

## МУАММО ВА МУЛОҶАЗАЛАР ПРОБЛЕМЫ И СУЖДЕНИЯ

**Корпоратив қимматли қоғозлар  
иккиламчи бозори: брокерлик  
идоралари уни "кўришга" муяссар  
бўлшармикан**

**О вторичном рынке корпоративных  
ценных бумаг, "дождутся" ли его  
брокерские конторы**

**О.Т. ЯКУПОВ,**  
директор брокерской  
фирмы "Прогноз"

**Ф**ункционирующий ныне вторичный рынок корпоративных ценных бумаг - необходимый атрибут развитого фондового рынка. Три основных его компонента (далее по тексту - вторичного рынка) - инфраструктура вторичного рынка, корпоративные ценные бумаги, способные обращаться на вторичном рынке, и участники вторичного рынка. На первый взгляд, все перечисленные выше компоненты вторичного рынка у нас имеются. Более того, перепродажи корпоративных ценных бумаг как на бирже, так и на внебиржевых торгах регистрируются. Тем не менее, следует отметить, что вторичный рынок в полном объеме еще не заработал. В чем же причины этого - тема настоящей статьи.

### *1. Инфраструктура вторичного рынка корпоративных ценных бумаг*

Имеющаяся на сегодняшний день инфраструктура вторичного рынка во многом наследует черты торговых систем, заложенных в 1994 году и предназначенных для первичного размещения именных акций приватизируемых предприятий, а также для последующей корректировки пакетов ценных бумаг их владельцами. Это - Республиканская фондовая биржа "Тошкент", небольшое количество фондовых магазинов, сеть инвестиционных посредников, регистрирующих внебиржевые сделки с корпоративными ценными бумагами. Ряд перечисленных торговых посредников в 1998 году пополнила организованная внебиржевая электронная торговая система, включающая в себя торговую площадку, клиринговую организацию и независимый депозитарий. Эта система, как и вышеназванные, позволяет организовать первичную продажу акций приватизируемых предприятий (для чего Госкомимуществом ей выделена квота), а также перепродажу акций по заявкам участников торговой системы. Во всех торговых системах регистрируются договора по перепродаже акций, и это, безусловно, вторичный рынок. Но вторичный

рынок - это и регулярные торги постоянно котируемых ценных бумаг листинговых компаний на организованных торговых площадках. Именно этот рынок, а не рынок эпизодических перепродаж сделает вторичный рынок наполненным. Подобный рынок же только зарождается. На РФБ "Тошкент" зарегистрированы первые листинговые компании и проведены пробные торги на специальной торговой площадке, объявлены первые котировки маркет-мейкерами. Прецедент появился. Дело за превращением эксперимента в повседневную практику, а для этого необходимо, по нашему мнению, решить первоочередную задачу - наполнить вторичный фондовый рынок высоколиквидными, котируемыми акциями листинговых компаний.

### *2. Корпоративные ценные бумаги на вторичном рынке ценных бумаг и их эмитенты*

В настоящее время рынок корпоративных ценных бумаг большей частью наполняют акции первой эмиссии приватизированных предприятий, а также объявленные акции тех же предприятий, появившиеся в процессе реструктуризации пакетов акций, проведенной в 1998 году. Назначение этих акций - определить первых собственников приватизированных предприятий. Если акции приносят неплохие дивиденды своему владельцу, то он вряд ли их продаст. Если же акции неприбыльные, то их незадачливый владелец постарается от них поскорее избавиться. Именно такие акции в первую очередь будут поставляться на вторичный рынок. Шансы быть проданными у них невелики. Возможны, естественно, и другие мотивы перехода прав собственности на акции первой эмиссии, но в целом четко прослеживается процесс их движения от государства в лице Госкомимущества к их первым владельцам, с последующей незначительной корректировкой пакетов на вторичном рынке.

Без наполнения вторичного рынка ликвидными акциями листинговых компаний трудно ожидать его стабильной и полноценной работы. Следовательно, создание листинговых компаний, организация ими выпуска, размещение и последующее обращение на вторичном рынке ценных бумаг, с неременной котировкой и повышением ликвидности - первая задача, которую необходимо решить. Вторая задача, без решения которой нельзя будет решить первую, - определить круг операторов, на плечи которых ляжет работа по созданию листинговых компаний, осуществлению эмиссий ценных бумаг и проведению мероприятий по повышению ликвидности этих ценных бумаг. На некоторых аспектах второй задачи мы остановимся в следующей главе. Здесь же мы рассмот-

рим, с нашей точки зрения, важные проблемы, возникающие при создании листинговых компаний и при выпуске ими своих ценных бумаг в обращение.

Листинговая компания, если опираться на опыт создания этих компаний в странах с развитым фондовым рынком, - это крупная, с точки зрения стоимости собственных активов, организация со стабильным доходом. В качестве оценки нижней границы стоимости собственных активов листинговой компании можно использовать количественные требования к величине собственных активов, которые предъявляются к компаниям, пожелавшим разместить депозитарные расписки на одной из авторитетных международных фондовых бирж. Порядок этой величины исчисляется миллионами долларов США. Создание листинговой компании без последующего поддержания высокой ликвидности ее ценных бумаг на вторичном рынке лишено смысла. Но для этого, помимо создания специальной инфраструктуры, необходимо, чтобы само предприятие было высокодоходным. Высокая доходность предприятия - залог роста чистых активов компании, а следовательно, и котировок на ее ценные бумаги. Анализ предприятий, данные по которым были мне доступны, показал, что акционерных обществ, соответствующих одновременно двум необходимым критериям для преобразования общества в листинговую компанию, не очень много. Как правило, если общество подходит по первому критерию, то оно не высокодоходное, если же общество высокодоходное, то размер собственных активов общества недостаточно велик.

Приватизированные предприятия с крупными активами для превращения их в высокодоходные компании требуют своего включения в международные рынки, в том числе и фондовый. Включение в международный фондовый рынок обеспечит прилив акционерного капитала. Само же включение будет значительно облегчено после получения компанией статуса листинговой на национальном фондовом рынке, с последующим поддержанием высокой ликвидности выпущенных компанией ценных бумаг.

Высокодоходные предприятия в большинстве своем принадлежат перерабатывающим, пищевым отраслям, и, как правило, не владеют крупными собственными активами. Ни одна отдельно взятая компания не отвечает требованиям, предъявляемым к листинговым компаниям в части величины собственных активов, но если на базе нескольких высокодоходных компаний создать холдинговую компанию, куда базовые компании вошли бы как дочерние, то вновь созданная холдинговая компания могла бы претендовать на статус листинговой компании, со всеми вытекающими из подобного статуса преимуществами. Причем не только для себя, но и для всех входящих в холдинг дочерних компаний. Вопросы создания подобных холдинговых компаний - предмет особого разговора.

### 3. Роль брокерских контор при становлении вторичного рынка корпоративных ценных бумаг

Анализируя выводы предыдущих разделов статьи, можно сказать, что развитие вторичного рынка тесно взаимосвязано с процессом создания листинговых компаний и осуществлением ими эмиссий ценных бумаг. Настало время дать ответ на вопрос, вынесенный в заголовок статьи, - "дождется" ли брокерские конторы момента, когда заработает вторичный рынок. Нет и нет. Если они сами активно не включатся в процессы создания листинговых компаний и осуществления акционерными обществами вторых и последующих эмиссий. Примеры успешного сотрудничества брокерских контор и эмитентов на этапе приватизации и осуществления первых эмиссий имеются. В настоящее время число зарегистрированных на РФБ "Тошкент" брокерских контор приближается к 300. Такое значительное число брокерских контор, исключительным видом деятельности которых является оказание брокерских и дилерских услуг, появилось в последние два - три года, поскольку возникла потребность размещать акции первой эмиссии приватизированных предприятий. Учитывая объем рынка корпоративных ценных бумаг, такое количество узко ориентированных в своей деятельности институтов фондового рынка явно избыточно. Очевидно, что многие из этих предприятий прекратят свою деятельность, но те, что останутся, а это самые высокопрофессиональные, должны будут активно включиться в работу по созданию листинговых компаний и осуществлению акционерными обществами вторых и последующих эмиссий. Эта деятельность, которая будет включать в себя и информационную поддержку предприятий, и внедрение методов корпоративного анализа, и подготовку различных документов, предусматривалась типовыми договорами на брокерское обслуживание, которые использовали брокерские конторы при работе со своими клиентами. Но после вступления в силу Закона Республики Узбекистан "О механизме функционирования рынка ценных бумаг" указанные выше брокерские услуги, хотя и неоднозначно, но можно классифицировать как услуги инвестиционного консультанта. А это может привести к недоразумениям, так как названные услуги являются исключительным видом услуг. Здесь мы сталкиваемся с некоторым несовершенством законодательной базы, которое очень просто можно устранить, утвердив типовой договор на оказание брокерских услуг, куда нужно включить и перечисленные выше услуги.

В заключение подчеркнем, что формирование полноценного вторичного рынка корпоративных ценных бумаг требует наполнения его высоколиквидными ценными бумагами, а основными эмитентами должны стать листинговые компании.