



USING THE POTENTIAL OF EXCHANGE-TRADED BONDS TO ATTRACT FINANCIAL RESOURCES TO ENTERPRISES WITH STATE PARTICIPATION

Bo'tabayev Mehriddin Shaxobidinovich

Center for Research on Problems of Privatization and Management of State Assets under the Agency for State Asset Management of the Republic of Uzbekistan, Senior Researcher, Candidate of Physical and Mathematical Sciences (PhD)

tel: (90)1863946, e-mail: mehr65@mail.ru

<https://doi.org/10.5281/zenodo.14382998>

ARTICLE INFO

Received: 06th December 2024

Accepted: 10th December 2024

Online: 11th December 2024

KEYWORDS

Exchange-traded bonds, state-owned enterprises, issuing activities, investment attractiveness of bonds.

ABSTRACT

This The article examines the potential of exchange-traded bonds as a tool for attracting financial resources to enterprises with state participation, analyzes the regulatory conditions for the issuance and circulation of exchange-traded bonds in the Republic of Uzbekistan, provides recommendations on improving regulatory documents and organizational conditions for expanding the issuing activities of joint-stock enterprises with state participation in the sector of exchange-traded bonds of the national securities market of Uzbekistan.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПОТЕНЦИАЛА БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ ДЛЯ ПРИВЛЕЧЕНИЕ ФИНАНСОВЫХ РЕСУРСОВ НА ПРЕДПРИЯТИЯ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ

Бутабаев Мехриддин Шахобидинович

Центр исследований проблем приватизации и управления государственными активами при Агентстве по управлению государственными активами Республики Узбекистан, ведущий научный сотрудник, кандидат физико-математических наук,

тел.: (98)1863946, e-mail: mehr65@mail.ru

<https://doi.org/10.5281/zenodo.14382998>

ARTICLE INFO

Received: 06th December 2024

Accepted: 10th December 2024

Online: 11th December 2024

KEYWORDS

Биржевая облигация, предприятия с государственным участием, эмиссионная деятельность, инвестиционная привлекательность облигаций.

ABSTRACT

В статье рассматривается потенциал биржевых облигаций как инструмента привлечения финансовых ресурсов в предприятия с государственным участием, анализируются нормативно-правовые условия выпуска и обращения биржевых облигаций в Республике Узбекистан, даются рекомендации по совершенствованию нормативных документов и организационных условий для расширения эмиссионной деятельности акционерных предприятий с государственным участием в секторе биржевых облигаций национального рынка ценных бумаг Узбекистана.



Введение

Одной из главных задач государственных органов по управлению государственными активами является стимулирование эмиссионной деятельности предприятий с государственным участием, предусматривающее задействование широкого спектра финансовых инструментов фондового рынка, позволяющих привлечь краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные финансовые ресурсы для осуществления инвестиционных проектов, направленных на диверсификацию основной деятельности, укрепление финансовой устойчивости, улучшение основных показателей финансово-хозяйственной деятельности через внедрение последних достижений научно-технического прогресса и инновации. Заинтересованность государства в активизации инвестиционных процессов на предприятиях обусловлено тем, что инновационное усиление производственного потенциала предприятий расширяет источники налоговых и неналоговых поступлений в государственный бюджет. В частности, увеличиваются дивидендные поступления, как важная составляющая неналоговых доходов государственного бюджета.

Настоящий период развития национального рынка ценных бумаг характеризуется небольшим числом акционерных обществ, имеющих очень скромный объем совокупного собственного капитала по сравнению с ВВП страны. Между тем, на рынках ценных бумаг развитых стран показатель капитализации сопоставим или выше их ВВП, а объем корпоративных облигаций превышает объем капитализации компаний. В республике корпоративные облигации эмитировали лишь 4 АО с государственным участием с небольшим объемом эмиссии, что указывает на эмиссионную пассивность акционерных обществ с государственным участием на рынке облигаций. Тогда как, в мировой практике используется широкий спектр корпоративных облигаций, в частности «биржевая облигация», которая допускается на биржевые торги самой биржей без государственной регистрации выпуска. К сожалению, до последнего времени этот сектор рынка корпоративных облигаций вообще не был задействован. Поэтому, исследование проблемы привлечения финансовых ресурсов для развития предприятий с государственным участием за счет выпуска биржевых облигаций является актуальной научной задачей, имеющей большую практическую значимость.

1. Состояние рынка ценных бумаг Узбекистана на конец 2023 г.

Согласно Стратегии Нового Узбекистана, предусматривается принятие мер до 2026 года по увеличению доли промышленности в ВВП и рост объема производства промышленной продукции в 1,4 раза, что обуславливает повышение потребности предприятий в привлечении финансовых ресурсов для осуществления соответствующих инноваций на местах [1]. Также, Стратегия Нового Узбекистана предусматривает привлечение в последующие пять лет инвестиций в объеме 120 млрд долларов США и доведения годового оборота фондового рынка до 7 млрд долларов США.

Таким образом, задачей системы управления государственными активами является создание условий для стимулирования эмиссионной деятельности предприятий с государственным участием. Реальное состояние национального рынка



ценных бумаг по итогам 2023 года характеризуется существованием 625 АО с общим уставным капиталом 189,7 трлн сум [2], а их капитализация оценивается в 13,7 млрд. долл. США [3], что составило 15,9% от ВВП страны. Тогда как, для США этот показатель – 94,5%, Китая – 65,1%, Японии – 126,7%, Индии – 120%, Франции – 85%, Великобритании – 100%, Канады – 160% [4]. На конец 2023 г. корпоративные облигации эмитировали лишь 33 АО с скромным объемом в 0,9 трлн сум [5]. При этом, особой пассивностью отличились акционерные общества с государственным участием, среди которых корпоративные облигации эмитировали только 4 АО с объемом эмиссии в 0,3 трлн сум.

В 2023 г. оборот биржевого рынка ценных бумаг достиг 2,7 трлн сум, который был обеспечен в основном за счет 117 листинговых компаний [6]. При этом, 11,4% от всего оборота акций и 0,3% от всего оборота облигаций приходится на ценные бумаги предприятий с государственным участием.

2. Использование биржевой облигации, как альтернативного инструмента привлечения финансов

Как известно, в Республике Узбекистан процесс выпуска корпоративных облигаций сопряжен с процедурой государственной регистрации эмиссии корпоративных облигаций, что связана с определенными затратами средств и времени. В мировой практике практикуется так называемая биржевая облигация, которая допускается на биржевые торги самой биржей, которая фактически сама и регистрирует такой вид выпуска облигаций, то есть в таком случае государственная регистрация облигаций не требуется.

На пример, в Российской Федерации регистрация выпусков биржевых облигаций может осуществляться биржей при следующих условиях [7]:

- 1) облигации предоставляют их владельцам только права на получение номинальной стоимости и установленных процентов;
- 2) только центральный депозитарий производит учет прав на облигации;
- 3) все выплаты по ним осуществляются только денежными средствами.

По мнению некоторых специалистов использование таких правовых возможностей и ограничений на практике Российской Федерации дают следующие минусы и плюсы биржевых облигаций для инвестора и эмитента:

Таблица 1

Выгодные и невыгодные стороны биржевой облигации для российских инвесторов и эмитентов [8]

	Плюсы биржевой облигации	Минусы биржевой облигации
Для инвестора	Эмитент раскрывает информацию о состоянии компании. Выплата только деньгами, без конвертации. Доступны неквалифицированным инвесторам. Высокая ликвидность. Часто входят котировальный	Не торгуются на других биржах. Облигации небольших эмитентов с высокой доходностью могут быть недоступны на бирже.



	список биржи.	
Для эмитента	Быстрый выход на биржу: регистрация и листинг БО проходят одновременно. Один пакет документов для листинга и регистрации. Биржа помогает с оформлением и проверкой документов за дополнительную плату	Нужно соблюдать требования биржи, раскрывать финансовую отчетность для 1-го и 2-го уровня листинга. Нельзя продавать БО по закрытой подписке. Небольшим эмитентам выгоднее регистрировать облигации через Банк России и продавать на внебиржевом рынке.

При этом, упрощение процедуры выпуска биржевых облигаций накладывает на эмитента определенные ограничения.

Надежды на ожидаемую эффективность биржевых облигаций нашли отражение в Постановлении Президента Республики Узбекистан №ПП-291 от 02.09.2023 г. [9]. Так, в соответствии с п.18 «Дорожной карты» по развитию рынка капитала в 2023 — 2025 годах, утвержденная Приложением №4 данного постановления, было намечено в 2024-2025 гг. привлечение путем размещения биржевых и корпоративных облигаций на организованных торгах ценных бумаг на местном рынке капитала, части общих средств (не менее 5 процентов кредита), привлекаемых государственными предприятиями с долей государства 50 и более процентов в течение одного финансового года. Таким образом, поиск эффективных форм и способов привлечения финансовых средств за счет выпуска биржевых облигаций на предприятия с государственным участием является актуальной научной задачей, имеющей практическое значение.

3. Правовые условия выпуска биржевых облигаций в Узбекистане

Отечественная правовая система предусматривает возможность выпуска биржевых облигаций. Так, в Законе «О рынке ценных бумаг» биржевая облигация определяется, как «выпускаемая акционерными обществами долговая эмиссионная ценная бумага, выпуск которой регистрируется фондовой биржей, включенная в биржевой котировальный лист фондовой биржи» (Ст.3 Закона) [10]. Также, Закон определяет, что «Эмиссия биржевых облигаций осуществляется без государственной регистрации и в порядке, установленном фондовой биржей по согласованию с уполномоченным государственным органом по регулированию рынка ценных бумаг. Размещение и обращение биржевых облигаций со сроком погашения не более одного года осуществляются на фондовых биржах. Размещение биржевых облигаций осуществляется только через фондовую биржу, зарегистрировавшую выпуск биржевых облигаций» (Ст.6¹ Закона).



С 2024 года в Республиканской фондовой бирже «Ташкент» активно начали создавать условия для выпуска и обращения биржевых облигаций. Согласно Порядка регистрации, размещения и обращения биржевых облигаций на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» были определены следующие листинговые требования к биржевым облигациям [11]:

Таблица 2

Листинговые требования к биржевым облигациям, обращающимся на рынке облигаций «Bond Market»

№	Название требования	Установленное требование
1.	Размер собственного капитала	Не менее 100 млрд. сум
2.	Срок существования эмитента	Не менее 1 года
3.	Финансовые показатели	Положительные финансовые результаты за последний год, либо за последний отчетный период в случае существования эмитента менее 2 лет
4.	Отсутствие случаев дефолта эмитента по ранее выпущенным облигациям при наличии таковых	В течение трех последних выпусков
5.	Наличие действующего кредитного рейтинга присвоенной одной из следующих компаний: S&P Global Ratings, Fitch Ratings, Moody's не ниже категории «В+», «В-» и «В3», соответственно.	Обязательно
6.	Минимальная номинальная стоимость одной биржевой облигации минимальное количество облигаций к размещению	1 млн. сум 1000 штук
7.	Финансовые показатели: - рентабельность, - платежеспособность, - абсолютная ликвидность, - финансовая устойчивость.	$ROE = \frac{Чп}{Ск.ср} > 0$ Чп – чистая прибыль за отчетный год Ск.ср – среднее значение собственного капитала за отчетный период $K_n = \frac{A_2}{T_o} > 1$ A ₂ – текущие (оборотные) активы T _o – текущие обязательства $K_{ал} = \frac{Дс}{T_o} > 0,2$ Дс – денежные средства T _o – текущие обязательства $K_{фу} = \frac{Ск}{T_o} > 1$ Ск – собственный капитал за отчетный



		период То – текущие обязательства
--	--	--------------------------------------

В соответствии с порядком этапы эмиссии биржевых облигации включают в себя следующие процедуры:

- а) принятие решения уполномоченными органами управления эмитента о выпуске и размещении биржевых облигаций;
- б) утверждение Биржей Программы выпуска биржевых облигаций или отдельного выпуска биржевых облигаций согласно Оферте;
- в) раскрытие эмитентом информации о выпуске ценных бумаг в порядке, установленном законодательством и настоящим Порядком;
- г) размещение выпуска биржевых облигаций;
- д) уведомления об итогах выпуска биржевых облигаций путем предоставления Бирже отчета о выпуске, размещении и погашении биржевых облигаций.

Биржевые облигации выпускаются с соблюдением следующих требований:

- а) размещение биржевых облигаций осуществляется путем открытой подписки;
- б) эмитент биржевых облигаций существует не менее одного года;
- в) эмитентами, имеющими за последний год, либо на конец последнего завершенного квартала, положительные финансовые показатели рентабельности, платежеспособности (ликвидности) и финансовой устойчивости, подтверждаемые опубликованной финансовой отчетностью эмитента на дату принятия решения об их выпуске;
- г) биржевые облигации учитываются и хранятся централизованно в бездокументарной форме в Центральном депозитарии ценных бумаг;
- д) биржевые облигации не предоставляют их владельцам иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости, либо номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости.

Регистрация выпуска (очередного выпуска) биржевых облигаций осуществляется Биржей с присвоением выпуску (очередному выпуску) индивидуального биржевого идентификационного номера и даты его присвоения. Эмитент биржевых облигаций не вправе вносить изменения в решение о выпуске биржевых облигаций и/или в Оферту биржевых облигаций после начала их размещения.

Процедура листинга биржевых облигаций включает в себя следующие этапы:

- рассмотрение Биржей заявления эмитента о регистрации Оферты и включении биржевых облигаций эмитента в биржевой котировальный лист вместе с предоставленными документами согласно приложению №1 к Порядку;
- рассмотрение Оферты ценных бумаг эмитента в электронной или бумажной форме согласно приложению №2 к Порядку;
- оценка финансового состояния эмитента ценных бумаг согласно Приложению №3.

Биржевые облигации могут выпускаться как: неконвертируемые дисконтные облигации или неконвертируемые процентные (купонные) облигации.

4. Анализ проблем развития рынка биржевых облигаций Узбекистана



Некоторые требования Порядка регистрации, размещения и обращения биржевых облигаций на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» не выдерживают критики и целесообразно их изменить:

1. Порядок требует наличия положительных финансовых результатов за последний год (п.3 Листинговых требований к биржевым облигациям), но не определяет минимальные критерии «положительности». По-видимому, понятие «положительные финансовые результаты» должно критериально четко определяться. Например, п.7 Листинговых требований содержит конкретные требования к финансовым показателям. Поэтому, предлагается п.3 Листинговых требований к биржевым облигациям дополнить следующими критериальными условиями для определения «положительных финансовых результатов»:

Рентабельность активов $\geq 0,01$;

Рентабельность продаж $\geq 0,03$;

Рентабельность собственного капитала $\geq 0,05$.

2. В мире существуют около 100 рейтинговых агентств, но к крупнейшим относятся лишь 3 компании: Standard & Poor's, Moody's и Fitch Ratings. «Большая тройка» пользуется хорошей репутацией при оценке государственных облигаций разных стран, а объективность рейтинга напрямую зависит от авторитета агентства [12]. Рейтинг выше «А» получают обязательства с низким уровнем риска. Обязательства с рейтингом «В» являются спекулятивными и предполагают высокий уровень риска. Если присвоен рейтинг ниже «С», то это означает, что высока вероятность дефолта. Стоимость услуг «большой тройки» на российском рынке достигает до \$40000 [13]. Кроме того, процедура прохождения рейтинга тоже требует нескольких недель. Таким образом, ообязательность наличия действующего кредитного рейтинга присвоенной международными рейтинговыми компаниями согласно п.5 Листинговых требований может потребовать от акционерного предприятия больших затрат средств и времени на его получение. Кроме того, еще не факт, что акционерное общество получит рейтинг требуемого уровня. Поэтому, представляется целесообразным смягчение некоторых требований по рейтингу для акционерных предприятий с участием государства, да и вообще, в п.5 Листинговых требований к биржевым облигациям предусмотреть упрощенную процедуру допуска акционерных компаний с участием государства. Представляется целесообразным внести следующие изменения в п.5 Листинговых требований:

- расширить круг рейтинговых агентств с топ-3 до топ-50 рейтинговых агентств мира;
- разрешить допуск к регистрации биржевых облигаций акционерных обществ, имеющих кредитный рейтинг, присвоенный отечественной рейтинговой компанией, компетентность которой должна быть признана отечественной фондовой биржей.

References:

1. Указ Президента Республики Узбекистан «О стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы» №УП-60 от 28.01.2022 г., www.lex.uz.
2. www.stat.uz.
3. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/uzbekistan/market-capitalization>.



4. https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_stock_market_capitalization.
5. Отчет за 2023 год АО «Центральный депозитарий ценных бумаг».
6. www.uzse.uz.
7. Закон Российской Федерации «О рынке ценных бумаг» №39-ФЗ в редакции 11.03.2024 г.
8. Тюрин А. Без посредников: биржевые и внебиржевые облигации. <https://gazprombank.investments/blog/bonds/without-intermediaries>.
9. Постановлении Президента Республики Узбекистан «О дополнительных мерах по развитию рынка капитала» №ПП-291 от 02.09.2023 г.
10. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» №ЗРУ-387 от 03.06.2015.
11. Порядок регистрации, размещения и обращения биржевых облигаций на Республиканские фондовые биржи «Тошкент», утвержденное Наблюдательным советом АО РФБ «Тошкент», протокол №6 от 12.05.2023 г., <https://www.uzse.uz/system/legislations/files/000/000/421/original/>.
12. Исмаилходжаев Ш. Кредитный рейтинг: что это такое и почему он так важен для Узбекистана. <https://www.spot.uz/ru/2022/09/29/credit-rating/>.
13. <https://www.gazeta.ru/business/2016/07/14/9689765.shtml>