

УДК 336.461

С. М. КЕНЖЕГУЗИН, Н. К. КУЧУКОВА

КРИТЕРИИ И НОРМЫ НА РЫНКЕ ПУБЛИЧНОГО ДОЛГОВОГО ЗАИМСТВОВАНИЯ

Предложена альтернатива банковскому займу – облигационный займ. Показано влияние существующих норм и процедур на компанию при привлечении денежных средств путем использования облигационного займа. Изложены преимущества публичного долгового заимствования. Рассмотрены процедурные этапы и существующие требования компаний допуска на листинг Казахстанской фондовой биржи. Предложены рекомендации по допуску средних казахстанских компаний на публичный рынок долгового заимствования.

Реальный рынок характеризуется наличием разнообразия форм собственности, развитой структурой, ограниченностью ресурсов и возможностью его участников. Деловая активность на рынке зависит от доступности товаров и услуг, эффективного использования ресурсов (трудовых, финансовых, материальных) и их контроля со стороны менеджмента. При успешном проведении бизнеса поток денежных средств от продаж товаров и услуг примерно соответствует основным потребностям компании в денежных средствах. Для роста же производства компании требуется дополнительная потребность в денежных средствах.

При привлечении внешнего финансирования компаний (участникам или руководству) необходимо ответить на следующие вопросы:

развитие бизнеса будет основываться на собственных или заемных средствах;

какими будут способы привлечения дополнительного финансирования;

каково будет соотношение собственного и заемного капитала;

каким будет выбор вида финансирования и определения стоимости привлеченных денежных средств.

Ответы на эти вопросы будут зависеть от институциональной среды, где находятся компании и ее учредители. Нормы, существующие в институциональной среде, позволяют участникам сделать свой выбор. Являясь базовым регулятором, норма обеспечивает взаимодействие людей, и в виду того, что последние управляют компанией, выбор развития бизнеса и способа его финансирования зависит от приверженности управленцев (учредителей) тем или иным нормам. Под принятием управленческого решения компанией подразумевается решение ее учредителей или управ-

ленцев. В случае привлечения дополнительного финансирования перед компанией возникают проблемы как определения объемов и видов использования долгосрочного и краткосрочного заимствования, так и соотношения между задолженностью и уставным (акционерным) капиталом. В определенных случаях, при дальнейшем увеличении задолженности, это соотношение становится слишком рискованным.

При недостаточности внутренних накоплений компания имеет возможность привлечения денежных средств путем банковских займов, облигационных займов, а также капитала акционеров (учредителей). Каждый из этих способов имеет определенные характеристики, критерии, которые дают компании различные возможности, например, выпуск облигаций, позволяет увеличить срок заимствования или удешевить стоимость займов. Но в тоже время выбранный способ привлечения денежных ресурсов оказывает обратное воздействие на компанию (табл. 1). Компании

Таблица 1. Характеристики и критерии способов привлечения капитала

Вид финансирования	Характеристика
Кредитные займы	возвратность; процентные расходы; обеспечение; дополнительные расходы, связанные с организацией получения и обслуживания займа
Облигационные займы	расходы по организации выпуска; техническая организация и обслуживание; возвратность
Акционерный капитал	расходы по организации выпуска; техническая организация и обслуживание; отсутствие условий возвратности; возможная потеря контроля над компанией

следует соблюдать нормы, сопровождающие тот или иной способ привлечения денег. В случае получения банковского займа, заемщику необходимо предоставить залог. Соблюдение данной нормы является неотъемлемой частью получения займа [1].

Эмиссия ценных бумаг (облигаций, акций) является важнейшей функцией процесса привлечения капитала, вместе с тем альтернативой банковским выступает облигационный займ компании. Независимо от способа финансирования денежные средства можно привлечь как путем открытого (публичного) размещения финансового инструмента (предложение всем желающим инвесторам), так и частного, ориентированного на ограниченный круг инвесторов [2].

Размещая финансовые инструменты вышеописанными способами, управленцы компаний должны понимать, что для потенциальных инвесторов важно эффективное инвестирование, и они ожидают увидеть транспарентную компанию или группу компаний.

Одним из направлений развития фондового рынка Казахстана является использование казахстанскими компаниями публичных способов привлечения капитала. Публичная компания (при открытом способе) должна быть подготовлена к тому, что уровень раскрытия непредвиденных потенциальных обязательств компании на всех уровнях будет гораздо более скрупулезным, чем, если бы компания была бы частная. При этом она должна соблюдать существующие «правила игры» на публичном рынке финансирования, чтобы воспользоваться имеющими на нем преимуществами. Публичное долговое финансирование имеет ряд нижеуказанных преимуществ перед частным привлечением денежных средств [1]:

публичный статус инструментов долгового финансирования;

большая ликвидность финансового инструмента;

диверсификация базы кредиторов;

диверсификация источников фондирования при размещение займа;

отсутствие необходимости обеспечения;

возможность управления собственным долгом;

улучшение кредитного качества компании-заемщика, и, как следствие, снижение стоимости и увеличение сроков заимствований;

укрепление положительного имиджа компании на финансовом рынке;

построение публичной кредитной истории компании с повышением транспарентности бизнеса;

создание платформы для выхода на рынок акционерного капитала.

Вне зависимости от того, какая из возможных моделей государственного регулирования экономических отношений существует, публичному размещению ценных бумаг предшествуют определенные организационные процедуры (регистрационные, связанные с предоставлением отчетов, включения ценных бумаг в листинг биржи). При этом компании необходимо быть готовой к прохождению определенных «барьеров». Своеобразным помощником в этом случае может выступить финансовый консультант. Суть его работы заключается в помощи при прохождении этапов по привлечению финансирования. Организация публичного долгового финансирования состоит из следующих стадий [3, 4]:

этап проектирования, включающая в себя определение предпочтительных параметров финансирования (объем, срок, валюта, стоимость), экспертизу возможностей и итоговый выбор финансирования, определение параметров финансового инструмента и формирование рабочих групп для реализации проекта;

этап реализации, состоящая из организации работы с консультантами (финансовым аналитиком, юристами, оценщиком) подготовки компании к выходу на рынок публичного финансирования, к эмиссионной документации регистрации выпуска ценных бумаг в государственном органе и подготовки информационного меморандума для инвесторов;

этап прохождения листинга (подготовка документов и компании к одному из уровней листинга, представление документов биржевому совету, отработка «защиты» компании перед биржевым советом);

этап маркетинга, подразделяющийся на информирование инвесторов о предстоящем размещении, распространение аналитических материалов, проведение «роуд-шоу» среди потенциальных инвесторов, согласование с эмитентом итоговой стадии заимствования и размещение ценных бумаг.

Необходимо отметить важность процедуры листинга в организации публичного долгового

финансирования. На сегодняшний момент в листинге Казахстанской фондовой биржи (листинг облигаций) находится 80 компаний. Анализ компаний в разрезе секторов экономики показывает, что в основном в нем представлен финансовый сектор в количестве 33 компаний (табл. 2). Несмотря на это, положение внутреннего рынка облигаций Казахстана позволяет говорить о его изменениях в лучшую сторону: во-первых, это удлинение сроков заимствований, во-вторых, рост объемов заимствований (в Казахстане в среднем 1–2 млрд тенге).

Таблица 2. Анализ компаний по секторам экономики Казахстанской фондовой биржи [5]

Сектор экономики	Листинг		Листинг	
	«А»	%	«Б»	%
ТЭК, горная металлургия	9	15,8	5	21,8
Индустрия	10	17,5	3	13,0
Недвижимость	0	0	3	13,0
Торговля, потреби- тельский сектор	2	3,5	2	8,7
Банки и финансовый сектор	28	49,0	5	21,8
Пищевой сектор	3	5,3	1	4,3
Телекоммуникация	1	1,8	0	0
Аграрный сектор	3	5,3	2	8,7
Транспорт	1	1,8	0	0
Фармацевтика	0	0	2	8,7
Всего*	57	100	23	100

* Без учета «специальных предприятий», которые являются дочерними компаниями банков.

Правила допуска на листинг создают определенные нормы, соблюдение которых обеспечивает компаниям публичное долговое заимствование, а инвесторам относительное качество ценной бумаги. Для допуска к листингу (при выпуске облигаций) компаниям необходимо выполнить требования фондовой биржи [6] соответственно для наивысшей категории (листинг А):

- 1) организационно-правовая форма компании – акционерное общество или товарищество с ограниченной ответственностью;
- 2) деятельность не менее трех лет до выхода на биржу;
- 3) составление финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности;
- 4) собственный капитал компании не мень-

ше его уставного капитала и должен составлять не менее 1.200.000-кратного размера МРП (около 1,2 млрд. тенге или 10 млн. долларов США);

5) наличие чистого дохода за последний завершенный финансовый год или за два любых из трех последних завершенных финансовых года согласно подтвержденной аудиторским отчетом финансовой отчетности компании;

6) аудит финансовой отчетности эмитента должен производиться одной из аудиторских организаций входящих в перечень признаваемых фондовой биржей аудиторских организаций;

7) отсутствие отрицательной кредитной истории в отношении погашения обязательств;

8) отсутствие норм в документах компании, ущемляющих или ограничивающих права собственников ценных бумаг;

9) наличие кодекса корпоративного управления в отношении акционерных обществ;

10) наличие маркет-мейкера по ценным бумагам компаний;

11) объем активов в отношении финансовых организаций не менее 5.000.000 МРП (около 5 млрд. тенге или 41,6 млн. долларов США);

12) объем продаж (выручка) по основной деятельности в отношении нефинансовых организаций не менее 1.200.000 МРП (около 1,2 млрд. тенге или 10 млн. долларов США);

следующая за наивысшей категорией (листинг Б):

1) деятельность не менее одного года до выхода на биржу;

2) собственный капитал эмитента не меньше его уставного капитала и должен составлять не менее 200.000-МРП (около 200 млн. тенге или 1,6 млн. долларов США);

3) наличие аудита годовой финансовой отчетности эмитента;

4) отсутствие норм в документах компании, ущемляющих или ограничивающих права собственников ценных бумаг;

5) наличие кодекса корпоративного управления в отношении акционерных обществ;

6) состояние объема активов в отношении финансовых организаций не менее 1.000.000-МРП (около 1 млрд. тенге или 8,3 млн. долларов США);

7) объем выручки в отношении нефинансовых организаций не менее 50.000 МРП (около 50 млн. тенге или 410 тыс. долларов США);

8) наличие чистого дохода за последний завершенный финансовый год при включении ценных бумаг в официальный список;

9) наличие чистого дохода за один из трех последних завершенных финансовых года при нахождении ценных бумаг в официальном списке необходимо согласно подтвержденной аудиторским отчетом (аудиторскими отчетами) финансовой отчетности эмитента.

Таким образом, исходя из требований к компаниям при допуске на листинг биржи и классификации субъектов предпринимательства по финансовым критериям в Казахстане компания должна дорасти до размера крупного бизнеса, чтобы иметь возможность допуска на Казахстанскую фондовую биржу. В соответствии с этим, компания среднего уровня не имеет возможности для выхода на фондовую биржу, привлечение ими дополнительного финансирования осуществляется путем банковских займов или выпуска облигаций через частное размещение среди ограниченного круга инвесторов (на внебиржевом рынке). При этом банковские займы имеют ряд преимуществ в организационной процедуре: во-первых, стоимость залогового займа (ипотечного займа) меньше стоимости необеспеченного займа (16 и 24% соответственно); во-вторых, банк при наличии залога не обращает существенного внимания на финансовое состояние компании; в-третьих, банки создают максимально упрощенный «банковский продукт», в то время как компания «минимально» принимает участие в его получении; в-четвертых, получение одного банковского займа у финансовой организации «привязывает» компанию к получению других займов. Такие «преимущества» банковского займа создали институциональную среду, при которой компания «мыслит» в рамках только одного залогового банковского займа и переход на другие финансовые инструменты очень затруднителен (требуется наличие прозрачной финансовой отчетности, необходимо пристальное внимание не только вопросам производства, но и управлению финансами, а также организовывать процедуры выпусков облигаций или акциям).

Исходя из вышеизложенного, следует, что государству и бизнес-сообществу для развития рынка облигаций необходимо разработать критерии допуска на биржу компаний средних раз-

меров с учетом гарантий Национальных финансовых институтов; простиулировать получение компанией среднего размера национального кредитного рейтинга и выхода на рынок облигаций путем предоставления налоговых льгот; обеспечить жесткие, но разумные требования к раскрытию информации и максимально минимизировать расходы по организации выпуска облигаций (например, дотировать из бюджета услуги финансового консультанта, маркет-мейкера, андеррайтера, аудитора). Принятие предложенных рекомендаций будет способствовать допуску средних казахстанских компаний на публичный рынок долгового заимствования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Инвестиционные меморандумы с Интернет-сайта www.sbonds.ru
2. Ван Хорн Дж.К., Вахович (мл.) Дж.М. Основы финансового менеджмента. М.: «ИД Вильямс», 2001.
3. Макулбекова А., Иванов М. Алгоритм действий финансового консультанта при выводе ценных бумаг эмитента на фондовый рынок Казахстана // РЦБК. № 01/2004.
4. Лушин (Внешторгбанк) – Материалы конференции. Интернет-сайт www.sbonds.ru
5. Материалы с Интернет-сайта www.kase.kz
6. Постановление АФН от 30 марта 2007 г. № 73 «О требованиях к эмитентам и их ценным бумагам, допускаемым (допущенным) к обращению на фондовой бирже, с также к отдельным категориям списка фондовой биржи».

Резюме

Банктік қарызға балама ретінде облигациялық қарыз ұсынылған. Облигациялық қарызды пайдалану арқылы компанияға ақшалай қаржы тарту кезінде колданыстағы нормалар мен процедуралардың ықпалы көрсетілген. Ашық үзак мерзімді қарызға алудың басымдылығы баяндалған. Компанияның процедуралық кезеңі мен колданыстағы талаптарының Қазақстан кор биржасының листингісіне кіру рұқсаты қарастырылған. Орталық қазақстандық компаниялардың үзак мерзімді қарызға алудың ашық рыногына кіру рұқсаты жөнінде ұсыныс жасалған.

Summary

In given article is offered alternative of the bank loan the bonds loan. It is shown influence of existing rates and procedures on company at attraction of the bankrolls by using bonds loan. It is stated advantage of the public promissory borrowing. It is considered procedural stages and existing requirements of the companies of the admittance on listings of the Kazakhstan stock market. It is offered recommendations on admittance of the average Kazakhstan companies on public market of the promissory borrowing.

Поступила 10.07.07г.