

МРНТИ 06.73.65  
УДК 334:36

<https://doi.org/10.46914/1562-2959-2021-1-2-128-140>

**А.А. АДАМБЕКОВА,<sup>1\*</sup>**

д.э.н., профессор,  
директор НОД «Финансы и аналитика данных».

\*e-mail: [ainagul.adambekova@narxoz.kz](mailto:ainagul.adambekova@narxoz.kz)

**Н.Т. АДАМБЕКОВ,<sup>2</sup>**

м.э.н., руководитель ОП «Финансовый инжиниринг».

e-mail: [nuradamsdu@gmail.com](mailto:nuradamsdu@gmail.com)

<sup>1</sup>НАО «Университет Нархоз», Казахстан, г. Алматы

<sup>2</sup>Международный университет информационных технологий, Казахстан, г. Алматы

## ЭМИССИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ КАЗАХСТАНСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА: УПУЩЕННЫЕ ВЫГОДЫ

### Аннотация

Казахстанская экономика располагает значительным эмиссионным потенциалом. Цель исследования – раскрыть вопросы сдерживающего влияния на развитие эмиссионной активности казахстанских компаний. В их числе: роль банковского кредитования в финансировании национальной экономики; государственное дестимулирование экономического развития; слабая эффективность административных и налоговых преференций для эмитентов. Важным фактором обозначено сомнение казахстанских компаний по справедливой оценке стоимости капитала их компаний при рыночном фондировании. В исследовании отмечено, что в последние пять лет наметилась стабильная тенденция снижения участия банков в кредитовании как субъектов бизнеса. На фоне продолжающегося невысокого количества новых регистраций проспектов эмиссии акций, отмечается вопрос путей удовлетворения потребности субъектов бизнеса в его финансировании. Полученные выводы по анализу источников финансирования реализации Государственных программ в Республике Казахстан показали объемы возможного фондирования за счет инструментов фондового рынка. Методы и пути освоения средств, выделяемых по данным государственным программам, фактически дестимулируют бизнес и местные органы управления к использованию эмиссионного потенциала на сегодня у казахстанских участников рынка. Административные и налоговые преференции, которые действуют в Казахстане для отечественных участников фондового рынка, в основном направлены либо на инвесторов, либо непонятны и неощутимы для потенциальных эмитентов. Неуверенность в достижении плановых объемов фондирования и в справедливой оценке стоимости капитала компании, на фоне выше указанных факторов, выявленных в результате исследования, служат основными сдерживающими причинами по низкой эмиссионной активности казахстанских участников фондового рынка.

**Ключевые слова:** эмитент, неналоговые поступления, фондирование, справедливая стоимость, акции, облигации, рынок.

### Введение

Эмиссионный потенциал казахстанского фондового рынка, возможно, одна из самых обсуждаемых на финансовом рынке проблематик последних двадцати лет. Все прекрасно понимают, что без эмитента не может быть фондового рынка в принципе. И все эти двадцать лет и исследователи пишут и аргументируют его значимость, и профессиональные участники рынка, и сами представители торговых площадок и финансового регулятора. Однако ситуация в данном вопросе существенно не изменилась. В данном исследовании основной акцент сделан на двух аспектах, раскрывающих причины: потребность в ресурсах и справедливая оценка стоимости капитала компании. Потребность в ресурсах – ключевой индикатор, который показывает эмиссионную заинтересованность компаний. Однако, с другой стороны, каждый эмитент понимает, что инвестор, приходя на рынок, не заинтересован в том, чтобы платить за прежние достижения компании, ориентируясь на доходы прошлых лет. Все оценивают свои перспективные ожидания по будущим проектам и достижениям и, исходя из этого, формируют свои инвестиционные интересы. При этом каждый понимает, что показатели выручки и прибыли в

финансовой отчетности компании так или иначе являются историческими, а значит, не могут точно прогнозировать будущие достижения компании, особенно в условиях нестабильной глобальной экономики.

### **Основные положения**

Стимулирование эмиссионной активности бизнеса, несомненно, зависит от многих как внутренних, так и внешних факторов. К числу внутренних факторов можно отнести уровень корпоративного управления, демонстрирующий готовность к раскрытию информации. Это и уровень ведения финансового и управленческого учета, подтверждающий соответствие МСФО. Влияние внешних факторов может быть представлено как через оценку общей макроэкономической ситуации в экономике (уровень инфляции и учетной ставки, темпы экономического развития, динамика курса национальной валюты и другие), так и через уровень развития конкуренции в отраслевом секторе, степень доступности к банковским кредитам и многое другое.

Классическая формула любого товарообмена: товар – деньги. Конечно, в современной развитой экономической системе спрос порождает предложение, но всегда спрос выражен ресурсами, и они типичны, а товары специфичны. Нельзя стать инвестором, просто располагая ресурсами, их нужно во что-то вложить/разместить. Поэтому роль эмитентов на фондовом рынке всегда первична, поскольку и вторичный рынок потому и называется вторичным, поскольку формируется, только если есть первичный.

Что же определяет эмиссионный интерес потенциальной компании/эмитента? Конечно же, потребность в ресурсах в первую очередь. Далее следует потребность в признании рыночной стоимости компании, получение кредитного или инвестиционного рейтинга, внутренние цели по управлению структурой капитала (разводнение капитала, реструктуризация и т.д.) и другие стратегические цели, которые ставит компания, выходя на первичный рынок. В чем современная проблематика казахстанского фондового рынка в отношении вопросов потребности в ресурсах? Самих проблем и причин достаточно много, поскольку каждый аспект имеет различные стороны, но в рамках данного исследования поднимаются следующие вопросы:

- ♦ активно обсуждаемый вопрос значительного присутствия кредитования в финансировании инвестиционной потребности субъектов экономики;
- ♦ значительное присутствие государства в финансировании национальной экономики на условиях субсидирования;
- ♦ слабое стимулирование наличествующих административных и налоговых преференций, действующих для участников казахстанского фондового рынка;
- ♦ вопрос справедливой оценки стоимости компании, выраженной как в цене первичного размещения, так и в последующем формирующейся рыночной стоимости.

### **Материалы и методы**

Основными исходными материалами для данного исследования послужили официальные данные, отражающие статистику казахстанского финансового рынка. В дополнение к ним были изучены данные по формированию структуры государственного бюджета по материалам Министерства финансов Республики Казахстан. Важной базой для исследования стали материалы государственных программ развития, реализуемых в Казахстане. Наряду с этим были изучены материалы различных выступлений, интервью по проблематике эмиссионной активности казахстанских компаний в различных средствах массовой информации.

Ключевыми методами исследования стали системный анализ, методы наблюдения, анализа и синтеза, метод концептуализации полученных данных. В частности, системный метод позволил при проведении данного исследования учесть интересы и посыл не только профессиональных участников рынка, но и потенциальных эмитентов и регулирующих органов в выявлении факторов, сдерживающих развитие эмиссионного рынка в Казахстане. Методы анализа и синтеза показали возможность сопоставления данных, широко и системно оценивающих эмиссионный потенциал казахстанского фондового рынка как с позиции кредитных ресурсов, так и с позиции источников финансирования дефицита государственного бюджета. Применение мето-

да концептуализации полученных данных позволило сформулировать результирующие выводы и предложения относительно разрешения проблемы выбора ключевого направления решения данной проблемы.

Мнение профессиональных участников финансового рынка как несомненных экспертов формируется в двух контекстах относительно вопроса значительного присутствия кредитования в финансировании инвестиционной потребности субъектов экономики. С одной стороны, одни говорят и приводят аргументы относительно того, что на сегодня банковское кредитование доступно, эффективно и более приемлемо для заемщика, нежели эмиссионное фондирование. Это выражено и достаточно низкой ставкой кредитования: сегодня это уже от 11 до 13% для субъектов бизнеса по займам свыше 5 лет [1]. Это и достижимые требования к подтверждению кредитоспособности заемщика. Это и значительно меньшие репутационные, публичные и информационные риски. Кроме того, возможности по использованию преимуществ леввериджа и налоговых преференций по вычетам корпоративного налога, несомненно, активно учитываются заемщиками при выборе источника финансирования как проектов, так и оборотных средств. С другой стороны, другие говорят о том, что в национальной экономике Казахстана наблюдается и тенденция устойчивого снижения присутствия банков в кредитовании национальной экономики. Наряду с этим отмечается и низкая доля как обращаемости субъектов бизнеса к самим заемным средствам, так и недостаточный уровень кредитной культуры потенциальных заемщиков. К примеру, по данным НПП «Атамекен», в Казахстане зарегистрировано 1300,0 тыс. предпринимателей (ИП, МСБ), только 25% из них обращаются за кредитами, и только 30,0 тыс. из них обращаются за финансовой помощью в институты развития. Проведенные НПП «Атамекен» исследования показывают, что респонденты-предприниматели, отвечая на вопрос о структуре своих ресурсов, показывают, что 78% – это собственные средства, 12% – бюджетные средства и только 3,5% – это займы банков [2]. Конечно, это не говорит о том, что предприниматели не нуждаются в источниках финансирования. Скорее наоборот. Публикации, новостные события и экспертные мнения говорят о том, что в казахстанском бизнесе есть значительное продвижение понимания значимости заемного капитала в повышении эффективности бизнеса. Уже нет того потребительского отношения к займам по типу «взять, истратить и не вернуть». Основной причиной низкой активности мы бы отметили отсутствие залогового обеспечения, плохую кредитную историю и низкую кредитную культуру.

## Результаты

В отношении подтверждения мнения второй группы экспертов нами проведен анализ кредитного присутствия казахстанских банков в финансировании национальной экономики, который показал следующее.

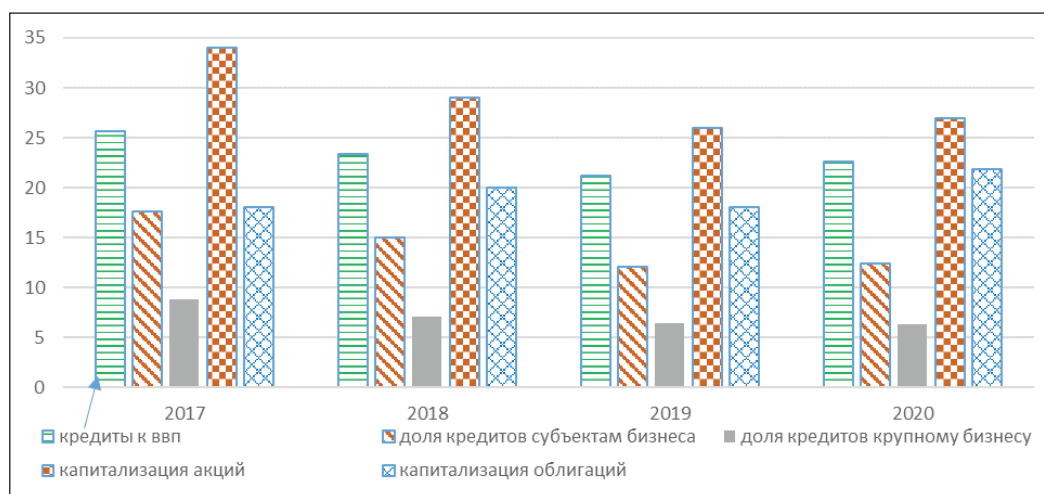


Рисунок 1 – Финансиализация экономики Казахстана, %

Примечание – Составлено по данным АРРФР [3, 4, 5] и НБРК [1].

Представленные на рисунке 1 данные свидетельствуют о следующем. Уровень присутствия банковского кредитования в финансировании заемных потребностей национальной экономики снижается с 25% в 2017 г. до 22% в 2020 г. К примеру, в мировой экономике уровень банковского кредитования к ВВП в разных странах варьируется от 51,5% (Россия, 2019 г.) [6] до 199% (Китай, 2019 г.) [7]. В рамках данного исследования мы не ставили задачу обсуждения приемлемого уровня банковского кредитования для целей финансирования экономического развития той или иной национальной экономики. В данном случае представленные данные свидетельствуют о том, что присутствие банков в финансировании экономического развития страны может быть разным. Однако если говорить о казахстанской экономике, то следует отметить, что при ограниченном использовании фондирования через инструменты фондового рынка свидетельствовать о долгом давлении или повышенной финансиализации национальной экономики не приходится. Так, уровень кредитования субъектам крупного бизнеса, которые на текущий период являются все-таки основными потенциальными эмитентами и могли бы фондироваться через биржу, составляет всего 6,3% (2020 г.). При том что ставка кредитования по кредитам на срок свыше 5 лет составляет всего 12% [1]. Показатель доли кредитования субъектам бизнеса дает оценку кредитов, выданных как крупным субъектам, так и малому и среднему бизнесу. Данный показатель за последние четыре года также системно снижается с 17,6% до 12,4%. Дополняет выводы по уровню кредитной финансиализации экономики и следующий рисунок, отражающий результаты сопоставления темпов роста динамики ВВП и темпов роста кредитного присутствия банков в финансировании этого ВВП.

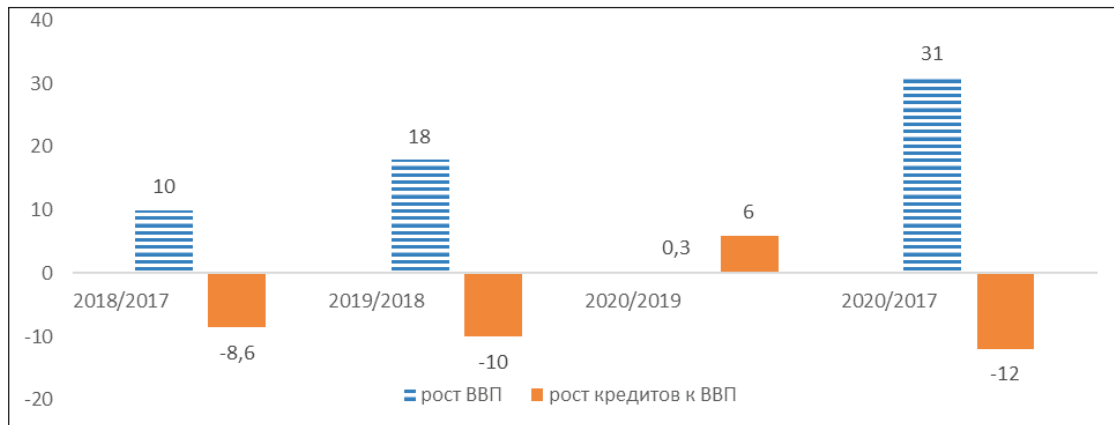


Рисунок 2 – Темпы прироста ВВП и кредитов в ВВП Казахстана, %

Примечание – Составлено по данным АРРФР [3, 4, 5].

Представленные на рисунке 2 данные показывают, что снижение темпов участия банковского кредитования в финансировании национальной экономики происходит примерно с той же противоположностью, что и рост абсолютного значения ВВП. Все это говорит о том, что, в принципе, несмотря на доступность кредитования, для бизнеса с точки зрения условий, предлагаемых надежным клиентам, участие банков в финансировании национальной экономики не расширяется, а сокращается. Возникают объективные вопросы: как удовлетворяют потребность в ресурсах казахстанские компании? почему не растет их эмиссионный интерес к инструментам фондового рынка?

Выводы, изложенные в диаграмме рисунка 1, включают и данные по уровню капитализации рынка акций и облигаций. В данном исследовании мы хотели обратить внимание исследователей и аналитиков к проблеме адекватности статистики для целей анализа. Так, по данным рисунка 1, уровень капитализации рынка акций к ВВП превышает уровень всего банковского кредитования к ВВП – 27% против 22,6%, хотя несомненно, что данный уровень капитализации в разы ниже общемировых тенденций. Возникает вопрос, почему фондовый рынок страны ограничен по предложению финансовых инструментов. В дополнение к отмеченному нами представлены выводы по оценке эмиссионной активности казахстанских компаний и государства.

Таблица 1 – Отдельные показатели развития финансовой системы Казахстана

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
выпуск акций	14	29	19	45
Объем размещенных акций, млрд	0	0,53	0	4,37
выпуск облигаций	37	53	45	66
Объем размещенных облигаций, млрд	782,2	1858,2	1953,4	2239,4
Объем размещенных ГЭЦБ, млрд	1393	853,44	1082,2	3734
дефицит бюджета и трансферты	5675	3456	4319	8039
кредиты субъектам бизнеса	9 331,50	8 769,30	8 413,60	8 667,30
Примечание – Составлено по данным Минфин РК [8], АРРФР [9, 10, 11].				

Анализ данных по количеству выпусков акций (государственной регистрации проспекта эмиссии акций) показал, что из 45 выпусков в 2020 г. 28 выпусков было зарегистрировано высшими учебными заведениями страны, которые в связи с изменением правового статуса и регистрацией в качестве НАО (некоммерческое акционерное общество) изменили статистику выпусков в 2020 году. Без них картина остается прежней – 17 выпусков, то есть 4-5 компаний в квартал, или 3 компании в два месяца выходят на казахстанский фондовый рынок с регистрацией проспекта эмиссии акции [12]. Если же посмотреть объемы привлечения средств, прошедших через механизм биржевых сделок, то здесь данные выглядят также достаточно скромно. Высокий показатель уровня капитализации рынка акций 21 366,78 млрд тенге объясняется в основном поддержанием рыночной стоимости листинговых компаний посредством маркет-мейкерских услуг. Понятно, что это необходимая и общемировая практика, и в данном исследовании не обсуждается их роль, однако хотелось бы обратить внимание, что данная статистика не отражает реальной картины по оценке казахстанского рынка акций. На наш взгляд, такой дисбаланс между данными первичного рынка акций (4,37) и уровня капитализации (21366,8) и вторичного рынка акций (234,9) [11] вызывает недоверие у потенциальных эмитентов и также выступает сдерживающим фактором к росту эмиссионной активности.

Рынок облигаций с позиции данного исследования интересен именно как первичный рынок, и его стабильный рост за исследуемый период свидетельствует о растущем интересе эмитентов. Однако здесь следует обратить внимание на состав эмитентов и отметить, что из 66 зарегистрированных выпусков облигаций 25 выпусков осуществлено финансовыми организациями, 37 – субъектами квазигосударственного сектора и только 4 выпуска можно отнести к «обычным» компаниям [13].

Особое внимание хотелось бы обратить на данные, приведенные по объему дефицита госбюджета и трансфертов из бюджета, сумм, привлеченных от размещения облигаций и объемов банковского кредитования субъектам бизнеса (юридическим лицам и МСБ). В данном случае следует отметить, что объем средств, привлеченных через фондовый механизм, не покрыл объемов дефицита госбюджета и сумм средств, выделяемых в качестве трансфертов для покрытия государственных расходов, что свидетельствует о неиспользованном инвестиционном потенциале национальной экономики. Так, одной из активно обсуждаемых тем для аналитиков и исследователей является уровень налоговой нагрузки на бизнес и население. Если провести анализ структуры государственных доходов, то мы отметим невысокую долю налоговых поступлений в структуре государственных доходов. В рамках данного исследования этот вывод важен с позиции, что неналоговые поступления в значительной мере могли бы быть профинансированы за счет средств, привлеченных от размещения государственных ценных бумаг. В то же время доля государственных расходов могла бы быть снижена, и за счет этого можно было бы обеспечить снижение трансфертной потребности бюджета за счет средств от притока в экономику внутренних инвестиций, в том числе от продажи корпоративных финансовых инструментов.



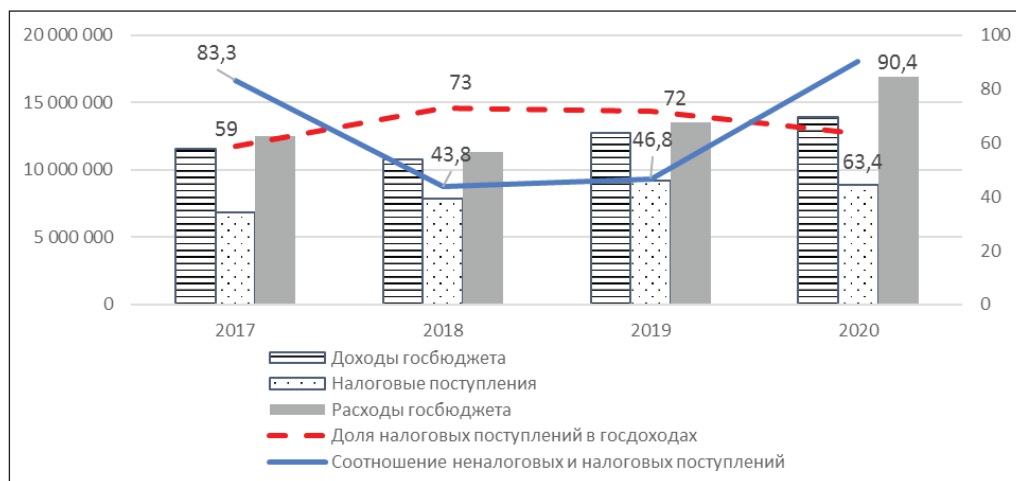


Рисунок 3 – Доходы государственного бюджета Казахстана

Примечание – По данным Минфин РК [8].

Так, представленный рисунок 3 отражает выводы по анализу структуры доходов государственного бюджета. Данные показали, что налоговые поступления в структуре государственных доходов за исследуемый период составляют в среднем 67%, и в 2020 г., составив 63,4%, выросли на 7% по сравнению с 2017 г. и снизились на 12% по сравнению с 2019 г. При этом расчеты показали, что соотношение неналоговых поступлений (а это прямые трансферты в бюджет в составе государственных доходов и дополнительное финансирование дефицита госбюджета) и налоговых поступлений в бюджет составило в 2020 г. 90,4%. Это означает, что государственные расходы в 2020 г. на 48% были профинансированы за счет трансфертов и субсидирования из средств государственного бюджета. По версии МВФ, данные показатели входят в группу критериев, оценивающих бюджетное пространство национальной экономики страны. В частности, в годовом отчете МВФ за 2019 г. отмечено: «... Бюджетное пространство – это объем имеющихся у стран возможностей для временного повышения своих дефицитов бюджета без ущерба для доступа к рынкам или устойчивости своей долговой ситуации. ... Наличие бюджетного пространства подобно наличию денежных средств в банке; вопрос о том, следует ли использовать это бюджетное пространство, имеет совсем иной характер. Обязанность правительства состоит в том, чтобы создать достаточные бюджетные возможности и обоснованно их использовать без ущерба для долгосрочного экономического здоровья страны» [14]. На фоне этих выводов актуализируется вопрос участия государства в финансировании национальной экономики.

Анализ реализуемых государственных программ в Казахстане (по данным, размещенным на сайте <https://primeminister.kz/ru/documents/gosprograms>) [15], показал следующее. Во всех представленных программах одними из направлений использования средств, выделяемых в рамках данных программ, являются:

1. Субсидирование ставок по кредитам/лизингу;
2. Гарантирование по кредитам/микрокредитам;
3. Субсидирование рефинансирования кредитов/лизинга;
4. Предоставление госгрантов на реализацию проектов;
5. Развитие производственной/социальной инфраструктуры;
6. Создание микрофинансовых организаций, ЦОП – центров обслуживания предпринимательства;
7. Субсидирование валютных рисков;
8. Субсидирование ставки вознаграждения по финансированию исламских банков;
9. Нефинансовые меры поддержки (в том числе как пример зарубежные стажировки).

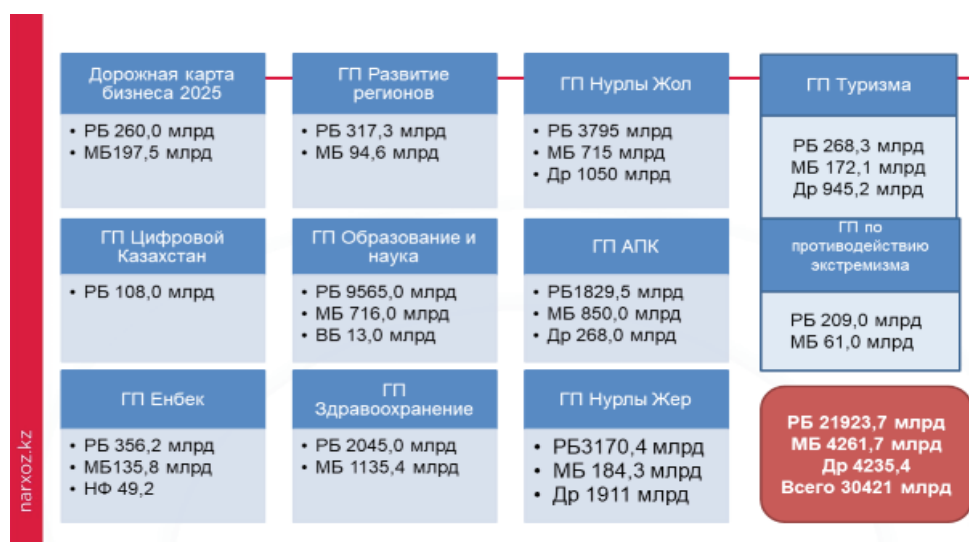


Рисунок 4 – Источники финансирования государственных программ РК

Примечание – Составлено по данным [15].

Анализ обозначенных в государственных программах источников финансирования показал, что общая сумма финансирования составила 30,4 трлн тенге, из которых 86,2%, или 26,2 трлн тенге, финансируется из государственного бюджета страны. Хотелось бы обратить внимание исследователей и аналитиков на объемы выделяемых средств. Так, доходы государственного бюджета страны в 2020 г. составили 13 970 млрд тенге, а финансирование по представленным программам из бюджета – 26 185,4 млрд тенге. Доходы местного бюджета Западно-Казахстанской области в 2020 г. составили 205 млрд, а на финансирование только за счет средств местных бюджетов государственной программы «Дорожная карта бизнеса–2025» – 197,5 млрд тенге. Доходы местного бюджета Карагандинской области составили 352 млрд тенге, на финансирование из республиканского бюджета программы «Развитие регионов» выделено 317,3 млрд тенге. Доходы местного бюджета г. Алматы в 2020 г. составили около 783,0 млрд, а на финансирование программы «Нурлы Жол» из средств местного бюджета страны выделено 715,0 млрд тенге [8]. В данном случае не ставится вопрос уменьшения/ограничения объемов финансирования или изменения направления освоения средств, выделяемых по государственным программам. Здесь обращается внимание на фактическую недооцененность инвестиционного потенциала страны. Несомненно то, что государственные программы нужны и важны. И в случае образования или здравоохранения основная часть средств направляется именно на достижение целевых индикаторов – например, строительство школ, больниц. Каждая из программ имеет требования по участникам программ, их отраслевой принадлежности и сферам деятельности, имеет разные сроки реализации. Но если бы при этом были установлены требования к софинансированию собственными средствами, значительная часть из участников программ пришла бы на фондовый рынок за фондированием, и рынок акций и облигаций стал бы более представительным. В такой ситуации значительное присутствие государства в финансировании экономического развития, когда субъекты экономики не стимулированы развивать свой инвестиционный потенциал и возможности, реализация государственных программ оказывает дестимулирующее влияние и провоцирует иждивенческое поведение и такое явление в экономике, как «компании-зомби».

Другой аспект, на который бы хотелось обратить внимание, – это слабое стимулирование наличествующих административных и налоговых преференций, действующих для участников казахстанского фондового рынка. Это то, о чем так часто заявляют профессиональные участники рынка ценных бумаг. Это и лучшие условия для листинга, максимально комфортное сопровождение выхода компаний на IPO и, конечно же, налоговые преференции для участников рынка. Если же обсуждать более предметно, с позиции потенциального эмитента, к сожалению, особые преимущества и преференции увидеть все-таки сложно.

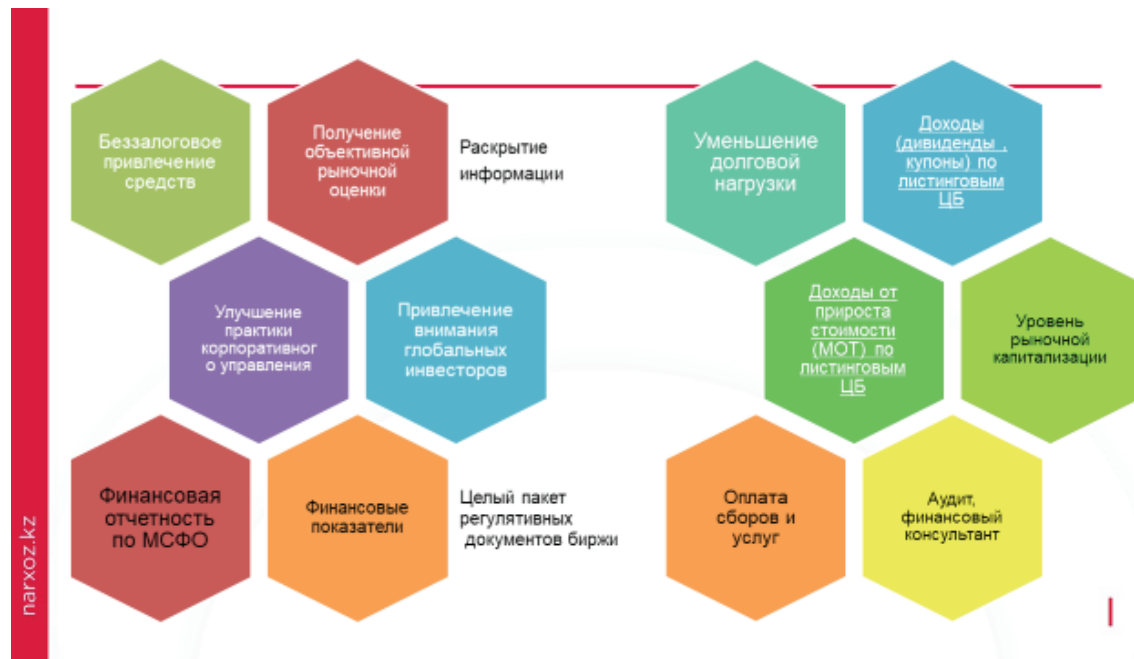


Рисунок 5 – Административные и налоговые преференции по эмиссии

Примечание – Составлено по данным [16, 17].

Несомненным преимуществом эмитента является возможность беззалогового привлечения средств и уменьшения долговой нагрузки при выпуске облигаций. Все остальные преимущества имеют определенные условные обстоятельства. Так, получение объективной рыночной оценки является одной из основных точек сомнения, которую обозначают казахстанские компании при принятии решения выхода на казахстанский IPO. Улучшение практики корпоративного управления опосредует за собой большую кропотливую работу по обновлению и реформированию системы менеджмента в компании. Несомненно, привлечение внимания глобальных инвесторов важно для казахстанских компаний, однако в зависимости от отрасли это внимание сопряжено и с рисками усиления конкуренции или поглощения. Приведение финансовой отчетности в соответствии с требованиями МСФО, даже в случаях полного соответствия, требует от компании расходов по аудиту и временных издержек. Достижение определенного уровня финансовых показателей (уровень левериджа, объем эмиссии, уровень доходности и т.д.) тоже может быть как достижимым, так и сложно достижимым в определенных временных рамках. Болезненной для субъектов бизнеса, не связанных с финансовым сектором (привыкшим к регуляторным инструментам), является необходимость соответствия ведения бизнеса или того же процесса эмиссии целому ряду регулятивных документов торговой площадки. Не менее болезненным иногда выступает вопрос в принципе с раскрытием информации и пониманием необходимости быть публичной компанией с реализацией стратегии по минимизации экологических, социальных и, как ни странно, управленческих рисков. Налоговые преференции, так часто декларируемые и выраженные в освобождении доходов от прироста стоимости и дивидендного, и купонного доходов, имеют место быть только по листинговым ценным бумагам и только для самих инвесторов. Эмитент как такового преимущества от этих налоговых льгот не получает. Но остаются рисковыми вопросы достижения уровня рыночной капитализации как при первичном размещении, так и в последующем, а значит, это требует в дальнейшем дополнительных расходов, и прежде всего на маркет-мейкера. Расходы, которые несет эмитент при первичном размещении на финансового консультанта, аудитора, на уплаты сборов биржи, также ложатся расходной статьей при подсчете всех за и против при принятии решения о выходе на эмиссионный рынок. Конечно, можно было бы предположить, что первые два преимущества могут перекрыть слабые стороны всех последующих аспектов, однако, видимо, это только предположение, и потому компании не спешат стать эмитентами в Казахстане.



## Обсуждение

Все рассмотренные аспекты, поясняющие причины низкой эмиссионной активности, такие как значительное присутствие кредитования в финансировании инвестиционной потребности субъектов экономики; существенное участие государства в финансировании национальной экономики на условиях субсидирования; слабое стимулирование наличествующих административных и налоговых преференций, действующих для участников казахстанского фондового рынка, получили свое обсуждение в каждом из рассмотренных аспектов. Однако значительное внимание, на наш взгляд, следует обратить на вопрос справедливой оценки стоимости компании, выраженной как в цене первичного размещения, так и в последующей формирующейся рыночной стоимости, что также является одной из важных проблем, сдерживающих выход казахстанских компаний на рынок. Топ-менеджеры от реального бизнеса обращают внимание на нерелевантность старых метрик оценок, выражая сомнение в том, что текущие участники казахстанского рынка справедливо оценят их компанию. Кроме того, сомнения по достижимости необходимых объемов размещения, ограниченность информации по успешному опыту IPO и последующему обращению на рынке выпущенной ценной бумаги, адекватно формирующей рыночную стоимость, показывают, что опасения превышают ожидания потенциальных эмитентов. И здесь мы видим другие тенденции. Вторичный рынок в большинстве своем поддерживается через маркет-мейкеров и единичные сделки, потому что нет понимания, какова цена, при которой действующий акционер захочет выйти на рынок. Наряду с этим рождается другой вопрос. Ключевой целью стратегического управления компанией является рост стоимости капитала компании, что является ключевым KPI для многих топ-менеджеров. А если сам рынок не дает релевантных метрик оценок, как тогда менеджмент компании может исчислить рост? Как следствие, мы видим стремление компаний расширять бизнес, диверсифицировать, чтобы снизить налоговую нагрузку. Как ни странно, это может стать ключевым KPI для многих компаний.

## Заключение

Казахстанская экономика располагает значительным эмиссионным потенциалом. Данное исследование покрывает лишь частичку вопросов, которые могут лечь в основу расчета и выявления ключевых показателей для количественного и качественного исчисления эмиссионного потенциала страны. В частности, не поднимались вопросы бюджетных инвестиций, государственного долга, роли пенсионных накоплений в финансировании экономики. Снижение кредитного присутствия банков в источниках финансирования экономического развития страны акцентирует внимание и на проблеме нефинансовой деятельности банков. На наш взгляд, большая часть проблемных вопросов, когда речь идет о самих компаниях, так или иначе связана с недостатком информации и хороших аналитических обзоров и исследований, направленных на стимулирование эмиссионной активности казахстанских компаний. Необходимо изменить условия и подход к освоению средств, выделяемых в рамках государственных программ, например, внедрив софинансирование реализуемых проектов за счет средств фондирования через инструменты фондового рынка. Деятельность профессиональных участников и финансового регулятора, направленная на развитие инвесторской базы, важна. Но если нет финансовых инструментов, которые можно было бы приобрести, если нет обращаемости финансовых активов на вторичном рынке, то достичь ключевых целей, стоящих перед финансовым рынком, будет очень сложно и, опять-таки, долго.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1 Статистический бюллетень. №1(314). Қантар/Январь 2021. Национальный банк Республики Казахстан. [Электронный ресурс] // Национальный банк Республики Казахстан [web-сайт]. URL: <https://nationalbank.kz/ru/news/statisticheskii-byulleten/rubrics/1556> (дата обращения: 20.05.2021).

2 В Казахстане введен принцип добросовестности предпринимательства. [Электронный ресурс] // НПП Атамекен [web-сайт]. URL: <https://atameken.kz/ru/news/41915-v-vveden-printsip-dobrosovestnosti-predprinimatelstva> (дата обращения: 20.05.2021).

3 Статистика: показатели финансового сектора: текущее состояние банковского сектора. 01.01.19. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/87882?lang=ru> (дата обращения: 20.05.2021).

4 Статистика: показатели финансового сектора: текущее состояние банковского сектора. 01.01.20. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/69837?lang=ru> (дата обращения: 20.05.2021).

5 Статистика: показатели финансового сектора: текущее состояние банковского сектора. 01.04.2021. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/69837?lang=ru> (дата обращения: 20.05.2021).

6 Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации. [Электронный ресурс] // Банк России [web-сайт]. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/) (дата обращения: 20.05.2021).

7 Данные по ВВП – Китай [Электронный ресурс] // The World Bank [web-сайт]. URL: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/> (дата обращения: 20.05.2021).

8 Статистический бюллетень. Июль 2020. Министерство финансов Республики Казахстан. [Электронный ресурс] // Министерство финансов Республики Казахстан [web-сайт]. URL: [https://http://www.minfin.gov.kz/irj/servlet/prt/portal/prteventname/HtmlbEvent/prtroot/pcd!3aportal\\_content!2fmf!2fkz.ecc.desktop!2fkz.ecc.KMNavigation/](https://http://www.minfin.gov.kz/irj/servlet/prt/portal/prteventname/HtmlbEvent/prtroot/pcd!3aportal_content!2fmf!2fkz.ecc.desktop!2fkz.ecc.KMNavigation/)

9 Статистика: показатели финансового сектора: текущее состояние рынка ценных бумаг. 01.01.19. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=2823&lang=ru> (дата обращения: 20.05.2021).

10 Статистика: показатели финансового сектора: текущее состояние рынка ценных бумаг. 01.01.20. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=2823&lang=ru> (дата обращения: 20.05.2021).

11 Статистика: показатели финансового сектора: текущее состояние рынка ценных бумаг. 01.04.21. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/162811?lang=ru> (дата обращения: 20.05.2021).

12 Финансовый надзор: сведения о зарегистрированных выпусках объявленных акций [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=9048&lang=ru> (дата обращения: 21.05.2021).

13 Финансовый надзор: сведения о зарегистрированных выпусках объявленных облигаций. [Электронный ресурс] // Агентство Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка [web-сайт]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=9052&lang=ru> (дата обращения: 21.05.2021).

14 Годовой отчет МВФ 2019: Наш взаимосвязанный мир. [Электронный ресурс] // International Monetary Fund [web-сайт]. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/assets/pdf/imf-annual-report-2019-ru.pdf> (дата обращения: 21.05.2021).

15 Государственные программы Республики Казахстан. [Электронный ресурс] // Официальный информационный ресурс Премьер-Министра Республики Казахстан [web-сайт]. URL: <https://primeminister.kz/ru/documents/gosprograms> (дата обращения: 21.05.2021).

16 Информация для эмитентов. [Электронный ресурс] // Astana International Exchange [web-сайт]. URL: <https://http://afk.kz/2018/2/информация%20для%20эмитентов.pdf> (дата обращения: 20.05.2021).

17 Краткое описание процесса первичного публичного размещения акций (IPO) на Казахстанской фондовой бирже (KASE). [Электронный ресурс] // KASE IPO Guide [web-сайт]. URL: [https://uralsk.atameken.kz/uploads/content/files/KASE\\_IPO%20Guide\\_rus.pdf](https://uralsk.atameken.kz/uploads/content/files/KASE_IPO%20Guide_rus.pdf) (дата обращения: 20.05.2021).

## REFERENCES

- 1 Statisticheskij bjulleten'. №1(314). Қantar/Janvar' 2021. Nacional'nyj bank Respubliki Kazahstan. [Jelektronnyj resurs] // Nacional'nyj bank Respubliki Kazahstan [web-sajt]. URL: <https://nationalbank.kz/ru/news/statisticheskij-byulleten/rubrics/1556> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 2 V Kazahstane vveden princip dobrosovestnosti predprinimatel'stva. [Jelektronnyj resurs] // NPP Atameken [web-sajt]. URL: <https://atameken.kz/ru/news/41915-v-vveden-printsip-dobrosovestnosti-predprinimatel'stva> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 3 Statistika: pokazateli finansovogo sektora: tekushhee sostojanie bankovskogo sektora. 01.01.19. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/87882?lang=ru> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 4 Statistika: pokazateli finansovogo sektora: tekushhee sostojanie bankovskogo sektora. 01.01.20. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/69837?lang=ru> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 5 Statistika: pokazateli finansovogo sektora: tekushhee sostojanie bankovskogo sektora. 01.04.2021. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/69837?lang=ru> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 6 Statisticheskie pokazateli bankovskogo sektora Rossijskoj Federacii. [Jelektronnyj resurs] // Bank Rossii [web-sajt]. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/bank\\_sector/review/](https://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/) (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 7 Dannye po VVP – Kitaj [Jelektronnyj resurs] // The World Bank [web-sajt]. URL: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 8 Statisticheskij bjulleten'. Ijul' 2020. Ministerstvo finansov Respubliki Kazahstan. [Jelektronnyj resurs] // Ministerstvo finansov Respubliki Kazahstan [web-sajt]. URL: [https://http://www.minfin.gov.kz/irj/servlet/prt/portal/prteventname/HtmlbEvent/prtroot/pcd!3aportal\\_content!2fmf!2fkz.ecc.desktop!2fkz.ecc.KMNavigation/](https://http://www.minfin.gov.kz/irj/servlet/prt/portal/prteventname/HtmlbEvent/prtroot/pcd!3aportal_content!2fmf!2fkz.ecc.desktop!2fkz.ecc.KMNavigation/)
- 9 Statistika: pokazateli finansovogo sektora: tekushhee sostojanie rynka cennyh bumag. 01.01.19. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=2823&lang=ru> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 10 Statistika: pokazateli finansovogo sektora: tekushhee sostojanie rynka cennyh bumag. 01.01.20. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=2823&lang=ru> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 11 Statistika: pokazateli finansovogo sektora: tekushhee sostojanie rynka cennyh bumag. 01.04.21. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/details/162811?lang=ru> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 12 Finansovyj nadzor: svedenija o zaregistririvannyh vypuskah ob#javlennyh akciy [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=9048&lang=ru> (data obrashhenija: 21.05.2021).
- 13 Finansovyj nadzor: svedenija o zaregistririvannyh vypuskah ob#javlennyh obligacij. [Jelektronnyj resurs] // Agentstvo Respubliki Kazahstan po regulirovaniju i razvitiju finansovogo rynka [web-sajt]. URL: <https://www.gov.kz/memleket/entities/ardfm/documents/1?activities=9052&lang=ru> (data obrashhenija: 21.05.2021).
- 14 Godovoj otchet MVB 2019: Nash vzaimosvjazannyj mir. [Jelektronnyj resurs] // International Monetary Fund [web-sajt]. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2019/eng/assets/pdf/imf-annual-report-2019-ru.pdf> (data obrashhenija: 21.05.2021).
- 15 Gosudarstvennye programmy Respubliki Kazahstan. [Jelektronnyj resurs] // Oficial'nyj informacionnyj resurs Prem'er-Ministra Respubliki Kazahstan [web-sajt]. URL: <https://primeminister.kz/ru/documents/gosprograms> (data obrashhenija: 21.05.2021).
- 16 Informacija dlja jemitentov. [Jelektronnyj resurs] // Astana International Exchange [web-sajt]. URL: <https://http://afk.kz/2018/2/informacija%20dlja%20jemitentov.pdf> (data obrashhenija: 20.05.2021).
- 17 Kratkoe opisanie processa pervichnogo publicnogo razmeshhenija akciy (IPO) na Kazahstanskoj fondovoj birzhe (KASE). [Jelektronnyj resurs] // KASE IPO Guide [web-sajt]. URL: [https://atameken.kz/uploads/content/files/KASE\\_IPO%20Guide\\_rus.pdf](https://atameken.kz/uploads/content/files/KASE_IPO%20Guide_rus.pdf) (data obrashhenija: 20.05.2021).

**А.А. АДАМБЕКОВА,<sup>1\*</sup>**

Э.Ф.Д., профессор,

Қаржы және мәліметтер аналитикасы

ҒББД директоры.

\*e-mail: ainagul.adambekova@narxoz.kz

**Н.Т. АДАМБЕКОВ,<sup>2</sup>**

Э.Ф.М,

«Қаржылық инжиниринг» ББ жетекшісі

e-mail:nuradamsdu@gmail.com

<sup>1</sup>КЕАҚ «Нархоз Университеті»

<sup>2</sup>Халықаралық ақпараттық  
технологиялар университеті

## ҚАЗАҚСТАНДЫҚ ҚОР НАРЫҒЫНЫҢ ЭМИССИЯЛЫҚ МҮМКІНДІКТЕРІ: ЖІБЕРІП АЛҒАН ПАЙДАЛАР

### Андатпа

Қазақстан экономикасының айтарлықтай эмиссиялық әлеуеті бар. Зерттеудің мақсаты – Қазақстандық компаниялардың эмиссиялық белсенділігінің дамуына тежеуші әсер ету мәселелерді ашу. Олардың ішінде: ұлттық экономиканы қаржыландырудағы банктік кредиттеудің рөлі; экономикалық дамуды мемлекеттік ынталандырмау; эмитенттер үшін әкімшілік және салықтық преференциялардың тиімділігінің әлсіздігі. Қазақстандық компаниялардың нарықтық қорландыру кезінде олардың компаниялар капиталының құнын әділ бағалау бойынша күмәні маңызды фактор ретінде белгіленді. Зерттеулер жүргізудің нәтижесі, соңғы бес жылда банктердің шағын және орта бизнесті несиелеуге қатысудың төмендеуінің тұрақты тенденциясы байқалатындығын атап өтті. Акция эмиссиясына жаңадан тіркеулердің төмен болуы, бизнес субъектілерінің қаржыландыруға деген қажеттіліктерін қанағаттандыруды тудыруда. Қазақстан Республикасында Мемлекеттік бағдарламаларды іске асыруды қаржыландыру көздерін талдау қорытындылары қор нарығының құралдары есебінен қосымша қаржыландыру көлемін көрсетті. Осы мемлекеттік бағдарламалар шеңберінде бөлінген қаражатты пайдалану әдістері мен тәсілдері іс жүзінде бизнесті және жергілікті өзін-өзі басқаруды қазақстандық қатысушылары қолданыстағы шығындар әлеуетін пайдалануға итермелейді. Қазақстанда қор нарығының отандық қатысушылары үшін қолданылатын әкімшілік және салықтық преференциялар негізінен не инвесторларға, не әлеуетті эмитенттер үшін түсініксіз болып табылады. Зерттеу нәтижесі аясында жоғарыда анықталған және аталған факторлар, қаржыландырудың жоспарланған деңгейлеріне қол жеткізу және компанияның капиталдық құнын әділ бағалау – қазақстандық қор нарығы қатысушыларының эмиссиялық белсенділігінің төмендеуінің негізгі себептері болып табылатынын көрсетті.

**Тірек сөздер:** эмитент, салықтық емес түсімдер, қорландыру, әділ құн, акциялар, облигациялар, нарық.

**A.A. ADAMBEKOVA,<sup>1\*</sup>**

d.e.s professor, Head of Department

of Finance&Data Analytics.

\*e-mail: ainagul.adambekova@narxoz.kz

**N.T. ADAMBEKOV,<sup>2</sup>**

MSc,

Head of Educational program Financial Engineering.

e-mail:nuradamsdu@gmail.com

<sup>1</sup>Narxoz University

<sup>2</sup>International University  
of Information Technologies

## ISSUING OPPORTUNITIES OF THE KAZAKHSTAN STOCK MARKET: UNREALIZED GAINS

### Abstract

The Kazakhstani economy has a significant emission potential. The study reveals the issues of the restraining influence on the development of Kazakhstani companies' emission activity. Among them are the role of bank lending in financing the national economy; government discouragement of economic development; weak efficiency of

administrative and tax preferences for issuers. An important factor is the doubt of Kazakhstani companies on their capital fair evaluation in the market. In particular, the study noted that over the past five years, there has been a stable trend towards a decrease in bank lending as for large, the same is for small and medium-sized businesses. Basing on the continuing low number of new registrations of prospectuses for the issue of shares, there arises an issue of finding ways to meet the needs of business entities in financing. The findings from the analysis of sources of financing the State programs in the Republic of Kazakhstan showed the amount of possible funding from the stock market instruments. The study of data over the past few years made it possible to conclude that the methods and ways of using funds allocated under these state programs actually discourage business and local governments to use the emission potential that Kazakhstani market participants currently have. Administrative and tax preferences that operate in Kazakhstan for domestic participants in the stock market are either mainly aimed at investors or rather incomprehensible and imperceptible for potential issuers. Uncertainty in achieving the planned funding levels and in a fair assessment of the company's capital cost, basing on the above factors identified as a result of the study, is the main constraining reason for the low emission activity of Kazakhstani stock market participants.

**Key words:** issuer, non-tax receipts, funding, fair value, shares, bonds, market.