму 20 млрд. сом. С 2000 г. АО республики впервые начали выпускать долговые корпоративные ценные бумаги (облигации), которых было осуществлено 7 выпусков на сумму 110 млн. сом. АО, преобразованные из государственных предприятий, осуществили 75,2 % общего объема эмиссий и вновь учрежденные АО – 24,7 %. Из общей суммы выпусков акций АО 80 % являются учредительными и 20 % – дополнительными выпусками акций.

В отраслевом разрезе основная доля выпусков акций приходится на промышленность – 67 % от общего объема выпусков. На транспорт и отрасли приходится менее чем по 8,6 % от общего объема произведенных эмиссий акций.

Общий объем иностранных инвестиций в корпоративные ценные бумаги эмитентов Кыргызской Республики составил 3104,0 млн.сом. (за период 1992-2001 гг.), за 2001 г. – 493,4 млн.сом. по сравнению с 2000 г. уменьшился, что обусловлено отсутствием крупных стратегических инвестиций, как это было в 2000 г., в том числе из стран СНГ – 82,5 млн. сом., из стран дальнего зарубежья – 2973,2 млн. сом. Наиболее привлекательными сферами вложения капитала для иностранных инвесторов являются промышленность республики (60,8 %), строительство

(6,5 %), финансовые институты (22,5 %), транспорт и связь (3,8 %), менее привлекательными - сельское хозяйство и коммерческая деятельность.

Общее количество ценных бумаг за 2000 г., по которым осуществлялись сделки на торговой площадке Кыргызской фондовой биржи (далее КФБ), составило 173 млн. акций, или в 16,7 раз больше по сравнению с 1999 г., за 2001 г. – 85 млн., что на 88 млн. акций меньше, чем в 2000 г. Объемы ежегодных торгов на КФБ неуклонно увеличиваются. Общее количество ценных бумаг, по которым осуществлялись сделки на КФБ, составило за 2001 г. 85 млн. акций на сумму 906,5 млн. сом.

В результате реализации указа Президента КР «О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг» от 10 мая 1999 г. удалось придать этому рынку цивилизованный характер. Операции по ценным бумагам осуществляются строго в установленном порядке и только через лицензированную торговую площадку. С этого периода наблюдается рост объемов организованной торговли, связанной с совершенствованием технической инфраструктуры РЦБ в результате усиления требований к профессиональным

участникам РЦБ раскрывать полную информацию об операциях купли-продажи ценных бумаг и принятия ряда других постановлений Госкомценбумаг.

Объемы биржевых торгов постоянно увеличиваются: с 6,6 млн. сом. в 1996 г. (первый полный год работы биржи, официально открытой 25 мая 1995 г.) до 1089 млн. сом. в 2000 г. За четыре года объемы торгов выросли в 165 раз. По сравнению с 1999 г. этот показатель в 2000 г. увеличился примерно в 4,5 раза. В 2001 г. на торговых площадках КФБ были осуществлены сделки на 903 млн. сом., где было реализовано 85 млн. акций 280 предприятий, хотя по сравнению с 2000 г. наблюдается снижение объема сделок на 17,1 %.

Значительный рост объема торгов в 2000 г. на КФБ связан с размещением новой эмиссии акций АО «Реестма-Кыргызстан» (табачная промышленность) на сумму 799,5 млн. сом., а также дополнительных акций коммерческих банков, связанных с требованием НБ КР об увеличении их уставного капитала. Следует отметить, что увеличивается количество сделок, а также объем одной сделки (табл.1).

Таблица 1

Динамика объема и количества сделок на КФБ за 1996-2001гг.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Объем сделок, млн. сом.	6,0	17,0	46,1	246,6	1089,4	903,0
Количество сделок	1570	1126	2517	2614	10798	6552
Величина одной сделки, сом.	3847,8	15083,0	18261,8	94317,2	100888,9	137747,2

Как видно из табл. 1, объем одной сделки увеличился в 2001 г. по сравнению с 1996 г. в 35,8 раза.

Количество эмитентов, ценные бумаги которых стали объектом сделок на КФБ, неуклонно растет, если в 1999 г. количество эмитентов составило 154, то в 2001 г. в торгах приняли участие 295 эмитентов. За весь период существования биржи в торгах участвовало 430 эмитентов из 1403 АО, или только третья часть. Впервые в 2000 г. в торгах на КФБ принял участие своими облигациями иностранный эмитент - Алматинский торгово-финансовый банк Республики Казахстан. Общий объем сделок за период с 1995 г. составил более 2 млрд. 326 млн. сом.

В целях защиты интересов эмитентов, инвесторов и профессиональных участников фондового рынка на КФБ создан Комитет по листингу, проводящий экспертную оценку деятельности компаний, подавших заявление на прохождение листинга. Однако, как показывают данные 2000 г., из 288 эмитентов только 55, или 19 %, прошли листинг, объем торгов которых составил 146,4 млн. сом., или 13,4 %, а 233 компании, не прошедшие листинг, - 943 млн. сом., или 86,6 %. В 2001 г. возросла доля листинговых компаний в общем объеме торгов до 21,7 %, соответственно, снизилась доля нелистинговых компаний. Таким

образом, идет активизация предприятий, проходящих процедуру листинга на КФБ. В региональном разрезе наибольшее количество предприятий-эмитентов, участвующих в торгах на КФБ, сосредоточено в г. Бишкек - 58 %, далее в Чуйской – 26, затем Ошской – 10 и Джалал-Абадской – 6 % областях. Это объясняется тем, что большая часть промышленных и торговых предприятий сосредоточена в этих регионах.

С 2000 г. на рынке Кыргызстана появились корпоративные облигации. Первым корпоративным инструментом с фиксированной доходностью стали облигации Алматинского торгово-финансового банка. В 2001 г. на рынке появились облигации отечественных эмитентов. Сумма сделок по ним пока незначительна (54 млн. сом.) и составляет около 6 % от общего объема сделок. При рассмотрении отраслевой структуры сделок по акциям эмитентов за 2000-2001 гг. обнаруживается, что большая часть сделок совершена с ценными бумагами (акциями) АО «Реестма-Кыргызстан» и коммерческих банков. По результатам 2000 г., биржевой оборот АО «Реестма-Кыргызстан» составлял 67,1 %, а коммерческих банков – 17,7 %. В 2001 г. доля сделок с ценными бумагами коммерческих банков в общем объеме торгов увеличилась, составив 38,4 %, или 346 млн. сом. Количество сделок составило 2676, или 41 % от

общего числа. В торгах участвовали ценные бумаги 15 коммерческих банков. Таким образом, коммерческие банки являются активными участниками рынка ценных бумаг, в особенности по первичному размещению. Поэтому существенные изменения в финансовом секторе могут значительно изменить сложившуюся ситуацию в структуре первичного размещения ценных бумаг и фондовом рынке в целом.

Самым распространенным процессом на рынке ценных бумаг Кыргызстана является их первичное размещение. Вторичный рынок ценных бумаг имеет небольшие обороты из-за отсутствия в достаточной степени ликвидности корпоративных ценных бумаг,

которая во многом связана с тем, что их доходность низка и в ряде случаев не компенсирует потери от инфляции.

Наиболее важными показателями, характеризующими текущую ситуацию по объему рынка ценных бумаг, являются: объем капитализации, который представляет собой суммарную курсовую стоимость выпущенных акций компаний, имеющих регулярную котировку, доля капитализации в ВВП, количество совершаемых сделок с ценными бумагами, количество проданных ценных бумаг.

Динамика соотношения капитализации Кыргызской фондовой биржи к ВВП видна в табл. 2.

Таблица 2

Динамика капитализации КФБ за 1996-2000 гг.

Показатель	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Капитализация, млн. сом.	70,2	1074,0	5981,8	2917,9	256,2	223,3
Среднемесячная капитализация КФБ, млн. долл.	4,78	55,6	28,8	74,78	4,945	0,39
Капитализация КФБ к ВВП, %	0,3	3,5	17,5	5,98	0,39	0,59

Как видно из приведенных данных, капитализация фондовой биржи за последние два года резко упала по сравнению с 1998 и 1999 гг. Снижение капитализации КФБ объясняется падением цен на акции АО «Кыргызэнерго» и АО «Кыргызтелеком», суммарная стоимость которых занимает основную долю в капитализации.

Если сравнить уровень капитализации КФБ Кыргызской Республики по отношению к ВВП с развитыми странами и даже с Россией, то он ничтожно низок. К примеру, уровень капитализации к ВВП в США в 1994 г. составлял 61 %, Англии – 106,9 %, Японии – 85,9 %, в России в 1999 г. – около 9 %. На долю этих трех развитых стран приходится 70 % мировой капитализации. Бесспорным лидером остается Нью-Йоркская фондовая биржа, на которую приходится 33 % мирового объема капитализации, на втором месте – Токийская фондовая биржа (21 %), на третьем – Лондонская (8 %). Примечательным является то, что не вся капитализированная стоимость в этих странах направляется на увеличение инвестиций в основной капитал. Например, Япония при колоссальном уровне капитализации к ВВП направляет средства на накопление лишь в пределах от 0,7 до 1,4 %<sup>1</sup>. Рынок акций в целом имеет большое значение в перераспределении национального богатства в экономике, чем в накоплении капитала (кроме Англии, Франции, Голландии, Швеции и других стран).

Сформировавшийся в Кыргызстане в 90-е годы фондовый рынок воспринимается обществом как обособленная часть экономики, интересы и деятельность которого слабо связаны с функционированием реального сектора экономики.

В самом деле, фондовый рынок не обеспечивает привлечения и перераспределения инвестиционных ресурсов, дефицит которых приближается к 100 % потребности. Капитализация кыргызского рынка акций мизерна по сравнению с развитыми странами, а без увеличения монетизации экономики ее повышение остается невозможным.

Кыргызский рынок корпоративных акций практически не выполняет функцию трансформации финансовых ресурсов в реальные инвестиции. В основном, он сегодня обслуживает процесс приватизации и отчасти перераспределения собственности после приватизации. За счет эмиссии корпоративных ценных бумаг в 2000 г. финансировалось менее 1 % всех инвестиций (в странах с развитой экономикой – от 10 до 40 %)<sup>2</sup>. Рынок страдает от непрозрачности и отсутствия информации о торговых операциях. Из-за этого вторичный рынок характеризуется низким уровнем ликвидности и высокими затратами на исполнение сделок. Количество профессиональных участников на рынке невелико, неразвита его инфраструктура, низка вовлеченность регионов, мало финансовых инструментов. Между тем в формирующихся фондовых рынках стран с трансформирующейся экономикой появились такие инструменты, как депозитарные расписки, муниципальные заемные бумаги, производные ценные бумаги, варранты, опционы, фьючерсы и мн.др. В последующие годы в республике предпринимались попытки создания и выпуска нового вида ценных бумаг – жилищного сертификата, но он так и не был эмитирован. Ведется разработка по ипотечным ценным бумагам.

<sup>1</sup> Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки. – М.: ИНФРА-М, 1996. - С. 18-20.

<sup>2</sup> Эксперт. –1999. - № 38 (202).

