

РЫНОК КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Ч.ТОКТОСУНОВА, ЦЭиСР при МФ КР

Формирование рынка ценных бумаг (РЦБ) в Кыргызстане происходило в условиях длительного падения производства, разрушения хозяйственных связей, разложения финансовой системы, полного отсутствия опыта рыночных взаимоотношений и соответствующей законодательной базы. Основой становления РЦБ стала Правительственная 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 итоге очень небольшой процент населения, госслужащие, бывшие партийные работники, директорский корпус в основном стали владельцами этих предприятий. Из-за отсутствия инфраструктуры РЦБ, низкой инвестиционной привлекательности крупные пакеты акций были сконцентрированы у руководства предприятий или отдельных лиц.

На РЦБ Кыргызской Республики осуществляли профессиональную деятельность по ценным бумагам 75 юридических лиц (31.12.99 г.), в том числе: регистраторы, Центральный депозитарий, инвестиционные фонды, Кыргызская фондовая биржа; на условиях совмещения профессиональных видов деятельности - брокеры-дилеры, доверительные управляющие, инвестиционные консультанты, управляющие компаний.

Национальной комиссией по рынку ценных бумаг (НКРЦБ) было зарегистрировано 1536 выпусков акций акционерных обществ Кыргызской Республики на сумму 15 149 млн.сом. и один выпуск облигаций на сумму 0,280 млн.сом. (1.01.00 г.). Из общего объема эмиссии акций 88% (13 394 млн.сом.) составляют учредительные и 12% (1756 млн.сом.) - дополнительные выпуски акций. Акционерные общества, преобразованные из государственных предприятий, осуществили выпуски акций на сумму, составляющую 85% от общего объема эмиссии, вновь учрежденные - 15%. Основная доля выпусков ценных бумаг

производилась акционерными обществами, образованными в процессе приватизации (85%).

Тем не менее наметилась тенденция увеличения объемов выпуска ценных бумаг вновь созданных АО (в 1997 г. - 4,5%, в 1998 г. - 44%, в 1999 г. - 62% общего объема эмиссии).

В НКРЦБ по состоянию на 01.01.00 г. были зарегистрированы выпуски ценных бумаг 1283 акционерных обществ. Из них 1109 - АО открытого и 174 - закрытого типа. Учредительные выпуски ценных бумаг составили 89% общего объема эмиссии. Однако наметилась тенденция увеличения доли дополнительных выпусков акций: в 1999 г. - это 66% от общего объема эмиссии, в 1998 г. - 31%, в 1997 г. - 1,7%. В региональном разрезе 83,4% общего объема эмиссии осуществлено акционерными обществами Бишкека, в Ошской и Чуйской областях - соответственно 3,5 и 6,2%, поскольку в этих регионах сосредоточена основная масса промышленных предприятий, предприятий транспорта и финансовых институтов, которые составляют основную долю в общем объеме эмиссии.

В отраслевом разрезе основная доля выпусков акций приходится на промышленность - 72,3%, транспорт и связь - 11,5%, финансовые институты - 9,4%. Доля остальных отраслей - в основном менее 2% общего объема эмиссии.

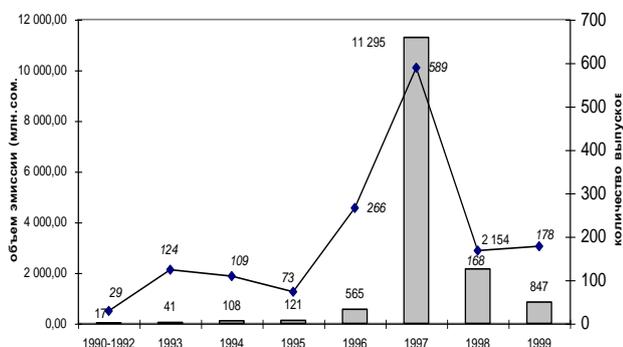
Общий объем иностранных инвестиций в корпоративные ценные бумаги эмитентов КР составил 1 654 млн.сом. Из стран СНГ - 2,9%, дальнего зарубежья - 97,1%. Основная доля иностранных инвестиций приходится на ценные бумаги предприятий промышленности - 59,0% общего объема иностранных инвестиций. Затем идут финансовые институты - 20,5%, строительство - 12,0%, транспорт и связь - 5,0%.

В 1999 г. зарегистрировано 178 выпусков акций на общую сумму 847 млн.сом. (см. рисунок). Из них 34% (286 млн. сом.) составляют учредительные выпуски акций, 66% (561 млн.сом.) - дополнительные. За 1999 г. 67 эмиссий на сумму 319 млн. сом. осуществили АО, преобразованные из государственных предприятий, в то же время вновь учрежденные АО (образованные без участия государства) произвели 111 эмиссий на сумму 528 млн.сом., что свидетельствует о росте объемов инвестиций

в предприятия, не имеющие государственного участия.

фонды активно участвуют в управлении акционерными обществами, входят в Совет директоров и являются активными и компетентными акционерами.

Динамика объема эмиссии и выпусков акций



В настоящее время в республике насчитывается 14 инвестиционных фондов, с совокупным объявленным уставным капиталом порядка 16,9 млн.сом., осуществленным при 34 эмиссиях. Акционерами инвестиционных фондов являются более 107 тыс. юридических и физических лиц, которые обменяли свои приватизационные купоны на акции инвест-фондов, либо приобрели их. Самыми крупными инвестиционными фондами по количеству акционеров являются "Ошинвест" - более 41,0 тыс., "Береке-Инвест" - 15,0 тыс., "Кыргыз-инвест" - 13,0 тыс., в остальных инвестфондах насчитывается в среднем по 5 тыс. акционеров и менее. Инвестиционным фондам принадлежат акции крупных акционерных обществ республики (в среднем от 30 до 50). По итогам работы за 1998 г. инвестиционными фондами приняты решения о выплате своим акционерам дивидендов в расчете на одну акцию: "Ала-Тооинвест" - 6,06 сом., "Чуйинвест" - 3,5 сом., "Ошинвест" - 1,07 сом., "Бишкекивестфонд" - 1,47 сом., "Кыргызинвест" - 8,34 сом., "Элесинвест" - 1,97 сом. В своей деятельности инвестиционные

На 05.04.00 г. процедуру листинга на Кыргызской фондовой бирже (КФБ) прошли 75 компаний, из них к торгам допущены 66, также в торгах участвуют от 20 до 25 нелистинговых компаний, количество членов КФБ составляет 17. Листинговых предприятий в 1995 г. было зарегистрировано всего десять, а на 5.04.00 г. уже 66. Таким образом, идет активизация предприятий, проходящих процедуру листинга на КФБ.

В региональном разрезе наибольшее количество предприятий сосредоточено в Бишкеке - 58%, далее в Чуйской - 26%, затем Ошской - 10% и Джалал-Абадской - 6% областях. Как уже было сказано, у нас очень низкая вовлеченность регионов на РЦБ, что объясняется превосходством Бишкека и Чуйской области. Кроме того, все основные промышленные и торговые предприятия сосредоточены в этих районах. Плюс ко всему, после получения Бишкеком кредитного рейтинга, шансы его предприятий возросли, следовательно, и их инвестиционная привлекательность. Таблица демонстрирует ежегодное увеличение объема торгов (сумма 1999 г. превысила консолидированный объем предыдущих четырех лет), что обусловлено тремя причинами:

- 1 - в НКРЦБ зарегистрировано более 1,2 тыс. АО открытого типа, а на КФБ к торгам допущено 66;
- 2 - вышел Указ, запрещающий проведение сделок на внебиржевом рынке;
- 3 - большинство АО провели лишь учредительские эмиссии, и в будущем многие предприятия будут увеличивать собственный капитал за счет дополнительных эмиссий.

Информация о деятельности КФБ

Период	Количество сделок	Количество ценных бумаг	Общий торговый объем, млн.сом.
25.05.95-31.12.98	6626	8621903	71,42
01.01.99-31.12.99	2642	10399573	246,84
01.01.00-30.03.00	4020	7675441	81,61

Указ Президента от 10 мая 1999 г. поставил вне закона все сделки с акциями, если они не зарегистрированы в лицензированной торговой системе через профессиональных участников РЦБ. На сегодняшний день КФБ является единственной лицензированной тор-говой системой в Кыргызстане, что ставит Биржу и ее членов в преимущественное положение. Продажа госпакетов акций на КФБ даст возможность привлечь портфельных инвесто-ров, которые, как правило, подтягивают страте-гических. Что касается деятельности КФБ в 1999 г., то общий объем торгов составил 246 млн.сом., показатель рыночной капитализации ценных бумаг, имеющих обращение на бирже, на 30.12.99 г. зафиксирован на уровне 3,3 млрд. сом. (снижение во многом объясняется рыночной конъюнктурой). Это также отражается в невысоком значении индекса КФБ, который составил на 30.12.99 г. 81,5 пункта (за базу принято 100). При этом количество листинговых компаний насчитывало 63 АО, а ценных бумаг, обращавшихся в течение года, - 10,4 млн. штук. В структуре торгов большую долю все же занимают нелистинговые компании (объем торгов по ним зафиксирован на уровне 163,3 млн. сом., тогда как по листинговым - 83,5 млн.сом.). Наибольшей популярностью пользуются ценные бумаги банковского сектора: "Кайратбанк", "Промстройбанк", "Аманбанк", а также некоторых "голубых фишек": "Кыргыз-телекома", АО "Нур" и т.д.

За 1 кв. 2000 г. объем торгов ценными бумагами составил 87,8 млн.сом., тогда как за первые четыре года (1995 -1998 гг.) - 71,4 млн.сом. Основным событием 1 кв. 2000 г. для КФБ стало решение собрания ее учредителей об акционировании Биржи.

Опыт показал, что продажа госдоли акций предприятий приводит к большому притоку иностранной валюты в республику. Реализация акций через КФБ обеспечит реальные и справедливые цены на акции, создаст условия для эффективных операций с ними, а также будет гарантировать законность и своевре-менность передачи прав собственности на ценные бумаги. В ближайшее время, по согласованию с ФГИ, должна начаться приватизация перспективных предприятий республики через КФБ.

Подходит к завершению процесс прива-тизации. Впереди самые заманчивые объекты: АО "Кыргызтелеком", НАК "Кыргызстан аба жолдору", АО "ОРЕМИ", АО "Кыргызэнерго". За 1999 г. Фонд госимущества провел десять аукционов, 146 объектов перешли в частные руки, причем учреждения проданы по цене, вдвое больше стартовой. В бюджет поступило

250 млн. сом. (план - 360 млн.), дивидендов -около 12 млн.

В целях вывода экономики из тяжелого экономического положения можно использовать трастовый метод управления госпредприятием, хорошо показавший себя на практике. АО "Дастан", Кукурузоперерабатывающий, авторе-монтный заводы, АО "Кыргызкабель" и другие предприятия-монополисты были переданы с последующим выкупом госдоли в доверительное управление. Это благоприятно сказалось на производстве: ожили стоявшие пять-семь лет цеха, появились прямые инвесторы, начался рост прибыли.

Брокеры и дилеры являются связующими звеньями между покупателями и продавцами. По оценке экспертов, от приватизации базовых предприятий на фондовый рынок удалось привлечь порядка 30-35 млн.долл. Основная часть этих денег не попала в карманы насе-ления, имевшего купоны, а осела в брокерских конторах и обменных пунктах, которые про-водили посреднические сделки по формиро-ванию пакетов акций для иностранцев. Для глав брокерских контор и "обменок" это был золотой век - тогда они имели самые высокие заработки, сколотили на этом неплохой капитал. Доллары портфельных инвесторов также способствовали развитию брокерской инфраструктуры.

В настоящее время в южном регионе рес-публики (Ошская, Джалал-Абадская области) в основном работают две брокерские конторы: ЗАО "Заман", ФК "Финброк". В последнее время там активизировали работу брокеры таких компаний, как ФИК "Капитал", ФИК "Asco & Co". Благодаря повышенному интересу иностранных инвесторов к РЦБ в 1997-1998 гг. и совершенным ими операциям, кыргызстанские брокерско-дилерские компании смогли попра-вить свое финансовое положение, сформировать и обучить кадры, приобрести необходимую технику, компьютерные программы. Из брокер-ских контор в 1999 г. наиболее активно работали около десяти.

В результате реализации Указа Президента КР "О мерах по дальнейшему развитию организованного РЦБ" от 10 мая 1999 г. в целом удалось придать нашему рынку организованный и цивилизованный характер. Операции по ценным бумагам теперь осуществляются строго в установленном порядке и только через лицензированную торговую площадку, что и обеспечивает прозрачность рынку, упорядо-ченность деятельности и оперативность надзора.

Относительно совместной деятельности НКРЦБ и НБКР по концентрации всех вто-ричных финансовых рынков в едином органи-зованном месте - на КФБ уже есть

Поста-новления Правительства КР "О концентрации рынков" и "О реализации государственной доли акций на КФБ", что позволит в скором времени объединить движение всех финансовых инструментов через лицензированную торговую площадку, содействуя более широкому и прозрачному доступу инвесторов как к государственным, так и корпоративным ценным бумагам.

Одним из важных событий фондового рынка стало и то, что впервые акции кыргызстанских эмитентов были выставлены и котируются на внешних рынках, в частности, на Казахской фондовой бирже, где 15 ноября 1999 г. акции наших "голубых фишек": "Кыргыз-телекома", "Кыргызэнерго", Кантского цемента-шиферного комбината стали доступными и иностранным инвесторам. Новым этапом в техническом развитии фондового рынка явилось открытие компьютеризированной торговой системы USTS. С ее введением технически подкрепляются планы как по концентрации финансовых рынков на КФБ, так и по глобализации кыргызстанского рынка.

Однако нынешний фондовый рынок республики еще слабо выполняет функции аккумуляции средств инвесторов и обеспечения предприятиям доступа к капиталам. Рынок сегодня в значительной степени перераспределяет процесс приватизации и отчасти перераспределения собственности после приватизации. Рынок страдает от непрозрачности и отсутствия информации о торговых операциях. Из-за этого национальный вторичный рынок характеризуется низким уровнем ликвидности и высокими затратами на исполнение сделок. Отсюда объективная слабость функционирующего на данном этапе фондового рынка: под его товаром нет прочной основы в виде реальной растущей устойчивой экономики. На нем сейчас происходят в основном процессы распределения накопленного ранее богатства между новыми собственниками.

На сегодня количество профессиональных участников невелико, существует только одна торговая площадка, неразвита инфраструктура рынка, низка вовлеченность регионов, мало финансовых инструментов. Используется лишь незначительная часть финансового потенциала - это ГКВ и корпоративные акции, тогда как существуют еще депозитарные расписки, муниципальные заемные бумаги, корпоративные облигации, производные ценные бумаги, варранты, опционы, фьючерсы и мн. др. В последние годы предпринимались попытки создания и выпуска новых видов ценных бумаг. Так, было утверждено положение о жилищных сертификатах. Однако реальная эмиссия жилищных сертификатов не была

осуществлена. Ведется разработка по ипотечным ценным бумагам.

Инвестиционный капитал фондового рынка сейчас крайне ограничен. Потоки средств в процессе реализации ценных бумаг не направляются на инвестирование производства, они в основном замыкаются на сфере финансового обращения, частично используются и в целях потребления. Но здесь виновен не сам рынок ценных бумаг в его нынешнем виде - инвестициям в производство противодействует весь комплекс условий переходной экономики:

- сохраняющаяся, хотя и существенно подавленная инфляция;
- слабая защита прав собственности;
- слабость банковской системы республики как важнейшей инфраструктурной опоры функционирования РЦБ;
- мобилизация внутренних сбережений на цели инвестирования.

Возможность направления сбережений населения на рынок корпоративных ценных бумаг требует активизации внедрения корпоративного управления на предприятиях, налаживания механизма передачи собственности в руки эффективного собственника. Сегодня у предприятий отсутствует бизнес-план, под реализацию которого могут привлечь акционерный капитал, также нет достаточных знаний о правилах работы на фондовом рынке.

В сфере привлечения капитала на рынок имеются следующие проблемы:

- ограниченное количество ценных бумаг в обращении на рынке;
- незаинтересованность коммерческих банков в операциях с корпоративными ценными бумагами, из-за потери капитала при их приобретении согласно нормативным актам НБКР;
- слабая правовая защищенность инвесторов от недобросовестных эмитентов.

Большое внимание должно уделяться защите прав и интересов инвесторов. Инвестиционной привлекательности, мешает несовершенная система налогообложения. У нас налоговая база гораздо жестче, чем в Казахстане и Узбекистане. Необходимо снизить ставки на приток капитала, в Казахстане этот налог отсутствует. Кроме того, налогообложения процентного дохода по государственным ценным бумагам в Казахстане нет, у нас это 5%; налоговый режим репатриации прибыли составляет 15%, в Казахстане этот показатель отсутствует. Поэтому, без сомнения, иностранные инвесторы отдадут предпочтение нашим соседям.

Таким образом, создание инвестиционной привлекательности страны остается всего лишь лозунгом. *Рост инвестиций зависит от*

инвестиционной привлекательности, а инвестиционная привлекательность от прозрачности рынка и гарантированности прав инвестора. Но на сегодня эмитенты не желают раскрывать информацию, это связано с тем, что главная причина в директорате, который не склонен делиться властью, не желает, чтобы акции уходили в сторону, а также попадать под перекрестный контроль акционеров. Рано или поздно эмитенты должны будут выйти на РЦБ и обеспечить прозрачность своей деятельности для создания инвестиционной привлекательности.

В обеспечении прозрачности и привлекательности в рамках контролирующей деятельности главная роль отводится государству, но государство слабо справляется со своими обязанностями. Государство должно оказывать посильную помощь в развитии предприятий, при этом минимизировать государственное регулирование, избавляться от доли собственности на предприятиях.

Надо отметить, что в Кыргызстане портфельные инвесторы появились с началом приватизации крупнейших предприятий-монополистов республики: "Кыргызэнерго", "Кыргызтелеком", "Кыргызстан аба жолдору". Под занавес купонных аукционов был период особой заинтересованности зарубежных компаний акциями наших базовых предприятий. Ажиотажный спрос на ценные бумаги этих предприятий вызвал небывалый рост их котировок, если бы в тот момент правительство поторопилось с разработкой приватизации "голубых фишек" и международный аукцион по продаже их пакетов акций стартовал сразу после окончания массовой приватизации, то в экономику Кыргызстана могли бы попасть немалые частные инвестиции.

В последние годы, используя механизмы РЦБ, в республику было привлечено иностранных инвестиций в сумме 1,5 млрд. сом. Из них только за 1997-1998 гг. путем приобретения на вторичном рынке акций "Кыргызэнерго", "Кыргызтелеком" и других, иностранные портфельные инвесторы вложили в экономику республики около 30 млн.долл. В 1998 г. портфельные инвесторы покупали акции всех кыргызстанских предприятий, которые как-то работали. Если сегодня этого не случится, не будет роста и всего рынка, хотя некоторые предприятия могут расти. Хороший менеджмент, грамотное управление финансами и хороший денежный поток могут привлечь серьезного инвестора, но инвесторы стали более осторожными, они изучают уже не страну, а конкретно компанию. Конечно, инвесторы будут помогать, но не так безоглядно, как в былые годы.

Сегодня отношение инвесторов к нашей экономике можно охарактеризовать как очень равнодушное. Вложенные деньги ушли на различные программы, слишком неэффективно проводились реформы. Инвесторы теряют к нам интерес. Плачевное состояние экономики их не привлекает. Но мы должны вернуть инвесторов, для активизации новых капиталов для развития РЦБ, но для этого экономика должна перестать зависеть от политики, все решения должны зависеть от экономической целесообразности. Итак, на сегодня первоочередная задача создать стимулирующую и гарантирующую права инвесторов законодательную основу развития РЦБ. Стоит внимательно присмотреться к фондовой модели, построенной сегодня в Кыргызстане, проанализировать целесообразность копирования американских и европейских моделей.

На сегодняшний день ценные бумаги практически не представлены на международных рынках капиталов. В ближайшее время необходимо разработать программу "Голубые фишки Кыргызстана" в целях активизации торговли ценными бумагами, а также размещения части государственных пакетов акций крупнейших АО среди портфельных инвесторов. Но мы должны учитывать, что в процессе приватизации передача стратегически важных объектов республики в собственность нерезидентов и потеря контроля над движением соответствующих акций станут угрозой развитию РЦБ. Поэтому необходимо разработать механизм государственного регулирования портфельных инвестиций с целью обеспечения устойчивости РЦБ страны, осуществить перестройку системы соответствующей статистической информации о состоянии экономики, банковской деятельности и функционировании РЦБ с целью обеспечения прозрачности, возможно, более полной гласности деятельности реального и финансового секторов экономики для предотвращения криминально-теневых проявлений, снижения размеров спекулятивных операций, рисков для инвестиций, усиления доверия инвесторов к действующим институциональным рыночным учреждениям.

Сегодня у многих предприятий имеются большие задолженности перед бюджетом и Соцфондом. Эту проблему необходимо уже сейчас решать и одним из таких решений может стать секьюритизация задолженностей. При секьюритизации долги предприятий будут преобразованы в ценные бумаги, которые в дальнейшем можно реализовывать по рыночным ценам, что будет способствовать

смене собственников, приходу более эффективных собственников.

Эффективность развития любого сектора экономики зависит как от уровня взаимодействия объектов и субъектов этих секторов, так и от уровня государственного регулирования. Обычно государственное регулирование осуществляется через систему прямого и косвенного воздействия. Прямое воздействие осуществляется через законодательную деятельность представительных органов по проблемам РЦБ, а также законодательных актов органов исполнительной власти. К основным рычагам косвенного воздействия относится налоговая политика государства.

Анализируя вышесказанное, необходимо отметить, что, несмотря на все проблемы, рынок ценных бумаг в Кыргызстане сформировался, но еще пока рано говорить о каком-либо уровне или качестве развития.

