

**ЦЕНТР ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ  
НАЦИОНАЛЬНОЙ АКАДЕМИИ НАУК КЫРГЫЗСКОЙ  
РЕСПУБЛИКИ**  
Диссертационный совет Д.08.06.330

На правах рукописи  
УДК [336.714:622.342.1](575.2)(043.3)

**Отгонова Анара Абдылдабековна**

**Монетизация золотых запасов как актуальный инструмент  
финансирования золотодобывающей промышленности  
(на материалах проектов Кумтор и Джеруй)**

Специальность: 08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит

**Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Бишкек - 2007**

**Диссертационная работа выполнена на кафедре "Финансы и кредит"  
Кыргызско-Российского Славянского Университета.**

**Научный руководитель:** кандидат экономических наук, доцент  
Асанов Турусбек Арунович

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
Ауэльбаев Сатыкбай

кандидат экономических наук, доцент  
Сулайманбеков Сагыналы Амантурович

**Ведущая организация:** Кыргызский национальный университет имени  
Жусупа Баласагына, кафедра "Финансы и кредит" (720071, г.Бишкек, ул.  
К.Акиева – 85)

Защита диссертации состоится « » \_\_\_\_\_ 2007 г. в 16.00  
часов на заседании Диссертационного совета Д.08.06.330 по защите  
диссертаций на соискание ученой степени доктора (кандидата)  
экономических наук в Центре экономических исследований НАН КР по  
адресу: 720071, г. Бишкек, пр. Чуй, 265а, 1 этаж, Малый зал.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Национальной  
академии наук КР.

Автореферат разослан « » \_\_\_\_\_ 2007 г.

Председатель  
диссертационного совета,  
д.э.н., профессор

А.О. Орозбаева

Ученый секретарь  
Диссертационного совета,  
к.э.н., профессор

И.А.Атантаев

**Согласовано:**  
**начальник НАК КР** \_\_\_\_\_

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Горнодобывающая отрасль Кыргызской Республики всегда являлась одной из стратегических и ведущих отраслей промышленности. Ей отведена роль одной из приоритетных отраслей в "Комплексной основе развития Кыргызской Республики на период до 2010 года". Горные проекты являются технически и технологически высоко рискованным бизнесом. Финансирование горных проектов связано с необходимостью привлечения больших вложений на покрытие первоначальных капитальных затрат при длительном сроке возврата вложенных средств. Поэтому обеспечение горных проектов финансированием является чрезвычайно сложной задачей.

С распадом СССР и приобретением независимости одним из вопросов, требующих решения от Правительства Кыргызской Республики, встал вопрос развития и финансирования горнодобывающей отрасли. Если раньше данный сектор развивался в рамках стратегии Советского Союза, то с началом перестройки многие предприятия горнодобывающей отрасли были предоставлены сами себе, что в итоге привело к закрытию многих из них. В этой ситуации освоение новых месторождений (Кумтор, Джеруй, Терексайские рудные тела) своими силами стало невозможным ввиду отсутствия у отечественных предприятий и государства достаточных финансовых средств. Обычной практикой в нашей Республике стало создание совместных предприятий с участием иностранного капитала. При этом, предпочитая получить большую акционерную долю в совместном предприятии, Правительство сознательно шло на налоговые уступки, тем самым уменьшая экономическую эффективность проекта для Кыргызской Республики.

В существующих на сегодня условиях дефицита инвестиционных ресурсов поиск дополнительных форм финансирования является достаточно важной проблемой. В мировой практике риск финансирования горных Проектов, как правило, практически полностью перекладывается на финансирование за счет средств фондовых рынков акционерного капитала. Для этого предприятия золотодобывающей промышленности осуществляют "монетизацию золотых запасов", подразумевающую капитализацию стоимости этих запасов, включающую техническую и финансовую оценку запасов, эмиссию акций с последующей регистрацией на фондовой бирже. В настоящее время цены на драгоценные металлы, в частности, на золото – довольно высокие и стабильные на протяжении 4 лет (цена на золото примерно равна 550-600 долларов США за унцию), вследствие чего рынок ценных бумаг горнодобывающей отрасли очень активен, инвесторы желают вкладывать свои средства в горные предприятия в обмен на их акции. Без использования этого механизма в цивилизованном горном бизнесе не развивается ни одно горнодобывающее предприятие. Предприятие, осуществившее монетизацию своих запасов, имеет возможность привлечь

финансирование проектов за счет заемных средств под залог акций, котирующихся на фондовой бирже, и/или за счет реализации части акций.

Таким образом, **актуальность темы настоящей диссертации** заключается в исследовании монетизации золотых запасов как инструмента финансирования золотодобывающей промышленности в Кыргызской Республике, позволяющего эффективно привлекать инвестиционные средства на освоение дорогостоящих капиталоемких проектов горной промышленности, обеспечивая тем самым развитие и рост отрасли, расширение занятости населения, увеличение доходов государства в виде налоговых платежей, отчислений, поступлений от реализации части госпакета акций предприятий после их вывода на международные фондовые биржи.

**Изученность темы исследования.** Первые попытки построения теории поведения на фондовом рынке связаны с именем Ч.Доу (Ch.Dow), который основал в 1882 г. компанию "Dow, Jones & Co", специализировавшуюся на выпуске финансовой информации. В 1882 г. Доу высказал мысль о том, что фондовый рынок будет со временем наиболее спекулятивным и привлекательным для бизнесменов. В дальнейшем к разработке данной тематики подключились французский математик Л.Башелье (L. Bachelier), А.Коулз (A. Cowles).

Первые разработки в области теории оценивания на фондовом рынке связывают с именем Д.Уильямса (J.Williams). Впервые методика анализа дисконтированных денежных потоков была разработана им в работе "Теория стоимости инвестиций", опубликованной в 1938 году. Важную роль в формировании данной концепции сыграла работа Дж.Хикса "Стоимость и капитал", опубликованная в 1939 году. Решающий вклад в развитие этой теории был сделан Г.Марковицем (H. Markowitz), разработавшим в начале 1950-х годов основы теории портфеля.

Во второй половине 50-х годов проводились интенсивные исследования по теории структуры капитала и стоимости источников финансирования. Основной вклад по данному разделу был сделан Ф.Модильяни (F. Modigliani) и М.Миллером (M. Miller).

Содержание современных теорий корпоративного управления изложено в зарубежных учебниках и монографиях Ю.Бриггема и Л.Гапенски, Дж. ван Хорна, У.Шарпа и др.

В России к числу таких изданий, учитывающих особенности финансов национальных предприятий, относятся учебники под редакцией Е.С.Стояновой, В.В.Ковалева, Г.Б.Поляка, М.В.Романовского, О.В.Врублевской, Б.М.Сабатини.

В Кыргызской Республике вопросы финансирования и привлечения инвестиций в отечественные предприятия горнодобывающей отрасли и в экономику страны в целом освещены в трудах Ш.М.Мусакожоева, Т.К.Койчуева, В.И.Кумскова, С.Турсуновой, Д.Ч.Бектеновой, И.Абдурахманова, Т.Койчуманова, Питер Б.Корбина, В.Н.Богдецкого, О.Г.Григор.

Вопрос монетизации золотых запасов Кыргызской Республики стал изучаться в начале 90-х годов. В 1995 г. специализированный инвестиционный банк "Warrior International Ltd" провел оценку стоимости золотых запасов месторождения Кумтор. Инвестиционным банком "Nesbitt Burns Securities" был проведен модельный расчет стоимости месторождения Талды-Булак Левобережный. В 1997 году в госконцерне "Кыргызалтын" была предпринята попытка определить стоимость активов компании, ориентируясь на действующие в то время цены на фондовом рынке. В 2001 г. Распоряжением правительства №197-р от 04.06.2001г. была создана межведомственная группа, которой было поручено изучить экономические и правовые возможности вывода запасов золота в недрах Кыргызской Республики на мировой фондовый рынок. Это было первой официальной попыткой на уровне Правительства изучить возможность и перспективу использования монетизации золотых запасов Кыргызской Республики для финансирования горнодобывающих проектов. Рабочей группой в конце 2001 г. был подготовлен "Отчет о монетизации золотодобывающих активов Кыргызской Республики".

В 2003-2004 годы Правительством Кыргызской Республики, "Кыргызалтыном" и корпорацией "Камеко корпорейшен" была осуществлена реструктуризация проекта Кумтор, в результате которой кыргызская сторона в обмен на акции в проекте Кумтор получила акции компании "Центerra Голд Инк.", зарегистрированной 30 июня 2004 года на фондовой бирже в г.Торонто. В ходе реструктуризации была осуществлена монетизация золотых запасов проекта Кумтор (Кыргызская Республика), Бороо (Монголия), РЕН (США) и Гатсуурт (Монголия).

Таким образом, на опыте реструктуризации проекта Кумтор была освоена процедура проведения монетизации золотых запасов.

Однако, вопрос эффективности монетизации золотых запасов как инструмента финансирования золотодобывающих проектов Кыргызской Республики, проблемы и перспективы использования в горнодобывающей отрасли – малоизучены. Это и предопределило выбор темы, цели и задачи диссертации, логику ее построения.

**Цель и задачи исследования.** Целью настоящей работы явилось выявление наиболее эффективного метода финансирования золотодобывающих предприятий.

В соответствии с целью исследования в диссертации были поставлены следующие основные задачи:

- дать научное определение понятию и сущности термина "монетизация золотых запасов";
- выделить основные этапы монетизации золотых запасов;
- выявить особенности применения методов оценки стоимости активов и эффективности к предприятиям золотодобывающей промышленности;

- провести анализ источников финансирования предприятий золотодобывающей промышленности в Кыргызской Республике в условиях переходного периода;
- провести сравнительный анализ финансовой отдачи золотодобывающего проекта Кумтор до и после его монетизации с учетом изменения цен на золото;
- осуществить монетизацию проекта Джеруй и определить ее экономическую эффективность для Кыргызской Республики;
- доказать необходимость использования монетизации золотых запасов в Кыргызской Республике для финансирования горных проектов;
- оценить роль и эффективность долевого участия государства в золотодобывающих предприятиях;
- выявить проблемы и предпосылки для использования монетизации золотых запасов в качестве инструмента финансирования золотодобывающей промышленности Кыргызской Республики в условиях переходного периода;
- предложить рекомендации по использованию монетизации золотых запасов в Кыргызской Республике для финансирования золотодобывающей промышленности.

**Предмет и объект исследования.** Предметом исследования является финансовая оценка золотых запасов Кыргызской Республики. Объектом исследования являются золотодобывающие предприятия Кыргызской Республики, в частности проект Кумтор и Джеруй.

**Теоретической и методологической основой исследования** явились научные труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов, периодические издания экономистов, материалы международных фондовых бирж, научные доклады и отчеты семинаров и конференций.

**В качестве информационной базы** явились законодательные и нормативные акты Кыргызской Республики; данные Национального статистического комитета Кыргызской Республики; Комплексная основа развития Кыргызской Республики на период до 2010 года; технико-экономические обоснования, материалы и другая техническая и финансовая документация по проектам Кумтор и Джеруй; нормативные акты и требования международных фондовых бирж; научные источники в виде данных и сведений специализированной литературы, журнальных статей, материалов научных конференций; ресурсы глобальной информационной системы Интернет.

**Научная новизна исследования.** В качестве научной новизны исследования можно выделить следующие основные результаты:

- предложено определение понятию и сущности термина "монетизация золотых запасов", раскрыто его содержание, которое в отличие от общего понятия "монетизация" как "денежное выражение", толкует его как процесс капитализации стоимости запасов золота в недрах, состоящего из нескольких этапов, и перевода запасов из неликвидного товара в ликвидные акции;

- проведена оценка источников финансирования золотодобывающих предприятий в условиях переходного периода, позволяющая сделать вывод о недостаточной капитализации отечественных финансовых институтов и фондовой биржи, о необходимости привлечения денежных средств с международных фондовых бирж и/или зарубежных финансовых институтов через финансовую оценку золотых запасов с последующей регистрацией на бирже и/или получение проектного финансирования под залог акций;

- осуществлен сравнительный анализ финансовой отдачи Кыргызской Республике от золотодобывающих проектов Кумтор и Джеруй в составе совместного предприятия и после проведения финансовой оценки, показавший неэффективность традиционной схемы создания совместных предприятий путем передачи контрольного пакета акций иностранному инвестору, в сравнении с самостоятельным выводом предприятия на международную фондовую биржу через осуществление финансовой оценки золотых запасов, которая позволяет обеспечить финансирование строительства горного проекта и получить полную "премию" к цене на акции золотодобывающих компаний, которую платит в настоящее время фондовый рынок;

- оценена эффективность долевого участия государства в золотодобывающих предприятиях, что позволило сделать вывод о необходимости разработки механизма и долгосрочной программы развития золотодобывающей отрасли, предусматривающей вывод госпредприятий на международный фондовый рынок, реализацию части акций, направление денежных средств от реализации акций на развитие реального и социального секторов Кыргызской Республики;

- определены проблемы и предпосылки, а также разработаны рекомендации по использованию монетизации золотых запасов Кыргызской Республики как актуального и эффективного инструмента финансирования золотодобывающей отрасли.

**Теоретическая значимость диссертационного исследования** заключается в определении особенностей финансирования горнодобывающих проектов Кыргызской Республики в условиях переходного периода и перспектив использования монетизации золотых запасов в качестве альтернативного и эффективного инструмента финансирования.

**Практическая значимость исследования** заключается в том, что результаты данной работы могут быть использованы в качестве пособия при организации финансирования золотодобывающих объектов Кыргызской Республики, требующих разведки и разработки, таких как Джеруй, Талды-Булак Левобережный, Солтон-Сары, Терексайские рудные тела и другие менее крупные объекты, которые на сегодня не освоены и перед государством стоит задача по их развитию и вводу в эксплуатацию.

**Экономическая значимость полученных результатов.** Исследование показало, что применение финансовой оценки запасов с последующей эмиссией акций позволяет получить более значительную финансовую отдачу

от проекта через реализацию акций по рыночной цене на международной фондовой бирже, нежели через дивиденды от совместного предприятия. Объясняется это тем, что рыночная цена на акцию складывается из фактической прибыли предприятия на акцию и "премии", тогда как дивиденды выплачиваются, исходя только из фактической прибыли. Все денежные средства от реализации акций остаются в Кыргызской Республике и могут быть направлены на развитие экономики страны.

### **Основные положения диссертации, выносимые на защиту.**

#### *1. Теоретико-методологические основы финансирования горнодобывающей промышленности:*

- Международный фондовый рынок является актуальным и эффективным, на настоящий момент, инструментом привлечения финансовых ресурсов на освоение и разработку капиталоемких золотоносных месторождений, по сравнению, с другими способами финансирования, включая банковское кредитование, взаимное финансирование хозяйствующих субъектов, бюджетное и само-финансирование;
- Для финансовой оценки золотых запасов с последующей публичной эмиссией акций применяются три основных метода, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки. Наиболее предпочтительным методом, результаты которого отражают состояние рынка драгоценных металлов, является метод торгового коэффициента, основанный на прогнозируемом дисконтированном денежном потоке предприятия и "премии", которую платит рынок к цене на акцию на момент финансовой оценки.

#### *2. Финансирование золотодобывающей промышленности в Кыргызской Республике:*

- Применение финансовой оценки золотых запасов позволяет обеспечить финансирование строительства рудника и увеличить финансовую отдачу Республике от золотодобывающего проекта, в сравнении, с традиционной схемой организации деятельности горного предприятия в виде совместного предприятия;
- При благоприятной ситуации на рынке драгоценных металлов является целесообразным вывод горных предприятий на международный фондовый рынок, так как рыночная цена на акции золотодобывающих компаний включает "премию", которую платит рынок, тогда как размер дивидендов зависит только от размера чистой прибыли предприятия;
- Эффективным методом финансирования золотодобывающих предприятий является монетизация золотых запасов.

#### *3. Пути совершенствования финансирования золотодобывающих предприятий в Кыргызской Республике:*

- В стране имеются предпосылки для проведения финансовой оценки золотых запасов, имеется опыт проведения монетизации по проекту Кумтор и выводу предприятия с его активами на международную фондовую биржу;

- Финансовая оценка с последующей публичной эмиссией акций является перспективным шагом в развитии горнодобывающей промышленности и, в целом, экономики Кыргызской Республики;
- Необходимы изменения в законодательство Кыргызской Республики в части совершенствования нормативно-правовой базы по вопросам регулирования деятельности зарегистрированных на международных фондовых биржах предприятий, залогового обеспечения, налогообложения, лицензирования золотодобывающих предприятий, участия государства в монетизации золотых запасов страны.

**Личный вклад соискателя.** В процессе работы над диссертацией соискателем были обобщены методы оценки золотых запасов, проведены расчеты на примере проекта Джеруй и Кумтор, показывающие, что финансовая оценка запасов приводит к увеличению капитала горного предприятия, переводу запасов в недрах из неликвидного товара в ликвидные акции. Был проведен сравнительный анализ финансовой отдачи проектов при традиционной схеме освоения и отработки месторождения и в случае применения финансовой оценки запасов. Предложены пути улучшения инвестиционной привлекательности отечественных золотодобывающих предприятий и рекомендации по использованию финансовой оценки золотых запасов Кыргызской Республики.

**Апробация результатов исследования.** Диссертация обсуждалась на заседании кафедры "Финансы и кредит" Кыргызско-Российского Славянского Университета. Отдельные положения диссертации докладывались на Республиканской научно-практической конференции в КНУ им. Ж.Баласагына - "Концептуальные проблемы экономического развития Кыргызской Республики" (Бишкек, 12 апреля 2006 г.); международной научно-технической конференции КГТУ им. И.Раззакова - "Инновации в образовании, науке и технике" (Бишкек, 22-23 июня 2006 г.). Полученные аспирантом результаты исследования нашли отражение в докладных, отчетах и аналитических записках АО "Кыргызалтын".

**Публикации результатов исследования.** Результаты диссертационного исследования опубликованы в семи научных публикациях, общий объем 4,9 п.л.

**Объем и структура исследования.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников из 117 наименований. Диссертация изложена на 153 стр. компьютерного набора через 1,5 интервала, содержащей 24 таблицы, 12 рисунков и 1 приложение.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ**

**В первой главе** "Теоретико-методологические основы финансирования горнодобывающей промышленности" рассмотрены особенности финансирования горнодобывающей промышленности, возможности фондового рынка как основного механизма привлечения финансовых

ресурсов для горнодобывающей промышленности и методы оценки стоимости активов золотодобывающих компаний.

Главной особенностью финансирования горнодобывающей промышленности является капиталоемкость проектов и длительный период окупаемости инвестиционных средств. В настоящее время многие горнодобывающие предприятия испытывают серьезные проблемы с получением заемных средств на строительство горнодобывающих объектов. Это обусловлено спецификой деятельности горных предприятий. Период строительства занимает обычно 2-3 года, когда осуществляются только капитальные затраты и доходы от операционной деятельности отсутствуют. Стоимость строительства золотодобывающего рудника обычно начинается от 60 млн. долларов США и зависит от объема золота, планируемого к переработке и производству. Доходы начинают возникать с производства золота. Однако, это еще не означает, что предприятие успешно заработает и прибыль "потечет рекой". У руководителя большой задачей становится распределение доходов таким образом, чтобы их хватило на покрытие операционных, капитальных расходов, налогов, заемных средств и расходов по их обслуживанию. В среднем, предприятие начинает получать прибыль на третий, четвертый год с начала коммерческого производства и зависит, прежде всего, от мировой цены на золото и операционных и капитальных затрат.

Одной из форм финансирования горнодобывающей отрасли сегодня является - проектное финансирование. Под проектным финансированием понимается финансирование инвестиционных расходов проекта, который сам оплачивает производственные расходы и осуществляет платежи в погашение долгосрочного долгового обязательства по привлеченным средствам и, при котором, кредиторы для начисления процентов и возврата привлеченных средств ориентируются, прежде всего, на ожидаемые избытки ликвидности и запланированные доходы проекта. В противовес обычному коммерческому кредитованию, проектное финансирование в классическом понимании означает, что единственный источник возврата инвестиций — отдача от конкретного проекта. Для получения проектного финансирования необходимо предоставление компанией хорошего ликвидного залога. Чем дольше срок кредитования, тем ликвиднее должно быть обеспечение.

В золотодобывающей отрасли в качестве такого ликвидного залога могут выступить акции золотодобывающих компаний, осуществивших монетизацию своих запасов и разместивших свои акции на международных фондовых биржах. Кроме этого, финансирование проекта можно осуществить путем реализации части акций этой компании и/или путем выпуска облигаций. Таким образом, для финансирования золотодобывающего проекта можно использовать комбинированный способ финансирования – банковский заем и/или собственные средства от реализации акций и/или средства от выпуска облигаций. Этому способствует стабильная растущая цена на золото.

Термин "монетизация" используется специалистами в горнодобывающей отрасли, по отношению, к полезным ископаемым и упрощенно подразумевает денежное выражение запасов и ресурсов подземных ископаемых в недрах.

В законодательной базе Кыргызской Республики отсутствует понятие "монетизация" золота или других полезных ископаемых.

В разъяснениях значений экономических терминов Национального Банка Кыргызской Республики имеется понятие "монетизация экономики" и оно определено как "отношение объема денежного агрегата к валовому внутреннему продукту"<sup>1</sup>.

Определение термина "монетизация золота" отсутствует и в законодательстве России, и Казахстана. В статьях встречаются понятия "монетизация льгот", "монетизация запасов нефти", "монетизация запасов газа", "монетизация недр", которые подразумевают денежное выражение льгот, нефти, газа. С английского языка "monetization" переводится как – превращение в деньги.

Впервые использование термина "монетизация", по отношению, к золотым запасам встречается в "Отчете о монетизации золотодобывающих активов Кыргызской Республики", подготовленном рабочей группой, созданной по распоряжению Правительства №197-р от 04.06.2001г.

В первой главе "Отчета о монетизации золотодобывающих активов Кыргызской Республики" от 2001 года встречается термин "монетизация ресурсов золота в недрах", под которым понимается – "организация финансирования проектов освоения золоторудных месторождений с помощью ценных бумаг, выпускаемых под обеспечение запасами золота, разведанными в недрах Кыргызстана"<sup>2</sup>.

В разделе 1.2 этого отчета "Цели, методика и содержание работы" под "монетизацией золотодобывающих активов Кыргызской Республики" понимается – "оценка стоимости ресурсов золота в недрах"<sup>3</sup>.

В третьей главе "Отчета о монетизации золотодобывающих активов Кыргызской Республики" от 2001 года", встречается выражение "процедура капитализации запасов недр", использующееся при рассмотрении выпуска акций золотодобывающими предприятиями с целью дальнейшего выхода на фондовый рынок.

Обобщив данные по использованию специалистами значения "монетизация золотых запасов", мы предлагаем следующее определение этому термину:

---

<sup>1</sup> Экономические термины. Разъяснения значений терминов. Национальный банк Кыргызской Республики. – Бишкек, 2005.

<sup>2</sup> Отчет о монетизации золотодобывающих активов Кыргызской Республики / Правительство Кыргызской Республики. - 2001.

<sup>3</sup> Отчет о монетизации золотодобывающих активов Кыргызской Республики / Правительство Кыргызской Республики. - 2001.

*Монетизация золотых запасов* – процесс капитализации стоимости запасов золота в месторождении, включающий техническую и финансовую оценку этих запасов, эмиссию акций с последующей регистрацией на фондовой бирже.

*Сущность монетизации золотых запасов* заключается в переводе запасов золота, находящихся в недрах и подлежащих освоению, из неликвидного товара в ликвидный, каковым являются акции, котирующиеся на фондовой бирже.

Другими словами, *монетизация золотых запасов* представляет собой форму проектного финансирования, но в качестве основного источника денежных средств выступает не банк, а фондовый рынок, не имеющий ограничений в финансовых ресурсах.

Монетизация золотых запасов включает в себя следующие основные этапы:

1) *техническая оценка* запасов и ресурсов предприятия, которую проводят технические эксперты; чем выше качество запасов и ресурсов, тем больший потенциал и успех в будущем имеет предприятие на фондовой бирже;

2) *финансовая оценка* активов золотодобывающего предприятия; данный этап является ключевым в монетизации золотых запасов, так как в основном от него будет зависеть цена акции при первичном предложении на фондовой бирже; финансовая оценка активов предприятия основана на результатах технической оценки запасов и ресурсов, а также на результатах текущей финансово-хозяйственной деятельности компании;

3) *публичная эмиссия ценных бумаг*, в свою очередь, состоящая из определенных последовательных действий.

Основной задачей, решаемой фондовым рынком, является "привлечение временно свободных денежных ресурсов для инвестирования в экономику. Фондовый рынок является тем механизмом, который помогает эмитентам аккумулировать финансовые средства инвесторов, а инвесторам – приумножать свои сбережения путем вложения финансовых средств в ценные бумаги"<sup>4</sup>.

Россия путем вывода ценных бумаг отечественных эмитентов на внешние рынки привлекла более 10 миллиардов долларов США инвестиций для своей экономики.

В США 70% финансовых потребностей удовлетворяются рынками капиталов, и только 30% - банками. Это связано с тем, что мобилизация денег на рынке капиталов обходится значительно дешевле, чем получение их от банков. В развитой рыночной экономике инвестиции, обеспечиваемые рынком ценных бумаг, значительно превосходят по объемам все другие

---

<sup>4</sup> Колтынюк Б.А. Рынок ценных бумаг. – СПб., 2001. - С.8.

источники финансирования, в частности, банковские кредиты и бюджетные средства.<sup>5</sup>

Кыргызская фондовая биржа характеризуется малым количеством листинговых ценных бумаг и ограниченной торговлей как на биржевом, так и внебиржевом рынках. Приблизительные подсчеты показывают, что рыночная капитализация в 5 раз меньше прибыли, что является результатом сильной недооценки промышленного сектора Кыргызстана, прошедшего процедуру листинга. Анализ эмиссии корпоративных ценных бумаг в Кыргызской Республике показывает, что предприятия не ставят пока своей целью привлечение дополнительного капитала через рынок ценных бумаг. Основным мотивом выпуска ими акций является закрепление собственности. Фондовый рынок в Кыргызской Республике не обеспечивает привлечения и перераспределения инвестиционных ресурсов. Развитию фондового рынка в нашей стране также препятствуют риски, присущие операциям с ценными бумагами, и вызванные экономической и финансовой нестабильностью в Кыргызской Республике.<sup>6</sup>

Для финансовой оценки активов компаний горнодобывающей промышленности обычно применяют следующие три метода оценки стоимости активов золотодобывающих предприятий – метод аналогий, метод дисконтирования денежного потока и метод торгового коэффициента.

#### *1) Метод аналогий*

Самый простой из методов оценки активов – метод аналогий. На мировых фондовых рынках всегда находятся в продаже многие десятки месторождений золота. Имеется возможность подыскать сопоставимый по биржевым и техническим (запасы, ресурсы, технология) параметрам объект, предлагаемый на продажу. Взяв цену этого объекта за основу можно определить приблизительную рыночную стоимость оцениваемого объекта.

#### *2) Метод дисконтирования денежного потока*

Передовая оценочная методология основывается на оценке дисконтированного денежного потока (ДДП).

ДДП от операций

+ Наличность

- Долг

± Переоценка книги хеджа на основании текущего уровня цен

- ДДП корпоративных накладных расходов

= Чистая стоимость активов Компании

В качестве ставки дисконтирования обычно используют ставку процента, свободную от риска. Обычно это ставка процента по государственным ценным бумагам.

<sup>5</sup> Бектенова Д.Ч. Капитализация в финансово-банковской системе в трансформируемой экономике (на примере Кыргызской Республики. – Бишкек: Изд-во КРСУ, 2003. – С.265, 274, 280, 284.

<sup>6</sup> Питер Б.Корбин. Прямые иностранные инвестиции и инвестиции в акции и долговые инструменты. // Реформа: международный ежеквартальный научный экономический журнал / Гл. ред. Т.Койчурев. – Бишкек: ЦЭиСР, 2005. - №3, С. 33.

Чистая текущая стоимость – это непосредственное воплощение концепции дисконтированной стоимости. Ее вычисление требует следующих шагов: 1) выбора подходящей ставки дисконтирования, 2) вычисления текущей стоимости ожидаемых от инвестиционного проекта денежных доходов, 3) вычисления текущей стоимости требуемых для данного инвестиционного проекта капиталовложений, 4) вычитания из текущей стоимости всех доходов текущей стоимости всех капиталовложений.

Чистая текущая стоимость инвестиционного проекта равна:<sup>7</sup>

$$NPV = \sum_{t=0}^n C_t (1 + i)^{-t}$$

где,

$C_t$  - денежный поток в конце периода  $t$ ;

$i$  - стоимость денег во времени для данной фирмы;

NPV – чистая текущая стоимость инвестиционного проекта;

$n$  – жизненный цикл инвестиционного проекта.

### 3) Метод торгового коэффициента

Его еще называют методом капитализации прибыли. Процедура оценки данным методом заключается в том, что капитализируется чистый денежный поток. В основном, рынок фокусируется на относительной стоимости, а не на основной стоимости. Ключевым коэффициентом для расчета относительной стоимости является:

Рыночная капитализация (РК) / Чистая стоимость активов (ЧСА), который показывает "премию" или "дисконт", который рынок дает, по отношению, к его основной стоимости.

Практически без исключения, аналитики оценивают чистую стоимость золотых активов, применяя дисконт в размере 0%-6%. При расчете чистой стоимости используют следующие данные - запасы, структура эксплуатационных затрат, капитальные затраты, бухгалтерский отчет (включая размеры задолженностей, хеджирование).

Основными рыночными показателями, влияющими на подсчет чистой стоимости активов, являются - дисконтная ставка, предположения цены на золото, подход к конвертации ресурсов в категорию запасов.

При принятии решения о вложении средств инвестор рассчитывает экономическую эффективность проекта. Помимо расчета чистой текущей стоимости основными показателями эффективности проекта являются:

- внутренняя норма окупаемости;
- индекс рентабельности
- период окупаемости;
- длительность инвестиций;

<sup>7</sup> Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов. Перевод с английского под ред. Л.П.Белых. - М.: Банки и биржи, ИО "ЮНИТИ", 1997. - С.94.

- анализ чувствительности.

**Во 2-й главе** "Состояние финансирования золотодобывающей промышленности в Кыргызской Республике" рассматриваются источники финансирования золотодобывающей промышленности в Кыргызской Республике, проводится анализ экономической эффективности монетизации проекта Джеруй и Кумтор для Кыргызской Республики.

На сегодня в Кыргызской Республике освоение крупных золотоносных месторождений осуществляется путем создания совместных предприятий с иностранными компаниями, так как государство и отечественные предприятия не имеют достаточных средств для финансирования капиталоемких рудников. Так, по проектам Кумтор, Джеруй, Талды-Булак Левобережный созданы совместные предприятия с иностранными предприятиями. Ответственность по поиску и обеспечению финансирования в таких проектах возлагается на иностранного партнера. В обмен на это обязательство, партнер по совместному предприятию обычно требует контрольный пакет акций. Получив его, партнер может привлечь финансирование на проект, используя механизмы фондовой биржи.

Как правило, компании, желающие разрабатывать золотые месторождения в Кыргызской Республике, уже присутствуют на одной или нескольких международных фондовых биржах. Заключив договор с кыргызской стороной на разработку месторождения, проведя дополнительную эмиссию акций на размер своей доли в золотодобывающем проекте (под запасы месторождения в Кыргызской Республике), иностранный партнер капитализирует свою долю в золотодобывающем проекте. Это приводит к увеличению рыночной капитализации иностранной компании, что позволяет ей привлечь финансовые ресурсы посредством реализации акций, выпуска облигаций, получения банковского кредита под залог акций и т.д. Именно поэтому, иностранные партнеры стремятся получить контрольный пакет акций.

В Кыргызской Республике проектное финансирование привлекалось для проекта Кумтор, ответственным за финансирование, согласно Генеральному Соглашению от 1992 года, являлся канадский акционер в проекте – компания "Камеко корпорейшен", чьи акции котируются на международной бирже в г. Торонто. В качестве дополнительного обеспечения возврата кредита на освоение проекта Кумтор компания "Камеко корпорейшен" предоставила банкам свою корпоративную гарантию. В данном случае, корпоративная гарантия подразумевает гарантию предприятия, отвечающего по кредитному обязательству всеми своими активами. Для реализации проекта Кумтор было привлечено финансирование на сумму в 452 млн. долларов США.

В проекте Джеруй английский партнер "Норокс" по совместному предприятию планировал привлечь денежные средства на строительство рудника посредством эмиссии акций на Лондонской фондовой бирже под запасы и ресурсы месторождения Джеруй. В этом и заключается *суть*

*монетизации*, когда неликвидные сами по себе запасы и ресурсы переводят в ликвидные акции, с помощью которых можно привлечь финансирование на выработку этих запасов и ресурсов. При этом, акции могут выступить в качестве залога для банковского кредитования и/или часть их может быть реализована на фондовой бирже. Либо компания, зарегистрированная на фондовой бирже, может выпустить облигации и, таким образом, привлечь долговое финансирование.

По мнению автора, привлечение денежных средств на финансирование золотодобывающих проектов в Кыргызской Республике через фондовую биржу посредством монетизации золотых запасов более перспективно и актуально, по сравнению, с банковским кредитованием под залог основных средств и других активов компании.

Получение кредита в зарубежных банках на освоение новых золотодобывающих проектов осложняется тем, что иностранные банки опасаются выдавать кредиты в горнодобывающие объекты Кыргызской Республики, в основном, из-за высокого политического риска, а также низкой ликвидности активов компаний. Основной проблемой при получении кредита является обеспечение качественного ликвидного актива. Отечественная горнодобывающая компания, не котирующаяся на фондовой бирже, может предложить в качестве залога свои основные средства, лицензию на разработку месторождения, на освоение которого необходимо финансирование. При этом, основные средства могут быть достаточно ликвидными, но их стоимость гораздо ниже суммы денежных средств, требуемых для финансирования капиталоемких строительных и горных работ. Что касается лицензии, то законодательство предусматривает ее залог, однако не определен механизм передачи прав от залогодателя (заемщика) к залогополучателю (банку). Опасаясь рисков, многие зарубежные финансовые институты требуют Государственной гарантии.

В случае монетизации золотых запасов, отечественные предприятия могут использовать акции в качестве ликвидного залога для получения банковского кредита. Условия при этом, как правило, более выгодные, чем под залог лицензии, запасов или основных средств заемщика. Это объясняется большей ликвидностью акций, по сравнению, с другими активами предприятия, снижающей риск банка по возврату кредитных средств, так как банк всегда и в любой момент может узнать справедливую рыночную стоимость акций, быть в полном курсе деятельности компании, иметь доступ к последним финансовым отчетностям, иметь информацию о планах компании и что очень важно, отслеживать целевое использование кредитных средств ввиду требований бирж по раскрытию информации, предоставлению всех производственных, технических и финансовых отчетов.

Для определения финансовой отдачи Кыргызской Республике от проекта Джеруй была использована финансовая модель из Техно-экономического обоснования отработки месторождения Джеруй от 2003 года, включающая поток наличности предприятия, планируемый на период

жизнедеятельности проекта. В качестве долгосрочной цены на золото использовалась цена в 350 долларов США за унцию.

Проведенные расчеты показали, что за 8 лет деятельности проекта Джеруй в составе совместного предприятия "Талас Голд Майнинг Компани" кыргызская сторона в виде налогов и дивидендов может получить в абсолютном выражении (при дисконте = 0%) – 66,9 млн. долларов США, а при дисконте в 8% - 43,1 млн. долларов США.

Если кыргызская сторона самостоятельно проведет монетизацию запасов и ресурсов проекта Джеруй при цене в 350 долларов за унцию на основе финансовой модели от 2003 года и сохранении существующего на сегодня размера торгового коэффициента, то капитализация компании, прошедшей публичную эмиссию, может составить – 101 млн. долларов США.

В таблице 1 представлен обобщенный сравнительный анализ эффективности проекта Джеруй для Кыргызской Республики в составе совместного предприятия и в случае монетизации запасов при цене на золото в 350 долларов США за унцию.

Таблица 1  
Финансовая отдача проекта Джеруй для Кыргызской Республики

	В составе совместного предприятия		В случае монетизации	
	Дисконт = 0%	Дисконт = 8%	Дисконт = 0%	Дисконт = 8%
Дивиденды, млн. долларов США	33,2	20,2		
Оплата за участие в управлении проектом, млн. долларов США	3,7	2,6		
Налоги и отчисления, млн. долларов США	30	20,3	30	20,3
Рыночная капитализация млн. долларов США			101	
<b>Итого, Кыргызской Республике, млн. долл. США</b>	<b>66,9</b>	<b>43,1</b>	<b>131</b>	<b>121,3</b>

Примечание. Расчеты сделаны автором на основе Прогноза потока наличности проекта Джеруй от 2003 г.

Таким образом, монетизация проекта Джеруй позволит значительно увеличить финансовую отдачу проекта для Кыргызской Республики. При дисконте в 0%, дополнительный финансовый эффект от монетизации запасов составляет 64,1 млн. долларов США, и при дисконте в 8% - 78,2 млн.

долларов США. Или финансовая отдача Кыргызской Республике от монетизации запасов проекта Джеруй превышает почти *в два раза* при использовании дисконта в 0%, и почти *в три раза* при дисконте в 8%, по сравнению, с финансовыми результатами в составе совместного предприятия.

В этой же главе была подсчитана упущенная выгода Кыргызской Республики от заключения Генерального соглашения с канадской компанией "Камеко корпорейшен" по освоению и отработке месторождения Кумтор. Расчеты показали, что за период 1993-2003 гг. размер упущенной выгоды составил *435 млн. долларов США*, в т.ч.:

- 146 млн. долларов США в виде недополученных дивидендов за счет падения цены на золото и увеличения стоимости строительства рудника; было перечислено в Бюджет в виде налогов, отчислений и дивидендов от проекта 94 млн. долларов США против 230 млн. долларов США согласно первоначальному технико-экономическому обоснованию;

- 120 млн. долларов США за счет предоставления льгот на такие налоги как налог на прибыль, отчисления в фонд предупреждения и ликвидации чрезвычайных ситуаций, отчисления на развитие и воспроизводство минерально-сырьевой базы, налог на доходы нерезидентов;

- 169 млн. долларов США в виде выплат канадскому партнеру в совместном предприятии - дивидендов, платы за менеджмент, процентов по акционерному займу "Камеко", гонорара за гарантию "Камеко".

В 2003-2004 годы Правительством Кыргызской Республики, "Кыргызалтыном" и корпорацией "Камеко корпорейшен" была осуществлена реструктуризация проекта Кумтор, в результате которой кыргызская сторона в обмен на акции в проекте Кумтор получила акции компании "Центерра Голд Инк.", зарегистрированной 30 июня 2004 года на фондовой бирже в г.Торонто. В ходе реструктуризации была осуществлена монетизация золотых запасов проекта Кумтор (Кыргызская Республика), Бороо (Монголия), РЕН (США) и Гатсуурт (Монголия).

Как результат реструктуризации проекта Кумтор, АО "Кыргызалтын" получил 18,8 млн. акций, из которых 7,5 млн. акций было продано при первичном предложении по цене в 15,5 канадского доллара за акцию на сумму 116,3 млн. канадских долларов или 86 млн. долларов США.

На май 2006 года капитализация компании "Центерра Голд Инк." составила 3,2 млрд. канадских долларов или приблизительно 2,9 млрд. долларов США. За период с июня 2004 года по май 2006 года цена на акции увеличилась в 3 раза – с 15,5 до 45 канадского доллара за акцию. В июне 2006 года компания "Центерра Голд Инк." осуществила так называемый "1 к 3-м - сплит", когда стоимость акции была уменьшена в три раза, а количество акций увеличено во столько же раз. Таким образом, рыночная капитализация компании и доли кыргызской стороны в компании "Центерра Голд Инк." не изменились. Компании идут на "сплит" для того, чтобы обеспечить больший потенциал к росту акций.

На конец января 2007 года цена за акцию "Центerra Голд Инк.", в среднем, составила 14 канадских долларов или 11,9 долларов США. Таким образом, рыночная стоимость акций, оставшихся у кыргызской стороны (33'869'151 акций), составила на конец января 2007 года 474,2 млн. канадских долларов или 401,9 млн. долларов США (при курсе на конец января 2007 года 1USD = 1,18 кан.доллар).

Для того, чтобы сравнить насколько изменилась эффективность проекта Кумтор, нами была рассчитана финансовая отдача проекта Кыргызской Республике до и после монетизации на основе финансовой модели проекта Кумтор от 2003 года. При этом, в качестве цены на золото была взята фактически сложившаяся за отчетный год средняя цена: за 2004 год – 409 долларов США за унцию, за 2005 год - 445 долларов США за унцию. В качестве долгосрочной цены была взята средняя цена, сложившаяся за первое полугодие 2006 года - 590 долларов США за унцию. Ниже приводится сравнительная таблица 2, в которой показаны рассчитанная нами стоимость проекта и его финансовая отдача для кыргызской стороны до и после монетизации.

Таблица 2

Финансовая отдача проекта Кумтор в бюджет Кыргызской Республики до и после монетизации

Дисконт = 0%	Финансовая отдача проекта Кумтор	
	До монетизации, млн. долл. США	После монетизации, млн. долл. США
Дивиденды (2/3 чистого денежного потока 2004 – 2008 гг. после выплаты кредитных обязательств)	274	
Реализация 7,5 млн. акций "Центerra Голд Инк." 30 июня 2004 года		86
Рыночная стоимость оставшихся 33,9 млн. акций "Центerra Голд Инк." на конец января 2007 года		401,9
Налоги, ожидаемые к выплате в Бюджет Республики (2004 – 2008 гг.)	104,3	140,5 (с учетом отмены налоговых льгот)
Поступление средств в Иссык-кульский Соцфонд, 2004 – 2008 гг. (2%/4% от чистой прибыли)	16,2	16,2

Концессионные платежи, 2004 – 2008 гг. (4\$ за унцию проданного золота)	9,6	9,6
Роялти, 2004 – 2008 гг. (1,5\$ за унцию проданного золота)	3,5	3,5
<b>Итого:</b>	<b>398,1</b>	<b>657,7</b>

Примечание. Данные в таблице рассчитаны на основе Прогноза потока наличности проекта Кумтор и данных Торонтовской биржи.

Как видно из таблицы 2, финансовая отдача проекта Кумтор кыргызской стороне после монетизации доли кыргызской стороны увеличилась *в 1,6 раза*. При этом следует отметить, что данные для расчета дивидендов взяты номинальные, т.е. дисконт равен нулю. Тогда как обычно применяется дисконт не менее 8%, поскольку такие платежи, как дивиденды, планируются к выплате в будущем и зависят от наличия свободных денежных средств. Что касается акций, то они абсолютно ликвидны и могут быть реализованы на рынке в любое время. При применении дисконта в 8% к дивидендам (т.е. 208,3 млн. долларов США с учетом дисконта) финансовая отдача проекта до монетизации уменьшится до 332,4 млн. долларов США, что в два раза меньше поступлений от проекта после монетизации.

Монетизация проекта Кумтор должна продлить жизнедеятельность проекта за счет отработки подземных запасов. Без монетизации строительство подземного рудника было маловероятно. Согласно Генеральному Соглашению от 1993 года, обязательство Камеко по подземному руднику ограничивалось 2,5 млн. долларов США. Иностраный партнер в проекте Кумтор не был заинтересован в развитии подземного рудника. Сейчас компания "Центерра Голд Инк." заинтересована в продлении деятельности проекта Кумтор, так как цена на акции компании напрямую зависит от объема имеющихся в наличии запасов и ресурсов золота. В 2006 году затраты на программу разведки "Центерра Голд Инк." составили 25,7 млн. долларов США, из которых более 14 млн. долларов США были направлены на программу разведки проекта Кумтор. Развитие подземного рудника также должно привести к росту цены на акции компании "Центерра Голд Инк.", что соответственно отразится на рыночной капитализации акционерной доли АО "Кыргызалтын", тем самым еще увеличив финансовую отдачу проекта Кумтор.

Кроме этого, АО "Кыргызалтын" остается акционером международной публичной компании "Центерра Голд Инк.", акции которой абсолютно ликвидны. Ипользовав в качестве залога и/или реализовав их часть, государство может привлечь финансирование для других предприятий золотодобывающей промышленности Кыргызской Республики.

Используя опыт, приобретенный в ходе реструктуризации проекта Кумтор, и определенный имидж на международном рынке ценных бумаг, по

мнению автора, необходимо рассмотреть вопрос о самостоятельном выводе горнодобывающих предприятий на международные фондовые биржи и привлечении финансовых ресурсов в золотодобывающую отрасль Кыргызской Республики. Этот шаг также должен поспособствовать развитию отечественного рынка ценных бумаг.

В 3-й главе "Пути совершенствования финансирования золотодобывающей промышленности" нами были рассмотрены пути улучшения инвестиционной привлекательности золотодобывающих предприятий Кыргызской Республики. Были также рассмотрены предпосылки и разработаны рекомендации по использованию финансовой оценки золотых запасов Кыргызской Республики с последующей публичной эмиссией акций и их размещения на международной фондовой бирже.

На размер дисконта для финансовой оценки активов золотодобывающего предприятия кроме качества активов и цены на золото также влияют инвестиционные условия региона, страны, где расположены запасы и ресурсы золота компании. И в дальнейшем, после проведения заключительного этапа монетизации золотых запасов – публичной эмиссии, цена на акции компании помимо прочих финансовых и экономических факторов будет также зависеть от инвестиционного климата страны, в которой добывается золото.

Говоря об инвестиционных рисках золотодобывающих компаний, мы, прежде всего, имеем ввиду инвестиционный климат в стране, включающий объективные возможности региона и условия деятельности инвестора в золотодобывающей отрасли.

Для принятия инвестиционного решения недостаточно оценивать только один из этих факторов. Регион может быть первоклассным, с точки зрения, потенциала - например, там есть сырьевые ресурсы или богатое население, - но если политическая обстановка нестабильна или настолько загрязнена окружающая среда, то на инвестиции мало кто решится. И наоборот, регион может быть тихим, но совершенно пустым, с точки зрения, потенциала, и, следовательно, непривлекательным для инвесторов.

В целом, по мнению аналитиков, в настоящее время Кыргызская Республика характеризуется как страна с низкими показателями инвестиционной надежности за счет высокого политического риска, несовершенства законодательной базы, наличия коррупции, слабого доступа к банковским кредитам и высокой вероятности возникновения форс-мажорных обстоятельств.

Согласно международной практики, стратегический подход к продвижению прямых иностранных инвестиций должен включать в себя следующие виды деятельности:

- 1) устранение административных, нормативно-правовых и управленческих барьеров;
- 2) продвижение страны посредством построения имиджа и маркетинга;

- 3) предоставление дополнительных услуг существующим и потенциальным инвесторам;
- 4) аккумулирование инвестиций посредством привлечения целевых инвестиций;
- 5) защита интересов частного сектора.<sup>8</sup>

Несовершенство законодательной базы является одним из основных факторов, препятствующим притоку инвестиций в горнодобывающую промышленность.

Можно выделить инвестиционные факторы, независимые напрямую от деятельности золотодобывающего предприятия (цена на золото, курсы валют, законодательство в стране, экономическая и политическая стабильность) и зависящие от предприятия (производство, качество и количество запасов, квалификация кадров).

В качестве реальных путей улучшения инвестиционной привлекательности золотодобывающих предприятий Кыргызской Республики, автор разделяет мнение многих специалистов о необходимости упрощения процедуры лицензирования, закрепления гарантий прав пользования месторождением в течение процедуры лицензирования, внесения изменений в налоговое и горное законодательство в части сопоставимости международной практике. Также, для снижения инвестиционных рисков необходимо обеспечение стабильности законодательства, и, в целом, политической и макроэкономической стабильности.

Кыргызская Республика обладает большим инвестиционным потенциалом, и несмотря на существующие инвестиционные риски, присущие в целом Кыргызской Республике и золотодобывающей отрасли, при сохранении благоприятных на сегодня условий рынка драгоценных металлов, освоение и развитие новых золотоносных месторождений в стране имеет большие перспективы.

Во многих странах государство не участвует в горных проектах в качестве владельца, его роль сводится к участию в проекте посредством постоянного мониторинга, контроля и отчетности. Для этого в других странах созданы специальные центральные ведомства, отвечающие за разработку и осуществление политики, законодательства, руководства и контроля над деятельностью горнодобывающего сектора. Данное ведомство координирует с прочими государственными департаментами и министерствами свою деятельность в отношении горнодобывающего сектора, во избежание дублирования функций и полномочий. По мнению автора, учитывая стратегическую важность золотодобывающей промышленности для развития экономики Кыргызской Республики, государство на данном этапе может иметь определенное долевое участие в золотодобывающей промышленности, но не владеть на 100% всеми активами. При этом, роль государства должна

---

<sup>8</sup> Питер Б.Корбин. Прямые иностранные инвестиции и инвестиции в акции и долговые инструменты. // Реформа: международный ежеквартальный научный экономический журнал / Гл. ред. Т.Койчурев. – Бишкек: ЦЭиСР, 2005. - №3, С. 31.

больше сводиться к осуществлению эффективного надзора над деятельностью компаний и использованием ими минеральных ресурсов.

Развитие горнодобывающей отрасли решает большие социальные проблемы в отдаленных и высокогорных регионах, создавая рабочие места на горных предприятиях, являющихся зачастую единственными производственными единицами в таком регионе. Налоги, поступающие в местные бюджеты позволяют в этих регионах развивать инфраструктуру, сохранять жизнедеятельность населенных пунктов. Как правило, для успешного развития любого предприятия или отрасли необходимо направлять часть прибыли на воспроизводство, только таким образом можно обеспечить перспективы дальнейшего роста. По мнению автора, денежные средства от реализации акций "Центerra Голд Инк." необходимо направить на реабилитацию и рекультивацию отработанных и приостановленных рудников, хвостохранилищ; а также на геологические работы, освоение и отработку золотоносных месторождений Кыргызской Республики.

Другой проблемой является несовершенная законодательная база, которая не предусматривает многие аспекты и последствия вывода государственных предприятий на международные фондовые биржи. В этой связи, по мнению автора, необходимо внесение изменений в законодательство Кыргызской Республики с тем, чтобы отразить и предусмотреть прямое участие государства или через созданную им компанию в монетизации золотых запасов страны. Также, необходимо разработать механизм и утвердить долгосрочную программу развития золотодобывающей отрасли, предусматривающей финансовую оценку золотых запасов.

Несмотря на существующие проблемы, монетизация золотых запасов имеет большие перспективы в Кыргызской Республике. Это актуально именно сейчас, когда на рынке золота и акций золотодобывающих компаний сохраняется устойчивая благоприятная ситуация.

## **ВЫВОДЫ**

Проведенное диссертационное исследование позволяет сделать ряд выводов по результатам выполненной работы. Среди них наиболее важными являются следующие:

1. Международный фондовый рынок является актуальным механизмом привлечения финансовых ресурсов на освоение и разработку золотоносных месторождений в условиях благоприятной ситуации на рынке драгоценных металлов. В отличие от других источников финансирования рынок капитала не имеет ограничений в привлечении денежных средств. Рынок сам определяет справедливую стоимость активов в зависимости от их качественных характеристик, местонахождения, производственных и технических данных;
2. Существующие способы финансирования и развития золотодобывающей отрасли Кыргызской Республики посредством создания совместных предприятий являются малоэффективными и не позволяют Республике

получать максимальную отдачу от предприятий золотодобывающей отрасли. Выплата дивидендов в совместных предприятиях зависит от многих факторов и производится после погашения кредитных обязательств предприятия, что не позволяет акционерам проекта получать финансовые потоки в первые годы деятельности золотодобывающего предприятия;

3. Применение финансовой оценки золотых запасов позволяет осуществить перевод неликвидных запасов недр в ликвидные акции. Финансовая отдача Республике от проекта при выводе предприятия на фондовый рынок увеличивается, так как рыночная стоимость акций золотодобывающих компаний включает "премию", которую платит рынок к реальной цене за акцию. При этом, владелец акций может получать финансовые потоки уже в первые годы деятельности предприятия путем реализации принадлежащих ему акций;
4. В стране имеются все предпосылки и опыт для проведения финансовой оценки золотых запасов. Однако, для улучшения инвестиционной привлекательности золотодобывающей промышленности необходимы изменения в законодательстве Кыргызской Республики, в части совершенствования нормативно-правовой базы по вопросам регулирования деятельности зарегистрированных на международных фондовых биржах предприятий, залогового обеспечения, налогообложения, лицензирования золотодобывающих предприятий, участия государства в монетизации золотых запасов страны;
5. Монетизация золотых запасов является эффективным и перспективным методом финансирования проектов золотодобывающей промышленности. Применение финансовой оценки запасов с последующей публичной эмиссией акций позволит привлечь большие финансовые ресурсы в горную отрасль, требующей значительных капитальных затрат, а также будет способствовать развитию горнодобывающей промышленности и, в целом, экономики Кыргызской Республики;
6. Целесообразно рассмотреть вопрос о самостоятельном выводе отечественных золотодобывающих предприятий на международные фондовые биржи. Для этого необходимо разработать и утвердить механизм, и долгосрочную программу развития золотодобывающей отрасли Кыргызской Республики, с учетом современных тенденций финансирования этой отрасли.

## **СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ**

1. Отогонова А.А. Проблемы развития горнодобывающей отрасли Кыргызской Республики в переходном периоде. // Сборник статей "Актуальные проблемы развития экономики Кыргызстана на современном этапе". Кафедра экономической теории. – Бишкек: КРСУ, 2005. - 0.8 п.л.
2. Отогонова А.А. Инвестиционный климат в Кыргызской Республике. // Вестник КНУ им. Жусупа Баласагына, серия 6, выпуск 7. - Бишкек, 2005. - 0.8 п.л.
3. Отогонова А.А. Перспективы выхода горнодобывающих компаний Кыргызской Республики на международные фондовые рынки. // Известия КГТУ им. И.Раззакова, №9, том 3. – Бишкек, 2006. - 0.7 п.л.
4. Отогонова А.А. Особенности инвестиционных рисков горнодобывающей отрасли Кыргызской Республики. // Вестник КНУ им. Жусупа Баласагына, серия 6, выпуск 8. – Бишкек, 2006. - 0.7 п.л.
5. Отогонова А.А. Оценка инвестиций в условиях неопределенности и повышенных рисков. // Вестник КРСУ, №6, том 6. – Бишкек, 2006. – 0.6 п.л.
6. Отогонова А.А. Финансовая отдача проекта Кумтор до и после реструктуризации. // Вестник БГУЭиП, №3. – Бишкек, 2006. – 0.8 п.л.
7. Отогонова А.А. Инвестирование в золото и акции золотодобывающих компаний. // АльПари, №3/4. – Алматы, 2006. – 0.5 п.л.

**РЕЗЮМЕ****Отгонова Анара Абдылдабековна****"Монетизация золотых запасов как актуальный инструмент финансирования золотодобывающей промышленности (на материалах проектов Кумтор и Джеруй)"****Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности****08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.**

*Ключевые слова:* финансовая оценка, дисконтная ставка, чистая стоимость активов, фондовая биржа, эмиссия акций, листинг, монетизация золотых запасов, проектное финансирование, совместное предприятие, золотоносные месторождения, рынок драгоценных металлов.

*Предметом исследования* является финансовая оценка золотых запасов Кыргызской Республики.

*Объектом исследования* являются золотодобывающие предприятия Кыргызской Республики, в частности проект Кумтор и Джеруй.

*Целью работы* является выявление наиболее эффективного метода финансирования золотодобывающих предприятий.

*Теоретической и методологической основой исследования* явились научные труды отечественных и зарубежных ученых и специалистов, периодические издания экономистов, материалы международных фондовых бирж, научные доклады и отчеты семинаров и конференций.

*Полученные результаты.* Предложено определение понятию и сущности термина "монетизация золотых запасов", раскрыто его содержание; проведена оценка источников финансирования золотодобывающих предприятий в условиях переходного периода; осуществлен сравнительный анализ финансовой отдачи Кыргызской Республике от золотодобывающих проектов Кумтор и Джеруй в составе совместного предприятия и после проведения финансовой оценки, показавший неэффективность традиционной схемы создания совместных предприятий; оценена эффективность долевого участия государства в золотодобывающих предприятиях; определены проблемы и предпосылки, а также разработаны рекомендации по использованию монетизации золотых запасов Кыргызской Республики как актуального и эффективного инструмента финансирования золотодобывающей отрасли.

*Степень использования.* Внедрение в практику разработанных предложений позволит обеспечить финансирование и увеличить финансовую отдачу предприятий золотодобывающей промышленности Кыргызской Республики.

*Область применения.* Золотодобывающие предприятия, государственное агентство по геологии и минеральным ресурсам при Правительстве Кыргызской Республики.

**08.00.10 – "Финансы, акча жүгүртүү жана кредит" адистиги боюнча экономика илимдеринин кандидаттык даражасын алыш үчүн аткарылган Отогонова Анара Абдылдабековнанын "Алтын запастарынын монетизациясы - алтын кен өнөр жайын актуалдуу каржылоо инструменти катары (Кумтөр жана Жерүй долбоор материалдарынын негизинде)" деген темадагы кандидаттык диссертациясына**

**РЕЗЮМЕ**

**Негизги сөздөр:** финансылык баа берүү, дисконттук ставкасы, активдердин таза наркы, фонд биржасы, акциялардын эмиссиясы, листинг, алтын запастарынын монетизациясы, долбоорлук каржылоо, биргелешкен ишкана, алтын кени чыккан жерлери, баалуу металлдардын рыногу.

**Изилдөөнүн негизги предмети** болуп Кыргыз Республикасынын алтын запастарына финансылык баа берүү эсептелет.

**Изилдөөнүн негизги объектиси** болуп Кыргыз Республикасынын алтын кен ишканалары эсептелет, атап айтканда Кумтөр жана Жерүй долбоорлору.

**Изилдөөнүн максаты** болуп алтын кен ишканаларынын эффективдүү каржылоо методдорун аныктоо эсептелет.

**Изилдөөнүн теориялык жана методологиялык негизи** болуп Ата Мекендик, чет өлкөлүк окумуштуулардын жана специалисттердин илимий иштери, экономисттердин мезгилдик басмалары, чет өлкөлүк фонд биржаларынын материалдары, илимий докладдар, семинарлардын жана конференциялардын отчеттору себеп болгон.

**Изилдөөнүн жетишкен натыйжалары.** "Алтын запастарынын монетизациясы" термининин түшүнүгү, мазмуну жана мааниси аныкталып чыккан; рынок экономикасына үтүү мезгилинде алтын кен ишканаларын каржылоо булактарына баа берилген; Кумтөр жана Жерүй алтын кен долбоорлорунун биргелешкен ишкана курамында жана финансылык баа берүүдөн кийинки Кыргыз Республикасына финансылык кайрып берүү салыштырма анализи кылынган, бул анализ биргелешкен ишканаларды уюштуруунун традициялык схемасынын эффективдүү эместигин көрсөттү; алтын кен ишканаларында мамлекеттин бөлчөк катышуусунун эффективдүүлүгү бааланды; проблемалары жана өбөлгөлөрү аналкталган, андан тышкары Кыргыз Республикасынын алтын запастарынын монетизациясын актуалдуу жана эффективдүү каржылоо инструменти катары колдонуу рекомендациялар иштелип чыккан.

**Пайдалануу чөйрөсү.** Иштелип чыккан жыйынтыктарды иш жүзүнө ашырууда Кыргыз Республикасынын алтын кен өнөр жай ишканалары каржылоону алууга жана финансылык кайрып берүүсүн жогорулатууга болот.

**Колдонуу чөйрөсү.** Алтын кен ишканалары, Кыргыз Республикасынын Өкмөтүнө караштуу геология жана минералдык ресурстар боюнча мамлекеттик агенти.

**RESUME****Otogonova Anara Abdyldabekovna****Monetization of gold reserves as the actual tool of financing of a gold mining industry****(based on Kumtor and Jerooy projects' data)****Dissertation to compete for a scientific degree of the candidate of economic sciences on specialty 08.00.10 – Finance, currency and credit**

*Keywords:* financial assessment, discount rate, net assets value, stock exchange, issue of shares, listing, monetization of gold reserves, project financing, joint venture, gold-bearing deposits, market of precious metals.

*Subject of research* is the financial assessment of gold reserves of the Kyrgyz Republic.

*Object of research* are the gold mining enterprises of the Kyrgyz Republic, in particular Kumtor and Jerooy projects.

*Purpose of research* is to reveal the most effective method of financing of the gold mining enterprises.

*Theoretical and methodological basis* of research were works of domestic and foreign scientists and experts, periodicals of economists, materials of the international stock exchanges, scientific reports and reports of seminars and conferences.

*Received results.* There was offered definition to a concept and essence of the term "monetization of gold reserves", was opened its content; there was lead the assessment of sources of financing of the gold mining enterprises in conditions of a transition period; there was carried out the comparative analysis of financial feedback to the Kyrgyz Republic from Kumtor and Jerooy gold mining project in structure of joint venture and in case of carrying out the financial assessment, shown an inefficiency of the traditional scheme of creation the joint ventures; there was estimated an efficiency of the state shareholding in the gold mining enterprises; problems and preconditions were indicated, and also there were developed recommendations on use of the monetization of gold reserves of the Kyrgyz Republic as actual and effective tool of financing of gold mining industry.

*Degree of use.* Introduction in practice of the developed suggestions will allow to provide financing and to increase financial feedback of the gold mining enterprises of the Kyrgyz Republic.

*Area of application.* The gold mining enterprises, the state agency on geology and mineral resources under the Government of the Kyrgyz Republic.