

У.Т. Абдынасыров

**Стратегия
и перспективы развития
рынка ценных бумаг
в Кыргызской Республике**

Издательство
"Академия"

Uran T. Abdynasyrov

**Strategy and
Perspectives Securities
Market Development
of Kyrgyz Republic**

Bishkek
Akademia
2005

*Государственная комиссия
при Правительстве Кыргызской
Республики по рынку ценных бумаг*

Информационный центр "Токтом"

У.Т. Абдынасыров

**Стратегия
и перспективы развития
рынка ценных бумаг
в Кыргызской Республике**

Подготовлено при финансовом содействии Информационного центра «Токтом», Издательства «Академия», ОФ «Центрально-Азиатская Правовая Библиотека» в рамках Программы «Поддержка образования, науки и культуры»

**Бишкек
Академия
2005**

УДК 338
ББК 65.9 (2Ки)
А 13

А 13 Абдынасыров У.Т. – **Стратегия и перспективы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике**, – Б.: Академия, 2005. – 468 с.

Научное издание

ISBN 9967–22–863–6

В настоящем издании раскрывается механика малой переходной экономики, малого финансового рынка, создаваемого заново в сложных социальных и экономических условиях постсоветского времени. Рассмотрена проблема создания долгосрочной стратегии развития рынка ценных бумаг, фундаментальные социально-экономические факторы, влияющие на формирование фондового рынка.

Проведен анализ основных характеристик финансового рынка республики в сравнении с другими развитыми и формирующимися рынками, а также его современного состояния, направлений развития.

Исследованы тенденции, определяющие развитие рынка ценных бумаг, а также регулятивные механизмы, позволяющую обеспечить его конкурентоспособность, привлечение инвестиций в реальный сектор и снижение рисков.

Результаты научной работы могут быть использованы в практической деятельности регуляторов фондового рынка, программах высшего и дополнительного профессионального образования, а также для разработки стандартов и иного методического обеспечения ВУЗов.

Издательство "Академия"
Бишкек, пр. Чуй 265а, к. 322а
Тел./факс (312) 65-56-73, 24-26-03
admin@akademia.kg
www.akademia.kg

Информационный центр "Токтом"
Бишкек, ул. М.Горького, 15
Тел./факс (312) 54-10-27, 54-06-99
admin@toktom.kg
www.toktom.kg

А 0605010000-05
ISBN 9967–22–863–6

УДК 338
ББК 65.9 (2Ки)

© Абдынасыров У.Т., 2005
© Издательство "Академия", 2005
© Информационный центр "Токтом", 2005

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	13
Введение	15

ГЛАВА 1

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

1.1. Формирующиеся рынки: концепция, характерные черты, классификация	20
1.2. Особенности формирования рынков ценных бумаг на постсоветском пространстве	40
1.2.1. <i>Ценные бумаги в формирующихся фондовых рынках</i>	<i>54</i>
1.2.2. <i>Развитие организации торговли финансовыми инструментами на формирующихся рынках.....</i>	<i>65</i>
1.2.3. <i>Организация учетных систем обслуживания фондового рынка</i>	<i>76</i>
1.3. Специфика системы регулирования и политика развития формирующегося рынка	80
1.3.1. <i>Концептуальные основы становления системы регулирования в странах с формирующимся рынком.....</i>	<i>80</i>
1.3.2. <i>Основные этапы эволюции практики государственного регулирования в странах с «развитыми» фондовыми рынками.....</i>	<i>94</i>
1.3.3. <i>Формирование мегарегулятора на финансовом рынке в Кыргызской Республике.....</i>	<i>106</i>

ГЛАВА 2

КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ, ФОРМИРУЮЩИЕ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

2.1. Воздействие на рынок ценных бумаг структуры экономики, ее хозяйственного потенциала и динамики развития	112
--	-----

2.1.1. Влияние основных социально-экономических факторов на формирование рынка ценных бумаг Кыргызской Республики	119
2.1.2. Влияние отраслевой структуры промышленности на рост фондового рынка	136
2.2. Экономические и социальные интересы населения, как фактор развития рынка ценных бумаг	143
2.2.1. Формы приватизации государственных пакетов акций и их влияние на формирование организованного рынка ценных бумаг	153
2.3. Влияние финансовой структуры экономики на фондовый рынок	156
2.3.1. Анализ показателей привлечения инвестиций в экономику Кыргызской Республик	156
Показатели развития государственных инвестиций	166
Состояние и тенденции развития частных инвестиций	171
2.3.2. Общая характеристика финансового сектора республики	178
Насыщенность хозяйственного оборота деньгами	192

ГЛАВА 3

АНАЛИЗ СОСТОЯНИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

3.1. Формирование продуктовой структуры рынка ценных бумаг	203
3.1.1. Появление различных видов финансовых инструментов в Кыргызской Республике	203
Приватизация государственной собственности	203
3.1.2. Степень развития различных видов финансовых инструментов	211
Доходность ценных бумаг	229
Структура собственности ценных бумаг	231
3.2. Проблемы становления институтов рынка ценных бумаг	238
3.2.1. Развитие механизмов торговли на фондовом рынке	241

3.2.2. <i>Формирование учетной системы фондового рынка</i>	254
Опыт Кыргызской Республики.....	257
3.2.3. <i>Операторы рынка ценных бумаг</i>	264
Брокерская и дилерская деятельность	266
Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг	270
3.3. Потенциал институциональных инвесторов фондового рынка.....	272
<i>Сведения о небанковских финансовых учреждениях</i>	273
3.3.1. <i>Институты коллективного инвестирования</i>	274
Управляющие компании	284
3.3.2. <i>Страховые компании</i>	287
3.3.3. <i>Негосударственные пенсионные фонды</i>	291

ГЛАВА 4

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

4.1. Модель регулирования	296
4.1.1. <i>Особенности формирования методов регулирования фондового рынка</i>	296
4.1.2. <i>Роль и перспективы развития саморегулируемых организаций</i>	304
4.1.3. <i>Направления развития основных положений регулирования ГКРЦБ и принципы Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO)</i>	309
4.1.4. <i>Целесообразность и пути создания мегарегулятора финансового рынка</i>	314
4.2. Перспективные направления совершенствования методов государственного регулирования фондового рынка	318
4.2.1. <i>Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг</i>	319
4.2.2. <i>Адекватное и точное раскрытие информации</i>	323
4.2.3. <i>Совершенствование системы контроля и управления рисками на рынке ценных бумаг</i>	330

4.2.4. Совершенствование методов государственного надзора на рынке ценных бумаг	338
4.3. Интеграция рынка ценных бумаг в глобальную финансовую систему и проблемы регулирования	350
4.3.1. Центр международных финансов, как способ обеспечения конкурентоспособности финансового рынка	361
4.4. Экономическая и финансовая политика государства, направленная на стимулирование фондового рынка	363
4.4.1. Приоритетные направления развития рынка ценных бумаг.....	367
Совершенствование политики стимулирования мобилизации капитала	368
Развитие финансовых инструментов	373
Направления совершенствование торговых и учетных систем	375
Меры по снижению уровня транзакционных издержек	383
Реализация пенсионной реформы	386
Политика информационно-просветительской работы	389
Заключение	392
Литература	403
Приложения	420

TABLE OF CONTENTS

Introduction.....	13
Введение	15

CHAPTER 1

THEORETICAL PROBLEMS OF THE SECURITIES MARKET FORMATION IN THE TRANSITIONAL ECONOMY

1.1. Developing markets: concept, characteristic features, classification	20
1.2. Peculiarities of the securities market formation in the countries of the Former Soviet Union.....	40
1.2.1. <i>Securities in the developing stock markets</i>	54
1.2.2. <i>Development of organization of trading in financial instruments at the developing markets</i>	65
1.2.3. <i>Organization of accounting systems for servicing the stock market</i>	76
1.3. Specific character of the regulatory system and the de- velopment policy of the developing market	80
1.3.1. <i>Conceptual framework for establishing the regulatory system in the countries with the developing market</i>	80
1.3.2. <i>Main stages of evolution of government regulation in the countries with “developed” stock markets</i>	94
1.3.3. <i>Establishing a mega regulator at the financial market in the Kyrgyz Republic</i>	106

CHAPTER 2

KEY FACTORS SHAPING THE SECURITIES MARKET OF THE KYRGYZ REPUBLIC

2.1. Impact of the structure of economy, its business potential and dynamics of development on the securities market	112
2.1.1. <i>Influence of major social and economic factors on the development of the securities market of the Kyrgyz Republic</i>	119

2.1.2. <i>Influence of the sectoral structure of industry on the stock market growth</i>	136
2.2. Economic and social interests of the public as the factor of the securities market development.....	143
2.2.1. <i>Privatization forms of state owned shares and their impact on the development of the organized securities market</i>	153
2.3. Impact of the financial structure of the economy on the stock market	156
2.3.1. <i>Analysis of indicators of investment attraction into the economy of the Kyrgyz Republic</i>	156
Development indicators of public investments	166
The condition and development trends of private in-vestments	171
2.3.2. <i>General characteristics of the financial sector of the republic</i>	178
Saturation with business turnover money	192

CHAPTER 3

ANALYSIS OF THE CONDITION AND THE DEVELOPMENT TRENDS OF THE STOCK MARKET OF THE KYRGYZ REPUBLIC

3.1. Formation of the securities market product structure.....	203
3.1.1. <i>Emergence of different types of financial instruments in the Kyrgyz Republic</i>	203
Privatization of state owned property	203
3.1.2. <i>Degree of development of different types of financial in-struments</i>	211
Profitability of the securities	229
Ownership structure of the securities.....	231
3.2. Formation problems of the securities market institutions	238
3.2.1. <i>Development of trading mechanisms at the stock market</i>	241
3.2.2. <i>Formation of the stock market accounting system</i>	254
Experience of the Kyrgyz Republic	257
3.2.3. <i>Operators of the securities market</i>	264
Broker and dealer activity	266

Activity on maintaining the register of the security holders	270
3.3. Capacity of institutional investors of the stock market.....	272
3.3.1. <i>Institutions of collective investment</i>	274
Management companies.....	284
3.3.2. <i>Insurance companies</i>	287
3.3.3. <i>Non government pension funds</i>	291

CHAPTER 4

STRATEGY OF THE SECURITIES MARKET DEVELOPMENT IN THE KYRGYZ REPUBLIC

4.1. Regulatory model.....	296
4.1.1. <i>Peculiarities in the formation of regu-latory methods of the stock market</i>	296
4.1.2. <i>The role and development perspectives of self- regulatory organizations</i>	304
4.1.3. <i>Development trends of the principal provisions of SCSM regulation and the principles of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO)</i>	309
4.1.4. <i>Expediency and means of establishing the mega regulator of the financial market</i>	314
4.2. Perspective trends of improving the methods of government regulation of the stock market	318
4.2.1. <i>Licensing of the professional activity at the securities market</i>	319
4.2.2. <i>Adequate and accurate information disclosure</i>	323
4.2.3. <i>Improvement of control and risk management sys- tems at the securities market</i>	330
4.2.4. <i>Improvement of methods of government supervi-sion at the securities market</i>	338
4.3. Integration of the securities market into the global financial system and problems of regulation.....	350
4.3.1. <i>The center of international finances as the method to ensure competitiveness of the financial market</i>	361
4.4. Economic and financial policy of the government tar-geted to stimulate the stock market.....	363

4.4.1. <i>Priority directions in the development of the securities market</i>	367
Improvement of the policy that encourages capital mobilization	368
Development of financial instruments	373
Directions for improving trading and accounting systems	375
Measures for reducing the level of transaction costs	383
Implementation of the pension reform.....	386
Information awareness policy	389
Conclusion	392
Literature	403
Attachments	420

ПРЕДИСЛОВИЕ

Перед Вами – необычная книга. Это – взгляд изнутри на финансовый рынок «на фронтьере» (frontier market), небольшой рынок, который только начинает свое развитие в таком сложном и перспективном регионе, как Центральная Азия.

Уран Абдынасыров был одним из создателей фондового рынка в Кыргызской Республике, долгое время работал председателем Государственной комиссии по рынку ценных бумаг этой страны. Его рукопись – не обычный взгляд чиновника, не коллективно составленный труд, призванный отчитаться за выполненные задачи и достигнутые успехи, под которым поставлена подпись начальствующего.

Эта книга – взгляд ученого и, одновременно, человеческий документ, вызванный равнодушием к судьбе рынка, попытка разобраться, как в малой стране, бедной природными и финансовыми ресурсами, но богатой талантливыми людьми и своей историей, создать финансовый рынок, основанный на лучшей международной практике, способный приводить инвестиции в экономику и содействовать ее устойчивому росту.

Книга Урана Абдынасырова неизбежно окажется на письменном столе у тех, кто ведет исследовательскую работу. Дело в том, что она уникальна, раскрывая изнутри механику малой переходной экономики, малого финансового рынка, создаваемого заново в сложных социальных и экономических условиях постсоветского времени. Она создает возможность разобраться не только в процессах, происходящих в странах и в финансовом секторе Центральной Азии, но и дает ключи к пониманию устройства и проблем создания новых финансовых рынков на всем пространстве Союза независимых государств. И, наконец, эта книга – справочник, имеющий фактологическое значение для финансовых научных школ стран СНГ, для которых рынки Восточной Европы и Центральной Азии являются естественным полем деятельности.

Исследование причинно-следственного механизма, формирующего финансовые рынки, складывающиеся в Центральной Азии, неизбежно привело автора к необходимости разработки программы действий – стратегии развития финансового рынка в Кыргызской Республике. Каждый надеется на то, что революции, перемены власти ведут к более полному осознанию обществом

своей природы, к большей экономической свободе и к лучшему балансу интересов личности и государства.

Это стремление к большей зрелости общества должно неизбежно находить отражение в программных шагах по реконструкции финансовой и денежной систем, по увеличению ее способности насыщать экономику деньгами и инвестициями.

Решению этой задачи подчинена последняя часть книги Урана Абдынасырова, которая может стать одним из программных документов для достижения финансового успеха экономики в новых политических реалиях, сложившихся в стране в 2005 г.

Интересная книга. Книга, заслуживающая человеческого и профессионального внимания. Работа, созданная стремлением внести вклад в успешное становление финансового рынка своей страны.

Такова рукопись, которую я с удовольствием представляю читателям для исследовательской, регулятивной и образовательной работы.

Заведующий кафедрой ценных бумаг и финансового инжиниринга
Финансовой академии при Правительстве РФ, д.э.н., профессор, заслуженный экономист РФ

Я.М.Миркин



ВВЕДЕНИЕ

Формирование рыночной экономики в Кыргызской Республике ставит новые задачи и проблемы по развитию различных его секторов. Одним из наиболее важных, оказывающий ключевое воздействие в механизме привлечения новых инвестиций в экономику является рынок ценных бумаг. Практика показала, что в одних странах бывшего СССР процесс формирования фондового рынка идет более успешно и динамично. В таких странах фондовый рынок становится значительным компонентом финансового рынка и оказывает реальное и позитивное воздействие на экономику. В других странах, к числу которых относится Кыргызская Республика, данные процессы идут менее активно, а фондовый рынок остается действующим больше, как формальный атрибут рыночной экономики и не стал еще эффективным инструментом массовых инвестиций.

Фондовый рынок республики представлен сегодня как неэффективный механизм с высокими рисками, выполняющий задачи узкого круга лиц инвесторов, которые в большей степени преследуют цели спекулятивного характера, не связанного с инвестициями. Создание рынка рассматривалось правительством, как необходимость в механизме проведения массовой приватизации государственного имущества, а также форма продажи государственных пакетов акций. Примерно этим уровнем и ограничивался приоритет экономической политики государства.

Какие причины обуславливают низкий темп развития рынка, и на какие масштабы финансовых ресурсов может рассчитывать экономика республики от фондового рынка, вот главная задача с которой сталкиваются как предприятия, так и инвесторы. В этой связи, возникает вопрос, что и как необходимо предпринять центральной власти республики для более масштабного развития рынка, это и является основной целью данной работы.

Таким образом, актуальной проблемой является создание долгосрочной стратегии развития рынка ценных бумаг на основе объективного анализа современного рынка ценных бумаг, исследования фундаментальных факторов, влияющих на фондовый рынок и их конкурентоспособность, а также оценки международного опыта развития рынков ценных бумаг и проведения государствами макроэкономических стратегий в этой области.

Объектом исследования является фондовый рынок Кыргызской Республики, который рассматривается в сопоставлении с зарубежными формирующимися фондовыми рынками, а также на основе анализа и определения воздействующих на него ключевых факторов и обусловленных ими причинно-следственных связей.

Для этого следует развить теоретические взгляды на сущность ценных бумаг, а также определить и обосновать систему основных внешних и внутренних факторов, ключевых причинно-следственных связей, формирующих модель, структуру и динамику развития рынков ценных бумаг, их способность к перераспределению ресурсов. Также следует осуществить анализ влияния структуры собственности, роли государства в этом процессе, финансовой и отраслевой структуры хозяйства и другие. С учетом этого будет обоснована модель рынка, среднесрочный прогноз его структуры и динамики, выявления приоритетов и перспективного механизма развития рынка ценных бумаг в контексте макроэкономической политики государства.

Предметом исследования служат причинно-следственные связи и тенденции, определяющие развитие рынка ценных бумаг, а также механизм его перехода в более развитую стадию, позволяющую обеспечить привлечение инвестиций в реальный сектор, снижение рисков и рост его конкурентоспособности.

Становление фондового рынка в республике было осуществлено при помощи многочисленных консультантов международных финансовых организаций, которые старались копировать и привить модели фондовых рынков самых развитых индустриальных стран, например, таких, как США. Такое положение имеет место и сегодня, когда накладываются модели больших рынков на компактные страны с малой экономикой и потенциально низким уровнем сбережений у населения.

В то же время, наблюдаемые тенденции глобализации и технологической революции открывают новые возможности для развития фондовых рынков, вносят свои серьезные изменения в организационную структуру и модели развития ведущих индустриальных стран. Начиная с 80-х годов неуклонно возрастает удельный вес формирующихся рынков, к числу которых относится и Кыргызская Республика. По-новому стали звучать проблемы мирового фондового рынка и в этой ситуации, актуально стоит вопрос об интеграции рынка республики с формирующимися финансовыми рынками.

Объективное разделение экономик и соответственно их рынков на развитые, формирующиеся и эмбриональные определяют спе-

цифику государственного регулирования и построения их основных приоритетов. Сегодня мы являемся свидетелями разных векторов развития самой схемы рынка ценных бумаг, присущие для развитых рынков и развивающихся. А также особенностей формирования институтов фондового рынка и его инфраструктуры.

Поэтому целесообразно провести анализ основных характеристик фондового рынка республики в сравнении с другими развитыми и формирующимися рынками, а также его современного состояния, направлений развития и выявить особенности действия на него ключевых факторов и на этой основе определить прогнозную модель рынка.

Также требуется определить среднесрочные приоритеты развития, как механизма перераспределения инвестиций в реальный сектор, снижением рисков, обеспечением прозрачной и честной торговли. Для чего целесообразно предложить комплекс мер по реструктурированию рынка ценных бумаг, снижению его рисков и развитию операционной способности, учитывающих международный опыт и охватывающих основные категории участников рынка, торговых систем и финансовых инструментов.

Ключевой проблемой для Кыргызской Республики является модернизация производства, инвестиции и промышленный рост. Поэтому требуется найти эффективный и в то же время недорогой механизм масштабной мобилизации капитала для целей развития. Дефицит внутренних инвестиций в стране вынуждает правительство выстраивать экономическую политику таким образом, что приоритетом становится проблема привлечения, прежде всего, иностранных инвестиций.

Система благоприятствования иностранным инвестициям формировалась правительством Кыргызской Республики, которая носила самый широкий характер. В то же время специальных решений, направленных на улучшение мобилизации капитала через механизмы фондового рынка, не проводилось. На наш взгляд, идея создания центра международных финансов предложенная в работе, наиболее адекватно отвечала бы поставленным задачам и вполне реально могла бы быть создана в республике. С другой стороны это отвечало бы задаче, каким образом сделать рынок ценных бумаг конкурентоспособным.

Ранее в Кыргызской Республике среди ученых не делались какие-либо системные исследования фондового рынка, а существовали фрагментарные попытки изучения отдельных его проблем. В этой связи автор обратился к обширным комплексным исследованиям проведенных, прежде всего, в России. Значи-

тельное место этим вопросам уделено в монографиях и статьях М.Ю. Алексеева, Б.И. Алехина, А.В. Аникина, О.В. Буклемишева, А.И. Буренина, Ф.И. Ерешко, А.В. Захарова, А.В. Костикова, Я.М. Миркина, В.Д. Миловидова, Б.Б. Рубцова, Е.В. Семенковой, Ю.С. Сизова и А.Ю. Симановского, Фельдмана А.Б. и др.

В работе были использованы доклады и отчеты различных зарубежных экспертов и авторов, специализирующихся на проблематике фондового рынка. Как правило, в них не содержатся комплексного исследования проблем развития фондовых рынков и макроэкономических стратегий в этой области, а изучаются отдельные аспекты и группы проблем отдельных рынков. Наиболее глубокие исследования в рассматриваемой области и обширная база данных сосредоточены в группе Всемирного банка (World Bank), Международного валютного фонда (IMF), Азиатского банка развития (ADB), Европейского банка реконструкции и развития (EBRD), проекте Европейского Союза TACIS, Японской агентстве международного сотрудничества (JICA), в таких профессиональных ассоциациях, как Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO), Всемирная федерация бирж (WFE), Федерации фондовых бирж Европы и Азии (FEAS) и пр.

Автором не ставилась задача создания типового пакета для изложения концепции развития фондового рынка. Хотя, автор являлся руководителем ряда комплексных программ развития фондового рынка в Кыргызской Республике. Преследовалась цель широкого изучения фундаментальных оснований, основных направлений и ключевых механизмов формирования рынка, долгосрочной макроэкономической политики, ее приоритетов, а также снижения различных рисков и роста доли ресурсов, перераспределяемых через фондовый рынок на цели инвестиций в реальный сектор. Проблемной остается роль государства на рынке ценных бумаг, которая нуждается в определенном реформировании. Поэтому необходимо исследовать сложившуюся роль государства на фондовом рынке и предложить изменения в его политике и методах регулирования, направленные на более активное содействие в развитии рынка ценных бумаг и в выполнении его макроэкономических функций.

Анализ конкурентной среды, в которой действует рынок ценных бумаг республики, осуществляется в ограниченном объеме, не рассматриваются возможности роста его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками за счет осуществления программы специальных мер, направленных на решение этой задачи. Однако, это дает повод для размышления и, возмож-

но, сформировать решения макроэкономического и отраслевого значения, которые обеспечивали бы рост его конкурентоспособности в сравнении с другими формирующимися рынками.

Надеемся, что данная работа сможет служить материалом для создания стратегии и конкретных концепций краткосрочного и долгосрочного развития рынка ценных бумаг органами государственной власти, рыночными институтами и объединениями профессиональных участников фондового рынка. Она могла бы стать основой либеральных изменений в политике государства на рынке и методов регулирования с целью ее активизации и снижения излишней регулятивной нагрузки. Взаимной увязке политик различных ведомств, регулирующих финансовый сектор республики, обеспечивающих стимулирование экономического роста и устойчивого роста его макроэкономического значения, снижения рисков рынка и увеличение денежных ресурсов при мобилизации инвестиций в реальный сектор. Могло бы также стать основой реструктуризации торговых систем и изменению ее операционной структуры, коммерциализации организаторов торговли, развития новых рынков, альтернативных торговых систем, усиления розничной торговли и создания специализированного сегмента международного рынка «Центра международных финансов». Реализации мер налогового и иного стимулирования роста спроса и предложения на рынке ценных бумаг и повышения конкурентоспособности.

Результаты данной работы, относящиеся к развитию теоретических концепций рынка ценных бумаг, воздействующих на него ключевых факторов, прогнозов и системы среднесрочных мер его развития могут быть использованы в программах высшего и дополнительного профессионального образования, а также для разработки стандартов и иного методического обеспечения ВУЗов.

ГЛАВА 1.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРОБЛЕМЫ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В ПЕРЕХОДНОЙ ЭКОНОМИКЕ

1.1. Формирующиеся рынки: концепция, характерные черты, классификация

В современной экономической литературе приведены результаты многих исследований процесса трансформации советского планового хозяйства в рыночную экономику. Основной причиной явилось преодоление кризисных явлений, в основе которых лежало сокращение экономического потенциала СССР, происшедшее вследствие постоянного снижения эффективности использования капитала. Преследовалась цель – максимизация роста производства основанного на централизованном планировании всей хозяйственной деятельности, полной государственной собственности на средства производства, директивной системе ценообразования, государственной монополии внешней торговли и других командно-административных методов управления. Использование капитала в СССР было неэффективным и поэтому, по существу, сформировалась затратная экономика. В результате началась деградация системы, капитал перестал обеспечивать сначала расширенное производство, а затем и простое.

Трансформация планового хозяйства в рыночную экономику представляло собой качественное изменение производственных отношений и формирование новой экономической системы, основанной на децентрализации государственных органов, обособленности предприятий, либерализации цен и валютной сферы, финансовой стабилизации, приватизации, либерализации внешней торговли, создания конкурентной среды, постепенного развития рынков капитала, труда, земли, определения функций государства в переходный период.

Ключевым элементом трансформации в системе отношений собственности является формирование хозяйствующих субъектов, деятельность которых мотивируется рынком. Установление отношений собственности, обеспечивающих функционирование предприятий капиталистического типа - это центральная задача

стратегии и политики трансформации. Академик Некипелов А.Д. отмечает, что решение данного вопроса, является решающей предпосылкой возникновения факторных рынков, а, следовательно, и действия развитого, отвечающего требованиям современно-го производства рыночного механизма аллокации ресурсов¹.

Производственные предприятия являются основным системообразующим элементом в формировании рыночных отношений, а фондовый рынок главным механизмом перераспределения инвестиционных ресурсов, обеспечивающего их развитие.

В этой связи, для определения целей настоящей работы, автор исходит из того, что рынок ценных бумаг является центральным звеном в процессе трансформации из плановой системы хозяйственных отношений в рыночную экономику. Становление фондового рынка, как одного из основных системных составляющих в переходной экономике и повышение его экономической роли, во многом зависит от разработанной и применяемой стратегии, политики развития.

При рассмотрении концепций формирующихся рынков следует основываться на том, что рынок ценных бумаг в развитой экономике представляет сложную организационно-экономическую систему с высоким уровнем целостности и законченности технологических циклов. С точки зрения общей экономической теории, интересы государства на рынке ценных бумаг связаны с обеспечением стабильности и инвестиционной направленности в реальную экономику, поддержания динамического баланса между потоками сбережений и инвестиций.

Поэтому следует рассматривать вопросы становления фондовых рынков в едином комплексе с вопросами общей теории возникновения финансовых рынков, формирования стратегии экономической политики развития государства, а также адекватности научной базы современным требованиям и последовательности его осуществления. Для Кыргызской Республики, как страны находящейся в состоянии перехода от командно-административной к рыночной экономике, представляется важным рассмотрение данной проблематики и сформулированные властью основных приоритетов, направлений и методов реформ финансового сектора.

В настоящее время, с учетом современных тенденций глобализации, учеными и политиками пересматриваются взгляды на роль государства в экономике, разрабатываются и апробируются

¹ Некипелов А. Очерки по экономике посткоммунизма. - М.: ЦИСН Мин-науки РФ, 1996, стр.145.

новые подходы в политике трансформации к рынку, методам приватизации, процессам дерегулирования экономики и пр.

Это в равной степени актуально для Кыргызстана, использование при формировании экономической политики проверенные практикой принципиальные положения современной экономической науки. При этом, для успешного формирования современного фондового рынка, следует использовать позитивные стороны основных научных направлений с учетом специфики переходной экономики, требующей не только применения ряда положений традиционных экономических подходов, но и новых путей решения стоящих задач.

Рынок – это обмен, организованный по законам товарного производства и обращения, совокупность отношений товарного обмена¹. Финансовый рынок – это совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам, который состоит из множества каналов, по которым размещаются денежные средства.

Под рынком ценных бумаг необходимо понимать совокупность экономических отношений по поводу выпуска и обращения ценных бумаг между его участниками. При этом часто синонимом термина «рынок ценных бумаг» используется термин «фондовый рынок». Фондовые рынки существуют для того, чтобы свести вместе покупателей и продавцов ценных бумаг². Рынок ценных бумаг является частью финансового рынка и сферой приложения ссудного капитала.

Всего десять лет назад среди ученых и большей части населения существовали различные мнения по поводу необходимости развития рынка ценных бумаг. Так, академик В. В. Ивантер обращает внимание на то, что «экономика никакого фондового рынка не требовала, мы его создавали из тех соображений, что он есть в других странах, а там очень благополучная экономика»³. Примерно такой подход был характерен для непосвященной части практиков реального сектора республики.

Характерным заблуждением теоретиков являлось предположение, что с началом либерализации основных сторон экономики, осуществлением приватизации государственной собственности рынок возникает сам по себе. Бытовало мнение, что продажа го-

¹ Экономика: Учебник/ Под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. – М.: Издательство БЕК, 1999, стр.57.

² Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Д.В. Инвестиции. - М.: Инфра-М, 1999, стр. 8.

³ Индикатор, 2000, №6, стр.13.

сударственных пакетов акций автоматически приведет к зарождению фондового рынка, а акционирование предприятий резко повысит уровень хозяйственной самостоятельности, за которым последует рост производственной деятельности. В конечном итоге, все это должно было привести к решению задачи эффективного вливания капитала в предприятия, которые нуждаются в инвестициях, а также решить вопрос поиска эффективного собственника.

По нашему мнению, причиной неправильного понимания схем формирования рыночной экономики и нелиберальных реформ в Кыргызской Республике (как и в других странах СНГ) было поверхностное изучение идей «Вашингтонского консенсуса», который первоначально был разработан для преодоления структурного кризиса в Латинской Америке в 80-е годы XX века¹, главной целью которого являлось свертывание государственного сектора, либерализация экономики и проведение рестриктивной монетарной и бюджетной политики².

¹ Основные принципы и положения данного документа подробно рассмотрены в книге Козлова Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. - ИМЭПИ РАН, 2002. с.43-45.

² К главным положениям «Вашингтонского консенсуса», сформулированным в начале 90-х годов, относятся:

- финансовая дисциплина. Дефицит бюджета не должен быть большим, чтобы его можно было покрыть без применения инфляционного налога;
- приоритет общественных расходов. Расходование средств должно быть переориентировано со сфер, важных с политической точки зрения, на сферы с высокой экономической отдачей и потенциально способные улучшить распределение доходов;
- налоговая реформа должна включать в себя расширение налогооблагаемой базы и снижение предельных налоговых ставок;
- финансовая либерализация. Ее внешним приоритетом являются рыночно ориентированные процентные ставки. Однако опыт показывает, что такие ставки не должны угрожать платежеспособности производственных предприятий и правительства;
- режим валютного курса. Страны нуждаются в едином (по крайней мере для внешнеторговых сделок) валютном курсе, установленном на уровне, обеспечивающем достаточную конкурентоспособность и расширение вывоза нетрадиционных экспортных товаров и гарантии поддержания такой конкурентоспособности в будущем, либерализация внешней торговли. Количественные ограничения необходимо как можно быстрее заменить пошлинами, которые должны последовательно снижаться до общепринятых величин в диапазоне 10-20%;
- прямые иностранные инвестиции. Необходимо устранить искусственные барьеры в этой области. Иностранцам и национальным предприятиям должны быть предоставлены равные условия;
- приватизация. Государственные предприятия должны быть приватизированы;
- дерегулирование. Правительства должны устранить ограничения, которые препятствуют созданию новых предприятий или сдерживают конкуренцию. В про-

Поскольку принципы Консенсуса были предназначены для развивающихся стран, уже имевших рыночную экономику, то не могли найти эффективного применения в постсоциалистических странах¹. Как показал опыт, их механический перенос на решение проблем трансформации, исходя из того, что для начала устойчивого роста экономики необходимо решить лишь вопросы финансовой стабилизации, либерализации и приватизации, не дает желаемых результатов². В числе основных мер была борьба с инфляцией, основанной на механическом сокращении денежной массы в экономике.

Применение пакета шаблонных мер в рамках Консенсуса имело неодинаковые последствия для различных развивающихся и постсоциалистических стран. В экономиках стран с переходной экономикой наступал длительный застой производства. Это стало также причиной того, что рынки ценных бумаг многих стран с переходной экономикой стали «декоративными», «подобными казино», мало связанными с реальным сектором и частными инвесторами. Академик А.Д.Некипелов отмечает, что «к особенно крупным потерям приводило ограничение экономической политики этим пакетом мер в постсоциалистических странах»³.

В современной экономической литературе теоретическая разработка проблематики формирующихся рынков развита не столь глубоко, но в то же время интенсивно исследуется различными экономистами, главным образом, представителями постсоциалистического лагеря и особенно России⁴. К сожалению, концептуальных исследований кыргызских экономистов, посвященных исследованиям проблематики фондового рынка Кыргызской Республики, не так много. Не развита и статистическая база данных фондового рынка республики. Автором данной работы издана

тивном случае правительство должно представить доказательства, что ограничения введены в целях государственной безопасности, охраны окружающей среды или надзора за финансовыми организациями;

- права собственности. Законодательство должно надежно обеспечивать права собственности.

¹ Н.Б. Козлов в своей книге «Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах» дает анализ и критику различных теоретических подходов к реформам, которые были проведены в разных странах с переходной экономикой, к числу которых относится и Кыргызская Республика.

² Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. - ИМЭПИ РАН, 2002. стр.45.

³ газета «Коммерсантъ», 1999, 19 февраля, стр. 6.

⁴ исследование данной проблематики подробно изложена в книге Миркина Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер, 2002.

книга и сборник статей посвященных проблеме становления фондового рынка в постсоциалистических странах¹. Существуют также отдельные анализы и обобщения иностранных экспертов, подготовленные в рамках реализации проектов технического содействия международных донорских организаций, таких как USAID и TASIC, а также международных финансовых организаций Азиатского банка развития и Всемирного банка.

На первоначальных этапах трансформации, когда отсутствовало ясное представление места и роли рынка ценных бумаг в экономике, зарождение фондового рынка Кыргызской Республики происходило по форме и образу предлагаемого различными иностранными консультантами. Поскольку в странах постсоциалистического лагеря такого рода проекты реализовывались при помощи специализированных правительственных агентств США - United State Agency of International Development (USAID) и Великобритании - Now How Foundation (NHF), то, первоначально, копировались схемы функционирования рынков этих стран. Поэтому, в республике были заложены основы либеральной системы рынка ценных бумаг.

Среди исследователей, прежде всего российских, существуют принципиальные различия в подходах к трактовке многих основных явлений и процессов, происходящих в переходных экономиках, направлений и эффективности экономических реформ, формирования отдельных рыночных институтов. Это в полной мере относится и к рынку ценных бумаг Кыргызской Республики.

Я.М. Миркин в своей книге «Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития» провел глубокое исследование экономической взаимозависимости между такими показателями как «финансовая глубина» экономики и капитализация рынка акций. Суть предложенной им схемы основной экономической зависимости успешного формирования фондового рынка в стране заключается в следующем. Чем в большей степени ресурсы в обществе принадлежат государству или отдельным крупным собственникам (и поэтому экономика является закрытой), тем меньше потребности в институте ценных бумаг и, соответственно, тем меньше развит фондовый рынок. С другой стороны, чем ниже степень централизации ре-

¹ Становление и формирование развивающихся рынков капитала. – сборник статей. Научный редактор Абдынасыров У.Т. – Бишкек: Технология, 2000.; Абдынасыров У.Т. Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования. – Бишкек: Акыл, 2002.

сурсов в обществе, а экономика является либеральной, тем рынок ценных бумаг более развит.

Собственно вокруг этой универсально сформулированной зависимости и строятся основные концепции формирующихся рынков. В различных странах существует специфика, основанная на особенностях проводимой экономической политики, уровня развития экономики, а также стандартов функционирования и степени развитости инфраструктуры фондового рынка.

В экономике любой конкретной страны, а особенно стран с переходной экономикой, присутствуют элементы каждой из этих моделей, ограничивающие или, наоборот, расширяющие возможности фондового рынка в перераспределении денежных ресурсов и финансировании инвестиций.

В так называемой закрытой, директивной экономике наблюдаются тенденции централизации управления экономики и сужения или ограничения прав собственности. Это в равной степени относится и к финансовому сектору, где преобладает роль центрального банка, даже если формально существует двухуровневая банковская система. Соответственно, высока роль государственного бюджета в управлении и распределении денежных потоков и финансово-кредитных отношений. Для таких стран характерна более жесткая регламентация финансовой сферы, которая выражается в жестких ограничениях конвертируемости национальной валюты, малых масштабах и роли фондового рынка в экономике. Следовательно, слабо развиты институты фондового рынка, как финансовые посредники, институциональные инвесторы. Как правило, иностранные инвесторы сталкиваются с ограничениями на их деятельность.

Страховые организации, фонд социального страхования и пр. находятся под значительным влиянием или в собственности государства. Обращение ценных бумаг ограничивалось распространением нерыночных государственных долговых обязательств (облигаций займов) среди населения.

Типичным в этом смысле является пример Белоруссии или Узбекистана, при относительно неплохих масштабах экономики и наличии необходимой инфраструктуры фондового рынка, его размер и объемы несоразмерно малы. В этих странах преобладают рынки государственных ценных бумаг, рынки акций находятся в эмбриональном состоянии, что во многом связано с медленно идущим процессом приватизации. Вторичный рынок акций слабо развит. При этом существует слабая правовая база, инфраструктура и системы регулирования. Для таких стран харак-

терным является отсутствие риска дефолта по внутреннему долгу, но при этом основным риском для иностранных инвесторов при покупке государственных бумаг является валютный риск и ограничения на вывоз капитала и валюты.

В то же время в таких странах, как Туркмения, и вовсе отсутствуют какие – либо институты и соответственно сам фондовый рынок.

В настоящий момент на фоне традиционных фондовых рынков, где производятся стандартные операции с ценными бумагами, формируется особый класс рынков не похожий на остальные. Основные характеристики таких фондовых рынков тяготеют к закрытому типу экономики и являются нетрадиционными, специфическими. Речь в данном случае идет о фондовом рынке в так называемой фундаменталистской экономике. К числу стран с такой экономикой относится, например, Иран.

В финансовой сфере такой экономики искажается и становится необычно большим роль бюджета и центрального банка. Как известно, в соответствии с канонами ислама, говоря современным языком и с целью применения к данной работе, запрещены операции возврата заимствования с приращенной выгодой (в данном случае – денежный процент). Поэтому в данных странах отсутствуют такие производные инструменты, как облигации или, например, происходит вытеснение банковского кредита. Основная роль принадлежит акциям. Такой рынок нельзя отнести к развитым и, наверное, он имеет заданный вектор развития, который в ближайшей перспективе не приведет к быстрому развитию. Но, насколько известно, такая практика больше характерна для внутреннего рынка, а на международном рынке имеют приоритет использование традиционных ценностей и выгод.

Важным является тот факт, что инвестиции для развития экономики необходимы и для стран, где ислам является основой конституции. Поэтому политическая прагматичность и экономическая целесообразность (вытекающая отчасти из условий Международного валютного фонда) толкает власти на переосмысление механизмов развития финансового рынка с учетом священных канонов религии и поиску приемлемых методов развития конструкции рынка ценных бумаг, схожего с традиционными международными. Насколько известно, в таких странах как Пакистан, принимаются правительственные программы развития рынка капиталов с целью обеспечения привлечения инвестиций в страну. Похоже, что утвержденные мирские подходы экономической про-

граммы Международного валютного фонда стоят выше основных канонов религии.

Принципиально другим видом экономики является либеральная, которая характеризуется ограничением государственного вмешательства в экономическую и социальную жизнь, расширением сферы рыночных отношений, открытием рынков к конкуренции, снятием различного рода ограничений и административного контроля. Такая модель больше нацелена на стимулирование хозяйственного роста, строительство открытой рыночной экономики. В этом случае роль государства в управлении экономикой минимизируется, имеется большее поле для частной инициативы и поэтому можно ожидать, что рынок ценных бумаг станет массовым, ликвидным с индустриальными и спекулятивными чертами.

К моделям рынков ценных бумаг, основывающимся на преобладании либеральных методов регулирования экономики, относятся остальные постсоциалистические страны, включая Кыргызскую Республику. Различия между ними заключаются в качестве самого фондового рынка, его возможностям полноценного исполнения роли в экономике.

Качество рынков зависит от масштабов экономики страны, размеров и эффективности предприятий-эмитентов, уровня жизни населения и их возможностей в формировании сбережений, а также необходимости финансовых инструментов, как форме вложения инвестиций. Техническая инфраструктура и ликвидность фондовых рынков развивается уже в зависимости от вышеназванных потребностей.

Разработка принципов и направлений среднесрочной или долгосрочной политики в области развития фондового рынка невозможно без изучения его природы, ясного представления содержания, систематизации характерных черт и признаков, ключевых факторов, оказывающих существенное влияние на формирование рынка, особенностей его функционирования в переходной экономике.

Для исследования свойств формирующихся рынков, определения основных закономерностей их функционирования необходимо рассмотреть основные черты, которые в целом характерны¹ для таких рынков. К ним относятся роль, выполняемая фондовым рынком в экономике, уровень капитализации, значение отдельных сегментов, степень развитости первичного и вторичного рынков, виды

¹ Автором в данной главе не ставилась цель статистического подкрепления из существующей практики фондового рынка Кыргызстане. Такой анализ будет проведён в соответствующей главе.

ценных бумаг и других финансовых инструментов, круг участников, особенности правовой базы и технологической структуры и пр.

Основной характеристикой фондовых рынков практически всех постсоветских стран является тот факт, что они не выполняют своей главной функции - финансирование инвестиций в реальный сектор экономики, привлечение средств для этой цели. Этот рынок существует в основном как бы сам для себя и не является органической частью финансовой системы, призванной обеспечить эффективное использование капитала в интересах экономики в целом. Его роль, как фактора роста экономики, пока не может проявиться из-за относительной экономической отсталости и неразвитости финансового рынка в целом и фондового рынка в частности.

Н.Б. Козлов отмечает такие характерные черты, как «низкий уровень капитализации, слабая связь рынка с реальным сектором и его незначительная роль в финансировании инвестиций в производство, относительная неразвитость рынка корпоративных бумаг при преобладании рынка государственных бумаг, узкий круг участников и набор обращающихся финансовых инструментов (особенно производных), недостаточная прозрачность рынка, отсутствие надежной защиты прав миноритарных акционеров, слабая привлекательность фондового рынка для обычных граждан»¹.

При определении роли фондового рынка в экономике важная роль принадлежит показателю уровня монетизации, поскольку деньги являются одним из определяющих факторов хозяйственной активности. С уровнем обеспеченности экономики деньгами прямо связаны проблемы ликвидности, наличия кредитных ресурсов и финансирования инвестиций. В макроэкономическом смысле степень монетизации хозяйственного оборота определяется как отношение денежной массы к ВВП. Я.М Миркин отмечает, что «ключевым показателем финансовой глубины² считается монетизация хозяйственного оборота, степень его насыщенности деньгами, обычно измеряемая коэффициентами монетизации (например, «деньги+квазиденьги/валовой внутренний продукт»)³.

¹ Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. - ИМЭПИ РАН, 2002. стр.62.

² Понятие «финансовой глубины» (financial depth) начинает употребляться в конце 80-х годов экспертами группы Всемирного банка, которое отражает связь между насыщенностью экономики деньгами, степенью развития финансовой денежно-кредитной системы и темпами экономического роста. Также ими было доказано, что чем выше насыщенность хозяйства финансовыми и денежными ресурсами, тем выше темпы экономического роста.

³ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер, 2002.стр.251.

Для стран с формирующимися рынками характерна относительно малая капитализация по отношению к ВВП, низкий уровень ликвидности, в первую очередь, в силу неразвитой экономики и общей бедности населения. Немногочисленно количество профессиональных участников, сделки на торговых площадках по тем или иным объектам носят больше единичный, разовый характер, а также эмитенты, ценные бумаги которых обращаются на рынке, отличаются небольшим размером собственного капитала. А владельцами компаний являются небольшое число стратегических акционеров. Как правило, большинство подобных рынков исключено из основных фондовых региональных индексов и привлекают малое количество портфельных фондов.

Поскольку такие рынки не эффективны в вопросах мобилизации капитала на внутреннем рынке, то в большей степени подвержены интеграции в другие межгосударственные рыночные образования (по региональному или международному принципу). В отличие от развитых или больших по размерам рынков, где предложение видов финансовых инструментов превышает реальные возможности инвестирования со стороны внутренних инвесторов и существует объективная потребность в ограничении движения, а также стимулировании обращения капитала в рамках страны.

К характерным чертам фондовых бирж формирующихся рынков малых стран относится то, что они больше универсальны по своему содержанию и пытаются проводить операции практически со всеми видами финансовых инструментов и операций (например, операции с валютой) и не специализируются на каких-либо отдельных видах ценных бумаг.

В структуре экономик таких стран преобладает удельный вес одного или нескольких секторов или отраслей, а иногда (например, в Кыргызской Республике) и нескольких предприятий, деятельность которых влияет на изменения макроэкономических показателей экономики страны, то типичными являются случаи присутствия на рынке всего нескольких эмитентов. При этом единицы эмитентов имеют более или менее стабильное обращение на рынке. Такой олигополистический характер формирующегося рынка не позволяет быть ему стабильным либо зависит от положения одной, двух компаний. Такое положение характерно и для профессиональных участников рынка ценных бумаг, когда большую долю в биржевой торговле (из года в год) имеют то одна, то другая компании.

Для формирующихся рынков также характерна низкая активность эмитентов в вопросе ведения операций с капиталом на от-

крытом рынке. Отчасти, это связано со слабым понимаем механизмов изменения рыночной стоимости предприятия, его активов и заимствования на фондовом рынке. Руководители не заинтересованы в прозрачности финансовых показателей и не стараются соответствовать имиджу передовых компаний, отвечающим международным стандартам управления и финансовой отчетности. Как известно, в развитой рыночной экономике ключевую роль в обеспечении прозрачности деятельности предприятия играют фондовые биржи.

Низкий уровень корпоративной культуры в целом характерен для всех постсоветских стран, как у руководителей предприятий, так и инвесторов. У большинства руководителей преобладает инерция советского времени, когда развитие имиджа успешности и прозрачности деятельности предприятия не были необходимы. Хотя государство и декларирует защиту прав инвесторов, но на практике механизмы обеспечения гарантий защиты еще не развиты, что является основным фактором низкого доверия и интереса населения к операциям с ценными бумагами. Сюда также относятся несовершенство правовой базы рынка и правоприменительной практики, отсутствие достаточной прозрачности финансового положения участников рынка.

С точки зрения иностранного инвестора важными выглядят такие характеристики рынка, как операционная эффективность фондовых рынков, качество рыночного регулирования, эффективность надзора, практика корпоративного управления, соблюдение прав мелких акционеров, уровень раскрытия информации, степень финансовой отчетности и бухгалтерских стандартов. Как правило, их заботит равный подход, как для внутреннего, так и внешнего инвесторов.

В отдельных странах с формирующимися рынками сохраняют или вводят различные инвестиционные ограничения для иностранных инвесторов, усиливается контроль капитала, наблюдается большое участие правительства страны в листинговых компаниях, и другие законодательные ограничительные факторы. Наличие инвестиционных ограничений для иностранных портфельных инвесторов является свидетельством того, что рынок является формирующимся, а экономика относится к закрытому типу.

Фондовые рынки различаются по степени их развития в различных государствах на «развитые», «формирующиеся», «зарождающиеся», «эмбриональные». В мировой практике такое разделение основывается на статистическом определении класса рынка. Б.Б. Рубцов отмечает, что «зачастую разные авторы вкладывают в понятие «формирующийся рынок» разное содержание.

Целесообразно ориентироваться на классификацию международных организаций»¹. Такой подход приемлем при анализе различных сегментов мирового фондового рынка, который сложился в настоящий момент.

Международными финансовыми учреждениями применяется классификация стран с «развитыми» (developed market) и «формирующимися, зарождающимися» рынками (emerging market). Обычно, такая классификация основывается, в первую очередь, на уровне развития рынка акций и, во-вторых, как отношение ВВП/ВВП на душу населения. Определяющим при этом является рынок акций.

Международная финансовая корпорация (МФК) относит к «развитым» фондовым рынкам такие, где макроэкономические показатели развития страны соответствуют следующим критериям: а) ВВП на душу населения должен быть в режиме высокодоходной экономики за три года; б) инвестиционная рыночная капитализация к уровню ВВП должна быть близка к средней величине развитых рынков за три последних года.

Под термином «формирующийся рынок» МФК подразумевает фондовый рынок, находящийся в переходном состоянии, увеличивающийся в размерах, расширяющий свою деятельность либо уровень сложности. Чаще всего данный термин определен количеством параметров, которые делают попытку оценить относительный уровень развития фондового рынка и/или уровня развития экономики². В статистическом аспекте МФК относит рынок ценных бумаг к «формирующимся» если он соответствует по крайней мере одному или двум основным критериям: (а) он расположен в низко- или средне- доходной экономике, определенной Всемирным Банком, и (б) его инвестиционная рыночная капитализация низка по отношению к большинству последних цифр ВВП³. Новые рынки, добавленные к индексу охвата МФК, должны

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.:Экзамен,2002, стр.14.

² Emerging Stock Markets Factbook 1999, International Finance Corporation, Washington 1999, p.2

³ До 1995, определение МФК зарождающегося фондового рынка было полностью основано на классификации Всемирного Банка низко- или средне- доходных экономик. Если Валовой национальный продукт (ВНП) страны на душу населения не достиг порога высокодоходной страны, определенного Всемирным Банком, в такой стране фондовый рынок будет определен как «зарождающийся». Недавно данное определение было признано не совсем удовлетворительным, поскольку наблюдались большие колебания показателей ВВП на душу населения исчисляемых в долларах США, которые в значительной степени были подвержены влиянию сильных колебаний текущих обменных курсов. Более того, отчетные цифры

иметь уровни ВВП на душу населения ниже порога высокодоходных экономик, определенных Всемирным банком, по крайней мере, в один из последних трех лет»¹. Данная позиция прослеживается и в различных аналитических публикациях размещенных на веб-сайте «Standard&Poor's».

Б.Б. Рубцов дает следующее определение: «Под национальным рынком подразумевается система отношений и институтов, складывающаяся в рамках данной страны, в связи с выпуском и обращением ценных бумаг»².

Ю.С. Сизов дает такое определение российскому фондовому рынку, которую мы также относим к числу формирующихся: «в типологическом отношении можно охарактеризовать как нестационарный экономический процесс, характеристики которого не укладываются полностью ни в одну из известных классических схем. ... рынок представляет собой совокупность тех тенденций, которые, возникнув на более ранних периодах, еще оказывают заметное влияние на рынок в данный период»³.

Р.И.Шнипер определяет региональный рынок, как «совокупность высоколокализованных социально-экономических процессов и отношений в сфере обмена (обращения), формируемых под влиянием особенностей спроса и предложения каждого территориально - административного образования и с учетом адекватных методов регулирования конъюнктуры рынка и процессов принятия коммерческих решений»⁴.

Формирующиеся рынки можно подразделить, в свою очередь, на «развивающийся» и «пограничный»⁵ или «эмбриональный» (frontier market) (на наш взгляд больше подходит по смыслу)

ВВП, которые занимают значительное время для подготовки, зачастую к моменту их выпуска являются устаревшими.

Для этого МФК приняла новую систему показателей основанный на индексе ВВП на душу населения, который должен превышать верхний порог Всемирного Банка, как минимум, три года. Такой метод, по мнению МФК ограничивает вероятность влияния переоцененной валюты на уровень ВВП на душу населения.

¹ Emerging Stock Markets Factbook 1999, International Finance Corporation, Washington 1999, p.2

² Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития. Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000, с.24.

³ Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. - М.: Планета, 2000, 1999. стр.29.

⁴ Шнипер Р.И. Регион: экономические методы управления. - Новосибирск: Наука, Сибирское отделение, 1991.-С.205.

⁵ Английско-русский словарь – Langenscheidt's Pocket Russian Dictionary. 1969. стр.386.

рынки. Хотя, на наш взгляд, они различаются по степени зрелости и являются этапами в формировании развитого рынка ценных бумаг.

Как отмечает Оливер Крец¹, это такие фондовые рынки, которые не получают пользы или выгоды от прозрачности ценных бумаг и информационного распространения, что и зарождающиеся рынки. Во многих случаях, такие рынки были созданы за короткий период времени без инфраструктуры и институциональной готовности государства, в котором они расположены. Он отмечает, что в течение 1990-х годов такие рынки сформировали новый инвестиционный класс активов, который требует совершенно другого набора оценочных единиц в отличие от зрелых зарождающихся рынков. В этих странах цены на акции могут расти и падать таким образом, что лишает всякого смысла аутсайдера реагировать, как местного инвестора, на внутренние проблемы страны, которые могут включать в себя свержение правящей власти, месяцы гиперинфляции, политические восстания, наводнения, засухи и другие природные и созданные людьми катаклизмы.

Очень точно отмечено. Интересно, что в Кыргызской Республике в результате известной уже «тюльпановой» революции (март 2005 года), когда страну охватила волна политических возмущений со стороны населения, недовольными итогами выборов, и была свергнута действующая власть. Данные бурные события никаким образом не отразились на работе фондовой биржи. На рынке ценных бумаг не было отмечено какой-либо реакции (паники, бегства капитала, роста активности торгов или обвала цен) на данные события. Видимо, если и были небольшие возмущения рынка, то они остались незамеченными поскольку, в первую очередь, масштабы рынка незначительны. Сокращение торгов произошло позднее, которое было связано с общим сокращением деловой активности в республике.

На таких рынках отмечается сложность преодоления существующих препятствий для институционального развития, которое подразумевает более широкое распространение информации на этих рынках, внедрение/применение электронных торговых систем и систем центрального депозитария. Основой развития рынков, традиционно относящимся к таким, явилось применение политики рыночных реформ. Центральным компонентом данного процесса являлась приватизация государственных предприятий.

¹ Oliver S. Kratz "Frontier Emerging Markets Securities Price Behavior and Valuation", Kluwer Academic Publishers, Boston Hardbound, August 1999, 224 pp.

Существуют определенные различия между «развивающимся» рынком и рынком «эмбриональным». «Эмбриональные» рынки не являются постоянным состоянием или каким-то классом, а представляют собой определенный, начальный этап в развитии отношений на рынке ценных бумаг в переходных экономиках. При этом наблюдается следующая закономерность, в странах, где размеры экономики больше, традиции фондовых рынков глубже, а доходы населения и их сбережения выше, там состояние зарождения рынка занимают меньший период в истории своего формирования. И, наоборот, в странах, где масштабы экономики малые, традиции фондового рынка в стереотипах населения не глубокие и к тому же они не обладают большими сбережениями, то в таких странах состояние «эмбриональности» длится дольше. Ограниченные масштабы предложения денег также являются фактором сужения потребности у населения в инвестировании в финансовые инструменты.

В целом для «эмбриональных» рынков характерны общие черты, присущие «зарождающимся» рынкам. Разница заключается в более выраженном характере отдельных черт. Как уже было отмечено выше, такие рынки меньше реагирует (или вообще не реагирует) на глубокие изменения внешних макроэкономических или политических факторов. Соответственно они в меньшей степени психологически восприимчивы и к различного рода информационным шокам, как, например, финансовые скандалы и пр.

Темпы роста масштабов рынков за ряд лет могут быть в среднем выше, чем в обычных зарождающихся рынках. Тенденция быстрого роста указывает не на развитие рыночной торговли финансовыми инструментами среди инвесторов, а больше на то, что рынок был «целинным», новым сектором экономики, а механизмы его ранее не применялись, и поэтому «эмбриональный» рынок демонстрирует высокие темпы роста в короткий временной срок. Торги на организованных площадках являются неустойчивыми, фрагментарными, не носят спекулятивного характера и осуществляются в основном для приобретения стратегического пакета отдельными инвесторами. Количество фондовых площадок может быть большим, но, как правило, они не отвечают современным требованиям технической инфраструктуры и поэтому не имеют перспективы выживания.

На наш взгляд, интересно такое предположение что, если не были бы установлены такие административные ограничения и требования для рынка, как, например, лицензирование и необходимый капитал и др., то рынки вообще могли бы не создаваться, а пере-

распределение пакетов акций происходило бы через механизмы обычного гражданского законодательства. Конечно, при этом не было бы массового инвестора, включая иностранного, но перераспределение акций могло бы происходить без атрибутов рынка.

На отсутствие связи с другими рынками, включая собственно и финансовый, может указывать отсутствие профессиональной активности на фондовом рынке коммерческих банков. В отличие от практики более зрелых зарождающихся рынков, они не проводят сделок с корпоративными ценными бумагами (кроме сделок с собственными ценными бумагами) других компаний, сами не осуществляют займов на рынке, включая международный. Не говоря уже о том, чтобы выступать инвестиционными андеррайтерами.

Профессиональные участники таких рынков являются немногочисленными и не отличаются высокой финансовой устойчивостью, поскольку являются малыми компаниями. При достаточной степени развития брокерских операций, остаются не развитыми услуги дилеров.

Отсутствует слой массового, мелкого инвестора не включая тех, которые возникли в результате распределения в процессе приватизации. Также ограничено число иностранных инвесторов.

Таким образом, к «эмбриональным» относятся рынки, где происходят основные организационные, формальные мероприятия становления конструкции и институтов фондового рынка. Формируются основные элементы правовой базы и принципы рыночных отношений в новом секторе экономики. В известном смысле, такие действия носят больше декларативный характер, а рынок функционирует больше по форме, чем по содержанию и не может выполнять основную предназначенную ей роль эффективной мобилизации капитала для инвестирования в экономику. По-нашему мнению, есть все основания рассматривать рынок ценных бумаг Кыргызской Республики, как рынок «эмбриональный» со всеми характерными аспектами его развития. Другие особенности развития фондовых рынков в переходной экономике будут рассмотрены ниже.

В соответствии с картой наблюдений Международной финансовой корпорации от 1999 года¹ формирующиеся рынки расположены в странах Восточной Европы и СНГ, а также в Африке, Карибских странах, и др. В настоящий момент, к ним относятся та-

¹ Emerging Stock Markets Factbook 1999, International Finance Corporation, Washington 1999, p.vii

кие страны как, например, Россия, Украина. Как видно, данное разграничение на развитые и формирующиеся рынки носят больше формальный характер и преследуют цели статистического анализа, что в конечном итоге не дает законченного представления о внутренней природе различных типов рынков.

Отметим, что автор также придерживается общих определений сложившихся в международной практике исследований фондовых рынков (особенно «формирующихся»). Но поскольку в данной работе основной целью ставится вопрос исследования особенностей функционирования фондового рынка в переходной экономике (на примере Кыргызской Республики) и разработке предложений, форм, методов, тактики и стратегии развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике, то следовало бы дать следующее определение «формирующемуся» рынку.

Понятие «формирующийся рынок ценных бумаг», представляет собой становление совокупности экономических отношений по поводу выпуска и обмена ценными бумагами между его участниками, а также создания необходимых институтов рыночной инфраструктуры, обеспечивающие надежное и безрисковое проведение сделок.

С другой стороны, «формирующийся фондовый рынок» - это определенное состояние рынка, которое возникло ранее и оказывает влияние под воздействием совокупности условий, современного положения конкретных эмитентов, степени и характера предоставления специальных услуг профессиональными участниками рынка, а также вследствие различных тенденций сложившихся в экономике в целом.

Фондовые рынки можно классифицировать по различным признакам. Во-первых, можно подразделить на первичные рынки (происходит размещение новых ценных бумаг или дополнительных выпусков уже существующих) и вторичные (рыночное обращение уже размещенных ценных бумаг на рынке). В зависимости от срока, на который выпускаются финансовые инструменты, ценные бумаги могут быть частью денежного рынка (money markets) и рынка капиталов (capital markets). Финансовые рынки, на которых обращаются краткосрочные бумаги сроком погашения до одного года – это денежный рынок, а если свыше одного года¹, можно отнести к рынкам капиталов. На рынке капиталов заключаются сделки с долгосрочными ценными бумагами такими, как

¹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж, Бэйли Д.В. Инвестиции. - М.: Инфра-М, 1999, стр. 967.

акции и облигации¹. Если установлен срок выпуска ценных бумаг до одного года, то его надо относить к инструментам денежно-кредитного регулирования.

Рубцов Б.Б. отмечает, что «в основе классификации МВФ лежат общеэкономические критерии, а не уровень развития рынка акций. Еще раз подчеркнем: полного совпадения понятий «развитый рынок» и «экономически развитая страна» нет, как и нет единого определения развитого и формирующегося рынка»².

В экономической литературе сложились различные подходы к использованию понятий фондовых рынков в географическом охвате, а также глубине и специфике применения отдельных видов ценных бумаг. Не менее важным является изучение типологии фондовых рынков как целостных организационно-экономических систем по степени развитости и влияния на экономику.

В сложившейся мировой практике классификация видов фондовых рынков в большинстве своем сходна с классификацией самих ценных бумаг. С другой стороны, это имеет практический смысл, поскольку удобно применять для обозначения конкретного типа и способа проведения операций с финансовыми инструментами. Так существуют рынки конкретных видов ценных бумаг (акций, облигаций и т.п.), государственных и корпоративных ценных бумаг, первичных и производных и пр.

Различают также «национальный рынок», «международный рынок», «мировой рынок». Под национальными фондовыми рынками понимается система отношений и институтов, складывающихся в рамках одной страны или «торговлю резидентов между собой (ценными бумагами, выпущенными как резидентами, так и нерезидентами, с номиналами, выраженными как в иностранной, так и в национальной валюте»³.

Процессы интернационализации и глобализации оказывают существенное воздействие и на фондовый рынок. Под международным фондовым рынком подразумевается система отношений и институтов, складывающихся при межгосударственных перемещениях фиктивного капитала. Наиболее широким из них является понятие мирового фондового рынка, рассматриваемых во взаимодействии и взаимозависимости⁴. С точки зрения инвестора, существуют два способа инвестирования - это приобретение

¹ Гитман, Майкл Д. Джонк Основы инвестирования. - М.: Дело, 1997, стр.41.

² Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002, стр. 15.

³ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995. стр.111.

⁴ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002, стр.14.

отечественных и иностранных ценных бумаг. С точки зрения организатора торгов, на площадке могут размещаться ценные бумаги помимо отечественных эмитентов, также и иностранных эмитентов. Такая специализированная торговая площадка обычно называется «международной».

Международные рынки ценных бумаг сформировались в результате массового вывоза капитала. Их формирование было ускорено современными научно-техническими достижениями и технологиями, породившим множество проектов, осуществление которых требует использования капитала разных стран. Свой вклад в развитие международного рынка акций внесли интеграционные процессы, происходящие во всех регионах мира, введение общих многонациональных валют, успехами в развитии средств коммуникаций. Уже в 60-е годы появилась особая надстройка над национальными фондовыми рынками - рынок международных акций, представляющих собой свободно обращающиеся акции транснациональных компаний и эмитирующиеся вне национальных рынков.

Ценные бумаги могут быть объектом межгосударственных отношений, но это уже не рыночные, а больше политические механизмы. При этом в результате соответствующих межгосударственных переговоров могут вырабатываться определенные унифицированные методы регулирования рынков и обращения финансовых инструментов.

В последнее время интеграционные процессы, которые наблюдаются, прежде всего, в странах Европейского Союза и начинают формироваться (первоначально на уровне государственных регуляторов) между странами бывшего СССР, должны привести к становлению единого экономического пространства, за которым, видимо, может последовать формирование единого рынка ценных бумаг. Фундаментом для становления единого фондового рынка должна быть схожесть экономической модели развития стран - членов политических организаций, уровень их развития, а также взаимный интерес и взаимозависимость экономик государств, включая конкретных хозяйствующих субъектов. В частности в реальной интеграции и производственной кооперации.

Следовало бы отметить, что интересы при формировании международной интеграции рынка ценных бумаг могут носить различный характер. Если для стран с емкими экономиками и соответственно крупными фондовыми рынками, такая интеграция носит преимущественно политический характер (как способ влияния через экономические факторы), то для стран с малой экономикой,

это носит в основном экономический характер (возможность получения дополнительных инвестиций или финансовых инструментов).

Единый фондовый рынок не отменяет и не принижает роли национальных рынков ценных бумаг. В рамках интеграционных органов формируются первоначально принципы долгосрочного развития (включающего гармонизацию, а в перспективе и унификацию правовой базы фондовых рынков) и меры по снижению административных барьеров на пути трансграничных потоков капитала. Тем не менее, с формированием единых принципов регулирования на уровне государственных регуляторов, основной «экономический выбор» и реальный интерес в такой интеграции останется за рынком.

Рынки также можно рассматривать во временном аспекте и подразделить на «периодически функционирующие» и «непрерывно действующие». Под «периодически функционирующими» рынками мы понимаем торги, проводимые в период «торговой сессии» в определенное время, а на «непрерывно действующих» рынках сделки заключаются в любое время и инвестор может участвовать в торговле непосредственно.

1.2. Особенности формирования рынков ценных бумаг на постсоветском пространстве

В практике экономически развитых стран рынок ценных бумаг служит основным поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. При помощи фондового рынка обеспечивается решение многих макроэкономических проблем, среди которых особое значение имеет проблема экономического роста. В Кыргызской Республике рынок ценных бумаг только в последнее время начал выполнять подобную макроэкономическую функцию.

Важнейшей проблемой развития рынка ценных бумаг республики является его несоответствие динамике роста экономики, недостаточное формирование инвестиционных ресурсов и потребностей, и их неэффективное перераспределение на цели экономического роста. В начальный период становления ежегодно наблюдались высокие темпы роста объема торгов на рынке. В то же

¹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Д.В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1999, стр. 45.

время фондовый рынок обладает неиспользованным потенциалом развития в части финансирования предприятий.

В настоящий момент инвестиционная деятельность в Кыргызской республике осуществляется за счет: 1) собственных финансовых ресурсов и внутривозрастных резервов (прибыль, амортизационные отчисления, денежные накопления и сбережения граждан и юридических лиц и пр.); 2) заемных финансовых ресурсов (банковские и бюджетные кредиты, корпоративные заимствования в форме облигаций и пр.); 3) привлечения финансовых ресурсов (продажа акций компаний, различные вклады в финансовые организации-банки, пенсионные и страховые фонды и пр.); 4) денежных средств различных объединений (кредитных союзов, Кыргызской финансово-сельскохозяйственной корпорации и т.д.); 5) инвестиционных ассигнований из бюджетов и внебюджетных фондов); 6) иностранных инвестиций.

При этом фондовый рынок играет важную роль в развитии экономики, способствуя взаимодействию между инвесторами и потребителями капитала, предоставляя средства для инвестиций в распоряжение хозяйствующих субъектов. С одной стороны, посредством данного рынка происходит перемещение денежных средств из тех секторов экономики, где имеется их избыток, в те секторы, где ощущается их недостаток. С другой стороны, посредством рынка происходит перелив капитала в секторы экономики, переживающие бурный рост и соответственно нуждающиеся в больших объемах инвестиций. Такой механизм обеспечивается и функционирует через формирование уровня процента, оказывающего решающее воздействие на стоимость инвестиций. Одной из основных задач функционирования фондового рынка является мобилизация денежных средств населения с целью инвестирования индустриального сектора.

В целом инвестиционный процесс – это механизм сведения вместе тех, кто предлагает деньги (имеющих временно свободные средства), с теми, кто предъявляет спрос (испытывающими потребность в них). Обе стороны обычно встречаются в финансовых институтах или на финансовом рынке¹. Под инвестициями понимаются те экономические ресурсы, которые направляются на увеличение реального капитала общества, т.е. на расширение или модернизацию производственного капитала².

¹ Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д.Джонк, Джонк Основы инвестирования. - М.: Дело, 1997, стр. 15

² Эклунд К. Эффективная экономика. Шведская модель. - М.: Экономика, 1991, стр.99.

На наш взгляд, главной особенностью формирующегося фондового рынка в переходной экономике является частичное или полное не выполнение функций, которые они традиционно выполняют в развитых странах. Поэтому при изучении особенностей фондового рынка в переходной экономике целесообразно сфокусировать основное направление исследования и определить для целей настоящей работы основную роль рынка в экономике.

Необходимо ответить на вопрос, какую основную роль должен играть рынок ценных бумаг и насколько полно в экономике осуществляются свойственные ему функции, а также какие меры необходимо предпринять для более эффективного выполнения задач, возложенных на него. Как известно, функция, это внешнее проявление свойств объекта в данной системе отношений¹. При этом, в отношении фондового рынка выделяются как функции экономической категории (кредита, денег и т.п.), так и функции институтов, посредством которых происходит движение суженной стоимости (банков, например)². В своей диссертации Я.М. Миркин отмечает, что функции рынка ценных бумаг в большей мере соотносятся с функциями институтов, выделяемыми в теории кредита (банков, банковской системы)³.

В литературе дается различное толкование основных функций, выполняемых рынком ценных бумаг в экономике. Так, в книге А.А. Киячкова и Л.А. Чалдаевой⁴ они сводятся к: аккумулярованию денежных средств; обслуживанию государственного долга; регулированию финансовых потоков; перераспределению права собственности; спекулятивным операциям. Авторы учебника «Рынок ценных бумаг» под редакцией В.А. Галанова, А.И. Басова⁵ подразделяют функции данного сектора на группу общерыночных, куда относят: коммерческую, ценовую, информационную, регулирующую и специфических: перераспределительную и страхование ценовых и финансовых рисков.

¹ Философский словарь. – М.:Издательство политической литературы, 1986, стр.526.

² Деньги. Кредит. Банки / Под ред. О.И.Лаврушина. – М.:Финансы и статистика,2001, стр.318.

³ Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. - Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.10. - М.:Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2003. - стр.49

⁴ Киячков А.А.,Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. - М.:Юристъ,2000.стр.35.

⁵ Рынок ценных бумаг: Учебник под ред. В.А.Галанова, А.И. Басова, М.: Финансы и статистика,1998.стр.96.

Со всеми предлагаемыми подходами можно согласиться. В соответствии со статистикой национальных счетов выделяются четыре основные категории экономических субъектов: население, предприятия, государство, внешний сектор. В исследовании роли рынка ценных бумаг в экономиках различных стран имеются различные подходы. Для целей исследования данной работы считали бы целесообразным придерживаться рассмотрения следующих основных функций фондового рынка: а) долгосрочное финансирование хозяйства; б) краткосрочное финансирование хозяйства; в) взаимозависимость банковского кредита и эмиссии долговых инструментов; г) финансирование государства; д) страхование ценовых рисков.

Для создания условий экономического роста рынок ценных бумаг должен обеспечивать выполнение важнейшей функции современного этапа социально-экономических реформ трансформацию сбережений в инвестиции.

В настоящий момент сложно рассчитывать на дальнейшее развитие экономики за счет повышения загрузки производственных мощностей, вовлечения в процесс производства временно свободных трудовых ресурсов и т.д. С другой стороны, предприятия объективно начинают во все большей степени испытывать недостаток финансовых средств для развития производства. Прежде всего, повышается заинтересованность в инвестировании в связи с ростом загрузки производственных мощностей и их старением.

Поскольку автору не удалось в экономических изданиях Кыргызской Республики обнаружить данные относительно состояния основных фондов предприятий, приводим сведения из российских источников, которые можно считать схожими, а, в некоторых случаях, положение на отечественных предприятиях может быть и сложнее. В результате того, что за годы проводимых реформ практически прекратилось техническое перевооружение предприятий, а ввод новых мощностей был минимальным, производственные фонды во многих отраслях оказались изношенными на 60-70%. Средний срок службы оборудования в промышленности увеличился с 11 до 19 лет. Коэффициент выбытия основных фондов с 1990 по 2000 г. снизился с 1,8 до 1,1, а коэффициент обновления – с 5,8 до 1,4, т.е. полная замена основных фондов возможна более чем за 70 лет¹.

¹ Бард В.С. Финансово-инвестиционный потенциал экономики (мифы и реалии). Журнал «Эквивалент», 2003, №3

Ограничены возможности финансирования предприятий за счет традиционных источников – собственных средств, предприятий-смежников, отчасти государственных ресурсов и пр. Поэтому объективно усиливается потребность в эффективном механизме превращения сбережений в инвестиции, функционирование которого может стать основой формирования новой модели экономического развития. Обеспечение роста инвестиций в ближайшие годы возможно в большей части за счет качественных изменений в структуре источников инвестиций и использования средств частных инвесторов, перераспределяемых посредством рынка капитала и других секторов финансового рынка.

Важную роль в эффективном использовании сбережений для инвестиций должно играть соответствие структур инвестиционного спроса. Если сбережения носят (в странах СНГ) в основном краткосрочный характер, а экономика нуждается в долгосрочных капиталовложениях, то необходимая для роста экономики связь между ними не может быть обеспечена. Это несоответствие можно устранить, прежде всего, проведением соответствующей государственной политики, путем повышения доверия населения к власти, национальной валюте, банкам и фондовому рынку.

В такой ситуации главной макроэкономической задачей является переориентация совокупного спроса с потребления на накопление. Государственная политика должна быть ориентирована на стимулирование внутреннего инвестиционного спроса, что будет в наибольшей степени способствовать повышению темпов экономического роста. В решении этой проблемы рынок ценных бумаг, как механизм превращения сбережений в инвестиции, должен играть ведущую роль.

Основным условием расширения внутренних возможностей инвестиций в стране должна стать активизация форм предпринимательства со стороны широких слоев населения в качестве эффективных инвесторов. В этом случае фондовый рынок будет выполнять свою функцию в качестве «преобразователя» накопления в инвестиции. Опыт Южной Кореи показал, что для обеспечения быстрых темпов экономического роста необходимы крупные инвестиции, высокая национальная норма накопления. В 1991-1997 гг. в этой стране она была одной из самых высоких в мире, составляя более 37%¹. В основе этого лежит традиционно большая склонность населения к сбережению. Следует, однако,

¹ Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. - М.: Олимп-Бизнес, 2000, стр.113.

отметить, что во многих бывших социалистических странах не наблюдается большой зависимости между нормой накопления и темпами экономического роста. Так, в 1994-1997 гг. при относительно высокой норме накопления (22-30%), темпы роста экономики в Венгрии, Чехии достигали 2-5%, а в Украине и России имело место сокращение ВВП¹. В значительной мере это связано с низкой эффективностью капиталовложений.

Развитие рынка ценных бумаг является необходимым условием проведения преобразований в других областях финансового сектора, реализации пенсионной реформы, повышения доходов бюджета (в части поступлений от приватизации и в части налоговых поступлений) и т.д.

Рынок ценных бумаг особенно необходим для обеспечения эффективного перелива капитала между секторами экономики. Использование фондового рынка, как наиболее цивилизованного механизма законного перераспределения собственности, способствует повышению эффективности структуры экономики, защищенности эффективных собственников с одновременным облегчением процесса перераспределения собственности в пользу более эффективных собственников.

Следует отметить, что перераспределение капитала, основанное на возможностях рынка ценных бумаг, является более эффективной альтернативой по сравнению с перераспределением капитала, основанным на государственном вмешательстве в экономику. Перелив капитала, стимулируемый административными решениями в области тарифной политики, объективно ведет (наряду с падением темпов экономического роста) к сокращению объема и снижению эффективности инвестиций в масштабах народного хозяйства, в то время как перелив капитала, основанный на возможностях рынка ценных бумаг, способствует повышению эффективности инвестиций и, соответственно, повышению темпов экономического роста

Свободные денежные сбережения, находящиеся у населения, могут направляться в экономику различными путями: 1) прямым инвестированием в тот или иной проект, обеспечивающий через определенный отрезок времени возврат денежных средств и приращенную прибыль; 2) использованием в качестве депозитов в коммерческих банках, других кредитных учреждениях; 3) инвестированием в ценные бумаги, доли и паи хозяйствующих субъектов.

¹ Wachstumsfaktoren in Transformationsländern. Osteuropa – Institut München. Working Papers № 211, Dezember 1999, s.43.

Во втором и третьем случае предложение ссудного капитала концентрируется путем аккумуляции денежных сбережений населения под контролем и управлением кредитно-финансовых институтов.

Инвестиции, связанные с функционированием рынка государственных ценных бумаг, формируются в виде заимствования на отечественном и зарубежном кредитном рынках денежных средств в различных формах возвратности. В таких случаях главным мотивом государственного заимствования является покрытие дефицита бюджета. Это не инфляционный путь, когда правительство выпускает долговые ценные бумаги в объеме, необходимом для покрытия дефицита бюджета.

В то же время при определенном избытке денежных средств осуществляются: 1) операции на международном финансовом рынке с целью получения твердых валютных доходов; 2) кредитование производственных объектов и экономики; 3) прямое финансирование инвестиционных проектов. Следует также отметить, что местные власти также имеют много возможностей для финансирования местных инвестиционных проектов и программ с использованием механизмов рынка ценных бумаг.

Для участников фондового рынка необходимо и чрезвычайно важно выполнение данным сектором следующих функций. В первую очередь, это раскрытие информации о стоимости финансовых активов. Информационная роль фондового рынка необходима как инвестору, так и эмитенту ценных бумаг и является основным механизмом формирования для них настоящей (или справедливой) цены финансовых инструментов. Это важно для принятия решения о купле либо продаже ценных бумаг. Другой функцией является возможность хранения средств (капитала) инвестором, а также распределение рисков через диверсификацию. Также фондовый рынок необходим с точки зрения механизма предложения на рынке и его роли как источника капитала или мобилизации капитала.

Экономист Джек Глен справедливо отмечает, что это является особенно привлекательной функцией для развивающихся стран, где предложение капитала может быть недостаточным. В экономике с неразвитым финансовым рынком нехватка капитала затрудняет развитие. Далее он отмечает, что «доказательством важности финансовых рынков является тот факт, что проблемы рынков, их участников и способности рынков выполнять указанные четыре функции стали предметом отдельных отраслей финансовой науки. В области корпоративных финансов предметом исследований являются эмитенты ценных бумаг, а также то, как делается выбор между различными финансовыми инструмента-

ми. Теория рынков капитала изучает процесс установления стоимости ценных бумаг и роль финансовых посредников. Теория микроструктуры рынка анализирует процесс торговли ценными бумагами и влияние, оказываемое системами торговли на поведение и успех рынка»¹. Примерно такого же мнения придерживается и Я.М. Миркин. Он отмечает, что «рынок ценных бумаг должен быть направлен на выполнение своей главной функции – на преодоление инвестиционного кризиса и аккумуляцию свободных денежных ресурсов для направления их на цели восстановления и последующего роста производства в России»².

Различными авторами даются различные версии функций рынка ценных бумаг и при этом практически всеми отмечается такая преимущественная роль, как перераспределение капитала в экономике. Такой подход изложен во многих учебниках³, а также в различных книгах и исследованиях⁴.

Таким образом, для целей настоящей работы, необходимо выделить в качестве основной функции рынка ценных бумаг мобилизацию капитала и его последующее перераспределение (инвестирование) для целей развития предприятий. Другой важной функцией является выражение, перераспределение и подтверждение в хозяйстве прав собственности на стоимость, находящуюся в различных вещественных формах. Автор данной работы считает, что остальные функции рынка ценных бумаг в экономике носят подчиненный характер. К числу последних функций относятся такие, как например, информационная, перераспределения рисков, поддержания ликвидности, регулирующей, ценообразующей и др.

¹ Jack Glen. "International Comparison of Stock Trading Practices". Paper presented at the World Bank Conference on Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, February 16-17, 1995, p.2.

² Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – стр.38.

³ Например, Курс экономической теории. /Под ред. М.Н.Чепурина, Е.Л.Кисилевой. – Киров: Аса, МГИМО МИД РФ, 1998. – стр.395-396., Экономическая теория (политэкономика): Учебник / Под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П.Журавлевой. – М.: ИНФРА-М, 1997. стр.443-444., Экономика. Учебник / Под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. – М.: БЕК, 1999. –стр.436 и пр.

⁴ например, Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития - Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.10. - М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2003. стр.49-53, Карпушкин А.В. Рынок ценных бумаг в условиях переходной экономики России //Автореферат диссертации на соискание уч. ст. к.э.н. по специальности 08.00.01. – Челябинск: Челябинский филиал Института экономики Уральского отделения Российской академии наук, 1999. и пр.

Особенностью формирующихся рынков является недостаточное предложение капитала. Как известно, фондовый рынок в постсоветских странах начал формироваться в результате проведения масштабных рыночных преобразований в начале 90-х годов прошлого века. Переход от плановой системы хозяйствования к рыночной экономике сопровождался созданием всей инфраструктуры рынка акций, характерной для развитых стран. Одновременно с этим происходило создание и совершенствование законодательства, определяющего процесс создания и деятельности акционерных обществ, выпуск и обращение эмиссионных ценных бумаг, профессиональную деятельность на фондовом рынке.

Проведение программ приватизации и корпоратизации явилось главным источником возникновения акционерных обществ, и, как следствие, национальных рынков акций республик бывшего СССР. Объективные требования повышения производительности труда, перепрофилирование и техническое переоснащение многих производств, в совокупности с потребностью справедливого раздела государственной собственности, требовали создания таких форм хозяйствования, которые могли обеспечить возможность участия в них большого числа лиц, привлечения значительных объемов инвестиций, а также свободную куплю-продажу долей в капитале образованных компаний. В наибольшей степени данным требованиям удовлетворяли открытые акционерные общества, в которые и были преобразованы большинство государственных предприятий.

Особенностью формирования при приватизации явилось наличие двух основных подходов в выборе его форм. Правительства вновь образованных государств должны были сделать выбор - или активно привлекать иностранный капитал, или попытаться провести реформирование за счет внутренних средств. Большинство постсоветских стран (Россия, Беларусь, Украина, Молдова, Литва, Узбекистан, Казахстан, Кыргызстан, Армения, Грузия) в качестве основной модели выбрали так называемую «массовую» (или «купонную») приватизацию. В этом случае значительная часть акций выкупалась работниками и менеджментом предприятий. А в таких странах, как Эстония и Латвия основной акцент был сделан на привлечение стратегических иностранных инвесторов, а «массовая» приватизация имела ограниченный характер.

«Массовая» приватизация обеспечивала «справедливое» (на практике бесплатное – У.Т.) распределение государственной собственности и, соответственно, решение задачи дополнительной социальной поддержки, участия населения в процессе приобре-

тения государственной собственности. Все это способствовало формированию широкого класса акционеров, подготовило основы развития институтов коллективного инвестирования (инвестиционных и паевых фондов). Однако при этом, как правило, предприятие не получало необходимых инвестиций, отсутствовал стратегический инвестор, готовый вкладывать значительные средства в развитие компании. Руководство, обычно, оставалось за директорами предприятий, что сдерживало развитие прогрессивных способов корпоративного управления.

С другой стороны особенностью «массовой» приватизации явилась недооценка акций многих компаний, что усиливалось еще и недоразвитостью вторичного рынка. Неадекватная оценка стоимости акций, вызванная в первую очередь бесплатной или льготной приватизацией, привела к искажению ценовой структуры отечественных предприятий. Особенно это ощущается в настоящий момент по сравнению с другими странами СНГ. В результате таких искажений совокупная цена предприятия оказалась дешевле стоимости отдельных видов оборудования, установленных в них же. Поэтому сегодня одним из распространенных видов финансовых операций стало приобретение контрольных либо крупных пакетов акций, необходимых для принятия решения о соответствующей реструктуризации предприятия и вывоза (а, практически, продажи) оборудования за пределы республики.

Практика переходного периода показала, что государственное влияние на рынок ценных бумаг не всегда является положительным, в частности, предполагалось, что приватизация приведет к росту эффективности собственности, формированию слоя так называемых «эффективных собственников», обеспечит повышение уровня благосостояния населения. Однако этого не произошло. Под термином «эффективный собственник» мы понимаем собственников, которые (в массе своей) способны создать для большинства населения страны на основе процесса расширенного воспроизводства условия жизни на уровне международных социальных стандартов, норм демократии. Практика показала, что приватизация сама по себе автоматически не делает собственность эффективной.

Аргумент, обычно приводимый в пользу частных рынков, состоит в том, что рынок автоматически обеспечивает эффективность, причем при очень низких издержках, поскольку цель достигается в результате индивидуальных действий на основе индивидуальной информации. Таким образом, свободный рынок представляет собой высокоэффективную саморегулирующуюся ин-

формационную систему. Государство не обладает настолько полной информацией, оно не способно ни получить ее при столь малых издержках, ни отреагировать на нее столь же оперативно и действенно, как и свободный рынок. С другой стороны, образование средней нормы прибыли на фондовом рынке - результат хаотичного движения капиталов, вызванного экономическими диспропорциями и кризисами. В итоге устанавливается пропорциональность. В этой связи совершенно необоснованно представление о том, что нужна тотальная приватизация, которая приведет к демонаполизации¹.

Привлечение иностранных инвесторов, напротив, сопровождалось крупными инвестициями в производство, повышением рейтинга страны на международном рынке, внедрением современных способов управления компаниями. Но, в то же время, передача долей предприятий иностранцам могла вызвать недовольство со стороны населения, а крупные пакеты акций компаний не попадали на вторичный рынок (оставались в руках стратегических инвесторов), что не стимулировало и сдерживало развитие фондового рынка.

Поскольку постсоветские страны имели схожую структуру экономики, одинаковый стиль управления производством и одинаковую логику и методы проведения рыночных реформ, а также под воздействием консультантов из США и Британии, то сложилась единая модель фондового рынка. Но важно отметить, что работа консультантов заключалась в становлении основ рыночных отношений на фондовых рынках, которые, в то время, зачастую воспринимались участниками как «виртуальные» и «теоретические». Соответственно с завершением такой работы регуляторы рынка ценных бумаг и профессиональные участники были предоставлены самим себе в вопросах регулирования стратегии и перспектив развития. Именно с этого момента начинаются эксперименты с сочетаниями различных моделей развития фондовых рынков, которые нельзя однозначно отнести к какой-либо одной их перечисленных классических форм. Основные мотивы подбора нужного «рецепта» и «состава» фондовых рынков диктовались не оригинальными соображениями, а прагматичной необходимостью выработки формулы «выживаемости» и «эффективности» рынка в конкретных условиях каждой страны. На это также влия-

¹ Данной точки зрения придерживается Н.Н. Думная. Теория самоорганизации и стратегия экономических реформ в России. - http://www.mirkin.ru/_docs/article03-030.pdf. стр.4.

ли конкретные условия, особенности развития экономики, уровень и глубина рыночных преобразований.

Поэтому в постсоветских странах сформировалась так называемая «смешанная» модель фондового рынка, при которой и банки, и некредитные организации имеют примерно равную степень участия. Основным условием перспективного развития является решение главной задачи, обеспечение функции мобилизации капитала для развития предприятий и безрисковое перераспределение капитала.

Процесс становления регулирования отношений на фондовых рынках постсоветских стран можно подразделить на два основных типа. Первый, - либеральные методы формирования отношений, когда необходимые формы регулирования порядка взаимоотношений предлагаются и используются самими участниками рынка, при этом участие государства в этом процессе минимально. Второй, - с применением различного рода государственных административных методов вмешательства ограничений и регулирования.

Вторая форма развития является следствием политики тех стран, где реализовываются, так называемые «эволюционные» методы перехода к рынку и тяготеют к механизмам регулирования для закрытых экономик. На практике это означает искусственное построение множества административных препятствий и условий на пути свободного перераспределения капитала на рынке, как первичном, так и вторичном. Такой подход доминирует в таких странах, как Узбекистан и Белоруссия. Но следует отметить, что в той или иной мере два данных подхода применяются практически во всех странах, что подтверждает тезис - развитие фондового рынка является частью и полностью зависит от экономической и социальной политики государства.

К отличительным особенностям формирования фондового рынка в переходных экономиках постсоветских стран можно отнести, к примеру, следующие аспекты. Торговля акциями имеет высокую степень концентрации. Наибольшие объемы торгов приходятся на узкую группу компаний, представляющих наиболее инвестиционно - привлекательные отрасли экономики стран. Для Украины такими отраслями является энергетика, в России - нефтегазодобывающая и энергетика, в прибалтийских республиках - банковский, в Кыргызстане – телекоммуникационный и энергетический секторы.

В настоящий момент развитие рынков ценных бумаг достигло достаточного уровня правовой базы и инфраструктуры, необхо-

димой для обеспечения возможности проведения операций с финансовыми инструментами. Как уже было отмечено выше, характеристикой фондовых рынков большинства постсоциалистических стран является функционирование скорее по форме, чем по содержанию.

Другой отличительной чертой формирующихся рынков является их заметная неустойчивость по сравнению с развитыми фондовыми рынками. В том числе это относится и к вопросам финансового состояния основных инфраструктурных институтов рынка. Для курсовой стоимости различных видов акций характерны ценовая волатильность. Что является, с одной стороны, результатом нестабильной или неточной оценки финансовых инструментов, а также несоответствия фондовых индексов торговли основным макроэкономическим параметрам развития государства, с другой. Поэтому в постсоветских странах рынки ценных бумаг, как правило, не выполняют такой необходимой рыночной функции - барометра деловой активности.

Важной особенностью формирующегося фондового рынка является высокий уровень риска для потенциального инвестора. Данный риск связан, в первую очередь, со спецификой макроэкономического развития страны, а также с эмитентами, ценные бумаги которых обращаются на рынке. Эта группа рисков в наибольшей степени управляется технологиями, применяемыми на фондовом рынке.

Помимо перечисленных выше основных отличительных черт формирующихся рынков существуют еще и дополнительные или косвенные свидетельства степени его развития, которыми могут выступать различного рода финансовые скандалы. Проблематике финансовых скандалов также уделено множество специальных публикаций. При этом подвергается анализу не сам урон или размеры убытков, а существование и развитие самих фактов, обстоятельств потрясений и мошенничеств, в результате которых были причинены потери для добросовестных инвесторов. Поэтому, анализ причин банкротств и других форм недобросовестного управления, в результате которых был причинен ущерб, является вопросом степени, глубины и сложности развития методов надзора на финансовом рынке, соответственно, прямо влияет на уровень доверия к фондовому рынку со стороны широких инвесторских слоев.

Финансовые скандалы можно подразделить на: классические, к которым относятся наиболее известные скандалы в крупнейших мировых финансовых группах (таких, как Barings, Daiwa, Sumitomo и пр.); политические, связанные с политической кор-

рупцией; криминальные, связанные с организованной преступностью и скандалы, связанные с отмыванием денег.

Логовинский Е.¹ в своей классификации типов финансовых скандалов отмечает, что «к «первому типу» относятся «глобальные» финансовые скандалы, связанные с политическими событиями и затрагивающие широкие массы населения. К скандалам «второго типа» относятся те, которые вызваны крушением «пирамидальных» схем. Такие скандалы чаще всего происходят в странах с неразвитой экономикой». В том числе, это говорит о слабой развитости фондового рынка и, соответственно, неразвитых схемах мошеннических действий и самое главное об их неэффективной реализации. Люди идут и попадают в эти схемы, хотя и предполагают об итогах исхода. Скандалы «третьего типа», связаны с мошенничеством руководства организаций и отдельных сотрудников компаний, а «четвертого типа» с рискованной инвестиционной политикой организаций, плохим менеджментом или неблагоприятным развитием событий.

Конечно, все данные виды скандалов могут в равной степени происходить в различных видах фондовых рынков. Если первые два типа скандалов являются мошенничеством и криминалом, то два последних – это продукт несовершенного управления и вызваны в основном внутренними причинами организаций.

Можно найти различия и в формах обращения различных видов финансовых инструментов. В качестве примера могут послужить еврооблигации, которые, являясь продуктом одного эмитента, на практике могут обращаться на различных рынках ценных бумаг, относящимся как к «развитым», так и к «формирующимся».

В международной практике торговли еврооблигациями существуют серьезные отличия между развитыми и формирующимися рынками. Для развитых рынков характерна полная конвертируемость валюты и инвестиционная свобода граждан и юридических лиц. Граждане развитых стран могут владеть любыми ценными бумагами по собственному усмотрению. К ограничениям относятся процедуры, препятствующие «отмыванию» денежных средств, концентрации рисков, антимонопольные ограничения и пр.

Для стран с «зарождающимся» рынком практика торговли еврооблигациями связана с текущей экономической ситуацией, конвертируемостью национальной валюты, особенностями организационного развития фондового рынка и наличием ограничений

¹ Логовинский Е. Финансовые скандалы: внутренний контроль на страже порядка - Рынок ценных бумаг, №20 (155) 1999. стр.179.

для инвесторов. Например, в Венгрии¹ имеется относительно стабильный и долгосрочный (10 лет) рынок государственных облигаций, однако рынок корпоративных облигаций сравнительно мал. Венгрия выпустила еврооблигации, операции с которыми не осуществляются на местной бирже, эмиссия еврооблигаций компаниями и регионами не производилась. Ограничений по инвестициям в еврооблигации не существует.

В Польше² государство и ряд компаний выпустили еврооблигации, торги с которыми не осуществляются на Варшавской фондовой бирже. Ограничения для польских резидентов отсутствуют. Количество компаний, зарегистрированных на Варшавской фондовой бирже возрастает и составляет более 200.

Крупнейшими инвесторами в еврооблигации Казахстана³ являются местные банки и пенсионные фонды, которые в подавляющем большинстве не торгуют ими, а держат до погашения. В настоящий момент они владеют около 50% долга. Расчеты в иностранной валюте между резидентами в Казахстане практически полностью запрещены. Все расчеты производятся в национальной валюте - тенге по курсу на момент заключения сделки. Почти все бумаги проходят листинг на бирже, поэтому внебиржевой рынок практически не развит.

Следует отметить, что с одной стороны, перечисление различных аспектов отличий формирующихся фондовых рынков от развитых, характерных для постсоветских стран и стран с переходной экономикой является объемным и не полным. С другой стороны, автор не видит целесообразности в перечислении всех имеющихся различий и особенностей кроме основных, которые дают основную картину направлений перспективного развития отечественного фондового рынка.

1.2.1. Ценные бумаги в формирующихся фондовых рынках

Особенности развития формирующихся рынков в постсоветских странах привели к тому, что нормативно-правовая база, первоначально созданная на основе американского законодательства-

¹ Логовинский Е. Еврооблигации: международная практика выпуска - Рынок ценных бумаг, №21(204) 2001. стр. 28.

² Логовинский Е. Еврооблигации: международная практика выпуска. – Рынок ценных бумаг, №21(204) 2001. стр. 29.

³ Логовинский Е. Еврооблигации: международная практика выпуска. – Рынок ценных бумаг, №21(204) 2001. стр. 29.

ва, претерпела определенные изменения. И собственно, сегодня несколько отличается от источника.

В экономической литературе разработка вопросов понятий рынка ценных бумаг, как и самих ценных бумаг, была ограничена отсутствием какой-либо практики в советской экономике. В то же время была достаточно глубоко разработана система понятий, относящихся к функционированию кредита, которая включала такие понятия, как сущность кредита, его роль в экономике и пр. Поэтому, вполне естественно, что современные теоретические разработки системы понятий и категорий ценных бумаг должны основываться и корреспондировать с более развитыми разработками, относящимися к области кредита.

Как известно, товарный мир делится на две группы: собственно товары (материальные блага, услуги) и деньги. В свою очередь, деньги могут быть просто деньгами и капиталом, т.е. деньгами, которые приносят новые деньги. Всегда имеется потребность в передаче денег от одного лица (юридического или физического) к другому. В условиях рынка его участники вступают между собой в многочисленные отношения, в том числе по поводу передачи денег и товаров. Такие отношения обычно фиксируются, оформляются в определенные документы. А в условиях обращения на рынке приобретают характер финансовых инструментов. Важно отметить, что многие существующие рынки (например, рынок произведенной продукции и услуг, труда, земли и природных услуг, накопленных в производстве инвестиционных ресурсов и пр.) имеют свои специфичные финансовые инструменты (соответственно коносаменты, товарные фьючерсы и опционы, закладные листы, акции и облигации, обеспеченные земель, акции, облигации, финансовые фьючерсы, государственные казначейские векселя, обязательства и пр.).

В этом смысле финансовые инструменты – это такая форма фиксации рыночных отношений между участниками рынка, которая сама является объектом этих отношений. При заключении сделок с ценными бумагами должен существовать обратный поток платежей в форме денег или товара. При этом ценная бумага – это не деньги и не материальный товар. Ее ценность состоит в тех правах, которые она дает своему владельцу. Последний обменивает свой товар или свои деньги на ценную бумагу только в том случае, если эта бумага удобнее, чем сами деньги или товар. Поскольку и деньги, и товар в современных условиях – это разные формы существования капитала, то экономическое определение ценной бумаги можно выразить следующим образом.

Это форма существования капитала, отличная от его товарной, производительной и денежной форм, которая может передаваться вместо него самого, обращаться на рынке как товар и приносить доход. Суть ее состоит в том, что у владельца капитала сам капитал отсутствует, но имеются все права на него, которые зафиксированы в форме ценной бумаги. Последняя позволяет отделить собственность на капитал от самого капитала и, соответственно, включить последний в рыночный процесс в таких формах, в каких это необходимо для производства.

Следует отметить, что в современных экономических исследованиях формирующихся рынков приводятся самые различные теоретические объяснения понятия «ценная бумага». Данный анализ имеет два основных подхода при рассмотрении содержания понятия, это экономический и юридический. Конечно, определение ценных бумаг должно соответствовать требованиям, во-первых, соответствующих исследований, во-вторых, практического применения в повседневной жизни. Суть экономического подхода заключается в том, что «ценные бумаги» - это форма существования капитала, выражаемая в соответствующих «правах», которые может использовать инвестор, а при юридическом подходе - «документ», дающий владельцу ценной бумаги соответствующие права. Поэтому два названных подхода по-своему корректны и имеют право на существование, а в итоге должны не противоречить, а органично дополнять друг друга.

В настоящей работе мы опираемся на экономическое определение «ценных бумаг», данных в работе Миркина Я.М., «ценные бумаги - это право на ресурсы, обособившиеся от своей основы и даже имеющие собственную материальную форму (например, в виде бумажного сертификата, записи по счетам и тому подобное)»¹.

При этом ценные бумаги обладают такими качествами, как свободное обращение на рынке, стандартность условий при эмиссии, соответствие установленным реквизитам, документальность, ликвидность, доходность, риск, регулируемость и допуск государством к рыночному обороту.

В формирующихся рынках стандартное содержание включает перечень законодательных актов, нормативных положений и правил, которые обеспечивают порядок обращения ценных бумаг, реализацию прав при проведении сделок с ними и других условий доступа, связанных с переменой владельцев ценной бумаги, а

¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.:Перспектива,1995. стр.66.

также видом, типом и серийностью ценной бумаги. Соответственно, не может быть признан ценной бумагой документ, за которым стоит разовое, с индивидуальными условиями имущественное отношение – документ, имеющий уникальные реквизиты и выражающий сугубо индивидуальную, неповторяющуюся сделку. В 1991-1995 гг. в республике среди не только населения широко бытовало мнение, что к ценным бумагам относятся такие продукты, как, например, лотерейные билеты и акцизные марки и пр.

Именно через качество стандартности ценная бумага приобретает характер документа и придает окончательный, «материальный» облик как товара. Только документ может зафиксировать стандартные условия обращения и использования, обеспечить многократный переход ценной бумаги из рук в руки как одного и того же товара, стать доказательством правомочности доступа инвестора к правам, предоставляемым ценной бумагой.

Как уже отмечалось выше, ценная бумага – это документ, который может существовать в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам. Следует отметить, что ценная бумага как документ должна содержать все предусмотренные законодательством обязательные реквизиты. Отсутствие хотя бы одного из них влечет недействительность ценной бумаги или переводит данный документ из разряда ценных бумаг в разряд иных обязательственных документов. С другой стороны, крайне важно в экономической практике строго соблюдать юридические рамки определения, данные в законодательстве, поскольку на этом строятся правовые отношения на рынке.

Ценная бумага как документ неразрывно связана с закрепленным в нем правом. Реализовать это право или передать его другому лицу можно только с использованием этого документа. Гражданским кодексом Кыргызской Республики ценной бумагой признается «документ или иной установленный законодательством способ фиксации прав, удостоверяющий с соблюдением формы и обязательных реквизитов имущественные права»¹.

Как известно, кыргызское законодательство относится к континентальной системе права и соответственно подходит к трактовке понятия ценных бумаг. В этой связи будет интересным рассмотреть общие подходы к данному вопросу в американском законодательстве, как известно относящегося к группе стран общего права. Следует отметить, что их формулировка идентична определению российского законодательства по ценным бумагам. Это

¹ Гражданский кодекс Кыргызской Республики, статья 37

в равной степени характерно и для определения ценных бумаг в других постсоветских странах.

В соответствии с американским Законом «О ценных бумагах» от 1933 года и Законом «Об обмене ценных бумаг» от 1934 года термин «ценная бумага» – «означает любую ноту, акцию, казначейскую акцию, бону, облигацию, сертификат о доле или участии в любом соглашении о распределении прибылей или в любом нефтяном, газовом или другом горнодобывающем соглашении об аренде, любой сертификат обеспеченного траста, подписку или предварительный сертификат, переводную акцию, инвестиционный контракт, сертификат о представлении права на голосование, депозитный сертификат, для ценной бумаги, любой опцион или привилегию в отношении любой ценной бумаги депозитного сертификата, или группа или разряд ценных бумаг (включая любой интерес в них или основанный на их стоимости), или любой опцион, обращающийся на национальных биржах, появившихся в результате контракта, выпущенного страховой компанией, каковые доля, участие или ценная бумага выпущены в связи с утвержденным планом, как это определено в подпараграфе (С) этого параграфа; и такие другие ценные бумаги (что может, помимо прочего, включать ценные бумаги в нерегистрируемой форме, рынок обращения которых в основном расположен внутри США), какие Комиссия может, согласно правилам и распоряжениям, которые она сочтёт соответствующими общественным интересам и защите инвесторов, либо безусловно, либо на определённых условиях, или на определённый период исключить из области действия любого одного или нескольких положений настоящего документа, какие по своим условиям не подпадают под определение «исключённой ценной бумаги» или «исключённых ценных бумаг»¹. В данном законодательстве также описаны иные виды ценных бумаг – например «муниципальные ценные бумаги», «ценная бумага, относящаяся к залого» и др.

Если рассмотреть подходы к определению в двух законодательствах, то следует отметить, что кыргызское законодательство основывается на том, что ценной бумагой является документальный способ фиксации прав. В конкретном описании видов ценных бумаг существуют только стандарты акций, облигаций. Действующее законодательство Кыргызской Республики по ценным бумагам во многом унифицировано с российским законодательством.

¹ Закон США «О ценных бумагах» от 1933 года, раздел 2 (1) и Закон США «Об обмене ценных бумаг» от 1934 г. раздел 3 (а) (10)

На наш взгляд, определение действующего кыргызского законодательства (как и российского) удобно для правового пользования, позволяет решать вопросы регулирования, включая перспективные, в условиях формирующихся отношений на финансовом рынке в целом (и фондовом рынке в частности) и отсутствия твердых традиций определенных финансовых инструментов, характерных для экономики. В этой связи правовая формулировка определяет (или обозначает) только специфичность гражданских взаимоотношений в сфере такого вида имущества, как ценные бумаги и поэтому имеет, на наш взгляд, незаконченный, неконкретный характер. Возможно в последующем с развитием фондового рынка, повышением его роли и влияния в экономике, а также с усложнением производственных отношений, возникшим в данном секторе, потребуются определенные изменения в законодательстве, которые отвечали бы требованиям практической жизни.

Такие подходы несколько отличаются от подходов американского законодательства, где ценными бумагами признаются достаточно конкретный перечень документов, которые могут так именоваться, к ценным бумагам отнесены также права на природные ресурсы, инвестиционные контракты, опционы и т.д. Такой подход более четко указывает на усложненность законодательства, которая отражает развитость категории фиктивного капитала и ценных бумаг, а также того сектора экономики, на котором они оперируют.

Классификация видов ценных бумаг, а также их характеристики имеют определенные различия между законодательствами формирующихся рынков постсоветских стран и США.

Так, М.М. Агарков подразделяет (а) ценные бумаги на предъявителя («сам держатель такой бумаги легитимирован в качестве субъекта выраженного в ней права»), (б) ордерные ценные бумаги («их держатель легитимирован в качестве субъекта выраженных в них прав, если на нем останавливается непрерывный ряд передаточных надписей») и (в) именные ценные бумаги («легитимируют их держателя в качестве субъекта выраженных в них прав, если он назван в качестве такового как в тексте бумаги, так и в соответствующей книге обязанного лица»). Ценные бумаги по признаку выраженного в них права делят на обязательно-правовые, вещно-правовые и корпоративные. Также можно различать ценные бумаги по признаку обязанного по ним лица (например, государственные или корпоративные)¹.

¹ Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. – М.: Бек, 1994, стр. 204-212, 255, 290, 304.

Праву США известны ценные бумаги, подлежащие обложению («assessable security»). Под ними понимают «бумаги, на которые распространяется требование об уплате денежной суммы по обязательствам эмитирующей их компании». Американское право делит ценные бумаги на документарные («certificated security») и недokumentарные («uncertified security»). По определению, данному в юридическом словаре Black's, первые характеризуются как «доля, участие или иной интерес в собственности предприятия эмитента либо обязательство самого эмитента, которые (1) представлены ценной бумагой на предъявителя, (2) таким видом ценных бумаг, который обычно обращается на фондовых биржах или на фондовом рынке». Под недokumentарными ценными бумагами понимают «участие, долю в собственности предприятия эмитента или обязательство эмитента, (1) которые не представлены конкретным документом («not represented by an instrument»), (2) передача которых регистрируется в книгах эмитента и (3) которые обычно обращаются на фондовых биржах или на рынке ценных бумаг». Если ценные бумаги представляют собой «собственность, которая отдана в залог для обеспечения кредита или сделки по продаже имущества», то они относятся к обеспечительным бумагам («collateral security»)¹.

Также выделяют группу «equity securities», которые по Правилу Комиссии За11-1 к Закону 1934 года представляют собой «любую акцию или схожую ценную бумагу, либо ценную бумагу, конвертируемую в определенный тип ценных бумаг, либо несущую в себе любую гарантию прав на подписку на такие ценные бумаги или их покупку, включая любую такую гарантию или право, либо другие ценные бумаги, признанные Комиссией таковыми». В соответствии с Разделом 101 Кодекса США о банкротствах примерами данной группы ценных бумаг «служат (А) подтвержденная ценной бумагой доля в имуществе корпорации, (Б) интерес командитиста в партнерстве с ограниченной ответственностью и (В) гарантия или право, за исключением права на конвертацию, покупку, подписку на акции, ценные бумаги или на долю (пай)», определенные в частях (А) и (Б).

По признаку отсутствия необходимости регистрации эмиссии ценных бумаг Комиссией в соответствии с Разделом 3 Закона 1933 года и Разделом 3 (12) (А) Закона 1934 года выделяются «исключенные ценные бумаги» («exempted security»). Примером таких бумаг служат, например, муниципальные ценные бумаги. В

¹ Black's Law Dictionary by Henry Campbell Black, St. Paul Minn., West publishing Co., 1990, 6th edition, c. 1355-1356.

отдельную группу выделяют государственные ценные бумаги («government security»), которые «эмитируются Соединенными Штатами или по которым США гарантирует получение процента прибыли... также как и ценные бумаги, выпущенные подконтрольным Правительству Соединенных Штатов лицом» (Раздел 2 Закона «Об инвестиционных компаниях»).

Отдельную группу ценных бумаг составляют гибридные (смешанные) бумаги («hybrid security»), совмещающие в себе черты долговых ценных бумаг (например, облигаций) и «equity»¹. Также ценные бумаги по признаку возможности листинга на фондовых биржах, делятся на листинговые («listed security») и не подлежащие листингу («unlisted security»). По принадлежности долгового обязательства ценные бумаги подразделяют на персональные («personal security») и публичные («public security»)².

Американскому праву также известны краткосрочные и долгосрочные ценные бумаги («short-&long-term securities»). Если ценная бумага дает право голоса на собраниях акционеров, «избирающих директорат компании», то она называется голосующей («voting security»). (Раздел 15 Закона США «Об инвестиционных компаниях»).

В настоящий момент существует теоретический спор по поводу относить ли финансовые инструменты срочного рынка к ценным бумагам. Такие финансовые инструменты (или финансовые продукты)³ называются производными ценными бумагами. В данной работе мы придерживаемся мнения, что это ценные бумаги. Определение ценных бумаг в рамках действующего законодательства не противоречит выходным показателям подобных фондовых инструментов. Это еще раз подтверждает вышесказанный тезис, что современное определение ценных бумаг дает общее представление о ценных бумагах и позволяет широко и «гибко» толковать законодательство.

Эмиссионные ценные бумаги относятся к индустрии фондового рынка и, на наш взгляд, являются результатом специфических потребностей, характерных для индустриальных стран с определенным уровнем рыночных отношений и глубиной экономической структуры. Такие инструменты выпускаются с целью массового привлечения инвестиций с финансового рынка в реальный сектор и должны одновременно отвечать таким признакам, как (1) закре-

¹ Там же, с.1356.

² Merrill vs. National Bank (173 U.s. 131,19S. Ct., 360, 43L. Ed. 640).

³ Определение такого термина см. А.Б.Фельдман. Производные финансовые и товарные инструменты. М.: Финансы и статистика.2003. стр.7.

пление совокупности имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленной формы и порядка, (2) размещение выпусками и (3) равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги. Подобные виды ценных бумаг размещаются среди заранее неопределенного круга лиц и поэтому должны отвечать повышенным требованиям раскрытия информации.

Следует отметить, что эффективность различных видов ценных бумаг определяется в зависимости от степени складывающейся на рынке доходности по ним и рыночной цены. В период до 2001 года в Кыргызской Республике наблюдалась устойчивая картина, когда более эффективными выглядели государственные долговые ценные бумаги, доходность по которым выше, чем по корпоративным бумагам. Начиная с 2002 года ситуация начинает меняться и доходность по государственным ценным бумагам снижается. Однако следует отметить, что такая тенденция не имеет устойчивого характера, и через определенное время ситуация может измениться. Данные инструменты являются краткосрочными. Соответственно свободные инвестиционные ресурсы выгоднее вкладывать в краткосрочном периоде. Сравнительный обзор и анализ эффективности дохода различных финансовых инструментов будет произведен ниже.

Различным видам ресурсов, относящихся к капиталам, соответствуют определенные виды ценных бумаг. Так например, по вопросам отношений земли характерны ипотечные ценные бумаги; недвижимости – акции, ипотека, жилищные сертификаты; товарной продукции – коносамент, обращающиеся складские свидетельства, обращающийся товарный фьючерсный контракт, товарный опцион; денег – облигация, нота, вексель, депозитный сертификат, чек, банковский кредит и т.д.. К.Маркс определял: «Ценные бумаги ... мы можем ... разделить на две части: торговые бумаги, то есть текущие векселя... и публичные ценные бумаги, как, например, государственные облигации, казначейские свидетельства, всякого рода акции, - короче, бумаги, приносящие проценты и существенно отличающиеся от векселей. Сюда могут быть причислены также ипотеки»¹.

Для категории ценных бумаг характерно наличие следующих качественных параметров: доступность для гражданских отношений, стандартность, регулирование государством, ликвидность и рискованность инвестирования. Ценная бумага как объект имущественных взаимоотношений должна подлежать актам купли-продажи,

¹ К.Маркс. Капитал. - М.: ИПЛ. - 1978.-Т.3. стр.509-510.

выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других видов товаров и имущества, а также быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок (заем, дарение, хранение, комиссии, поручения и т.п.).

Эмиссионные ценные бумаги должны быть зарегистрированы в установленном порядке государственным учреждением, которое в определенной степени реализует гарантии против мошенничества, прав, заключенных в ценной бумаге, а также выполнение государственных функций учета и надзора за данным сектором экономики. Данное требование важно для поддержания благоприятного экономического климата в стране и общественного доверия к индустрии ценных бумаг.

Как было отмечено выше, способность ценной бумаги быть ментально превращенной в наличные денежные средства в соответствии с установившейся рыночной ценой или быть инструментом переуступки прав владения ценной бумагой называется ликвидностью. При наличии высокой ликвидности ценные бумаги могут приравниваться к платежным средствам. Но при этом также существует и риск возможности потерь инвестиций в ценные бумаги, связанных с плохой рыночной конъюнктурой текущей цены, невозможностью выполнения взятых обязательств эмитентом и другими причинами. Рынок капиталов как вторичный, производный от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствителен к вероятным воздействиям неблагоприятных факторов.

Основными путями получения дохода от инвестиций, вложенных в ценные бумаги, являются: дивиденды для акций, проценты для облигаций, рост капитала, арбитраж на разнице в курсах (биржевая спекуляция).

Побудительным мотивом к покупке акций как ценных бумаг, приносящих прибыль, служит получаемый с них доход. Когда акции покупает индивидуальный собственник, он вкладывает в них деньги, сравнив их по уровню дохода с другими объектами приложения капитала: облигациями, для которых установлен фиксированный доход, и банковскими вкладами. Уровень дохода на акции, естественно, исчисляется посредством деления дивиденда на стоимость акции. Поскольку дивиденд на акции не фиксирован, их приобретение связано с риском. Поэтому обычно доход от акций превышает поступления от облигаций на величину риска¹. При расчете ставки дивиденда берется рыночная стоимость бумаги (в денежном выражении) и соотносится с величиной полученных ди-

¹ Окумура Х. Корпоративный капитализм в Японии. - М.: Мысль, 1986, стр.90.

видендов (также в денежном выражении). Полученное соотношение, выраженное в процентах, и представляет собой ставку дивиденда. Сравнивая ставки дивидендов по различным ценным бумагам, можно установить группу наиболее доходных из них.

Дивиденды бывают следующих видов: дивиденды, выплачиваемые наличными - наиболее распространенный вид распределения доходов; имущественные дивиденды – распределение доходов в имущественной форме; дивиденды в форме акций - пропорциональное распределение дополнительных акций; дробление акций - каждая из находящихся в обращении акций разбивается на большее число акций; ликвидационные дивиденды - распределение основного капитала между акционерами при прекращении деятельности корпорации; выкуп акций - осуществление корпорацией права на выкуп своих собственных акций, возможен только в случае, если это предусмотрено в Уставе.

Второй вид дохода от инвестиций в ценные бумаги – рост капитала компании. В процессе деятельности компания часть своей прибыли расходует на расширение производства – реинвестирование прибыли. За счет этих средств приобретается оборудование, строятся дополнительные помещения, осваиваются новые виды производства. Активы компании увеличиваются. Таким образом, факт роста капитала становится очевидным и, соответственно, увеличивается рыночная стоимость бумаги, что в свою очередь приводит к биржевой спекуляции.

Доход от вложений в ценные бумаги практически всегда прямо пропорционален риску, на который идет инвестор ради получения желаемого дохода. Степень риска включает в себя возможность потерять весь или часть вложенного капитала или получить более низкий доход по сравнению с другими бумагами. На фондовом рынке существует закономерность: чем выше риск бумаги, тем выше должна быть ее доходность и, соответственно, ниже ее цена. Финансовый риск - риск снижения доходности прямых финансовых потерь или упущенной выгоды, возникающий в финансовых операциях в связи с высокой степенью неопределенности их результатов, с влиянием на них множества случайных факторов, возможной неэффективностью производства, распределительных систем и/или финансового менеджмента. Чем выше риск, тем выше степень вероятности наступления потерь¹.

¹ Более подробно систематизация видов рисков возникающих на рынке представлена в работах Миркина Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995, стр.27-35.

Риск по ценным бумагам можно подразделить на две категории: специфический и рыночный. Специфический риск – это риск неплатежеспособности эмитента, который является конкретным риском для каждого отдельного предприятия и не зависит от общего состояния экономической конъюнктуры. Второй вид риска – это рыночный риск, который обуславливается общим состоянием экономики и отражается на динамике доходности всех бумаг, хотя и в разной степени. Данный риск по-разному влияет на акции и облигации. Его воздействие на акции заключается главным образом в том, что он предполагает изменение уровня доходов предприятия с общим подъемом или спадом в экономике. Рыночный риск представляет собой отношение разности оценок курса ценных бумаг по оптимистическому и пессимистическому прогнозам к оценке курса по оптимистическому прогнозу.

Главный канал воздействия рыночного риска на облигации лежит в области общего уровня процентных ставок. Изменение хозяйственной конъюнктуры в стране приводит к росту или падению процентных ставок, что соответственно вызывает падение или увеличение цены облигаций, а также влияет на возможности реинвестирования доходов.

1.2.2. Развитие организации торговли финансовыми инструментами на формирующихся рынках

С точки зрения развития технической инфраструктуры существуют также различия. Формы организации торговли имеют свои особенности и диктуются исторической и территориальной целесообразностью. Если для России и Украины характерно наличие множества различного рода торговых площадок, как биржевых, так и внебиржевых, многие из которых неэффективны и существуют по форме, а реальными и авторитетными в этих странах являются всего одна или две. Такое положение сложилось в период зарождения рынка, когда государственными регуляторами всячески поощрялось и стимулировалось развитие множества форм профессиональных видов деятельности в стране, при этом качество предоставляемых ими услуг населению и инвесторам стояло на втором месте. С переходом на следующую ступень развития фондового рынка, когда усложнились методы надзора и приоритетом стали такие параметры, как качество предоставляемых услуг населению, безопасность проводимых сделок, прозрачность финансового состояния лицензированного участника рынка и пр., то статистическое количество таких площадок стало не главным. Поэтому, на наш взгляд, в результате

конкурентной борьбы между ними, экономической целесообразности, а также усиления методов надзора за рынком со стороны государственного регулятора со временем должно привести к тому, что количество торговых площадок должно будет сокращаться.

Для таких стран как Казахстан, Кыргызстан, Армения, Азербайджан и др. характерно ограниченное количество бирж, которые по существу и являются главными торговыми площадками страны. В настоящий момент количественный параметр торговых площадок не является показателем развития фондового рынка, а с другой стороны множественность бирж отрицательно влияет на доверие со стороны потенциальных инвесторов, которые исходят из того, что «если много, то не серьезно». Конечно, это результат административной работы и где-то искусственное ограничение.

Но, исходя из приоритета формирования рынка организованной торговли в малых странах, легче установить требования возможности деятельности только единиц фондовых площадок.

Основной организационно-правовой формой существования фондовых бирж в странах СНГ и Балтии является акционерное общество. Создание бирж в виде акционерных компаний соответствует мировым тенденциям. Стоит отметить и другую важную черту созданных в постсоветских странах фондовых бирж. Все они создавались на новом технологическом уровне, включающем полную автоматизацию торгов и расчетов. Они являются электронными биржами, обладающими удаленными терминалами. В последние годы ускоренное развитие получил интернет-трейдинг - использование всемирной компьютерной сети для совершения операций с ценными бумагами.

Концентрация рынка акций в столичных регионах бывших республик СССР определяется не только наличием в них больших объемов капитала и фондовых бирж, но и общим развитием инфраструктуры фондового рынка. Являясь центрами как политической, так и экономической жизни, столицы концентрировали значительную часть промышленного потенциала, денежных средств и населения республик. Это значение еще более усилилось после распада Советского Союза.

Для проведения сравнительного анализа деятельности фондовых бирж, работающих в различных постсоветских странах, был использован статистический материал, подготовленный Федерацией Евро-азиатских фондовых бирж (FEAS). Членами федерации являются многие фондовые биржи постсоветских стран, а также отдельных стран Восточной Европы, Ближнего Востока, Южной Азии, Северной Африки.

Таблица 1.2.1

**Показатели деятельности
фондовых бирж постсоветских стран¹**

Показатели	Кыргызская фондовая биржа		Казахская фондовая биржа		Молдавская фондовая биржа		Армянская фондовая биржа		Республиканская фондовая биржа «Тошкент»	
	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002	1999	2002
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>10</i>	<i>11</i>
Количество листинговых компаний	63	74	66	49	963	997	0	161	1150	574
Рыночная капитализация (US\$*)	3,94	23,156	2264,4	1341	385,46	391,8	0	10,2	262,56	31,22
Объем торгов акций (US\$*)	7,52	21,708	21	398,73	35,62	19,43	0	1,3821	28,8	20,47
Количество акций *	9,52	42,621	14,2	122,23	67,12	53,84	0	2,4923	6,65	15,75
Среднедневной объем торгов акций (US\$*)	0,03	0,0855	0,1	1,5698	0,14	0,077	0	0,0067	0,14	0,076
Среднедневное количество акций*	0,04	0,1678	0,1	0,4812	0,27	0,215	0	0,0121	0,03	0,058
Объем торгов облигаций (US\$*)	н.п.	2,0123	н.п.	19043	0	0	0	0	н.п.	1,495

¹ данная таблица подготовлена с использованием информации, предложенной в статистическом сборнике федерации Евроазиатских фондовых бирж: <http://www.feas.org/member.cfm>

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Количество облигаций*	н.п.	0,0681	н.п.	9143,3	0	0	0	0	н.п.	0,031
Среднедневной объем торгов облигаций (US\$*)	н.п.	0,0079	н.п.	74,974	0	0	0	0	н.п.	0,006
Среднедневное количество облигаций*	н.п.	0,0003	н.п.	35,997	0	0	0	0	н.п.	0,006
Объем торгов других инструментов (US\$*)	н.п.	0	н.п.	3,814.5	0	1,104	0	0	н.п.	0
Количество ценных бумаг других инструментов*	н.п.	0	н.п.	0	0	1,931	0	0	н.п.	0
Среднедневной объем торгов других инструментов (US\$*)	н.п.	0	н.п.	15,018	0	0,004	0	0	н.п.	0
Среднедневное количество других инструментов*	н.п.	0	н.п.	0	0	0,008	0	0	н.п.	0
Коэффициент среднемесячного оборота (доли, пункты)	0,16	0,0781	0	0,0248	0,01	0,004	0	0,0113	0,03	0,055
Индекс	81,5	57,626	н.п.	140,17	0	0	0	0	н.п.	200,3
Обменный курс/US\$	45,4	46,095	138,2	155,6	11,6	13,91	523,77	584,89	140	970

* - в млн.единиц

** - Коэффициент среднемесячного оборота (доли, пункты) – рассчитывается по установленной методике FEAS.

н.п.– не применяется

Анализ проведен на основании показателей итогов деятельности фондовых бирж следующих постсоветских стран: Кыргызская Республика, Республика Казахстан, Молдова, Армения, Узбекистан. Автор намеренно рассматривает два основных периода, 1999 год и 2002 год, поскольку в это время рельефно демонстрируются изменения в показателях. Таблица 1.2.1. показывает, что в это время произошло резкое изменение объема торгов финансовыми инструментами. При этом также важно отметить снижение количества компаний, находящихся в листинге фондовых бирж, что, на наш взгляд, является свидетельством повышения качества раскрытия информации с одной стороны и с другой, ужесточением требований к участникам рынка со стороны рыночных регуляторов (каким является фондовая биржа).

Наибольший общий объем торгов приходится на Казахскую фондовую биржу и это связано, прежде всего, с активной торговлей не только акциями и облигациями, но и другими финансовыми инструментами, например государственными долговыми ценными бумагами. Объем торговли такими инструментами составили в 2002 году около 3,8 млрд. долларов США¹.

Рынки акций² в целом одинаково развиты в рассматриваемых странах и собственно демонстрируют реальные объемы экономики данных стран, а точнее размеры и количество эмитентов, акции которых обращаются на биржах. Как известно, торговля акциями в данных странах носит характер концентрации у стратеги-

¹ Federation of Euro-Asian Stock Exchanges – yearbook, p.48

² Различия в уровнях развития рынков акций связаны, в первую очередь, с темпами приватизации в странах бывшего СССР. Наиболее последовательную и решительную политику в этом отношении проводили страны Балтии, причем методы приватизации в них заметно отличались друг от друга. Если в Литве основным методом стала бесплатная, ваучерная приватизация, основанная на равных правах всего населения без существенных льгот трудовым коллективам и руководству предприятий (что имело место в России), то в Эстонии и Латвии преобладала продажа внешним инвесторам, причем значительную роль также играла реституция (возврат собственности бывшим владельцам, у которых эту собственность отобрали в годы советской власти).

В государствах СНГ процесс приватизации крупных предприятий начался позже, в некоторых лишь в конце 90-х годов (Украина), в Азербайджане с 1997 г., в других и не начинался (Беларусь). В тех странах, где бывшие государственные предприятия были преобразованы в акционерные общества, значительные пакеты остались в собственности государства, либо, как в Узбекистане, принадлежат разным министерствам, контролируемым ими ассоциациям или подконтрольным государству банкам в крупных пакетах. На свободный рынок такие акции не поступают. Как и в России, значительная часть акций оказалась сосредоточена в руках олигархических групп, тесно связанных с государственным аппаратом (чиновниками).

ческого инвестора. Только Армения стала отражать показатели торговли с 2001 года, и, видимо, до этого периода биржа еще не существовала.

Если количество листинговых компаний невелико в Казахстане и Кыргызстане, то в Молдове, Армении и Узбекистане существенно больше и превышает сотню и более. Что в целом не является отражением активности биржевой торговли, а больше, на наш взгляд, является свидетельством либеральных или невысоких требований к компаниям, желающим находиться в листинге. С другой стороны, это свидетельство недостаточного уровня доверия инвесторов к рынку корпоративных ценных бумаг, поскольку нет больших требований к раскрытию информации.

Как видно из диаграммы 1.2.2. структуры торгов акциями на фондовых биржах 5 стран. На Кыргызской фондовой бирже показатели объемов торгов занимают второе место, уступая Казахстанской фондовой бирже.

Таблица также показывает и рост таких показателей, как объем торгов акций, средневзвешенный объем торгов и количество акций в обороте. Все это является свидетельством быстрого роста биржевых операций и собственно развития фондового рынка.

Рынок корпоративных облигаций также показывает тенденции роста в Казахстане и Кыргызстане. В целом активный рост операций с корпоративными долговыми инструментами происходит только в Казахстане, что является косвенным показателем благоприятного инвестиционного климата, но больше удачной финансовой конъюнктуры и выработки рыночных механизмов предложения свободных инвестиционных денежных ресурсов, а также спроса со стороны рынка на подобные финансовые инструменты.

На рост объема данного показателя влияет также то, что помимо торгов корпоративными облигациями на Казахской фондовой бирже осуществляется торговля с муниципальными облигациями и государственными ценными бумагами. На наш взгляд, это наглядный пример удачных административных решений сконцентрировавших все виды торгов с финансовыми инструментами на одной торговой площадке, хотя, с другой стороны, является демонстрацией уровня вмешательства государства в развитие рынка.

Более вялое развитие наблюдается в Кыргызстане и Узбекистане. Как видно из диаграммы 1.2.3. в Молдове и Армении в рассматриваемый период вообще не наблюдалось наличие торгов корпоративными долговыми инструментами на рынке.

Диаграмма 1.2.1.

Структура объема торгов на фондовых биржах (млн. долл США)

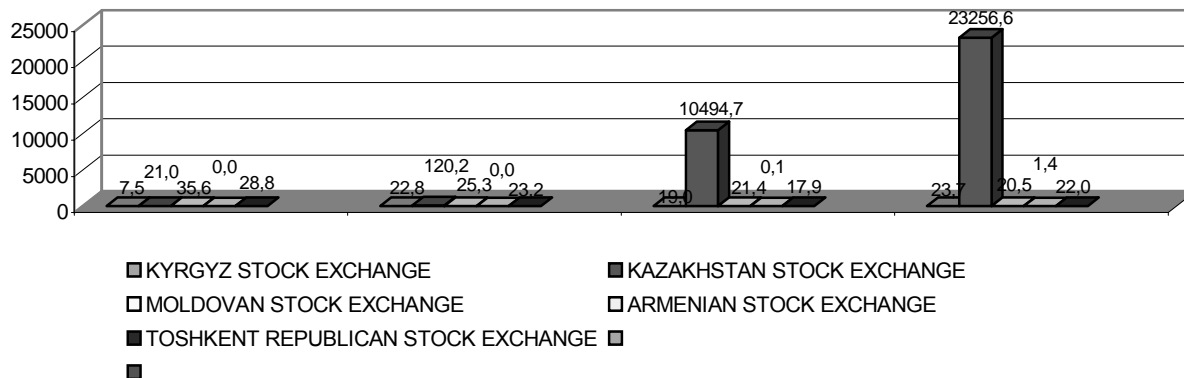
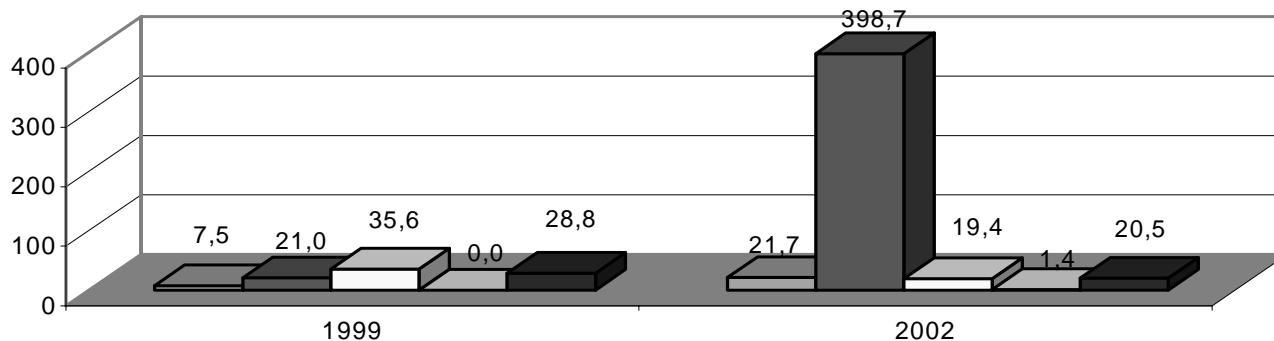


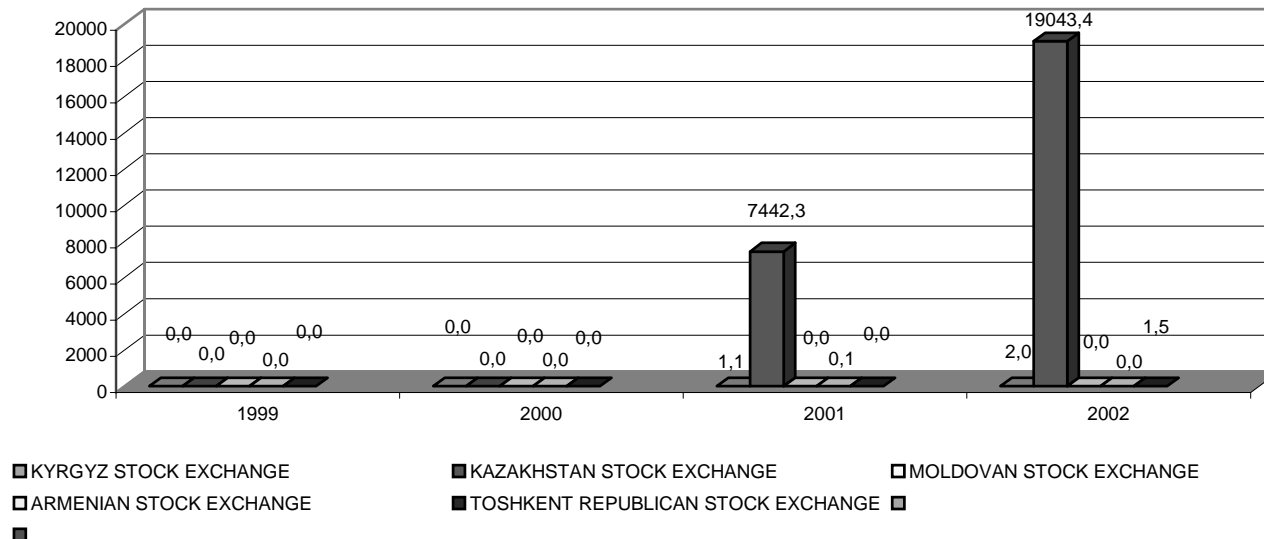
Диаграмма 1.2.2.



- KYRGYZ STOCK EXCHANGE
- KAZAKHSTAN STOCK EXCHANGE
- MOLDOVAN STOCK EXCHANGE
- ARMENIAN STOCK EXCHANGE
- TOSHKENT REPUBLICAN STOCK EXCHANGE

Диаграмма 1.2.3.

Объем торгов по облигациям на фондовых биржах (млн. долл. США)



В случае с Кыргызстаном, такое положение является следствием жесткой монетарной политики со стороны государства, когда на рынке мало наличных денег и, соответственно, низкий объем спроса на корпоративные облигации, а, следовательно, и низкий уровень предложения. Автором будет рассмотрен подробнее данный момент ниже.

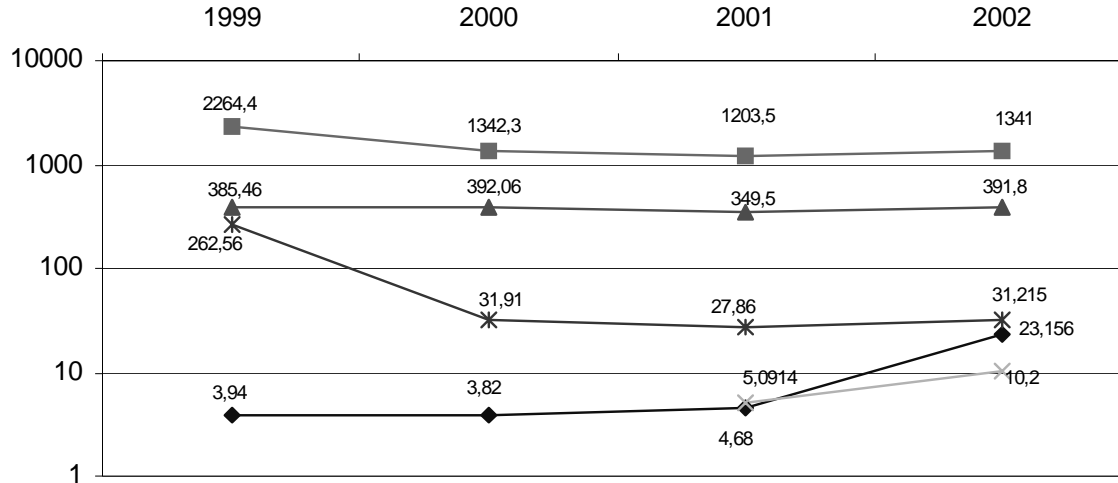
Тенденции капитализации фондового рынка являются также отражением особенностей развития фондового рынка постсоветских стран. Следует отметить наличие различных тенденций развития, характерные для разных стран. Так если на Казахской фондовой бирже и Тошкентской республиканской фондовой бирже (Узбекистан) в период с 1999 года по 2002 год наблюдалось снижение показателей рыночной капитализации, соответственно с 2,2 млрд. долларов США до 1,3 млрд. (Казахстан) и 262,5 млн. до 31,2 млн. долларов США (Узбекистан). То в других рассматриваемых странах показатели капитализации росли. Так, в Кыргызстане с 3,9 млн. долларов США до 23,2 млн., в Молдове с 385,5 млн. долларов до 392 млн., Армении с 0 до 10,2 млн. долларов США.

На наш взгляд, различные показатели развития тенденции капитализации характеризуют также возможное неправильное или неординарное применение методов расчета.

Существуют особенности и различия в формах проведения сделок (централизованные и децентрализованные). Если в одних странах (например, Россия, Украина) существуют и развиваются биржевые и внебиржевые рынки, то в других (Кыргызстан, Белоруссия, Узбекистан) развиваются только биржевые рынки. В Кыргызстане установлено, что рыночные сделки с ценными бумагами осуществляются только через организаторов торгов. Такой характер развития организованного фондового рынка, диктуется сравнительно небольшим его объемом, целесообразностью стимулирования развития профессиональной деятельности и соответственно необходимостью прозрачности формирования рыночной цены тех или иных видов ценных бумаг. Со временем, когда объемы рынка расширятся и определяются естественные рамки целесообразности предоставления безрисковых услуг на рынке, то могут развиваться и внебиржевые сделки. Это характерно и для отдельных стран Восточной Европы.

Диаграмма 1.2.4.

Капитализация фондовых бирж (млн. долл США)



- ◆ Кыргызская фондовая биржа
- Казахская фондовая биржа
- ▲ Молдавская фондовая биржа
- × Армянская фондовая биржа
- * Тошкентская республиканская фондовая биржа

Таким образом, главными особенностями формирования торговых систем в постсоветских странах являются относительно малые размеры, низкая капитализация и ликвидность. Как уже было отмечено выше, это результат нестабильной экономики, его малых масштабов. Все это, в результате, влечет их низкую жизнеспособность. Поэтому количество площадок будет сокращаться, а выживать будут наиболее технически развитые и отвечающие современным требованиям, предъявляемые к инфраструктуре фондового рынка. Низкое предложение капитала и недостаток финансовых ресурсов внутри страны также может подталкивать торговые площадки и рыночные институты к интеграции в международные или региональные структуры.

1.2.3. Организация учетных систем обслуживания фондового рынка

В большинстве постсоветских стран они являются двухуровневыми: верхний уровень представлен центральным депозитарием ценных бумаг, а нижний - депозитариями второго уровня. Преимуществами такой системы является наличие одного или максимум двух депозитариев, осуществляющих хранение и учет всех ценных бумаг, обращающихся на рынке. Это позволяет упростить, ускорить расчеты по операциям.

В Казахстане учетная инфраструктура фондового рынка представлена четырьмя институтами: регистраторы, кастодианы, брокеры – дилеры и Центральный депозитарий. Возможность регистрации сделок в соответствии с принципом «поставка против платежа» объясняется наличием единой расчетной организации на рынке ценных бумаг. Перевод денег осуществляется в межбанковской системе переводов денег по корреспондентским счетам банков второго уровня и Центрального депозитария, открытых в Национальном Банке Республики Казахстан. Центральный депозитарий является расчетным депозитарием Казахстанской фондовой биржи, а также является уполномоченным депозитарием и платежным агентом Министерства финансов Республики Казахстан, Национального Банка Республики Казахстан и местных исполнительных органов управления по ценным бумагам.

Кастодиальную деятельность могут осуществлять банки второго уровня, выполняющие соответствующие требования и нормы Национального Банка Республики Казахстан, а также Национальный Банк Республики Казахстан (для определенных категорий клиентов). Появление кастодианов связано с практической

реализацией пенсионной реформы, предусматривающей создание накопительной пенсионной системы.

В Республике Казахстан существует два вида брокеров – дилеров: брокеры – дилеры 1 категории с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя и брокеры – дилеры без права ведения счетов клиентов. Из всех брокерских – дилерских компаний 80% составляют брокеры – дилеры 1 категории.

Учетная система Российской Федерации¹ состоит из регистраторов и депозитариев. С каждым годом число регистраторов уменьшается, так как государственный регулятор проводит политику «укрупнения регистраторов». В России депозитариев больше чем регистраторов. Существует два типа депозитариев: расчетные и кастодиальные.

Расчетный депозитарий не может быть банком (хотя может быть небанковской кредитной организацией) и не может совмещать свою деятельность с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, за исключением клиринговой. Кастодиальные депозитарии могут быть депозитариями банков, и они могут совмещать свою деятельность с другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: брокерской, дилерской, деятельностью по доверительному управлению и клиринговой.

Развитие кастодиальных депозитариев основано на нормативных актах Центрального Банка РФ, которые регламентируют порядок ведения депозитарного учета кредитных организаций, каждый банк должен вести инвентарный учет принадлежащих ему пакета ценных бумаг.

В России крупнейшим депозитарием является Национальный депозитарный центр, который обслуживает несколько торговых площадок и является головным депозитарием Министерства финансов РФ и Центрального Банка РФ, а также является головным депозитарием по обслуживанию большинства выпусков корпоративных, субфедеральных и муниципальных облигаций. С 2002 года Национальный депозитарный центр приступил к обслуживанию международных ценных бумаг – еврооблигаций Российской Федерации.

Хотя в России в соответствии с Указом Президента РФ от 1997 года и постановлением Правительства РФ от 1998 года создан Центральный депозитарий – Центральный фонд хранения ин-

¹ Краткий обзор учетной системы фондового рынка Российской Федерации подготовлен на основании презентаций и информации - Черкасского Б.В.

формации, однако реальную деятельность осуществлять так и не начал.

Система учета прав собственности на ценные бумаги в Грузии представлена тремя видами институтов: регистраторами, брокерами и Центральным депозитарием. Все они обладают в равной мере функциями регистрации и подтверждения прав на ценные бумаги, а также дополнительными функциями, присущими только для каждого из их видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Инфраструктура рынка ценных бумаг Грузии включает Грузинскую фондовую биржу (ГФБ), Центральный депозитарий (ЦД), 8 регистраторов, около 30 брокерских компаний. Основные функции ЦД – это осуществление клиринга и расчетов по ценным бумагам, их хранение и др. Учредителем ЦД является ГФБ. Продажа и покупка через ГФБ осуществляется со 100% предварительным депонированием ценных бумаг в ЦД.

Каждая брокерская компания, имеющая право торговли на ГФБ и являющаяся членом ЦД, обязана открыть счет в каждом из четырех расчетных банков. Более того, один счет открывается для собственных денежных средств, а другой для денежных средств своих членов и их клиентов. Центральный депозитарий избегает межбанковских перечислений, чтобы не повышалась стоимость сделки.

Учетные системы Азербайджана, Узбекистана, Республики Беларусь¹ идентичны, имеют два уровня. Первый - это Государственный центральный депозитарий, непосредственно занимающийся депозитарной деятельностью и осуществляющий контроль за их деятельностью и второй уровень представлен депозитариями и регистраторами – корреспондентами, осуществляющими учет прав владельцев на ценные бумаги. Депозитарии второго уровня установили корреспондентские отношения и осуществляют все междепозитарные переводы ценных бумаг через свои корреспондентские счета в Государственном центральном депозитарии.

Учетная система фондового рынка Кыргызской Республики представлена следующими институтами: регистраторы, брокеры и депозитарии. Такая система рынка ценных бумаг подразделяется на 2 не связанные между собой учетные системы: корпоративных ценных бумаг и государственных ценных бумаг.

¹ Обзор депозитарной системы Республики Беларусь основан на презентации Тимошенко В.А.

Учетная система корпоративных ценных бумаг представлена регистраторами, брокерами и 2 депозитариями. В качестве организаторов торговли на рынке ценных бумаг осуществляют свою деятельность ЗАО «Кыргызская фондовая биржа», депозитарием которого является ЗАО «Центральный депозитарий» и АОЗТ «Биржевая торговая система», имеющая 2 лицензии на право ведения депозитарной деятельности и на право ведения деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Депозитарии осуществляют функции осуществления деятельности в качестве номинального держателя; расчетного депозитария организатора торговли на рынке ценных бумаг; обеспечения клиринга по ценным бумагам; исполнения поручений по переводу и получению ценных бумаг и денежных средств депонентов (клиентов) «поставка ценных бумаг против платежа».

Регистраторы выполняют функции ведения: лицевых счетов зарегистрированных лиц, учета ценных бумаг на эмиссионном и лицевом счетах эмитента, регистрационного журнала ценных бумаг отдельно каждого эмитента, журнала учета выданных, погашенных и утраченных сертификатов каждого эмитента (при документарной форме выпуска ценных бумаг). Также осуществляет хранение и учет документов, являющихся основанием для внесения записей в реестр, учет запросов, полученных от зарегистрированных лиц, и ответов по ним, включая отказы от внесения записей в реестр и учет начисленных доходов по ценным бумагам. Наряду с регистраторами и депозитариями, брокеры также являются составной частью учетной системы корпоративных ценных бумаг, которые имеют право ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя.

Более подробно развитие учетной системы в Кыргызской Республике будет рассмотрено нами ниже.

Таким образом, в постсоветских странах торговые и учетные системы имеют различия. В больших странах преобладает их множественность, что отчасти является проявлением либеральных моделей развития экономики. Либерализм в ущерб качеству рынка и защиты интересов инвесторов является не до конца оправданным. Более централизованная структура организации торговли и системы учета ценных бумаг сформировалась преимущественно в небольших странах, что тоже можно объяснить прагматичным подходом со стороны регулятора при формировании конструкции фондового рынка.

Менталитет мусульманских центрально-азиатских стран не оказал существенного влияния на формирование рынка ценных

бумаг. Законодательство постсоветских стран по большей части схоже и, можно сказать, унифицировано. Схожими являются и такие объективные условия формирования фондового рынка, как модели приватизации, структуры собственности и хозяйственный уклад. Все это, в конечном счете, является достаточным основанием для формирования единого фондового рынка на экономическом пространстве бывшего СССР.

В заключении следовало бы отметить, что процесс формирования фондового рынка в переходной экономике, включая Кыргызскую Республику, носит разносторонний характер. Формирующиеся рынки постоянно находятся в состоянии высокой волатильности¹, нуждаются в развитии каждого своего компонента, в инвестициях в инфраструктуру рынков, в заполнении пустоты (рынки ранее отсутствовали) технологиями, финансовыми продуктами, квалифицированным персоналом, институтами рынка. Качественные характеристики этих рынков на начальных этапах значительно хуже, чем на рынках индустриальных стран. Каждый из формирующихся рынков должен еще пройти долгий путь к тому, чтобы стать более прозрачным и эффективным, чтобы механизм ценообразования в большей мере отвечал критериям честности и справедливости.

1.3. Специфика системы регулирования и политика развития формирующегося рынка

1.3.1. Концептуальные основы становления системы регулирования в странах с формирующимся рынком

Государственная инвестиционная политика реализуется в двух основных формах – прямое и косвенное регулирование инвестиционной деятельности. При этом государство выступает одним из участников инвестиционного процесса как потребитель инвестиционных ресурсов, поскольку для обеспечения социальных и иных программ развития страны (как на государственном, так и местном уровне) необходимы финансовые средства.

Но государство выполняет также функцию регулирования инвестиционного процесса путем проведения бюджетной, промыш-

¹ Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Борн Б., Бернхард Р., Баренбойм П., Хит А. Основы государственного регулирования финансового рынка. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. - М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2003, стр.182.

ленной, торговой, денежно-кредитной, налоговой политики, а также иных рычагов воздействия на инвестиционный процесс. Представляется важным роль, которая отличает от других участников инвестиционного процесса, законодательного регулирования и определения «правил игры» для всех участников, в том числе и в инвестиционной сфере.

Государственное регулирование рынка ценных бумаг является важнейшей составляющей экономической политики страны и эффективным механизмом в процессе экономического роста, становления фондового рынка в постсоветских странах, формирования инвестиционного процесса и проведения структурных реформ. Для того, чтобы разобраться в различных формах и методах регулирования рынка ценных бумаг, следует ответить на вопрос, для чего и с какой целью необходимо это делать. Выделяют два основных подхода к регулированию: осуществление надзора и обеспечение равного поля для участников на рынке ценных бумаг, второй подход - рост масштабов инвестирования в реальный сектор. Это два взаимосвязанных между собой аспекта, которые составляют основу современного регулирования фондового рынка.

В базовом документе Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) «Цели и принципы регулирования в области ценных бумаг»¹ определяется, что регулирование рынка ценных бумаг должно способствовать формированию капиталов в хозяйстве и экономическому росту. Для этого необходимо решение трех основных задач: защита инвесторов (от мошеннических действий на рынке ценных бумаг), обеспечение прозрачности, эффективности рынка и справедливых правил торговли (равенство участников на рынке, равный и широкий доступ к информации, предупреждение нечестных торговых практик), снижение системного риска (эффективное управление рисками в индустрии ценных бумаг).

Существует определенная разница в системе регулирования между постсоветскими и развитыми странами. Так в постсоветских странах с переходной экономикой основным приоритетом государственного регулирования является формирование институциональных и технологических основ этого сложного механизма, а правительство выполняет функцию необходимой связи между формирующимся фондовым рынком и развивающимся реальным

¹ Objectives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. September 1998 (<http://www.iosco.org/>).

сектором, которая очень слаба в странах с переходной экономикой. А в странах с развитыми рынками приоритетом является обеспечение нормального функционирования специфических механизмов рынка ценных бумаг.

В учебных пособиях даются различные определения регулированию рынка ценных бумаг, например, «это упорядочение деятельности на нем всех его участников и операций между ними со стороны организаций, уполномоченных обществом на эти действия»¹, или просто «прямое или косвенное регулирование законами»².

Сизов Ю.С., обобщая опыт государственного регулирования в различных странах, сводит имеющиеся методы и дает следующее определение двум основным подходам в государственном регулировании: рестрикционному и стимулирующему. «Рестрикционное государственное регулирование рынка ценных бумаг можно определить как систему взаимосвязанных методов, направленных на упорядочение процесса заключения сделок, на основе обязательных правил и требований, несоблюдение которых влечет установленные меры ответственности. Стимулирующее государственное регулирование включает в себя методы, направленные на активизацию определенных процессов. Например, просветительская деятельность среди населения по вопросам фондового рынка способствует росту доверия к рынку и создает предпосылки для увеличения потока инвестиций в экономику»³.

Козлов Н.Б. отмечает, что «в узком смысле слова понятие государственное регулирование рынка ценных бумаг «включает» в себя выработку определенных правил, регулирующих эмиссию и обращение ценных бумаг, а также контроль за соблюдением действующих в стране законов и нормативных актов, защиту прав инвесторов и эмитентов. В то же время в регулирование входит выдача лицензий органами государственной власти на право заниматься каким-либо видом деятельности на рынке ценных бумаг»⁴.

Предлагаемая в настоящей главе концепция регулирования фондового рынка является в значительной степени схожей с концепциями, принятыми в различных постсоветских странах. Имен-

¹ Рынок ценных бумаг: Учебник под ред. В.А.Галанова, А.И. Басова. - М.: Финансы и статистика, 1998. стр.143.

² Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Д.В. Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1999, стр.83.

³ Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. - М.: Планета 2000, 1999. стр.43.

⁴ Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. - ИМЭПИ РАН, 2002. стр.220.

но данная близость и является основой перспективной интеграции рынков в единое фондовое пространство, включая выработку в целом гармонизированного законодательства, а также единых требований и стандартов- регуляторов.

Таким образом, государственное регулирование рынка ценных бумаг включает: процесс установления условий, регламента выпуска и обращения ценных бумаг; разработку правил ведения профессиональной деятельности на фондовом рынке: мероприятия по защите прав и интересов инвесторов и надзору за правильностью исполнения законодательства. С другой стороны, направлением совершенствования системы регулирования фондового рынка является проведение целенаправленных мероприятий для привлечения массового инвестора на рынок, внедрение новых финансовых инструментов, совершенствование инфраструктуры рынка.

Основу регулятивной системы составляет нормативно-правовая база, которая охватывает такие направления и области правового регулирования, как гражданское право, законодательство о компаниях (акционерных обществах), о ценных бумагах, налоговое законодательство, о банкротстве, конкуренции и пр.

Цель законодательства в области рынка ценных бумаг состоит в обеспечении защиты неопытных инвесторов/обладателей сбережений, с тем, чтобы заинтересовать их в процессе инвестирования, т.е. в участии в сделках на рынке капиталов. Эта защита может принимать различные формы, однако руководящим принципом законодательства в области ценных бумаг выступает защита интересов населения в качестве инвестора¹.

Система регулирования фондового рынка включает уполномоченный орган государства (Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг (ГКРЦБ)) и органы рыночного саморегулирования, включающие различные ассоциации и профессиональные объединения.

Для Кыргызской Республики акцент должен быть сделан именно на стимулировании, поощрении инвестиций и экономического роста. В настоящий момент дополнительной функцией государственного регулятора является создание условий для образования рыночной среды и правовых отношений, характерных для фондового рынка. В Кыргызской Республике, как в общем-то и других странах Средней Азии бывшего СССР, не существовало

¹ Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Борн Б., Бернард Р., Баренбойм П., Хит А. Основы государственного регулирования финансового рынка. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. - М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2003, стр.20.

исторически традиционных форм предпринимательства на фондовом рынке, так и на финансовом рынке в целом. Но такое положение во многом схоже и со многими странами мира (в основном развивающимися), где только в последние несколько десятилетий правительства принимают усилия по развитию рынка капиталов. В их числе такие страны, как Турция, Иран, Саудовская Аравия, Египет, Китай и др.

Поэтому отдельной задачей государственной политики является создание нового сектора экономики со свойственными ему механизмами и закономерностями, образование и развитие новых форм бизнеса, формирование рыночных отношений и соответствующего законодательства на фондовом рынке «с нуля», практически не имея какого-либо исторического, экономического и юридического опыта.

Сегодня, являясь свидетелем зарождения рынка в республике, уже имея основы его деятельности, мы ставим задачу расширения и поощрения инвестиций в экономику через рынок ценных бумаг. Для этого необходимо, чтобы различные формы бизнеса, характерные для этого сектора, стали бы доходными, привлекательными и рентабельными.

Повышение интереса предпринимателей к данному сектору повлечет за собой активизацию операций на рынке, должно привлечь большое количество новых инвесторов и укрепит формы предложения услуг с целью поддержания высокого уровня доверия к рынку ценных бумаг. Другой важной задачей является обеспечение чистой конкуренции, которая характеризуется, прежде всего, большим числом предлагающим капитал (ценные бумаги эмитентов) и большим числом покупателей (инвесторов). Только после этого наступит время активного регулирования и надзора за фондовым рынком с целью поддержания высоких стандартов ведения бизнеса.

Как уже отмечалось выше, главной функцией фондового рынка является мобилизация капитала и его перераспределение в различные секторы экономики. Поэтому, на наш взгляд, действия государственной политики регулирования должны быть подчинены этой главной задаче. При этом, естественно, не должны снижаться другие важнейшие предназначения государственного регулирования.

Проблема защиты прав инвесторов также является актуальным в Кыргызстане. В 1992-1994 годах с формированием основ рыночных отношений реальностью экономической жизни стала гиперинфляция. Население не имело соответствующих знаний и

навыков ведения свободного предпринимательства, а также представления, каким образом сохранить в новых условиях свои сбережения от быстрого обесценивания. Важно отметить, что коммерческие банки также находились на начальном этапе своего развития, были неэффективны и не удовлетворяли потребностям населения в вопросах размещения сбережений и свободных денежных средств, а также защиты от обесценивания под действием гиперинфляции.

В этот период произошел расцвет таких форм недобросовестного предпринимательства и мошенничества, какими явились различные фонды и фирмы, занимавшиеся приемом денежных вкладов от населения взамен выписываемым ими обязательствам и суррогатов ценных бумаг с обещанием выплаты дивидендов достигавших до 3000% в год. При этом выдаваемые ими суррогаты ценных бумаг не имели никакого материального обеспечения и соответственно не имели никакой стоимости. Тем не менее, такие организации пользовались большой популярностью у населения, потому, что выплачивали поначалу дивиденды с высокой процентной ставкой. Как известно, выплата производилась из средств поступающих от приемов новых вкладов, а также от доходов от торгово-посреднической деятельности. В конце концов, такие компании прекращали свое существование, а руководство, как правило, исчезало. Налицо были классические схемы финансовых махинаций, названные «финансовыми пирамидами». При этом, характерным для того момента было недовольство населения в связи с недостаточным количеством и объемом выписываемых обязательств «фирмами – мошенниками», поскольку их не хватало на всех желающих разместить свои сбережения, на фоне массовой истерии в гонке по срочному вложению стремительно обесцениваемых денежных средств.

В результате бегства руководителей таких фирм разоренными и обманутыми оказались только в Кыргызстане несколько тысяч человек. В числе таких компаний были «Жаштык-инвест», «Гермес», филиалы российских «фирм-мошенников» и пр. Такая же ситуация была характерна для всех постсоветских и пост социалистических стран. В 1994 году в России в результате мошенничества со стороны компании «МММ» около 5 млн. человек потеряли практически все средства, вложенные в акции. В Албании в 1997 году в результате подобного массового обмана населения вспыхнули гражданские волнения, приведшие, вследствие бездействия правительства, к его смене и почти полному развалу гражданского порядка.

В 1994 году был издан Указ Президента Кыргызской Республики «О неотложных мерах по урегулированию вопросов, связанных с привлечением денежных средств населения», который в значительной степени упорядочил ведение форм финансовых операций и существенно снизил опасность мошенничества, но, тем не менее, полностью обезопасить население от массового обмана не удалось. В конце концов, пострадавшие инвесторы шли к зданию правительства и требовали от государства возврата их средств.

Уже в 2003 году в Кыргызстане произошел новый рецидив, связанный с массовым обманом инвесторов и бегством владельца компании «Рентон-групп». Данный скандал показал также, что существуют большие проблемы в вопросах государственного регулирования и главным образом оперативного реагирования и надзора за фондовым рынком. В равной степени это включает вопросы реализации механизмов принуждения со стороны государства к должному и полному раскрытию информации эмитентом, особенно существенных фактов.

Это было связано, в первую очередь, с проведением политики либерализации экономики и ограничением проверок субъектов предпринимательства. В перечень государственных органов, которым запрещалось оперативно реагировать на происходящие события на рынке, проводить так называемые «плановые» проверки был отнесен уполномоченный орган по рынку ценных бумаг. Другими словами ГКРЦБ имело право осуществлять проверки (в том числе надзорные мероприятия) только на основании жалоб и заявлений граждан. Парадокс, но, например, в настоящий момент законодательство также не разрешает осуществлять оперативный надзор на торговой площадке в лице биржевого инспектора.

В то же время функции банковского надзора (кстати, который также относится к финансовому рынку и представляет одну из форм предпринимательства финансового посредничества) остались неизменными, поскольку считается, что такой вид надзора является более важным и должен осуществляться на постоянной основе. Данная ситуация свидетельствует о наличии явного перекоса внимания в сторону одного сектора и неравном подходе к регулированию финансового сектора республики. Такое положение, естественно, даст рано или поздно сбой, будет наблюдаться тенденции сужения и ограничения в развитии других форм пред-

¹ Указ Президента Кыргызской Республики от 12 ноября 1994 года N УП-299

принимательства финансового рынка, снижения доверия со стороны некавалифицированных инвесторов к фондовому рынку, что в конечном итоге отразится на снижении возможностей негосударственного финансирования экономики республики.

Общество с ограниченной ответственностью «Рентон групп» было образовано в 1997 г. Далее к ОсОО присоединилось другие компании: ОсОО «Гелиос», ОсОО «BeerPak», ОсОО «Simex», ОсОО «Стройинвест». За счет данной группы предприятий, а также за счет вкладов компании «Yorkton investment» и физического лица был сформирован капитал. В 2001 году данной компании был осуществлен выпуск облигаций на сумму не превышающий уставной капитал. Вроде бы все соответствовало законодательству. Немного позднее, фирма начала реализовывать векселя, по форме являющимися коммерческими, на самом деле являющимися суррогатами ценных бумаг¹ и выпущенные, как выяснилось позже, с единственной целью обойти существующее законодательство в вопросе привлечения денежных средств. Суммарный объем реализованных векселей превысил почти в три раза объем выпущенных облигаций и соответственно не подлежал обязательной процедуре раскрытия информации об эмитенте. Инвесторов это и не интересовало, поскольку исправно выплачивались дивиденды, которые, кстати, в некоторых случаях выплачивались новыми векселями. Помимо этого выясняется, что все имущество данной группы было заложено под новые банковские кредиты. Таким образом, быстро набрался объем обязательств, которые данная компания выплатить в установленные сроки естественно не могла. В августе 2003 года руководитель компании Пак Э.К. исчез в неизвестном направлении вместе с финансовыми документами и деньгами.

Данный инцидент стал новым примером финансового мошенничества, нанесший крупный ущерб инвесторам. Интересен тот факт, что в данном скандале все предпринимаемые шаги со стороны недобросовестного эмитента на пути к криминальному завершению этой истории не противоречили существующему на тот момент законодательству. Вопрос в том, что законодательство не запрещает или не ограничивает подобного рода развития финансовых схем приводящие, в конце концов, к фиаско. Это и есть обрат-

¹ автор также придерживается классификации целей выпуска суррогатов ценных бумаг предложенной в книге А.Рота, А.Захарова, Б.Златкис, Я.Миркина, Б.Борна, Р.Бернарда, П.Баренбойма, А.Хита Основы государственного регулирования финансового рынка. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. - М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2003, стр.17.

ная, негативная сторона либеральных подходов в регулировании рынка, когда недобросовестные предприниматели криминально используют неожиданные «возможности» экономической свободы.

Читателю будет интересно узнать об истинном содержании громкого дела по преследованию сотрудников ГКРЦБ, связанного с компанией «Рентон-групп». Поскольку автор является непосредственно пострадавшим, то хотел бы немного осветить основные моменты, которые будут интересны читателям.

Бегство Пака Э.К. с деньгами компании является, по сути, чистым криминальным преступлением с целью присвоения чужих денежных средств. После этого пострадавшие люди вышли на улицу с требованием возврата денежных средств. На своем закрытом совещании близкое окружение бывшего Президента Кыргызской Республики Акаева А.А. решило, что в данном криминале виновным должен выглядеть регулятор. Далее уже был сфабрикован сценарий, который сопровождался шумным пиаром, обосновывающим виновность регулятора во всех грехах, которые, в итоге, привели к бегству Пака Э.К.

Суть обвинений заключается в следующем. Во-первых, регулятор не запретил хождение векселей данной компании. Как понятно специалисту и читателю, у государственного регулятора рынка ценных бумаг нет функции или возможности разрешать хождение векселей или запрещать, поскольку законом установлено, что данный вид ценных бумаг не подлежит государственному регулированию. Примечательным является тот факт, что руководство ГКРЦБ посылало в адрес Генеральной прокуратуры специальное обращение с информацией, что в дальнейшем возможны противоправные деяния со стороны данной компании и просьбой прокурорского реагирования. Генеральная прокуратура официально дало правовую оценку, что в действиях данной компании не усматривается каких-либо нарушений законодательства. Однако, в дальнейшем доказательства, основанные на этой оценке, были наоборот вменены Генеральной прокуратурой как обвинение в адрес сотрудников ГКРЦБ, что они не запретили хождение векселей.

Сотрудники ГКРЦБ обвинялись в том, что они не проверяли заявленные документы на предмет достоверности финансовой информации эмитента. При этом, законом устанавливается, что за достоверность сведений заявляемых в документах несут ответственность должностные лица эмитента. Хотя истинные причины невозможности проверки даже при наличии пристрастного желания были описаны выше. С другой стороны, в силу специфики ГКРЦБ не является органом, который мог бы квалифицирован

но проводить проверку финансовой информации и отчетности. Понятно, что это прерогатива таких специализированных органов власти, как Налоговая инспекция, Счетная палата, Комиссии по финансовой отчетности и аудиту.

Последний блок обвинений заключался в том, что сотрудники ГКРЦБ не обеспечили должный надзор за деятельностью эмитента. В тот период на основании закрытого решения Правительства КР была проведена совместная проверка с сотрудниками Службы национальной безопасности и которые также не установили каких-либо существенных нарушений законодательства, о чем они также информировали вышестоящие органы. В любом случае виновными были признаны только сотрудники ГКРЦБ. Главный вопрос можно поставить так: «Как данная проверка государственного регулятора могла предотвратить желание преступников украсть и присвоить деньги вкладчиков?» на него тоже, думаю, никто не может ответить. Каким-образом общие вопросы государственного регулирования фондового рынка и обычным криминалом, связанным с присвоением и хищением финансовых средств со стороны должностных лиц «фирмы-мошенника» могут иметь связь между собой?

Самым интересным является тот факт, что директор компании «Рентон-групп» был оправдан судом на основании того, что невиновен в реализации ценных бумаг. Другие должностные лица компании не были привлечены к данному уголовному делу. А преследованию подверглись только сотрудники государственного регулятора. Какой смысл делать главными виновными сотрудников ГКРЦБ, в преступлении, связанным с хищением и бегством президента компании Пака Э.К., если должностные лица компании не виновны? Вопрос, где логика? В итоге остались незаконно обвиненными только сотрудники ГКРЦБ и ни одно должностное лицо компании «Рентон-групп».

Как понятно, пострадавшими лицами были выдвинуты требования в возврате потерянных вкладов. Естественно, ждать возмещения ущерба из государственного бюджета было не реальным, то истинные цели данного фарса лежат в совсем иной плоскости. В основном пострадавшие были жителями города Бишкек и являлись, соответственно, активным электоратом, которым следовало бы воспользоваться в период выборов. Уже позднее до автора дошла информация, что данная ситуация была использована (предполагаю, что скорее всего была создана – авт.) ближайшим окружением Президента Кыргызской Республики при известных выборах в парламент, где они пропагандировали борьбу с коррупцией, которую проводит Президент Кыргызской Республики, и

обещали помочь вернуть денежные средства пострадавшим лицам. Как известно, данные выборы в парламент стали в итоге катализатором революционных изменений в стране, и закончилось бегством бывшего Президента КР с его семейным кланом за пределы страны. Таким образом, на лицо политическая составляющая данной истории¹, густо намешанная на коррумпированности лиц, привыкшим к безнаказанности и потерявшим какое-либо чувство реальности и ответственности за судьбу страны и граждан.

Данный случай подтвердил полную несостоятельность судебной системы в разбирательстве вопросов фондового рынка, принятие решений, которые идут в разрез действующему законодательству и здравому смыслу, а также показал беспринципную ангажированность высших должностных лиц Генеральной прокуратуры, Верховного суда и ближайшего окружения бывшего Президента Кыргызской Республики Акаева А.А. выступившие как безвольные марионетки режима, фабрикующие дела и исполняющие любые пожелания, сбежавшей впоследствии членов семьи бывшего Президента КР. Думаю, народ и история уже дали свою оценку данным персонам.

Следует предположить, что видимо, наличие подобных фактов недобросовестного и криминального отношения к инвесторам присуще природе рыночной экономики. С другой стороны, вышеописанные скандалы станут уроком для инвесторов в том смысле, что необходимо добиваться большего объема информации о состоянии и положении эмитента ценных бумаг, другими словами, следить за реальной ситуацией о финансово-экономическом обеспечении самой ценной бумаги. Этот факт для государства и государственных органов стал уроком в развитии законодательной базы, разработке более существенных механизмов и требований в раскрытии информации об эмитенте, осознании важности таких шагов и их прямой зависимости для целей расширения потоков инвестиций в экономику страны. Приходится соглашаться с утверждением «это означает, что скандалы и злоупотребления являются нормальными и даже ценными компонентами процесса эволюции рынков ценных бумаг. Они выполняют образователь-

¹ Уже перед изданием данной книги в июле 2005 года в средствах массовой информации прошла информация, что Пак Э.К. был доставлен в Бишкек и взамен не применения меры пресечения Генеральной прокуратурой, обещал возратить средств пострадавшим лицам. Такое решение могло быть принято после объяснений своего бегства Пак Э.К., связанным с политическим давлением со стороны бывшего руководства страны. При этом Пак Э.К. утверждает, что не присваивал денег вкладчиков и преступлений не совершал.

ную функцию, демонстрируют важность стандартов, которые дают возможность обычным инвесторам оценить различных эмитентов и брокеров»¹.

Таким образом, можно повторить, что основной целью законодательства по ценным бумагам должно являться защита прав и интересов неквалифицированных инвесторов для того, чтобы обеспечить их доверие к фондовому рынку и заинтересовать в инвестировании денежных ресурсов в экономику.

С другой стороны, вышеописанную ситуацию можно было бы предупредить, если эмитент обеспечивал бы должное и своевременное раскрытие информации. Проблема раскрытия информации является важным инструментом государственного регулирования, которая если и не предоставляет каких-либо обязательств или гарантий безопасности инвестора от риска потери вложений, но дает максимально адекватную и точную информацию о положении эмитента и тем самым предоставляет возможность произвести самостоятельную оценку ситуации и соответственно принять решения по инвестированию. Как нам представляется, это путь либерального регулирования. Всякие запретительные или строго регламентированные механизмы выпусков ценных бумаг в конечном итоге также не дают гарантий безрискового вложения. С другой стороны, это просто утяжеляет положение добросовестных эмитентов, участников рынка ценных бумаг и ведет к ограниченному развитию финансового рынка, особенно фондового.

Поэтому в Кыргызской Республике предусматривается законодательство, декларирующее регулятивную систему полного и честного раскрытия существенной информации об эмитентах ценных бумаг и прозрачности самого рынка, как основы защиты инвесторов и повышения эффективности рынка. Это также соответствует реализации государственной либеральной концепции минимального вмешательства в функционирование рынка. «Положение о том, что именно государство должно обеспечить раскрытие адекватной и точной информации, представляется естественным и понятным. Попытки же определить, в какой степени ценные бумаги заслуживают публичного размещения, задача рискованная и трудная для любого лица или организации, в том числе и для государственного учреждения. В странах, которые использовали системы регулирования на основе проверки по существу, наблюдается тенденция отказываться от таких попыток в

¹ J. Robert Brown. "Order From Disorder: The Development of the Russian Securities Markets", 15 "University PF Journal of International Business Law" 509, n.9 (1995).

пользу регулятивных систем, направленных на обеспечение стандартизованного и контролируемого раскрытия информации. Для того чтобы система раскрытия информации была эффективной, форма и содержание информации должны быть стандартизованными, а за раскрытием информации должен осуществляться контроль со стороны государственного учреждения»¹.

Важным аспектом регулирования является защита инвесторов от недобросовестной торговли на рынке с использованием инсайдерской информации, манипулированием цен, хотя и происходят они в более примитивной форме, чем на развитых рынках. Большинство государственных регуляторов постсоветских стран стали принимать меры по формированию механизмов противодействия инсайдерской торговле, манипулированию ценами, а также схемам криминального «отмывания денег».

Торговля с использованием инсайдерской информации является наиболее часто производимой операцией на формирующихся рынках. Это в большей мере характерно Кыргызстану, где все торговые сделки производятся на фондовой площадке. Трудность регулирования подобных видов сделок заключается в первую очередь в сложности юридического классифицирования и доказательства нарушения. Поэтому в условиях, когда на рынке еще не удалось до конца обеспечить надежное применение принципов обязательного раскрытия существенной информации эмитентами и профессиональными участниками, включая механизмы принуждения государственными органами регулирования, видимо, преждевременно говорить об эффективном противодействии таким нарушениям. Однако, учитывая важность обеспечения равных возможностей для всех участников фондового рынка, включая доступ к информации, необходимо принятие комплекса мер для выработки механизмов такого противодействия.

Снижение системных рисков на рынке ценных бумаг является следующей сферой государственного воздействия. Понятно, что система регулирования, сама по себе не является гарантией от банкротств посредников. Но при достаточном регулировании должны снижаться риски такого банкротства. Если банкротство уже происходит или произошло, то цели регулирования должны быть направлены на снижения его последствий на инвестора и возможно полное возмещение потерь клиентов.

Для комплексного изучения аспектов системы государственно-регулирующей принципиально важно изучение системы регу-

¹ Note "Disclosure as a Legislative Device", 76 "Harvard Law review" 1273 (1963).

лирования в странах с развитым фондовым рынком, его этапов и определения основных тенденций и направлений его развития.

В мировой практике существует два подхода к регулированию фондового рынка. В первом случае оно концентрируется в государственных органах управления, а некоторые полномочия в части проведения надзорных мероприятий и выработки внутренних правил профессиональными участниками могут быть переданы саморегулируемым организациям. Такой подход характерен для США. Во втором, максимальные полномочия по регулированию рынка ценных бумаг передаются саморегулируемым организациям. При этом государство сохраняет возможность вмешательства в конфликты и осуществлять функции контроля. Такой подход характерен для Британии.

В США регулятивная система, основанная на принципах раскрытия информации, была введена в 1933 году. В большинстве развитых европейских странах такой подход был принят относительно недавно, в начале 1980 годов. На таких же принципах построены рынки ценных бумаг азиатских и латиноамериканских стран с традиционными рыночными отношениями, поскольку основывались при формировании законодательства на моделях рынков США и Великобритании. Это в равной степени характерно и для стран с переходной экономикой и формирующимися фондовыми рынками, куда включаются постсоветские страны, в том числе и Кыргызстан.

Исторически регулирование появилось в форме рыночного саморегулирования, которое осуществлялось фондовыми биржами в форме определенных правил и принципов, а также различными ассоциациями профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые поначалу, по-видимому, носили больше корпоративный (клубный) характер. Однако, такое саморегулирование, помимо выработки элементов определенной моральной культуры (этический кодекс) профессионального участника рынка, имело также и определенные надзорные функции, включающие штрафные санкции за нарушение внутренних правил.

Формы государственного регулирования корпоративного сектора экономики возникают значительно позже¹. Первые законы о компаниях стали приниматься в конце XIX – начале XX века в странах Западной Европы. Государственное регулирование фон-

¹ Обзор форм и методов государственного регулирования в различных странах подготовлен с использованием материалов из книги Рубцова Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002.

дового рынка, как система, возникает в США в 1930-х годах после Великой депрессии, а в большинстве стран фактически после Второй мировой войны. Были приняты законы, направленные на защиту инвесторов. Система регулирования в США признается самой жесткой и эффективной, а фондовый рынок - с низким уровнем рисков, поскольку там сосредоточены основные потенциальные инвестиционные ресурсы всего мира.

1.3.2. Основные этапы эволюции практики государственного регулирования в странах с «развитыми» фондовыми рынками

Система регулирования фондового рынка в США

Рассмотрим историю введения государственного регулирования в США. До этого времени там господствовали формы только рыночного саморегулирования. Такое регулирование предназначалось больше для самих профессионалов и не затрагивало инвесторов. На фондовом рынке процветала практика (сегодня считается элементом мошенничества) манипулирования ценами, то есть искусственное изменение цены сговорившимися торговцами, таким образом, вводя в заблуждение добросовестного инвестора при покупке или продаже ценной бумаги. Объемы рынка капиталов быстро росли, причем в значительной степени за счет выпуска ничем не обеспеченных акций.

Широкие масштабы приняла практика создания финансовых пирамид, при этом дивиденды выплачивались не за счет прибыли, а за счет капитала, полученного в результате очередной эмиссии. Больших объемов достигла практика приобретения ценных бумаг в кредит (маржевые сделки), 40% всех инвесторов покупали акции в кредит.

В эти годы банки не только непосредственно занимались торговлей ценными бумагами через созданные ими дочерние предприятия, но и занимались инвестиционными операциями, то есть занимались кредитованием инвесторов для покупки ценных бумаг. Размер доли собственных средств инвестора, приобретающего ценные бумаги, был невысок (до 10%). Поэтому когда произошел крах на фондовом рынке, это повлекло кризис неплатежей в банковской системе, что привело к массовым банкротствам банков.

Биржевой бум закончился крахом не только фондового рынка, но и финансового сектора¹. Ф.Д.Рузвельт стал Президентом США в 1932 г. под лозунгом наведения порядка в финансовом секторе и поставил задачу упорядочения первичного рынка ценных бумаг и установить государственный контроль над деятельностью инвестиционных институтов. Таким образом, с принятием закона о ценных бумагах (1932 г.) и закона о фондовых биржах (1934 г.) была образована Американская комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам (АКЦБФБ) и введено государственное регулирование фондового рынка США.

Комиссия состоит из пяти профессиональных членов Комиссии, назначаемых президентом США (с согласия Сената) на срок 5 лет. Важным является то, что не более трех могут быть членами одной из правящих партий (республиканской или демократической). Председатель Комиссии назначается без согласия Сената Президентом США. Члены Комиссии назначаются таким образом, чтобы срок полномочий одного из них истекал ежегодно. При этом, для того чтобы предотвратить случаи сговора по тем или иным вопросам, создаются ограничения рабочих переговоров между членами Комиссии вне официального заседания Комиссии. Любые рабочие обсуждения и согласования по различным вопросам носят форму переписки либо протоколирования представителями аппарата Комиссии.

Комиссия, помимо центрального аппарата, имеет 9 региональных управлений (в Атланте, Бостоне, Чикаго, Денвере, Форт-Уорте, Лос-Анджелесе, Нью-Йорке, Сиэтле, Филадельфии).

Также законами от 1933 и 1934 гг. были запрещены все формы манипуляции с ценными бумагами, введены ограничения на продажу без покрытия, на покупку ценных бумаг в кредит и устанавливались жесткие ограничения на торговлю собственными бумагами

¹ Падение началось в сентябре 1929 г. и ускорилось в октябре. За восемь недель падение индекса Доу-Джонса составило 111 пунктов, или 36%. Когда курсы акций начали движение вниз, брокеры стали требовать от инвесторов доведения средств на их маржевые счета, при этом 40% всех покупок осуществлялось в кредит. Их клиенты, будучи не в состоянии раздобыть средства, были вынуждены продавать купленные ранее ценные бумаги, что еще больше толкнуло цены вниз. Покупка ценных бумаг с помощью заемных средств предоставляет инвестору так называемый левверидж – рычаг, позволяющий увеличить норму прибыли в случае выгодной для него динамики рынка. Однако рычаг действует и в обратном направлении и увеличивает убытки в случае неблагоприятного движения цены. В 1929 г. цена места на бирже доходила до 625 тыс. долларов, в 1932 г. она снизилась до 65-185 тыс. В 1932 г. объем эмиссии частными корпорациями составил 1,2 млрд. долларов против 10,2 млрд. долларов в 1929 г. (Б.Б.Рубцов «Мировые рынки ценных бумаг», М.: Экзамен, 2002, с.270)

инсайдерами – директорами и управляющими компаний. Также в соответствии с принятым в 1933 г. законом о банках было запрещено совмещение банками коммерческих и инвестиционных функций. С этого времени коммерческим банкам США запрещается осуществлять инвестиции в корпоративные ценные бумаги, участвовать в обслуживании операций рынка ценных бумаг. Такие функции теперь могут осуществлять только инвестиционные банки.

В 1939 г. законом о доверительном договоре зарегулирована процедура выпуска облигаций, и открытая подписка (на сумму более 7,5 млрд. долларов) может осуществляться только при наличии доверенного лица (независимая компания, отвечающая определенным требованиям достаточности капитала), который должен защищать интересы инвестора. Доверенное лицо одобряется Комиссией.

В 1964 г., в соответствии с поправками в законы, предусмотрено распространение требований раскрытия информации на ценные бумаги, находящихся на внебиржевом рынке. Любая компания, имеющая свыше 500 акционеров и активы свыше 1 млн. долларов, подпадает под требование раскрытия информации.

В 1968 г. Комиссия по ценным бумагам начала контролировать процедуру скупки контрольного пакета акций. Покупатель контрольного пакета должен публично делать заявление о приобретении акций корпорации по определенной цене. Для этого также необходимо полное раскрытие информации о покупателе, предложение должно сохранять силу не меньше определенного промежутка времени (15 дней), и все продавцы имеют право на максимальную цену.

В 1970 г. была образована некоммерческая организация - Корпорация по защите инвесторов для защиты от банкротств компаний брокеров и дилеров. Брокеры и дилеры обязаны определенную сумму средств, которая кратна объему проводимых операций, держать на определенном счете в Корпорации. В случае банкротства брокерской или дилерской компании средства со счета направляются на погашение определенной части потерь добросовестного инвестора.

В 1975 году была отменена практика фиксированных комиссионных сборов, тем самым регулятор получил право регулирования тарифов профессиональных участников на фондовом рынке. Также была подготовлена основа для создания национальной системы торговли ценными бумагами и общенациональной расчетно-клиринговой системы. Был образован специальный совет по регулированию деятельности брокеров и дилеров, совершаю-

щих операции с муниципальными ценными бумагами, который работает в режиме саморегулируемой организации и не подпадает под регулирование АКЦБФБ.

Однако деловая и рыночная практика привела к применению единообразных с корпоративными облигациями требований к структуре документов к эмиссии, регламентирующих правоотношения эмитента и держателей муниципальных облигаций, условия выпуска, обращения, погашения и обслуживания муниципальных ценных бумаг.

Сами муниципальные заимствования не подпадали под регулирование законодательства по ценным бумагам вплоть до конца 60-х годов. Несколько попыток федеральных органов власти устранить безналоговый статус муниципальных облигаций закончились неудачей. Но ряд судебных разбирательств конца 60-х годов по искам Комиссии по ценным бумагам и биржам вынудил органы власти США пойти по пути введения специальных требований к эмитентам в области раскрытия информации.

В результате принятия соответствующих поправок к Закону о ценных бумагах 1933 года и Закону о ценных бумагах и биржах 1934 года контроль за выпуском муниципальных облигаций был сосредоточен на начальном этапе эмиссионного процесса и заключался во введении требований к участникам выпуска облигаций по обязательному раскрытию информации, необходимой потенциальному инвестору для принятия обоснованного решения.

Поэтому считается, что государственное регулирование муниципальных ценных бумаг затрагивает вопросы раскрытия информации для потенциальных инвесторов лицами, непосредственно участвующими в процессе выпуска и размещения облигаций (андеррайтеры, дилеры, юридические и финансовые консультанты, но не эмитенты). Корпоративные же эмитенты обязаны не только регистрировать выпуски ценных бумаг, но и регулярно предоставлять различные сведения соответствующим контрольным органам¹.

В 1977 г. был принят Закон о подкупе должностных лиц за рубежом, в соответствии с которым должностным лицам американских корпораций запрещено давать взятки правительственным чиновникам и политическим деятелям за рубежом. Здесь же предусматривается, что публичные компании должны вести свою отчетность без наличия неучтенных средств (черной кассы). Надзор за исполнением Закона был возложен на АКЦБФБ.

¹ Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США. - М.: Наука, 2001, стр.251

В 1978 году введена межбиржевая торговая система, соединившая торговые площадки в единую информационную сеть и позволившая в режиме реального времени видеть котировки по ценным бумагам на различных биржах. В этот период вводятся единая система регистрации сделок и единая системы котировки.

В это же время были созданы условия для физического перемещения сертификатов ценных бумаг при урегулировании расчетов по ценным бумагам. Введена практика хранения сертификатов ценных бумаг в депозитариях, обслуживающих торговые площадки.

В 1980-е годы принято еще два закона, ужесточающих санкции против инсайдеров, которые значительно усилили наказание за использование внутренней (служебной) информации. Размер штрафа может в три раза превышать прибыль, полученную от использования внутренней информации, а также физическое лицо может быть подвергнуто тюремному заключению сроком до 10 лет.

Комиссия обладает эффективными механизмами воздействия на нарушителей законодательства. Следует отметить, что штрафы являются наиболее распространенной формой административного взыскания. Штрафы могут накладываться как на должностных лиц юридического лица и самого юридического лица профучастника, так и на эмитента ценных бумаг. Законодательством США устанавливается размер штрафов за различные нарушения, налагаемые Комиссией, до 500 тыс. долларов. Например, за факты манипулирования ценами предусмотрен штраф для физических лиц до 1 млн. долларов и тюремное заключение до 10 лет и штраф для юридических лиц до 2,5 млн. долларов, за нарушение положений о торговле с использованием инсайдерской информации размер штрафа составляет от 5 тыс. долларов до 100 тыс. долларов США для физических лиц и от 50 тыс. долларов до 500 тыс. долларов для юридических лиц.

В случаях установления нарушений законодательства об инсайдерской торговле Комиссия вправе наложить штраф, который в три раза может превышать полученную прибыль или убытки, которых удалось избежать путем противозаконной сделки (определяется как разница между ценой в момент нарушения и ценой после совершения нарушения, когда информация стала общедоступной). При этом могут быть оштрафованы и лица, обеспечивающие контроль. Фактическая величина убытков для нарушителя может быть намного больше, поскольку он также несет материальную ответственность перед лицами, которые осуществляли сделки с ценными бумагами на период нарушения. Интересно, что исковая давность по нарушениям об

ресно, что исковая давность по нарушениям об инсайдерской торговле составляет 5 лет, что больше по иным специальным гражданским правонарушениям. Поправки от 1988 года увеличили возможность применения штрафа по отношению к физическим лицам с 100 тыс. долларов до 1 млн. долларов, а к юридическим лицам с 500 тыс. долларов до 2,5 млн. долларов. Максимальный потолок уголовного наказания повышен до 10 лет.

У Комиссии есть право вознаграждать лиц, сообщивших информацию, которая позволила выявить нарушения об инсайдерской торговле. Данное вознаграждение выплачивается из средств, полученных от наложения штрафа (до 10% общей суммы штрафа).

Наряду со штрафными санкциями существуют также и другие меры влияния, такие как вынесение публичного порицания, приостановка проведения эмиссии ценных бумаг, торговли определенными инструментами на бирже, закрытие биржи на срок до 90 дней, а также ограничение, приостановка или отзыв лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг. Крайней мерой является лишение свободы за различные нарушения на срок до 10 лет. Конечно, в зависимости от тяжести нанесенного ущерба, могут приниматься и комбинированные методы, включающие и штраф, и лишение свободы. По некоторым оценкам, для выполнения всех требований Комиссии по раскрытию информации американским корпорациям в начале 1990 г. приходилось тратить как минимум 1-1,5 млрд. долларов в год¹. Комиссия также может возбудить дело и потребовать через суд принудительную ликвидацию корпорации или ее реструктуризацию соответствующим образом.

В результате ушли в прошлое случаи создания финансовых пирамид, намного сложнее стало производить манипулирование ценами, а также другие нарушения, характерные для предыдущего периода.

Другим уровнем регулирования является рыночное саморегулирование ассоциаций профессиональных участников рынка ценных бумаг. Для того чтобы любому юридическому или физическому лицу получить право работать на фондовом рынке (лицензию), обязательным условием является добросовестное членство в саморегулируемой организации (СРО) и выполнение устава, положения и правил, принятых им. В США брокеры и дилеры, работающие с клиентами, должны быть членами Национальной ассоциации брокеров и дилеров (НАСД). В 1997 году

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.: Экзамен, 2002, стр.297.

членами НАСД было 5600 фирм, имевших 63000 отделений, и 556 тыс. сертифицированных сотрудников¹.

Саморегулируемые организации ведут такую же ежемесячную отчетность, проводят проверки деятельности фирм и занимаются аттестацией специалистов фирм-членов. Получив сигнал о нарушении законодательства, органы контроля могут приостановить на время разрешение на работу на фондовом рынке или наложить штрафные санкции, предусмотренные уставом СРО. В случае неисполнения требований надзорных органов СРО вправе ходатайствовать государственному регулятору с просьбой о приостановке либо отзыве лицензии на профессиональную деятельность у нарушителя законодательства. Следует отметить, что СРО выполняют большую работу по контролю на рынке и оказывают существенную помощь государственному регулятору в вопросах надзора. В 1990-е годы НАСД осуществляла в среднем ежегодно проверки свыше 3000 отделений компаний, рассматривала от 4000 до 5000 жалоб инвесторов, исключала от 7 до 62 фирм из членов организации и лишала аттестата от 350 до 490 специалистов брокерских и дилерских компаний².

Тенденции развития регулирования фондового рынка в европейских странах

В настоящий момент формирование единой европейской модели политики государственного регулирования фондового рынка отмечается факторами, вызванными процессами объединения и создания единого рынка. Системы регулирования в Европе значительно отличались друг от друга и, по оценке специалистов, были более либеральны, заметно уступая системе США в вопросах защиты интересов инвесторов и обеспечения надзора за соблюдением законодательства на рынке. Поэтому изменения в регулировании идут в направлении сближения к практике и законодательству США. В Европе основным местом, где формируются инвестиции, направляемые для развития реального сектора экономики, является банковский сектор, а не фондовый рынок, как в США.

В отличие от американского законодательства в ЕС принята модель универсального банковского сектора, которая предполагает возможность совершения коммерческими банками инвестиционных операций (торговлю ценными бумагами, андеррайтинг цен-

¹ NASD 1997. Washington, 1998. p.2.

² Securities Regulation in the United States. Third Editions. NASD. Washington, 1997. p.41,64

ных бумаг и управление портфелем ценных бумаг). Европейская комиссия решила создать единый Европейский центральный банк и единую валюту, но с децентрализованным регулированием и контролем за национальными финансовыми секторами, при открытых границах и минимальном необходимом уровне гармонизации законодательства стран Европейского Союза. Минимально достаточным уровнем уставного капитала для получения разрешения на банковскую деятельность является 5 млн. евро. Участие банков в капитале небанковских финансовых учреждений не должно превышать 60% собственного капитала банка, минимальная норма страхования депозитов составляет 20 тыс. евро.

В качестве разрешения выдается единая европейская лицензия для финансовых учреждений, но при контроле со стороны национальных органов за финансовыми конгломератами, структуры собственности банков и их взаимоотношений с промышленными компаниями.

В 1993 году была принята директива об инвестиционных услугах¹, в соответствии с которой компания по ценным бумагам, зарегистрированная в любой стране ЕС, имеет доступ на рынки всех стран Сообщества и ей разрешается торговать на фондовых биржах наравне с банками. В соответствии с директивой о достаточности капитала компаний по ценным бумагам и кредитных учреждений минимальный размер собственного капитала для профессиональных участников рынка ценных бумаг, совершающих операции за счет собственных средств, должен составлять не менее 50 тыс. евро, для компаний, совершающих операции за счет средств клиентов и управляющих портфелем ценных бумаг, - 125 тыс. евро и 730 тыс. евро при одновременном осуществлении всех перечисленных выше операций.

В перечне вопросов регулирования (правил и стандартов) выпусков ценных бумаг, раскрытия информации, деятельности профессиональных участников ценных бумаг и иных стандартных аспектов регулирования в целом схожи с практикой США. В рамках ЕС существует много документов, сутью которых являются гармонизация и унификация законодательства фондового рынка, взаимное признание всеми странами торговых площадок, проспектов эмиссий ценных бумаг, листинга, о раскрытии информации о владельцах крупных пакетов акций (пороговое значение 10%), об инсайдерской торговле и др.

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.:Экзамен, 2002, стр.308.

В 1980-х годах разрабатывался проект создания единой европейской фондовой биржи, однако участники проекта, являющиеся членами Федерации европейских фондовых бирж, не смогли прийти к единому мнению. В 1994 году был реализован проект одновременного листинга нескольких сотен акций европейских эмитентов сразу на нескольких (как минимум 6) биржах. В 1997 году образован Форум европейских комиссий по ценным бумагам для формирования и выработки общих подходов к регулированию.

В 1999 году Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) выпустила документ «Принципы корпоративного управления», который, по сути, явился модельным законом о компаниях, положения которого в той или иной степени постепенно принимаются в большинстве стран. Следует отметить, что принятый в 2003 году Закон Кыргызской Республики «Об акционерных обществах» также соответствует положениям рекомендаций названного документа.

Фондовый рынок Великобритании традиционно относится к числу развитых секторов, но система регулирования имеет свои особенности. Регулирование осуществлялось главным образом Лондонской фондовой биржей, а не государственным учреждением. В 1980-е годы Великобритания осуществила широкомасштабную реформу фондового рынка. В 1988 году в связи с вступлением в силу Закона о финансовых услугах была законодательно сформирована система регулирования и образован специальный орган – Совет по ценным бумагам и инвестициям, наделенный полномочиями регулирования рынка. По статусу – это не государственное учреждение (хотя и формально подчиняется Министерству финансов), а некоммерческая компания, участниками которой являлись представители профессиональных участников рынка ценных бумаг, и по существу является саморегулируемой организацией, но с полномочиями, установленными законом. Совет мог самостоятельно лицензировать финансовых посредников (за исключением банков). В свою очередь Совет делегировал свои полномочия другим СРО, которые на деле и занимались лицензированием.

В 1997 г. в рамках новой реформы финансового сектора все организации, занимающиеся его регулированием, были объединены в единый орган, образованный на базе Совета по ценным бумагам и инвестициям – Совет по финансовым услугам. Данному государственному органу были переданы регулятивные полномочия различных ведомств и СРО. Председатель и члены правления назначаются и подотчетны Министру финансов. Данному органу переданы контрольные функции Банка Англии и других кредитных

организаций, компаний по ценным бумагам, страховых компаний, пенсионных фондов, депозитарно-клиринговых организаций. Таким образом, был создан так называемый мегарегулятор.

Новым функциональным элементом данной организации стало финансирование за счет контролируемых организаций, то есть профессиональные участники, имеющие соответствующие лицензии, обязаны делать комиссионные платежи (например, оборот фондовой биржи, платежи за поддержание листинга и пр.), а также платежи от различных услуг, предоставляемых Советом. Это понимается как реализация принципа партнерства государственного учреждения и бизнеса.

Тенденция к объединению в едином органе различных регуляторов финансового сектора сегодня имеет место в различных странах. Раньше это произошло в скандинавских странах, после на данную схему регулирования перешли Япония, Корея, Венгрия. Из стран бывшего СССР Латвия также перешла на подобную модель, готовится ее введение в Казахстане.

Во Франции регулирование фондового рынка имеет несколько сложную структуру, состоящую из нескольких звеньев, подотчетных Министерству экономики и финансов. Основным органом регулирования является Комиссия по биржевым операциям (образованная в 1967 г.), функциями которой является защита прав инвесторов, соблюдение стандартов раскрытия информации эмитентами, выдача лицензий инвестиционным компаниям, контроль за инсайдерской торговлей, а также расследование жалоб, поступающих от инвесторов. Руководство возглавляет правление из 9 человек. Среди них лица, назначаемые Национальной ассамблеей, Сенатом, Экономическим и социальным советом, Банком Франции, а также представители СРО.

Другой орган - это СРО - Совет по финансовым рынкам, осуществляющий надзор за деятельностью компаний по ценным бумагам и бирж, а также подготовку нормативных документов, правил, регулирующих фондовый рынок, утверждаемых Министерством экономики и финансов. В состав совета входит 16 членов, назначаемых Министерством экономики и финансов.

Общество французских бирж - Парижская биржа (EURONEXT Paris с 2000 г.) является специализированным финансовым учреждением и отвечает за повседневные операции на рынке.

В Германии, как и во Франции, существует множественность органов регулирования, а фондовый рынок регулируется различными органами. В 1994 году был образован федеральный орган, Комиссия по ценным бумагам, которая занимается сбором информации

от эмитентов и осуществляет общий надзор за рынком и соблюдением законодательства, включая и антиинсайдерские правила. В силу специфичности Конституции Германии, где большое место занимает приоритет земель, то помимо федерального органа, существует также и представитель Статс-комиссариата Земли Гессен (поскольку Франкфуртская биржа расположена на этой Земле).

В Германии коммерческие банки являются основными профессиональными участниками рынка ценных бумаг, и поэтому важную роль в деле регулирования играет банковский надзорный орган – Федеральная надзорная палата над банками, расположенная в Берлине. Данная организация осуществляет надзор за банками и компаниями по ценным бумагам в части соблюдения ими нормативов достаточности капитала, структуры баланса и пр.

В целом в Германии идут процессы создания более прозрачного рынка, более похожего на американскую практику (возможно для привлечения американских инвестиций).

Таким образом, в Европе во-первых, нет унифицированной системы регулирования, а во многих странах существуют различные организации, которые регулируют ту или иную часть фондового рынка. Во-вторых, идут активные процессы по реформированию системы государственного и рыночного регулирования фондового рынка с целью придания большей прозрачности.

Такая ситуация сложилась видимо из самого подхода, что рынок капиталов в Европе не является основным сектором, формирующим инвестиции для реального сектора (в отличие от США). Тем не менее, в Европе все больше и активнее идут процессы по сосредоточению функций регулирования в одном государственном органе, а также наблюдаются гармонизация и, видимо, далее унификация законодательств различных стран, связанные в первую очередь с процессами объединения экономик стран Европейского союза и выработкой единых стандартов ведения бизнеса.

Европейские регуляторы также обладают эффективными механизмами воздействия на нарушителей законодательства. Штрафы являются наиболее распространенной формой административного взыскания. Например, в Великобритании за нарушение законодательства по инсайдерской торговле предусматривается тюремное наказание до семи лет или неограниченный штраф (возможно совокупное наказание), от нарушителя могут также потребовать уплаты всей полученной прибыли или суммы, равной величине убытков, которых удалось избежать благодаря инсайдерской торговле.

За те же нарушения во Франции нарушители могут быть осуждены на срок от 2 месяцев до 2 лет и/или оштрафованы от 6000

до 10 млн. франков (размер равен десятикратной величине полученной прибыли от инсайдерской деятельности).

Методы регулирования в Японии

В Японии в 1948 году была образована Комиссия по рынку ценных бумаг и биржам, схожая с американской моделью регулирования. Однако в 1951 году была упразднена, а полномочия перешли в Министерство финансов, где был создан совещательный орган - Совет по ценным бумагам и биржам, который занимался подготовкой предложений и рекомендаций для Министерства по совершенствованию законодательства.

После кризиса на Японском фондовом рынке в 1990-1991 гг. и выявления серьезных нарушений, связанных с манипулированием ценами и торговлей с использованием инсайдерской информации, в 1992 году вновь образуется Комиссия по ценным бумагам и биржам при Министерстве финансов, которая занималась наблюдением и контролем за состоянием рынка.

В 1998 году в Японии реформа финансовой системы предусматривала полную либерализацию. Разрешено создавать финансовые холдинги, банки получили право торговать инструментами коллективных инвестиций (паи юнит-трастов). Компании по ценным бумагам получают право выполнять кастодиальные услуги и заниматься брокерской деятельностью без государственной лицензии. Полностью сняты барьеры между банками, компаниями по ценным бумагам и доверительными банками по ведению совместного бизнеса. Упразднены фиксированные сделки на фондовом рынке и ограничения на владение нерезидентами акциями листинговых компаний более 10%, а также устранен запрет на выполнение банками и компаниями по ценным бумагам услуг по страхованию компаний.

В то же время в 1998 г. было создано Агентство финансового надзора (вне зависимости от Министерства финансов), которое осуществляет контроль над всей финансовой системой страны. Министерство финансов отвечает только за формирование финансовой политики в целом и координирует международные финансовые отношения, включая валютную политику. Агентство в своей деятельности подчинено Премьер-министру страны.

Следует отметить, что почти во всех постсоциалистических странах была выбрана модель универсального банка, где банку предоставляются права заниматься операциями с ценными бумагами и другими видами профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

1.3.3. Формирование мегарегулятора на финансовом рынке в Кыргызской Республике

В последнее время самой дискуссионной темой среди финансовых экспертов является создание мегарегулятора, государственного органа, который бы регулировал и контролировал все отношения, возникающие на финансовом рынке.

В последние годы практически во многих странах мира и, в частности, в странах бывшего СССР реформирование и развитие финансового сектора экономики рассматривается как одна из важнейших и приоритетных государственных задач. В связи с этим активизировалась работа по совершенствованию и укреплению устойчивости финансовых институтов и повышению доверия населения к финансовому сектору. Однако в силу разных экономических и политических факторов реформирование финансовых секторов в различных странах находится на разных этапах и уровнях.

В настоящее время модной тенденцией является создание мегарегуляторов – единых органов регулирования и надзора финансового рынка как наиболее эффективной модели развития финансового сектора, совершенствования финансовых инструментов и улучшения качества финансового посредничества. В настоящее время единые финансовые регуляторы созданы в ряде стран как дальнего зарубежья с развитым и развивающимся финансовым рынком, так и в странах с переходной экономикой, в том числе государствах бывшего СНГ.

При этом во многих странах происходят процессы усложнения взаимоотношений на финансовом рынке за счет универсализации сфер деятельности его участников. Представляются вполне оправданными происходящие процессы, поскольку узкая специализация финансовой организации, как правило, в таких малых странах, как Кыргызстан с его недостаточно развитым финансовым рынком, не приносит ожидаемого положительного результата. В этой связи финансовые организации начинают ориентироваться на предоставление комплексных пакетов услуг инвесторам. Многопрофильность финансовых организаций способствует получению более высоких результатов работы за счет получения доходов от одного вида деятельности и восполнению убытков по другим видам. В свою очередь универсализация сфер деятельности требует адекватных подходов к регулированию финансовых отношений и надзору за ее участниками. Данное обстоятельство является одной из предпосылок для создания мегарегулятора.

Основными аргументами за создание единого органа регулирования и надзора за небанковским финансовым рынком являются то, что: 1) основная часть мегарегуляторов – органов единого регулирования и надзора создается на централизованных рынках небольших по размеру стран; 2) единые регуляторы финансового рынка созданы не только в странах, признанных развитыми, но и в развивающихся, где недостаточно сложились традиции в сфере предоставления финансовых услуг; 3) функции мегарегуляторов не ограничиваются надзором за финансовым сектором, поскольку в некоторых странах осуществляется еще и их регулирование; 4) сколько государств, столько и систем финансового регулирования, каждая отдельно взятая страна выбирает присущую только ей модель регулирования финансового рынка.

В настоящее время единые финансовые регуляторы созданы в ряде стран Европы: в Швеции (1991 г.), в Дании (1998 г.), в Норвегии (1998 г.) и Исландии (1999 г.), которые осуществляют надзор за банками, рынком ценных бумаг и страховым рынком. В Азии единые регуляторы были созданы после кризиса 1997-1998г.г. для усиления надзора, а также стимулирования интеграции различных типов финансовых институтов - Япония (1998 г.), Южная Корея (1998 г.)

Австралия выбрала двух секторальную модель (июль 1998г): один из регуляторов отвечает за пруденциальный надзор за банками, страховыми компаниями и пенсионными фондами, другой - за рынком ценных бумаг. При этом единый совет управляет обоими регуляторами. Канада в 1987г. создала единый регулятор для банков и страхового рынка. Люксембург создал единый регулятор для банков и рынка ценных бумаг (кроме страхования) в январе 1999г. Вопрос формирования единого финансового регулятора стоит в повестке дня Ирландии, Израиля, Мексики и ЮАР.

Процесс создания единого регулятора за финансовым рынком начался и в странах Прибалтики: в Латвии создана Комиссия по финансовому рынку и рынку капиталов, в Эстонии (31 декабря 2001 г.) прекратили деятельность три государственные инспекции: банковская, страховая и ценных бумаг. Их место заняла Финансовая инспекция.

На Украине Верховная Рада приняла Закон «О финансовых операциях», который предполагает создание специального органа - Комитета по надзору за финансовыми операциями и рынками, подчиненного Президенту и подотчетного Парламенту. Создаваемый Комитет будет осуществлять регистрацию и вести реестр финансовых учреждений, выдавать им лицензии. При этом

Закон причисляет к финансовым операциям следующие виды деятельности: выпуск платежных документов, карточек, дорожных чеков, клиринг, доверительное управление финансовыми активами, деятельность по обмену валют, финансовый лизинг, услуги в сфере страхования и накопительного пенсионного обеспечения, торговля ценными бумагами.

В Казахстане в 2001 году была упразднена Национальная комиссия по ценным бумагам с передачей ее функций и полномочий Национальному банку. В 2002 году были переданы функции и полномочия от Министерства труда и социальной защиты по регулированию деятельности накопительных пенсионных фондов Национальному банку. А с 2004 года начало осуществлять свою деятельность Агентство по надзору за финансовыми рынками, в компетенцию которого вошло регулирование фондового рынка, банковский надзор, страховой надзор, а также деятельность негосударственных пенсионных фондов.

В России в 2004 году на базе упраздненной Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг образована Федеральная служба регулирования финансовых рынков, которой переданы функции регулирования рынка ценных бумаг, негосударственных пенсионных фондов и их управляющих компаний, а также регулирование биржами пр.

Создание же единого регулятора для всех финансовых институтов и рынков способствует созданию централизованного управления деятельностью по регулированию и надзору за финансовым рынком, снижению административных издержек участников финансового рынка в процессе лицензирования, раскрытию информации, созданию унифицированных систем отчетности для регулируемых организаций. Появляется возможность избежать дублирования функций регуляторов, создается единая база данных лицензированных организаций и лиц; снижаются затраты государственного бюджета по содержанию аппарата за счет сокращения численности работников, занятых на государственной службе.

В условиях переходной экономики имеет место взаимное влияние государства и рынка ценных бумаг. Это является следствием того, что на работе рынка ценных бумаг отражаются и определяются систематический риск, имеющие место проблемы и особенности переходного периода.

Влияние государственного управления на рынок ценных бумаг проявляется, в первую очередь, в определении правовых основ функционирования рынка ценных бумаг, а также надзоре за его деятельностью. Принимаемые управленческие решения влияют

на структурные изменения в экономике, тенденции развития деловой активности и эффективность бизнеса в стране, возможность формирования среднего класса - инвесторов, которые в свою очередь отражаются на конъюнктуре рынка ценных бумаг и биржевой деятельности. Макроэкономические характеристики и тенденции влияют на конъюнктуру рынка, создают атмосферу ответственности и доверия в обществе и экономике, укрепляют неформальные основы рынка.

Обратное влияние рынка ценных бумаг на государство в переходный период проявляется в посредническом участии в интенсивном формировании высших социальных классов, обладающих реальной собственностью, властью и влияющих на принятие решений в государстве. Операции с ценными бумагами являются одним из «быстрых» способов создания капитала, формирования высших социальных классов нового общества. Информационная и прогнозная функции фондового рынка позволяет оценить экономические тенденции и правильность принимаемых решений. Реакции биржи на принимаемые решения могут иметь экономический, социальный и политический резонанс.

Налоговая политика привела к свертыванию производств, отсутствию у большинства предприятий достаточной прибыли, что не позволяло им развиваться (объективное условие роста курса акций) и выплачивать дивиденды по ценным бумагам.

Отсутствие прироста капитала и дивидендов, в свою очередь, лишило мотива инвестиционной деятельности мелких и средних инвесторов. На это также повлияла реакция Национального банка Кыргызской Республики на деятельность отдельных коммерческих банков, которые были подвергнуты банкротству и ликвидации, что в результате усилило возмущение граждан, чьи интересы оказались ущемленными, а вклады невозвращенными, в итоге это привело к снижению доверия ко всему финансовому рынку. Это немедленно и негативно сказалось на инвестиционной деятельности населения в целом и развитии формирующегося рынка, в частности.

В обращении выпускались ценные бумаги, создающие, по мнению международных финансовых организаций, условия для дискриминации части участников рынка, например, казначейские обязательства. Политическое противостояние ветвей власти в условиях несовершенства политической системы государства неоднократно порождало негативные реакции со стороны различных инвесторов, включая иностранных. Высокий уровень государственного заимствования (внешних и внутренних) привел к не-

гитивным последствиям для бюджета, препятствиям в развитии экономики, породил скрытый (латентный) социальный конфликт.

Все это привело к реализации систематического риска - ущербу деятельности на рынке ценных бумаг в целом. В частности, в результате этого сфера применения ценных бумаг резко сократилась. Фактически в настоящее время рынок ценных бумаг обслуживает корпоративные интересы небольшого круга инвесторов. Если политическая система государства не в полной мере обладает такими свойствами, как эффективность, надежность, гибкость, устойчивость, стойкость, неуязвимость и др., то могут возникнуть фундаментальные риски, политические по своей природе и систематические по последствиям для рынка ценных бумаг.

Нормальное и устойчивое функционирование рынка ценных бумаг возможно только в рамках демократического государства, обеспечивающего субъекту рынка свободу принятия решений о сделке с фондовыми инструментами. Необходимо наличие большого числа покупателей и продавцов. Это обеспечивается развитием среднего и мелкого бизнеса, порождающего эмитентов и инвесторов из среднего класса, а также при условии расширенного воспроизводства позволяющего мотивировать инвестиционные процессы получением дивидендов и ростом капиталов.

Для стран с переходной экономикой, к числу которых относится и Кыргызская Республика, сложно дать однозначную характеристику определенной модели функционирования экономики и финансовой системы в частности. Поскольку даже в развитых, стабильных странах существуют особенности, которые характеризуют специфичность подходов в том или ином вопросе осуществления экономической политики. В этой связи автор согласен с выводами, характеризующими процесс влияния конкретных условий для выработки модели экономического развития.

Незавершенность структуры собственности, переходный характер идеологии, жесткость внешней конкуренции, испытываемой при открытии рынков, высокая волатильность, политическая борьба сил, ориентирующаяся на противоположные модели развития общества, - все эти факторы предполагают, что экономическая модель таких стран эклектична. В ней менее выражены доминанты. Попытки открытости сочетаются с жестким протекционизмом, на смену волнам приватизации приходят (вслед за кризисом) процессы, выражающиеся в усилении роли государственного сектора и в расширении регулятивной роли государства. Сам переход от директивных экономик к открытым рыночным экономикам цикличен; на этом пути существуют риски возникно-

вения фундаменталистских обществ и экономик, в которых исповедуются особый национальный путь развития и отгороженность. Сохраняется возможность того, что экономики, носящие переходный характер, вернутся, в попытках преодолеть кризис, к директивной экономике¹.

Анализ, проведенный в настоящей главе, выявил общую особенность формирования рынка ценных бумаг в постсоветских странах. Система регулирования фондового рынка исторически складывалась по либеральной системе, поскольку строилась по американской модели. В последующем по мере развития рынка и универсализации его модели появились тенденции перерастания в жесткие регуляторные модели.

Концепция государственного регулирования построена на жестких предписаниях. В то же время рыночное саморегулирование носит ограниченный характер. Почти на всех рынках имеется развитая нормативно-правовая, законодательная база, детально регулирующая различные аспекты деятельности фондового рынка, но остается слабым ее правоприменение. Поэтому данные нормативные акты не работают, а значительная область финансовых операций остается неурегулированной.

Почти все рынки решают проблемы регулирования финансового рынка путем межведомственной координации между такими ведомствами, как Министерство финансов, Центральный банк, Комиссия по ценным бумагам. Только в некоторых странах в последнее время наметились тенденции объединения функций различных ведомств регулирующих финансовый рынок в единый уполномоченный государственный орган. Однако, развитие модели мегарегулятора в различных странах носит еще различный, переходный характер. Видимо, в перспективе в Кыргызской Республике также будет создан мегарегулятор финансового рынка страны.

В условиях такой особой чувствительности в подходах перспективного развития экономической модели развития государства необходима последовательная и целенаправленная реализация политики внедрения либеральных принципов рыночной экономики. Только в этом случае возможно построение открытой экономики, альтернативы которому для Кыргызской Республики не существует, поскольку это диктуется конкретными географическими, внешнеполитическими и прочими условиями экономического характера.

¹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер. 2001, стр.195.

ГЛАВА 2.

КЛЮЧЕВЫЕ ФАКТОРЫ, ФОРМИРУЮЩИЕ РЫНОК ЦЕННЫХ БУМАГ КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

2.1. Воздействие на рынок ценных бумаг структуры экономики, ее хозяйственного потенциала и динамики развития.

Развитие фондового рынка в стране обуславливается наличием различных факторов экономического, юридического, социально-культурного, политического и иного порядка, которые в силу важности и глубины влияния на формирование данного сектора следует называть фундаментальными. Под фундаментальными факторами мы понимаем явления, происходящие в системе (экономико-социальные, природно-климатические и пр.), обладающие параметрами, свойствами или характеристиками и оказывающие влияние на свойства объекта (рынка ценных бумаг). В данной работе к фундаментальным факторам необходимо относить факторы экономического характера. Прежде всего, это наличие развитых рыночных экономических отношений, народнохозяйственного комплекса, субъектов фондового рынка определяющих структуру материальных активов и являющихся основой для формирования финансовых инструментов, а также соответствующая законодательная база, обеспечивающая правовую возможность реализации таких отношений. К социально-культурным условиям относятся такие, как склонность населения к индивидуальной экономической активности, степень принимаемого им при этом риска, независимость и самостоятельность при принятии решений от государства, влияние религиозных и культурных факторов, традиции материального производства, склонность к сбережениям и пр.

В настоящей работе анализ фундаментальных факторов необходим для определения состояния национальной экономики, ее влияние на рынок ценных бумаг и на этой основе формирования соответствующей политики развития фондового рынка. В рыночной практике, подобный анализ также применяется для определения инвестиционной привлекательности отдельных эмитентов ценных бумаг, для выработки и принятия инвестиционного

решения, связанного с проведением соответствующих сделок с ценными бумагами¹. Анализ состояния и развития рынка ценных бумаг привязан к финансово-экономическим основаниям, а также макроэкономическим, политическим, социальным, культурным и иным факторам.

Рассмотрим факторы, которые могут оказывать и оказывают непосредственное влияние на становление фондового рынка в переходной экономике, что характерно для Кыргызстана. На наш взгляд, в современной экономической литературе уделено недостаточное места исследованию природы фундаментальных факторов, его различных аспектов, сопоставимости между собой, соотносительности, единства методов исследования и пр. Факторы, зависящие от эмитента, являются системой финансово-экономических, рыночных показателей и выступают как долгосрочные, инертные, не подверженные резким колебаниям, легко объяснимые, преимущественно прогнозируемые и имеющие прозрачный характер проявления. К макроэкономическим факторам относятся параметры инфляции, экономического роста, сальдо торгового баланса и прочие показатели, которые также возможно формализовать и в определенной степени прогнозировать. Политические и климатические факторы имеют непредсказуемый, случайный характер и способны влиять на рыночную ситуацию неопределенно.

Рынок ценных бумаг (или финансовый рынок в целом) относится к такому специфическому экономическому явлению, который психологически сильно восприимчив и зависит от внешних факторов, не имеющих прямого отношения к ценным бумагам, правам, заключенным в них, эмитенту, выпустившему их, прогнозируемым оценкам макроэкономических показателей. Речь идет о потоке информации и новостей, способных в той или иной степени повлиять на рынок. В данном случае взаимодействие между фактором и объектом (рынок ценных бумаг) носит преимущественно информационный характер, изменение свойств объекта происходит через такой качественный показатель или рыночный инструмент анализа, как прогнозируемое ожидание². Поэтому

¹ Особенности проведения фундаментального анализа в компаниях-эмитентах, где государство имеет свою долю и является соучастником хозяйственной деятельности, рассмотрены в диссертационном исследовании М.В.Ефимова. Фундаментальный анализ эмитентов в инвестиционной регулятивной деятельности государства на рынке ценных бумаг. - http://www.mirkin.ru/-docs/dissert_003.pdf

² Прогнозируемые ожидания, это такой качественный показатель, который в результате анализа дает определенную предсказуемость изменений макроэкономических показателей и степень их влияния на общее состояние экономики. На состояние данного показателя также влияют тенденции политической ситуации в

сферой взаимодействия фактора и объекта является информационное поле.

На фондовый рынок влияют также и факторы, вытекающие из социально-культурных традиций той или иной страны¹. «Иллюстрацией различий в подходе принятия рыночных решений в зависимости от культурной и этнической принадлежности инвестора могут послужить следующие примеры. Для принятия решения англосаксам требуется меньше информации в одинаковой ситуации, чем их континентальным коллегам. Одной из причин этого, возможно, является то, что образование континентальной Европы базируется на французской модели, придающей особое значение точным наукам. С ранних лет у европейцев формируется вера в то, что в основе мира лежит нечто поддающееся исчислению. Поэтому при принятии решений они интуитивно подразумевают некий порядок, который можно выявить с помощью длительного изучения. Англосаксонское образование, напротив, базируется на гуманитарной основе. Люди с таким образованием гораздо менее склонны ожидать полной информации для принятия решения, отсюда и большая предрасположенность к интуитивному их принятию. В большинстве же восточных культур решениям просто дают вылежаться: здесь меньше ориентируются на анализ новой информации, но чаще переосмысливают ситуацию. Таким образом, потребность в информации, а также время на ее «переваривание» для оценки риска не одинаковы для людей разных культур»².

Для понимания механизмов влияния отдельных макроэкономических показателей на развитие рынка ценных бумаг, их взаимозависимость предлагаем рассмотреть отдельные аспекты

стране и мире, последовательность государственной экономической политики, степень правовой адекватности и возможности справедливого решения хозяйственных споров с одной стороны, влияние правового регулирования на принятие инвестиционных решений с другой, а также текущая конъюнктура мировых товарных и финансовых рынков. Чем выше у инвестора уверенность в правильном определении тенденции изменения, как макроэкономических, так и микроэкономических показателей, а соответственно и общего состояния экономики, тем больше вероятность верного прогноза относительно риска, доходности и ликвидности инвестиций, а также принятия качественного инвестиционного решения.

¹ Например, различия в религиозном мировосприятии, образовательной подготовке, этнической эмоциональности, традициях государственного и экономического управления также непосредственно воздействуют при формировании типов рынков. Данный аспект подробно рассмотрен в книге Миркина Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер.2001.

² С.Вайн. Проблемы со стандартными методами борьбы с риском. – Рынок ценных бумаг, №6(189)2001, стр.37.

функционирования экономической системы, в том числе, и как самоорганизующиеся системы¹. Рыночные механизмы через закон спроса и предложения, законы конкурентной борьбы, перелива капитала образуют сеть обратных связей, которые делают систему в целом способной к адаптации, то есть к внутренней перестройке, реорганизации элементов в зависимости от воздействия на нее различных факторов.

При проведении эффективной и рациональной государственной хозяйственной политики необходимо достижение сбалансированности целостной экономической системы, которая в идеальном состоянии предполагает равновесие между собой отдельных макроэкономических показателей².

Взаимное влияние факторов государственной и частной собственности на эффективность рыночной экономики является одним из вопросов современных исследований. Оптимальное соотношение между государственной и частной собственностью является важным моментом самоорганизующейся рыночной экономики. Будет некорректной постановка вопроса, что эффективнее или лучше, поскольку для системы важно именно соотношение двух неразрывных частей. Экономическая система функционирует при условии, что в ней должны быть элементы порядка и хаоса, жестких структур и флуктуации, государственного вмешательства и свободного предпринимательства, кооперации и дезинтеграции.

Как известно, чем выше степень централизации экономики и процессов происходящих в нем, тем ниже возможность проявления рыночных механизмов, основанных на частной инициативе перераспределения материальных и денежных ресурсов с максимально эффективным результатом. При этом понимается, прежде всего, получение максимальной прибыли в определенный период.

Рынок ценных бумаг, выполняя функцию перераспределения инвестиционных ресурсов с одной стороны, и прав собственности (в случае с акциями) с другой, занимает меньше места в хозяйственной жизни стран с большим влиянием государства на экономические процессы. Подобное утверждение характерно не только для стран с директивным управлением экономики (к которым в

¹ Определение самоорганизующейся системы предложена в статье Думной Н.Н. Теория самоорганизации и стратегия экономических реформ в России. - http://www.mirkin.ru/_docs/article03-030.pdf. стр.2.

² Примеры, приводимые ниже, являются частью устойчивых взаимосвязей, существующих на уровне макроэкономики, при этом предложенные соотношения - это возможные варианты зависимости показателей, которые не являются строго однозначными, исчерпывающими.

большей степени относятся страны бывшего СССР), а также для стран с рыночной экономикой с различной степенью централизации ресурсов у государства, либо у немногих крупных собственников, корпораций.

Следовательно, было бы справедливо и обратное утверждение, заключающееся в том, что чем ниже степень централизации ресурсов в обществе, степень его огосударствления или степень влияния немногих крупнейших собственников или корпораций, тем более развит рынок капиталов и денежный рынок, в частности, рынок ценных бумаг и срочный рынок¹. И наоборот, повышение роли государства в экономике, степени занимаемых или изымаемых государством денежных ресурсов, ослабление степени либеральности, рост государственного вмешательства в экономическую и социальную жизнь влечет сжатие и упрощение фондового рынка, как механизма перераспределения финансов.

Основным экономическим индикатором, определяющим уровень развития национальной экономики, в том числе и фондового рынка, является равенство между объемом предложения товаров, услуг и платежеспособным спросом. Устойчивое снижение ВВП указывает на чрезмерно жесткую денежно-кредитную политику, при которой заниженный платежеспособный спрос не позволяет предприятию реализовать производимую им продукцию. Изменение денежной массы в обращении вызывает дисбаланс платежного спроса и предложения товаров и услуг, что вызывает неминуемый рост инфляции, которая в свою очередь приводит к девальвации национальной валюты. Инфляционные ожидания приводят к повышению учетной ставки на кредитном рынке и снижению платежеспособного спроса населения, что влияет на снижение конкурентоспособности применения корпоративных финансовых инструментов на финансовом рынке.

Развитость финансово-кредитной системы во многом обуславливает экономический рост в государстве. На это указывает другой индикатор - это равенство между спросом производителей на заимствование и возможностями финансово-кредитной системы. Рост ВВП, торгового и платежного баланса, внутренних и внешних инвестиций ведет к оживлению спроса производителей на заемные средства. Высокий уровень ликвидности рынка ценных бумаг влияет на рост ВВП. Отлаженная финансово-кредитная система «уменьшает риски инвестиций, увеличивает

¹ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2001, стр. 176.

ликвидность капитала и способствует беспрепятственному распространению всей существующей информации между субъектами финансовой системы»¹.

Соответствие бюджетных потребностей и возможностей налоговой системы также является примером макроэкономического равновесия. Динамика долговых обязательств государства напрямую связана с показателями экспортно-импортных операций и динамикой мировых цен в отраслях, обеспечивающих валютные поступления. Возрастание внутреннего и внешнего государственного долга приводит к снижению объемов привлекаемых внутренних денежных ресурсов и прямым иностранным инвестициям и увеличению отрицательного сальдо платежного баланса, соответственно меньше направляется инвестиций в реальный сектор и тем меньше устойчивость экономической системы в целом. Возрастающие потребности бюджета ведут к увеличению государственного долга и увеличению налоговой нагрузки на производителей. Снижение темпов экономического роста и внешнеторговой активности способно подорвать возможности налоговой системы, обеспечивающей доходную часть государственного бюджета.

Таким образом, изменение отдельных макроэкономических показателей влечет нарушение равновесия в ту или иную сторону, что в конечном итоге влияет на повышение либо снижение активности на рынке ценных бумаг. Своевременное и правильное применение государством ряда ограничений и стимулов, направленных на возвращение экономической системы в равновесное состояние способно положительно повлиять на экономический рост в государстве, в том числе на фондовый рынок.

В этой связи следует рассмотреть перечень других показателей, влияющих на развитие фондового рынка. При этом отметим, что нет необходимости для целей настоящей работы рассматривать набор более широкого круга наименований макроэкономических показателей, поскольку такая постановка задачи не входит в предмет данного исследования.

Таблица классификации показателей дает общее представление влияния экономических факторов на развитие фондового рынка, прежде всего, вектора торгов на организованных торговых площадках.

¹ Стиглиц Д. Роль финансовой системы в развитии: Тез. докл. Четвертая ежегодная конференция по развитию в Латинской Америке и Карибском бассейне. – Сан-Сальвадор, 1998, стр.45.

Таблица 2.1.1.

**Влияние макроэкономических показателей
на развитие фондового рынка¹**

Группа	Фактор	Наиболее вероятный вектор воздействия роста фактора на фондовый индекс*
I	Официальные учетные ставки	↓
	Уровень ВВП	↑
	Дефицит торгового баланса	↓
	Дефицит платежного баланса	↓
	Темп инфляции	↓
	Уровень безработицы (рост свыше «эфективного» или «естественного» уровня)	↓
	Денежная масса, агрегат M2	↓
	Реальный курс национальной валюты	↓
	Размер прямых и портфельных иностранных инвестиций	↑
	Рост внутренних и внешних инвестиций	↑
	Рост внешнего и внутреннего государственного долга	↓
II	Размер розничных продаж	↑
	Размер частных доходов	↑
	Объем заказов в промышленности	↑
	Индекс цен промышленного производства	↓
	Индекс промышленного производства	↑
	Уровень производительности труда в экономике	↑
	Уровень мировых цен на основные экспортные товары	↑
III	Объем производственных запасов	↓
	Форвардные курсы национальной валюты	↑
	Объем промышленного и жилищного строительства	↑
	Уровень депозитных ставок	↓
	Курсы государственных облигаций	↑

* Конкретная реакция реального рынка на конкретные события может быть неоднозначной и отличной от последствий, предложенных в таблице. Речь здесь

¹ Таблица подготовлена с использованием таблицы в статье Криничанского К.В. Типология фундаментальных факторов как основы фундаментального анализа рынка ценных бумаг. - <http://www.mirkin.ru/docs/article02-008.pdf>. стр. 11.

идет именно о наиболее вероятном векторе воздействия фактора на интересующий нас объект, а не о реальной реакции исследуемого объекта; прогноз реакции дается при прочих равных условиях.

Как следует из схемы, экономические факторы являются макроэкономическими показателями развития страны в целом и позволяют провести анализ состояния фондового рынка и относятся к числу фундаментальных факторов¹.

К числу внешнеэкономических факторов справедливо отнести такие, как: а) влияние колебаний длинных циклов или длинных экономических «волн» на развитие мировых финансовых рынков и соответственно их обратное влияние на экономику республики; б) глобальные изменения цен на нефть и иные природные ресурсы и воздействие данного фактора на активность финансового рынка; в) влияние активности крупных очагов развития фондового рынка на национальный рынок; г) конкуренция между фондовыми рынками за инвестиционные ресурсы; д) межгосударственные конфликты, основанные на глобальных политических противоречиях.

Наряду с чисто экономическими факторами немаловажное значение имеет и оценка государством-инвестором политического риска страны, под которым понимается вероятность финансовых потерь компании в результате развития неблагоприятных политических факторов в стране размещения инвестиций. В итоге инвестор может получить доходы ниже ожидаемого уровня, либо не получить вообще причитающийся ему доход в силу нарушения своих прав со стороны государства.

На принятие инвестиционного решения влияют также такие политические факторы, как сложившийся имидж государства, степень участия (или вмешательства в вопросы частного бизнеса) государства в экономической жизни общества.

2.1.1. Влияние основных социально-экономических факторов на формирование рынка ценных бумаг Кыргызской Республики

Следует ответить на такой важный вопрос, каким образом социально-экономические факторы влияют на развитие экономики Кыргызской Республики в целом и фондового рынка в частности,

¹ Автор придерживается схемы типологии и группы фундаментальных факторов, предложенных в статье Криничанского К.В. Типология фундаментальных факторов как основы фундаментального анализа рынка ценных бумаг. - http://www.mirkin.ru/_docs/article02-008.pdf. с.12

а также особенности их проявлений в переходной экономике. В целях понимания сложившейся экономической ситуации в Кыргызской Республике, каким образом рынок капиталов в республике «вписывается» в общие процессы и тенденции развития страны, его роли, месте и масштабов влияния необходимо проведение обзора основных макроэкономических показателей и сформировавшейся структуры экономических отношений.

С обретением независимости в 1991 году Кыргызская Республика приступила к формированию целостного экономического комплекса, основанного на рыночной системе хозяйствования. В советское время структура народнохозяйственного комплекса республики относилась к так называемому «аграрно-индустриальному» типу экономики. Это означало, что большую долю в народном хозяйстве республики занимало сельское хозяйство и технологически связанное с ней перерабатывающее производство.

В наследство от Союза республика получила узкоспециализированную промышленность с советскими технологическими стандартами. Значительные промышленные производства появились в республике в результате эвакуации предприятий из центральных территорий СССР во время второй мировой войны (1941-1945 гг.). Это стало основой для развития различных промышленных отраслей: машиностроительной, тракторостроительной, автомобилестроительной, металлообрабатывающей и пр. Если упрощенно излагать существовавшую в послевоенный период политику перспективного размещения производств, то в центре (бывшего СССР) исходили из следующих основных соображений: а) приближение производств к местам расположения сырья, б) обеспечение занятости населения и в) производство видов продукции, которые могли бы легко транспортироваться. В этих условиях быстрыми темпами стали развиваться предприятия легкой, обрабатывающей отраслей и др.

Большой вклад в развитие структуры экономики республики оказали виды производств, направленные на освоение природных и энергетических ресурсов, - это добыча и переработка различных минеральных ископаемых, цветная металлургия, угольная промышленность, развитая электроэнергетическая отрасль и пр. В 70-80 годы XX века в результате реализации экономической политики СССР, основанной на внедрении производств научно-технического прогресса, были введены в эксплуатацию предприятия приборостроительной, электронной и других отраслей.

Экономический комплекс республики, сформированный в основном в период советской власти, являлся составным звеном в

технологической системе союзной кооперации и большим объемом дотаций с союзного бюджета. Дальнейшее развитие индустриального потенциала было тесно связано с возможностями развития экономик других стран СССР, а сбыт продукции в них были основой экспорта отечественной продукции. Объективный разрыв экономических связей между партнерами стран бывшего СССР и трансформация в рыночную систему хозяйствования сопровождались достаточно большим сжатием объемов производства различных отраслей экономики.

Распад СССР и открытие экономик союзных республик привели к цепной реакции разрыва хозяйственных связей и межхозяйственной кооперации, традиционно установившихся в силу централизованного планирования. Началось разрушение традиционных рынков сбыта товаров. Этому способствовали распад действующих механизмов платежей, возникновение таможенных барьеров, введение национальных валют. Если в Советском Союзе в товарообмен между союзными республиками был вовлечен 21% ВВП страны, то в 1998 году товарообмен между странами СНГ составил всего 6% от ВВП по СНГ. Все это повлекло за собой сокращение производства в отраслях, традиционно производящих конечную продукцию. Начался невиданный по масштабам спад производства, началась великая постсоветская экономическая депрессия, которая еще не преодолена¹.

С переходом в 1991 году к независимой экономике обнажилось множество вопросов, которые необходимо было решать в рамках комплексной государственной экономической политики. За годы независимости экономика республики провела два этапа реформ. На первом этапе декларировалось решение трех задач: 1) обеспечение стабильной макроэкономической среды посредством контроля за инфляционными процессами и обеспечение роста производства; 2) проведение системных и структурных реформ, включая либерализацию экономики, приватизацию, развитие частного сектора, реформирование и реорганизацию сельского хозяйства, промышленного и финансового секторов; 3) защита беднейших групп общества посредством создания действенной системы социальной защиты.

В 1995 - 1996 годы в республике начинает реализовываться второй этап реформ, который включал необходимость решения пяти основных задач: «Первое – завершение земельной рефор-

¹ Акаев А. Переходная экономика глазами физика (математическая модель переходной экономики). – Б.: Учкун, 2000, стр.26.

мы и подъем пищевой и перерабатывающей отраслей. Второе – модернизация и реконструкция промышленных предприятий и улучшение качества управления. Третье – дальнейшее развитие мелкого предпринимательства, малого и среднего бизнеса. Четвертое – реформирование банковской системы и оживление финансового рынка. Пятое – расширение привлечения прямых иностранных инвестиций.¹

В 1998 году Кыргызская Республика первой из стран СНГ была принята во Всемирную торговую организацию, а также конституционно закрепила частную собственность на землю.

В условиях советской системы экономики механизм перераспределения финансовых ресурсов осуществлялся через бюджет. Кредитование производственной сферы происходило также в рамках государственной банковской системы на основании централизованного кредитного плана, поэтому коммерческая эффективность подобного кредитования не могла быть успешной.

Последствия «шоковой терапии», характерные для начала реформ, в целом негативно сказались на развитии экономических процессов, непосредственно отразились на общих показателях развития республики, но при этом ускорили адаптацию предприятий к новым условиям хозяйствования, резко изменили структуру собственности на средства производства, создали основные условия для развития открытой рыночной экономики.

Шоковая терапия имеет свою логику – синхронизировать и ускорить процессы создания рыночной среды, но при этом складываются слишком высокие для людей издержки. Эволюционный подход к созданию среды не снижает издержек, но облегчает положение людей. Однако при этом развиваются элементы полузакрытой или закрытой экономики со своими особенностями, которые были рассмотрены ранее. Создается иллюзия, что шоковая терапия ускоряет переход. Но, по-видимому, это не так. Длительность перехода в итоге может оказаться одинаковой, но не меняется порядок действия. Оба сценария выводят экономику далеко от состояния равновесия, чтобы к нему вернуться на качественно ином уровне.

Между тем, действие данного шока продолжается, это связано с таким явлением, как разрушение традиционных экономических границ производства. Сегодня затруднен экспорт промышленной продукции в соседние страны, на которые, прежде всего, были ориентированы производственные мощности предприятий республики. Возникновение многочисленных преград и барьеров, как политиче-

¹ Акаев А.А. Памятное десятилетие. – Б.: Учкун, 2001, стр.222.

ского, административного, так и экономического характера, со стороны стран ближайших соседей и союзников перед предпринимателями республики не дает возможности быстрого развития и модернизации производственного потенциала. С другой стороны, данные страны также относятся к странам с «малой экономикой» и соответственно вынуждены идти на «защитные» меры от рыночной конкуренции. Такая ситуация полезна тем, что отечественные предприниматели вынуждены производить конкурентоспособную продукцию, более качественную, более дешевую в традиционных отраслях, что еще даст свои позитивные результаты в перспективе.

Особенно «критическими» были 1991-1995 гг., когда ВВП ежегодно падал. Академик Койчуев Т.К. дает следующую оценку проводимых реформ в данный период. «В результате к 1996 г. экономика страны по основным показателям (ВВП, национальному доходу) оказалась на уровне начала 1970 г., т.е. откат на 25 лет назад. 1991-1995 гг. по существу стали годами не столько экономической реформы, сколько отчаянной и, к сожалению, не очень успешной борьбы с экономическим кризисом. Меры нейтрализации последствий кризиса, его смягчения, предотвращения новых кризисных явлений практически все время запаздывали. Кризис опережал. Реформа шла болезненно. Попытка в условиях кризиса ускорить реформу, во что бы то ни стало, оказалась не совсем правильной политикой. Поэтому «преуспели» не столько в осуществлении экономической реформы, сколько в разрушении реальной экономики»¹.

В данном случае речь идет не об экономическом кризисе капиталистического способа производства, классически описанном в политэкономии. Шок экономики был вызван изменением самих фундаментальных условий хозяйствования, резким переходом от закрытой плановой экономики с директивными методами управления и государственной собственностью на средства производства к открытой экономике с рыночными условиями хозяйствования, основанной на частной собственности. Резко изменились экономические отношения и принципы хозяйствования, а также вытекающие из этого условия и стандарты ведения бизнеса.

Производство свернулось в силу наступления хаоса в экономических отношениях на всем пространстве бывшего социалистического лагеря, предприятия и потребители которого были традиционными партнерами кыргызстанских хозяйствующих

¹ Койчуев Т. Современное состояние и перспективы развития экономики Кыргызстана. Сборник. Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы.: Научно-практический семинар (июнь 2000 г. – апрель 2001г.) – Б.:2001., стр.5.

субъектов. К тому же эффект «потерянности» хозяйственных руководителей в результате резкого расширения международных экономических границ, поскольку в условиях директивной экономики внешнеэкономические отношения относились к прерогативе центра, за редким исключением на местах и в силу этого отсутствия какого-либо опыта ведения международного бизнеса со стороны производителей республики.

Существует пять факторов, которые часто называют дополнительными факторами в пользу повышения среднесрочных и долгосрочных темпов экономического роста. Это известный феномен, так называемое «преимущество отсталости». Страны, имеющие более низкие показатели ВВП и отсталости по другим показателям от развитых стран, могут осуществлять информационный, технологический и научно-технический трансферты из последних, не тратя ресурсы на изобретения, открытия, в том числе, и на ошибки. Значит, отстающие страны теоретически могут за счет этой экономии иметь более высокие темпы экономического роста.

Второй показатель - посткризисный спурт - хорошо известен на примерах многих стран Латинской Америки и Восточной Азии, стран с переходной экономикой, которые после длительного кризиса, как правило, в среднем имеют более высокие темпы экономического роста, чем долгосрочный тренд. Это связано, прежде всего, с тем, что в наличии имеется производственный аппарат, не задействованный во время кризиса, относительно свободная рабочая сила. Кроме того, наступает отрезвление руководства всех уровней после кризиса, избавление от иллюзий политического и экономического благополучия. В результате экономическая политика становится гораздо более ответственной и эффективной. Третий фактор – демографическая структура.

Конечной целью экономической политики является повышение экономического благосостояния, наилучшим инструментом измерения которого является объем ВВП на душу населения. Рост ВВП определяется первоначальным уровнем дохода, темпом роста инвестиций, инвестициями в человеческий капитал и темпом роста населения. В 1995 году произошло падение ВВП на 5,4%, вместе с тем на конец года появились заметные признаки оздоровления. Уже в 1996 году, по оценкам Европейского банка реконструкции и развития, Кыргызская Республика имела устойчивый рост внутреннего валового продукта и по этому показателю фактически вышла среди стран СНГ на первое место.

Если взять за основу уровень показателей ВВП 1991 года (по различным странам бывшего СССР), когда начались процессы

суверенизации и последовавшая за этим реформа, которая привела к резкому сокращению объемов производства и проследить процесс восстановления экономики, то в 2003 году показатель ВВП (в сопоставимых ценах) составил в Кыргызстане – 81,2%¹. К примеру, в Узбекистане этот показатель составил 112,3%, в Беларуси – 105,4%, в Казахстане – 106,2%, в России – 83,6%, Азербайджане – 80,1%, Таджикистане – 54%. Это характеризует темпы восстановления масштабов экономики после результатов «шоковой терапии». В странах с преобладающими директивными методами управления и «закрытостью» экономики, к каким относится Узбекистан и Беларусь, показатели производства ВВП практически не изменились.

Показатель внутреннего валового продукта по итогам 2003 года составил - 1887,7 млн. долларов США², далее (USD). В 1999 году данный показатель составлял - 1 073,6 млн. USD. Рост объема внутреннего валового продукта за 5 лет составил – 175 процентов, что свидетельствует в целом о тенденциях макроэкономической стабилизации. Реальный рост ВВП в 2003 году к уровню 2002 года составил 6,7%, хотя в 2002 г. производство ВВП сократилось на 0,5% к уровню 2001 г.³. А 2001 году составил 5,3% к уровню 2000 года.

Данная ситуация в целом выглядит неплохо также в сравнении с общемировыми тенденциями развития экономики. Темпы роста мирового валового продукта составили в 2001 году 1,3 %, (в 2000 году – 3,9%)⁴. К примеру, темп роста ВВП США составил в 2001 году 1,1%, 2000 году – 3,4%, соответственно в Еврозоне – 1,5% в 2001 г., 2,5% в 2000 г. В России рост ВВП составил в 2001 г. 5,3%, в Казахстане – 13,2%, в Узбекистане – 0,5%⁵.

¹ Содружество независимых государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр.758.

² Для удобства в понимании цифровых масштабов и возможности сравнительного анализа, все статистические данные, предложенные в данной работе, были переведены автором из национальной валюты - сом в доллары США. Далее (USD).

³ Финансово-экономический бюллетень. - Министерство финансов Кыргызской Республики, №4, 2002, стр. 2.

⁴ Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 167.

⁵ Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 167.

Таблица 2.1.2.

**Структура валового внутреннего продукта
по добавленной стоимости в отраслях экономики¹
(в % к итогу)**

	Годы				
	1999	2000	2001	2002	2003
Всего	100	100	100	100	100
Промышленность	21,7	23,3	22,5	20,3	18,01
Строительство	3,0	3,8	3,8	3,9	2,8
Сельское хозяйство	34,8	34,2	34,5	35,6	35,2
Транспорт и связь	4,8	3,8	4,4	2,4	5,06
Торговля и услуги	12,9	12,0	12,3	13,1	16,02
Прочие	22,8	22,8	22,5	24,8	22,8

В 2003 году основными структурообразующими секторами являлись - сельское хозяйство – 35,2%, торговля и услуги – 16,02%, промышленность – 18,01%. В структуре номинального ВВП происходит снижение к уровню прошлого 2002 года удельного веса промышленности на 2 процентных пункта, стабилен удельный вес сельского хозяйства, сектор услуг возрос почти на 3 процента. Такая тенденция как, рост доли аграрного производства в экономике на фоне сжатия промышленного сектора - это результат продолжающегося эффекта «шоковой терапии» и адаптации предприятий к новым условиям.

Произведенный валовой внутренний продукт увеличился в основном за счет сельского хозяйства и промышленности. Использование внутреннего валового продукта характеризуется снижением объемов государственных инвестиций и потребления. Сохраняется тенденция опережающего снижения объемов импорта по сравнению с экспортом. Снижаются объемы капитальных вложений – основного компонента инвестиций.

Основной проблемой, ограничивающей перспективы быстрого роста фондового рынка республики, являются малые объемы и масштабы экономики. Соответственно естественный показатель обслуживания рынком капиталов потребностей рынка в размещении и перераспределении инвестиций можно охарактеризовать в пределах от 25 до 50% ВВП (характерно для формирующихся рынков).

¹ Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 163.; Бюллетень Национального Банка Кыргызской Республики, №6/2004, стр.12.

Таким образом, поскольку объем ВВП в 2003 году составил 1887,7 млн. долларов США (при наличии позитивных тенденций темпа роста ВВП), то теоретический масштаб для фондового рынка республики составляет порядка от 470 до 950 млн. долларов США. Объем только корпоративных ценных бумаг, зарегистрированных в Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг (ГКРЦБ) и обращающихся на фондовом рынке составляет около 550 млн. долларов США или около 35% к ВВП.

Отношение производства внутреннего валового продукта на душу населения, составил в 2003 году всего – 375 долларов США. Следует отметить небольшой суммарный объем производства на душу населения при неуклонном росте данного показателя из года в год. Рост ВВП на душу населения за пять лет вырос в полтора раза. В то же время, по результатам 2004 года¹, в таких соседних странах, как, например Казахстан данный показатель составил - 2 504 долл. США, Украине - 1 159 долл. США, в России (в 2001 году) составлял - 2115 долларов США². Несколько иная картина в таких небольших странах как, например, Молдове³, где в 2003 году данный показатель составлял – 542 доллара США, а в Таджикистане⁴ – 236 долларов США.

Низкий уровень душевого производства является основным показателем, который относит Кыргызстан к числу малых и компактных экономик.

Уровень инфляции является важным показателем стабильного развития экономики. Индекс потребительских цен за ряд лет имел тенденцию к сокращению и составил в 2003 г. – 5,6%, 2002 г. - 2,3 %, 2001 г. - 3,7%, в 2000 г. – 9,6%, в 1999 г. – 39,9%⁵. Для сопоставимости отметим, что уровень инфляции в США составил в 2001 году 1,1%, в 2000 г. – 3,4%. В странах Еврозоны уровень инфляции снизился с 2,6% в 2000 г. до 2,2% в 2001 г.⁶. В России в 2001 г. инфляция составила 18,6%, в Узбекистане – 26,6%.

¹ <http://www.standardandpoors.ru/p.phtml/analysis>.

² <http://www.standardandpoors.ru/p.phtml/analysis> - Российская Федерация - Кредитный рейтинг - стр.1.

³ www.tvc21.md.

⁴ Каюмов Н.К. Необходимость и экономические механизмы ускорения темпов экономического роста в Таджикистане - <http://www.manas.kg/pdf/economicokonferans/articles/21.pdf>.

⁵ Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. - № 4(76)2002, стр.8.

⁶ Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики.– Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 167.

Темп роста потребительских цен в 2001 году к уровню 1991 года (в количестве раз), в Кыргызстане вырос в 148 раз, в Молдове – 3545 раз, в Азербайджане – 13097 раз, Армении – 33715, Беларуси – 1913899, Казахстане – 36091, России (декабрь к декабрю) – 8674 раз и т.д.¹

Соотношение высокого темпа инфляции с отрицательными темпами экономического роста характерны на начальном этапе рыночных реформ. В то время высокая инфляция являлась следствием либерализации цен и избытка денежной массы, вызванного, в первую очередь, отсутствием должной денежно-кредитной политики, а также неразвитыми механизмами защиты финансового сектора республики, которые давали возможность «экспорта» инфляции и девальвации национальной валюты со стороны экономик соседних стран. Резкий спад производства продукции и оказания услуг стал результатом структурных перекосов. Инфляция и сопряженная с ним неопределенность вынуждали потребителей и предприятия переходить на бартерные сделки и накопление товарных запасов, а финансовых инвесторов – на иностранную валюту путем создания налично-денежных запасов или вывозом капитала за пределы республики.

Высокий темп инфляции снижал отдачу от производственных видов деятельности и делал их невыгодными по сравнению с различными видами финансовых операций, включая торговые. В этой ситуации вложение средств инвесторами в финансовые активы и инструменты предприятий негосударственного сектора оказались малоэффективными. «Долларизация» хозяйственной жизни, получившая широкое распространение, позволила в ряде случаев предотвратить наступление полного коллапса экономической системы, а общая нехватка финансовых ресурсов способствовала резкому снижению экономической активности.

Обменный курс сома по отношению к доллару США последние три года также проявляет тенденцию к стабилизации с небольшими колебаниями. Данный показатель составлял (на конец периода) в 1999 г. – 45,4, а 2003 году – 44,19 к доллару США. Хотя в 2001 г. – 47,7. По итогам 2001 года в Кыргызской Республике официальный курс доллара США к сому снизился на - 1,2%, в то же время в России курс рубля к доллару США снизился на - 7%, в Узбекистане курс сума к доллару США снизился почти в два раза².

¹ Содружество независимых государств в 2001 году. Статистический ежегодник. - М.: 2002, стр.49.

² Мешкова Е В одной упряжке с соседями. - Рынок капиталов, №3(42)апрель 2002 г. стр.7.

Показатель инвестиций в основной капитал на протяжении последних лет стабилизировался и составил в 2003¹ г. – 202,7 млн. долларов США или 10,7% к уровню ВВП. Этот показатель несколько снизился к показателю 2002 г. и составил – 12,4% к уровню ВВП. При этом структура инвестиций по формам собственности выглядит следующим образом, удельный вес государственных инвестиций составляет около 30%, а частных, соответственно - 70%.

Инвестиции в финансовые активы составили 14,9 млн. долларов США². Из них 48,7% направлены в долгосрочные активы, а 51,3% - в краткосрочные. Данный показатель нестабилен из года в год. Так, если в 2001 году удельный вес долгосрочных активов составил 70 %, а в краткосрочных 30%, то в 2002 году дефицит долгосрочных активов составил – минус 15,3 млн. долларов США или 117%, а краткосрочных – 2,2 млн. долларов США или (-17%).

Эти изменения стали возможны благодаря проводимой общегосударственной политике, направленную на максимальную мобилизацию внутренних инвестиционных источников, ресурсов и привлечение прямых иностранных инвестиций³.

В настоящее время основной экономической проблемой Кыргызстана является его ограниченный доступ к экспортным рынкам. Только расширение статей экспорта могут привести к экономическому росту, и только при значительном росте экспорта страна сможет привлечь большие объемы инвестиций. Для республики, не имеющей выхода к морю, внешняя торговля является жизненной необходимостью, но Кыргызская Республика страдает от сочетания таких препятствий, как географические условия, а также торговая политика соседних стран.

Тенденции внешнеэкономических показателей деятельности республики за ряд лет характеризуются, как нестабильные. По итогам 2003 года⁴ общий объем торговли возрос на 21% и составил 1298 млн. долларов США. В том числе, импорт возрос на 22% и составил 717,0 млн. долларов США, а экспорт на 19,8% - 581,7 млн. долларов США. Таким образом, сложилось отрицательное сальдо торгового баланса в размере 135,3 млн. долларов США.

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.31.

² Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр 118.

³ Финансово-экономический бюллетень. - Министерство финансов Кыргызской Республики, 1 квартал 2002 года, стр.7.

⁴ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.30.

Таблица 2.1.3.

Основные макроэкономические показатели развития экономики Кыргызской Республики за 1999- 2003 годы ¹

Показатели	1999	2000	2001	2002	2003
1	2	3	4	5	6
Номинальный ВВП (млн. USD)	1 073,6	1 353,2	1549,0	1635,2	1887,7
Фактическое конечное потребление (млн. USD)	1038,9	1160,0	1274,7	1408,7	1668,0
Валовые накопления (млн. USD)	193,5	270,7	278,8	287,9	305,4
Экспорт (млн. USD)	453,8	504,5	476,1	485,5	581,7
Импорт (млн. USD)	599,7	554,1	467,2	586,7	717,0
Индекс внешнеторгового оборота	77,7	100,5	89,1	113,7	121,1
Номинальный ВВП (млн. USD)	1 226	1 367	1 531	1 661	1895,9
ВВП на душу населения (млн. USD)	252	279	312,6	328	374,6
Реальный темп роста ВВП (%)	3,7	5,4	5,3	0,0	6,7
Индекс потребительских цен (к декабрю предыдущего года), %	139,9	109,6	103,7	102,3	105,6
Обменный курс, сом/USD (на конец периода)	45,4	48,3	47,7	46,09	44,19
Кредитные вложения в экономику (на конец года в млн. USD)	56,85	51,36	77,9	99,71	145,3
в том числе:					
краткосрочные	43,3	40,8	51,9	58,9	91,3
долгосрочные	13,4	10,5	23,9	40,8	54,04
Индекс кредитных вложений в экономику	137,7	96,1	в 1,5 р.	123,7	139,8

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.:Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.28-31, 33, 236.

1	2	3	4	5	6
Инвестиции в основной капитал	147,7	224,7	206,3	203,5	202,5
Индекс инвестиций в основной капитал	121,5	137,3	85,5	90,4	93,4
Государственные финансы (в процентах к ВВП)					
Общие доходы	16,6	15,3	17,0	19,2	19,4
Общие расходы	19,1	17,3	16,6	20,2	20,2
Дефицит	-2,5	-2,0	0,4	-1,0	-0,8
Социальные показатели					
Численность населения (тыс. чел)	4864,6	4908,4	4946,5	4984,4	5037,3
Средняя заработная плата (USD)	23,1	25,4	30,5	36,5	43,3
Располагаемые денежные доходы населения на душу населения (USD)	140,9	169,7	207,5	238,6	264,7
Денежные доходы населения (млн.USD)	716,5	847,6	1071,8	1246,3	1399,5
в том числе:					
накопление сбережений во вкладах и ценных бумагах	- 0,26	6,45	-0,69	3,3	6,55
осталось на руках населения	22,2	24,4	28,3	51,1	30,6
Денежные расходы населения (млн. USD)	694,3	850,4	1043,5	1195,2	1368,9

Особенностью экспорта республики является зависимость данного показателя от ограниченного перечня товаров, в основном, это золото, электроэнергия, табак. Основными экспортными статьями республики с 1997 г. являются поставки золота¹, удель-

¹ В основном кыргызское золото экспортируется в Лондон и надо отметить, что оно пользуется там популярностью. Филиал АО "Кыргызалтын" - аффинажный завод имеет статус "Good Delivery" Лондонской Ассоциации рынка драгоценных металлов, это свидетельствует о том, что оно стоит в одном ряду с лучшими мировыми производителями, а качество выпускаемых слитков соответствует высоким мировым стандартам. Международный рынок специализируется, в основном,

ный вес которого в 2000 г. в объеме экспорта составил около 40%, электроэнергии (16 %), машин и транспортного оборудования (10 %), табака и табачных изделий (6,5 %). В целом доля цветной металлургии в структуре экспорта составила около 51% к общему объему.

Видимо, в перспективе ценные бумаги предприятий данных отраслей должны стать основой ликвидной торговли на фондовом рынке республики.

Государственный внешний долг Кыргызской Республики, хотя и имеет тенденцию к сокращению со 108% - к уровню ВВП в 1999 г. до 86,6% - к ВВП в 2004¹ г. Однако совокупный объем долга является значительным и оказывает сильное давление на развитие экономики. При этом отношение процентных выплат к совокупным государственным доходам сократилось до 3,97% к уровню ВВП в 2001 году. Совокупный дефицит государственного бюджета снизился с 11,9% к ВВП в 1999 году до – 0,8% к ВВП в 2003 году.

Таблица 2.1.4.

Долговые индикаторы (в процентах)²

	2000	2001	2002	2003	2004
Государственный внешний долг к ВВП	130,00	112,10	108,50	93,80	86,59
Обслуживание внешнего долга к экспорту	21,70	21,40	14,30	15,60	13,49
Обслуживание внешнего долга к доходам бюджета	-	31,00	21,50	24,50	14,15

Ситуация с внешним долгом представляется сложной и более невыгодной по сравнению с другими соседними республиками,

на операциях со стандартизированными слитками "Good Delivery Bars", но в последнее время все большую популярность приобретают золотые мерные слитки достоинством 1 кг и 100 гр. особенно в ОАЭ, а 10-толовые - в Индии. В настоящее время АО "Кыргызалтын" начал производство золотых мерных слитков. Мировая практика свидетельствует, что мерные слитки пользуются популярностью у населения, как средство сбережения. С началом хождения их на внутреннем рынке расширяются возможности и банковского сектора республики.

¹ Источник: см. <http://www.minfin.kg/invest/gos-indic.htm>

² Источник: см. <http://www.minfin.kg/invest/gos-indic.htm>

где заимствования носят коммерческий характер, совокупный объем заимствования к уровню ВВП находится на должном, безопасном уровне. Например, в Казахстане и странах Прибалтики отозваны представители Всемирного банка и МВФ, что является свидетельством финансовой независимости от международных финансовых институтов. Это является главным показателем инвестиционной привлекательности и финансовой платежеспособности стран, а также результатом позитивной политики управления внешним долгом страны.

В то же время это имеет непосредственное отношение к развитию рынка ценных бумаг. Дело в том, что высокий уровень внешнего долга является ключевым, отрицательным фактором возможности заимствования инвестиций на международном рынке капиталов, поскольку перекрывает возможность государственного заимствования на мировом рынке. Это в равной степени относится и к корпоративным заимствованиям. Отрицательный страновой рейтинг повлияет не благоприятным образом на стоимость облигаций и других финансовых инструментов, выпускаемых отечественными эмитентами.

Государственная политика управления внешним долгом направлена на снижение бремени государственного долга и основана на: непривлечении внешних займов с грант-элементом менее 45%; досрочном погашении нельготных займов; реструктуризации двухсторонних задолженностей через Парижский клуб; дальнейшей приватизации стратегических предприятий, где 75% доходов от их приватизации будет использоваться для сокращения внешнего долга. Новые внешние заимствования будут привлекаться только на самые приоритетные программы и проекты, которые будут содействовать экономическому росту и сокращению бедности¹.

11 марта 2005 года Парижский Клуб кредиторов предоставил Правительству Кыргызской Республики льготную реструктуризацию всего накопленного долга страны перед членами Парижского клуба и Турцией в сумме 555,1 млн. долл. США (из которых: льготные кредиты составляют 306,3 млн. долл. США; нельготные – 248,8 млн. долл. США). Данное соглашение предусматривает сокращение накопленного долга по двусторонним кредитам, подписанным до 31 августа 2001 года, а также по кредитам, реструктури-

¹ Совместное заявление Правительства Кыргызской Республики и Национального банка Кыргызской Республики о финансовой и социально-экономической политике на 2002 год. - «Банковский вестник» Ежемесячный обзор деятельности банковской системы Кыргызстана, № 3/2002, стр.7.

зированным Парижским клубом в 2002 году. Это стало возможным в результате исполнения Кыргызстаном программы сокращения бедности и содействия экономическому росту (ПРГФ 2001-2004) и Национальной стратегии сокращения бедности (НССБ).

Другим важным показателем состояния экономики являются финансовые результаты субъектов экономики, которое было неоднозначным в течение 1999-2003 годов. Наметилась тенденция к замедлению темпов роста убытков нерентабельных организаций, предприятиями получена сальдированная прибыль, не увеличивается число убыточных предприятий.

Таблица 2.1.5.

Сальдированный финансовый результат предприятий и организаций отраслей экономики (млн. USD)^{1*}

Отрасль экономики	1999	2000	2001	2002	2003
Промышленность	-87,2	73,6	117,7	26,2	20,5
Сельское хозяйство	0,9	0,27	2,29	1,09	-1,28
Строительство	-2,16	1,07	1,07	-2,7	1,13
Транспорт	-0,46	-0,18	0,99	4,3	3,3
Связь	-3,0	1,6	4,07	7,8	13,2
Торговля и бытовое обслуживание	-17,9	5,02	4,8	1,2	-10,2
Финансовая деятельность	-19,4	7,4	11,0	20,6	12,9
Прочие	-12,7	1,5	-1,8	1,24	2,9
Итого	-148,5	80,2	140,3	7,7	42,6

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.196.

* Сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) – конечный финансовый результат, выявленный на основании бухгалтерского учета всех хозяйственных операций предприятий. Представляет собой сумму прибыли (убытка) от реализации продукции (работ, услуг), основных средств, иного имущества предприятия и доходов от внереализационных операций, уменьшенных на сумму расходов по этим операциям.

Таблица 2.1.6.

Индекс экономической свободы по годам¹

	2001	2002	2003
Армения	2,95	2,70	2,65
Азербайджан	3,95	3,50	3,35
Беларусь	4,25	4,35	4,30
Грузия	3,55	3,40	3,40
Казахстан	3,75	3,60	3,50
Кыргызстан	3,65	3,60	3,35
Молдова	3,60	3,35	3,20
Россия	3,70	3,70	3,70
Таджикистан	3,95	3,85	3,95
Туркменистан	4,40	4,40	4,40
Украина	3,85	3,85	3,65
Узбекистан	4,45	4,35	4,25

С другой стороны, заметного улучшения общего состояния предприятий и организаций не произошло и выражается в неудовлетворительном состоянии платежей и расчетов, замораживании денежных средств в виде товарно-материальных запасов на складах. Происходит вытеснение кредита и денег в балансе предприятий дебиторской и кредиторской задолженностью, связанной в значительной степени с неплатежами покупателей и поставщикам.

Уровень экономической свободы является также важным показателем качества экономического развития. Под уровнем экономической свободы понимается степень невмешательства государства в производство, распределение или потребление товаров и услуг в соответствии с необходимым для граждан уровнем защиты и свободы².

¹ там же, стр.4.

² Оценка данного индекса рассчитывается The Heritage Foundation на основе следующих факторов – торговая политика, бюджетная политика, степень интервенции государства в экономику, монетарная политика, уровень денежных потоков и иностранных инвестиций, развитость банковского сектора и системы финансов, уровень заработной платы, уровень цен, соблюдение прав собственности, регулирование и «черный рынок». Чем выше балл по конкретному фактору, тем выше уровень вмешательства государства в экономику и, соответственно, меньший уровень экономической свободы. По результатам анализа экономики стран их можно подразделить на 4 категории: с индексом ниже 1,95 – свободные экономи-

Таким образом, кыргызстанская экономика относится к третьей категории, то есть странам с «в основном несвободной экономикой». Это также характеризуется переходной системой экономики. По результатам 2003 года на первом месте находится китайский Сянган (Гонконг) с индексом - 1,45, на последнем - Северная Корея с индексом - 5.

2.1.2. Влияние отраслевой структуры промышленности на рост фондового рынка

В результате рыночных преобразований в экономике тенденции развития промышленности также подвергаются некоторым изменениям. С 1997 г. наметилась тенденция роста производства. Объем производства с 1999 по 2003 год возрос почти в полтора раза. В 2003 году рост объемов промышленности составил 17% к уровню предыдущего года и составил 1215,3 млн.долларов США, хотя по итогам 2002 года спад производства в промышленности составил 10,9% к уровню 2001¹ года. Из таблицы 2.1.5. видно, что промышленность работает в целом прибыльно. По результатам 2003 года положительное сальдо составило – 20,5 млн. долларов США.

Промышленность Кыргызской Республики еще не восстановилась в прежних объемах после кризисных явлений переходного периода. Если рассматривать к уровню 1991 года², то промышленное производство в 2003 году составляло всего - 46% прежнего объема. Например, промышленность Казахстана восстановилась на – 80%, Молдовы – 56, Беларуси – 120%, Таджикистана - 58%.

Следует отметить, что промышленные предприятия являются основными эмитентами на рынке корпоративных ценных бумаг. В 2003 г. в секторе промышленности функционировало 1900 предприятий. Рост производства характеризует повышение активности в секторе промышленности, с другой стороны, на это повлияли также инфляционные процессы и девальвация национальной валюты. Колеблется показатель рентабельности предприятий

ки, 2-2,95 – в основном свободные, 3-3,95 - в основном несвободные, выше 4 – репрессивные экономики.

См. Каниметов К.А. Кыргызстан на новом этапе своего развития. - Новые перспективы №1(1) март 2003, стр.3.

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр. 74.

² Содружество независимых государств в 2003 году. Статистический ежегодник. – М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр. 762.

реального сектора, имея в целом тенденцию к увеличению (прибыль от реализации в процентах к себестоимости), составлял в 2000 г. – 9,1%, в 2001 г. – 13,2%, в 2003 году – 2,4%¹.

Как видно из таблицы, ведущей динамично развивающейся отраслью промышленности является цветная металлургия, где удельный вес объема производства увеличился с 8,2 - в 1996 г. и 33,2% - в 1997 году до 43,6% - в 2001 г., что существенно влияет в целом на увеличение доли промышленности в ВВП. Объемы промышленной продукции цветной металлургии за период с 1997 по 2001 гг. возросли в 3,4 раза, за счет более полного вовлечения в действие золоторудного месторождения «Кумтор» и проведения аффинажа его продукции в АО «Кара-Балтинский горнорудный комбинат». Кроме того, в этот период наиболее стабильно обеспечивал выпуск промышленной продукции Кадамджайский сурьмяный комбинат, специализирующийся на производстве сурьмы.

Таблица 2.1.7.

Удельный вес отдельных отраслей в общем объеме промышленного производства (в %)²

	1999	2000	2001
Вся промышленность (в млн. USD)	742,8	927,9	982,9
Вся промышленность	100,0	100,0	100,0
Электроэнергетика	12,8	15,8	14,6
Топливная промышленность	3,3	3,9	3,6
Цветная металлургия	41,9	41,4	43,6
Машиностроение и металлообработка	4,1	4,4	5,2
Промышленность строительных материалов	3,1	2,8	3,0
Легкая промышленность	4,7	5,9	5,8
Пищевая промышленность	17,9	14,4	13,1
Мукомольно-крупяная и комбикормовая промышленность	9,6	8,3	8,0
Другие отрасли	2,9	3,1	3,1

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики 1999 – 2003. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.32.

² Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002, стр. 56-57.

Таким образом, цветная металлургия является сектором экономики, занимающим почти половину доли объема промышленного производства. В данной отрасли функционирует всего 45 предприятий. Темп роста производства к уровню предыдущего года составлял, например, в 1997 году - 666,7% и 139,1% в 2001 году. Высокий показатель роста валового дохода в 1997 году можно объяснить запуском золоторудного комбината «Кумтор» - совместного кыргызско-канадского предприятия.

Тенденции высокого темпа роста объемов промышленной продукции металлургической промышленности продолжают, за период с 1996 по 2000 г. возросли в 5 раз. В 2002 году рост составил - 112,2%, а в 2003 году 23,5% к уровню прошлого года. Выручка от реализации продукции только в 2001 году¹ - 587,9 млн. USD. По сравнению с ведущей страной по добыче золота - ЮАР (запасы - 40154 т, ежегодный объем производства 4967 т) - Кыргызстан особого влияния на мировой рынок золота не имеет, несмотря на сравнительно большие прогнозные запасы².

Анализ структуры промышленного производства показывает значительное изменение его структуры. Снизился удельный вес продукции ранее крупных отраслей - машиностроения и легкой промышленности. Если в 1997 г. суммарный объем производства машиностроения и легкой промышленности составлял 17,1 % от всего промышленного производства, то в 2001 г. их доля сократилась до 11 %.

Также, несмотря на увеличение объемов производства, наблюдается снижение доли в промышленном производстве таких отраслей, как топливная промышленность - с 5,7 % в 1997 г. до 3,6 % в 2001 г., промышленность строительных материалов - с 4,5 % до 3,0 % соответственно и пищевая промышленность - с 16,1 % до 13,1 % соответственно. Снижение объемов производства топливной промышленности обуславливается уменьшением по сравнению с 1997 г. добычи угля на 9% и нефти на 11%, а также сокращением производства автомобильного бензина почти в 3,5 раза (на 71 %). Следует отметить, что в республике существует в небольших объемах добыча нефти (включая газовый конденсат) около 80 тыс. тонн, а также газа естественного около

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики 1997 - 2001. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002, стр. 142.

² АО "Кыргызалтын" стал стабильно увеличивать темпы роста выпуска золота на своих филиалах. К 1999 году всего выплавлено 1142,1 кг золота, а в 2001 году - 1258,7 кг. В 2002 году намерены были поднять планку до 1600 кг.

30 млн. куб. м¹. Сокращение производства в данной отрасли обусловлено, в первую очередь, неэффективными методами борьбы с контрабандным ввозом нефтепродуктов из соседних стран.

Анализ промышленности строительных материалов показал, что в этой отрасли не всегда наблюдался спад производства. Рост производства в отрасли произошел в 1997-1998 гг. за счет развития цементного производства. При этом, важную роль сыграло восстановление торговых связей со странами СНГ. В 1998г. наблюдался рост экспортных поставок асбестоцементных листов (шифера) в Казахстан и Узбекистан (в 3 раза). Однако, в 1999 г. экспорт их снизился на 21,6 и 41,1 процента соответственно. В 2000 г. продолжалась тенденция снижения вывоза шифера в Казахстан - на 30,3 процента (по сравнению с 1999г.), в Узбекистан, напротив, поставки возросли в 1,6 раза.

Наравне с отраслью цветной металлургии тенденцию к росту имеют объемы производств таких отраслей промышленности, как электроэнергетика и мукомольно-крупяная и комбикормовая промышленность. Доля электроэнергетики увеличилась с 13,2% в 1997 г. до 14,6% в 2001 г. и доля мукомольно-крупяной и комбикормовой промышленности – с 6,8 % до 8 % соответственно. Электроэнергетика является важной отраслью промышленности. В 2001 г. выработано 13,7 млрд. кВт. часов электроэнергии, что на 8,7 % больше, чем в 1997 г. (но на 8 % меньше в сравнении с 2000 г.).

В промышленности преобладают несколько отраслей, которые формируют как основные статьи экспорта, так и влияют на состояние основных макроэкономических показателей. Данный сектор является чувствительным к изменениям конъюнктуры как внешнеторговой, так внутренней, поэтому его можно отнести к нестабильным. Если разобраться в основных причинах спада показателей производства в 2002 году, то этому послужили следующие экономические факторы. Сократилось производство на золоторудном месторождении «Кумтор» на 31,5% вследствие аварии. Снизилось производство в энергетической отрасли, связанное с сокращением экспорта электроэнергии в соседние республики. Произойшел спад производства в отрасли по переработке нефти, поскольку осталась нерешенной проблема контрабандного ввоза горюче-смазочных материалов из соседних республик.

В целом отраслевая структура, как эмиссий ценных бумаг, так и торговли на фондовом рынке отражает процентное соотношение

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2001, стр.70.

различных видов секторов в экономике. Несколько отраслей, которые формируют основные статьи экспорта и влияют на состояние основных макроэкономических показателей, являются чувствительными к изменениям конъюнктуры как внешнеторговой, так внутренней, поэтому их развитие можно отнести к числу нестабильных и рискованных. Внутренний рост не может происходить только за счет привлечения инвестиций или внутренних сбережений, либо иностранных кредитов. У такой небольшой страны, как Кыргызская Республика, нет выбора, поэтому рост экономики в будущем будет зависеть от роста объемов экспорта. Структура экспорта республики зависит от ограниченного перечня товаров, в основном, это золото, электроэнергия, табак. Географическая структура экспорта широка, но только восемь стран - Россия, Германия, Узбекистан, Казахстан, Китай, США, Швейцария и Великобритания составили около 80 процентов внешнеторгового оборота республики.

Особенностью взаимовлияния структуры экономики и развития рынка капиталов является то, что отрасли, имеющие наибольший удельный вес в экспорте республики практически не играют значительной роли на рынке ценных бумаг. К такой динамично развивающейся отрасли относится цветная металлургия, объем производства, которой увеличился до 45% в 2003¹ году, против 33,2% в 1997 году (8,2 % в 1996 г.). Цветная металлургия является сектором экономики, занимающим почти половину доли объема промышленного производства. В данной отрасли функционирует всего 45 предприятий. Темп роста валового дохода к предыдущему году составлял 666,7% в 1997 году и 139,1% в 2001 году. В целом доля цветной металлургии в структуре экспорта составила около 51% к общему объему.

Тенденция роста данной отрасли, видимо, должна была повлечь быстрый рост объемов торгов финансовыми инструментами предприятий сектора, но этого не происходит. Предприятия отрасли, конечно, нуждаются в инвестициях для развития, однако сегодня такие инвестиции компании получают за счет кредитов иностранных банков, а в отдельных случаях, прямых инвестиций инвесторов. Таким образом, рост торгов на фондовом рынке данного сектора является перспективным делом. На это накладываются отпечаток неподготовленности руководящего состава для работы, как на внутреннем, так и на международном рынке капиталов.

В меньшей степени это характерно для предприятий энергетической отрасли, имеющие около 16% в общем объеме экспорта.

¹ Бюллетень Национального Банка Кыргызской Республики, №6/2004, стр.72.

Компании энергетического сектора после принудительной структурной реорганизации и демонополизации сегодня адаптируются к работе в новых условиях. В перспективе после полной приватизации данного сектора экономики объединение или кооперация должна произойти на рыночной основе. Следует отметить, что контрольный пакет акций предприятий (а в большинстве случаев, практически весь пакет акций является государственным) цветной металлургии и энергетического комплекса находятся в государственной собственности. Поэтому здесь необходимо реально учитывать влияние государства на методы управления такими предприятиями. А где влияние государства велико, как отмечалось ранее, активность на фондовом рынке низка. Руководство компаний склонно рассчитывать на поддержку правительства и находится под постоянным контролем государства.

Опыт показал, что правительство не является хорошим финансовым управляющим, больше уделяет внимание в производственной деятельности, и практически не может экономить, а большие расходы направляет на решение социальных вопросов. К тому же в таких предприятиях больше развита коррупция и другие виды криминала. В то же время при полной приватизации и обретением частного собственника, подобного рода болезни бесхозяйственности сразу прекращаются и начинается финансовое оздоровление и рост производства продукции соответствующего качества.

Финансовые инструменты предприятий переработки сельскохозяйственной продукции также не нашли еще широкого хождения на фондовом рынке и тоже представляются делом перспективного развития.

Экономический комплекс республики следует относить к группе стран с так называемой «малой экономикой», которые демонстрируют относительно небольшие экономические масштабы. Хотя, анализ темпов и динамики развития относят республику к числу стабильных и быстроразвивающихся. К признакам такой экономики относятся, в первую очередь, небольшая численность населения (около 5 млн. человек) емкость внутреннего производства и потребления, а также сравнительно небольшой объем внутреннего валового продукта, в том числе производства на душу населения. На это также влияет глубина внутренней и внешней (важный показатель - широта географической направленности по странам) торговли. В отраслевой структуре преобладают отдельные виды индустриальных производств с доминированием добывающей или сырьевой направленностью. Параметром «провинциальности» экономики могут выступать такая особенность

демографической структуры населения, как наличие тенденции роста преобладания сельского населения по сравнению с городским. В том числе, это может указывать на потенциальный перекокс демографической структуры в будущем в сторону роста аграрного производства в структуре экономики.

Таким образом, динамичный рост отдельных отраслей экономики не совпадает с активностью торговли их финансовыми инструментами на фондовом рынке. С другой стороны рост объемов выпуска продукции или его снижение в зависимости от внутренней или внешнеторговой конъюнктуры практически не влияет на изменение индексов фондового рынка, что также подтверждает зарождающийся характер фондового рынка в республике.

Поэтому такой тип экономики определяет малые масштабы и объем рынка ценных бумаг, а также собственно и активность рыночных отношений в этом секторе. В основном на фондовом рынке будут привлекательно выглядеть эмитенты, относящиеся к определенным отраслям (а если говорить конкретнее, то предприятиям) имеющими наиболее благоприятные показатели в структуре национального производства и экспорта. К числу которых, по нашему мнению, можно отнести, прежде всего, горнодобывающую (золотодобывающую) промышленность, отдельные предприятия естественных монополистов (энергетические, строительных материалов, телекоммуникационных и пр.), а также новых рыночных образований (финансовых и банковских) которые в целом демонстрируют в структуре показателей Валового производства около 10%.

В настоящий момент не наблюдается совпадения общих параметров и темпов развития экономики и глубины фондового рынка. Рынок капиталов не занимает еще соответствующего положения в структуре финансового рынка республики и не выполняет в полной мере тех задач, которые обычно выполняются фондовым рынком в странах с развитой экономикой. Не выполняет функций прогноза экономического развития и не ощущается особого влияния на ритмы торговли финансовыми инструментами различного рода информации и новостей.

Тенденции развития структуры владельцев ценных бумаг идет в сторону преобладания стратегических, крупных владельцев пакетов акций и быстро сужаются рамки для спекулятивной торговли розничными инвесторами.

Важным представляется также тот момент, что у широких слоев населения не сложилось еще психологического доверия и восприятия к финансовым инструментам рынка капиталов, которая

усугубляется нестабильным положением банковского сектора, связанным со случаями банкротства коммерческих банков.

К предприятиям, имеющим неплохие перспективы на фондовом рынке, следует отнести предприятия переработки сельскохозяйственной продукции, которые могут развиваться как небольшие, так индустриально-крупные, а также объекты туристического обслуживания на всемирно известном озере «Иссык-Куль».

К факторам, не способствующим активному обороту на рынке ценных бумаг, также будут относиться и стремление иметь стратегический, контрольный пакет акций данных компаний определенной группой лиц. На это уже повлияла малая капитализация компаний в результате оценки в период приватизации и соответственной незаинтересованностью собственников в «разводнении» своих позиций при управлении. Но этот фактор может быть преодолен в будущем, поскольку быстро развивающиеся компании будут заинтересованы в привлечении капитала, в том числе и через выпуск акций.

Перечисленные факторы, а также низкий уровень насыщенности экономики деньгами приводят к выводу, что рынок ценных бумаг республики не может иметь в ближайшее время широкого публичного оборота и соответственно быть эффективным механизмом инвестирования сбережений в ценные бумаги. В основном развитие ликвидных инструментов, возможно, будет сосредоточено на нескольких эмитентах – крупных компаниях, отдельных банков и инвестиционных проектов. Будут иметь больше возможностей выпуск корпоративных долговых ценных бумаг (облигаций) различными предприятиями. При этом правительством республики в перспективе будет уделяться все больше внимания развитию механизмов и инструментов государственного долгового заимствования и соответственно его глубины.

2.2. Экономические и социальные интересы населения, как фактор развития рынка ценных бумаг.

Географически территория Кыргызстана находится далеко от морских транспортных путей, не насыщена природными ресурсами (в отличие от соседних стран по региону), которые могли стать основой добывающей промышленности и соответственно устойчивой статьёй экспорта, положительно влияющего на макроэкономические показатели в целом.

Традиционное население Кыргызской Республики не имело исторических традиций фондового рынка, поскольку мусульман-

ская религия запрещает взимание процента в любой форме и при назначении ссуды. Поэтому развитие данного рынка стало возможным после обретения независимости. С другой стороны историко-экономический опыт Кыргызстана не был насыщен развитием отношений в финансовом секторе в целом. Это также обуславливалось отсутствием должного уровня развития экономической глубины структуры народного хозяйства (наличия широкой базы и количества предприятий различных отраслей, что явилось приобретением для республики после революции 1917 года) и, соответственно, рыночной потребности в массовом привлечении инвестиций в экономику через фондовый рынок.

Важно отметить также то обстоятельство, что в целом, в республике отсутствовали традиции рыночного поведения индустриального типа, характерного для других постсоветских стран. «Для того, чтобы предпринимательство было успешным, должны сформироваться определенные навыки, каковых у кыргызстанцев, а особенно у кыргызов – коренного населения, никогда не было»¹.

Основой формирования долгосрочной государственной экономической политики, а также улучшения уровня жизни населения станет реализация мероприятий, предусмотренных в Комплексной основе развития Кыргызстана (КОР) на период до 2010 года и Национальной стратегии сокращения бедности (НССБ) до 2005 года. Для достижения указанных целей предусматривается: проведение согласованной денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики; реформирование финансовой системы; расширение налогооблагаемой базы в целях равномерного распределения налогового бремени и повышения устойчивости доходов; улучшение администрирования налоговых сборов; дальнейшее совершенствование нормативно-правовой базы для развития частного сектора; приоритетное привлечение в экономику Кыргызстана прямых иностранных инвестиций; трансформация частных сбережений в инвестиции для развития экономики республики; увеличение доли безналичных расчетов и сокращение сроков платежей в республике. Приоритетами развития реального сектора будут: частный сектор, включая индустрию туризма; энергетика; сельское хозяйство и перерабатывающая промышленность².

¹ Акаев А. Переходная экономика глазами физика (математическая модель переходной экономики). - Б.: Учкун, 2000, стр.51.

² Совместное заявление Правительства Кыргызской Республики и Национального банка Кыргызской Республики о финансовой и социально-экономической политике на 2002 год. – «Банковский вестник» Ежемесячный обзор деятельности банковской системы Кыргызстана, № 3/2002, стр.3.

Кыргызская Республика, как и другие страны с переходной экономикой, переживает кризис трансформации, становления новых отношений, изменения внутренних взаимосвязей, с другой стороны, это усиливается кризисными явлениями специфического характера, и поэтому требуется нетрадиционный подход для выхода из сложившегося положения и обеспечения роста экономики.

В течение последнего десятилетия произошло достаточно много изменений в структуре населения. Численность населения увеличилась с 3 млн. человек в 1970 году до 5 млн. человек в 2003 году. Доля трудоспособного населения возросла с 45,2% в 1970 году до 57% в 2003 году¹. При этом в общем количестве населения доля детей и подростков снизилась с 44% в 1970 году до 34% в 2003 году, также снизилась доля лиц старше трудоспособного возраста с 11% в 1970 г. до 8,5% в 2003 г. В связи с этим является высоким давление на трудоспособное население, коэффициент демографической нагрузки составил - 898 человек.

Специфической особенностью демографического процесса Кыргызстана является традиционно высокий уровень рождаемости при относительно низком уровне общей смертности, и это является определяющей переменной в увеличении численности населения при отрицательном миграционном процессе. С 1970 г. наблюдался эмиграционный приток населения в страну, который в первой половине 90-х вылился в миграционный отток. Соответственно, при большем количестве трудоспособных граждан происходили гораздо более благоприятные изменения для экономического роста, чем могло бы быть в противоположном случае.

Известный эксперт Фонда имени Карнеги профессор Андерс Ослунд дает такой комментарий по этому поводу: «Если мы взглянем на основные причины роста, то относительно низкий ВВП на душу населения в Кыргызстане будет способствовать усилению роста, в частности потому, что Кыргызстан обладает замечательным и недостаточно задействованным человеческим капиталом, который должен стать основным источником будущего роста. Рост населения и прирост рабочей силы составляет примерно чуть более одного процента в год, что также должно содействовать росту ВВП»². По данным переписи, в 1999 году удельный вес городского

¹ Аналитические итоги первой национальной переписи населения Кыргызской Республики 1999 года. Книга VI. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002, стр.9.; Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2001, стр.28.

² Ослунд А. Доклад «Кыргызская Республика: к экономическому росту через расширение экспорта» - <http://www.undp.kg/russian/publications/2002/aar/doc>, стр.8.

населения снизился до 35,3%. Кыргызстан является страной, где преобладает сельское население, и республика является одной из редких стран, где статистика показывает дисурбанизацию, т.е. рост доли сельского населения¹. Четвертый способствующий поддержанию более высоких темпов роста фактор - внешнеэкономическая конъюнктура. В первую очередь, рост мировых цен на золото и другие природные ресурсы. И, наконец, пятый фактор – качественная экономическая политика - самый мощный инструмент, который способен обеспечить высокий темп экономического роста.

Таким образом, необходимо использовать вышеперечисленные факторы, реально присутствовавших в экономике в последнее десятилетие, для увеличения темпов экономического роста.

Обзор и анализ основных показателей экономического развития республики дает возможность рассмотреть факторы, влияющие на развитие темпов и качества фондового рынка и определить их тенденции. Отдельные показатели и обобщения, предложенные в данной главе, были изложены ранее и в определенном смысле являются повторением.

В индустриальных странах развитие финансового сектора носило длительный эволюционный характер, а отношения на фондовом рынке стабильно формировались под воздействием двух его основных сторон, это потребности производителей в инвестициях и возможности потенциальных инвесторов в инвестировании. Механизмы рынка ценных бумаг создавались в естественных самостабилизирующихся рамках и условиях развитого индустриального производства. Поэтому количественные параметры объемов фондового рынка стабильны, при традиционно высоком доверии со стороны населения и потенциальных инвесторов.

В условиях переходной экономики объемы частных инвестиций не в полной мере охвачены статистическим учетом, в результате объемы сбережений в экономике занижаются и, соответственно, объем частного потребления завышается. Кроме того, произведенный ВВП не трансформируется моментально в доходы. Увеличение кредиторской задолженности предприятий косвенно свидетельствует об ухудшении сбыта их продукции, поэтому можно говорить об определенном снижении спроса.

¹ Аналитические итоги первой национальной переписи населения Кыргызской Республики 1999 года. Книга VI. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002, стр.110.

Таблица 2.2.1.

**Уровень бедности по данным Всемирного банка
(в процентах к населению)¹**

	Арме- ния	Азер- байджан	Грузия	Кыргыз стан	Мол- дова	Таджи- кистан
1999	55	62	60	55,3	80	83
2001	51	58	51,8	47,6	55	83

Однако при оценке возможностей использования ресурсов, сберегаемых населением в условиях переходной экономики, необходимо учитывать сложившуюся динамику уровня жизни населения. С начала 90-х гг. благосостояние большей части населения республики почти ежегодно ухудшалось. Хотя в 1999 году по сравнению с 1993 годом номинальные денежные доходы населения возросли почти в 3 раза, в реальном выражении они сократились на 22,5%. Особенно резкое сокращение реальных доходов произошло после финансового кризиса 1998 года. Если в 1998 г. средняя заработная плата составляла в эквиваленте 40,47 доллара США, то 1999 г. – лишь 23,1 доллара США, в 2000 г. – только 25,4 доллара США, а 2003 году – 43,3 доллара США. Отношение среднемесячной заработной платы к прожиточному минимуму трудоспособного населения составляло в 1999 году всего – 82,2 %, а в 2003 году 105,9%. Таким образом, если ранее реальный уровень заработной платы не позволял выступать основным источником формирования сбережений у населения, то в последнее время теоретически может.

Значительное падение текущих доходов домашних хозяйств одновременно сопровождается резкой дифференциацией по уровню материального достатка. Группа населения (20%), имеющая наибольшие доходы, сосредоточила в 1999 г. около - 45% всех доходов, в то время как у 80% населения имелось около 55% доходов и соответственно сбережений². Все это отражается на уровне валовых сбережений.

¹ Каниметов К.А. Кыргызстан на новом этапе своего развития. - Новые перспективы, №1(1) март 2003, стр.5.

² Бектенова Д.Ч. Закономерности движения денежных потоков в условиях трансформации экономики Кыргызской Республики. – Б.:Издательство кыргызско-русского славянского университета, 2001,стр.17.

Таблица 2.2.2.

**Социальные показатели развития
Кыргызской Республики¹**

Показатели	1999	2000	2001	2002	2003
Численность населения (тыс. чел)	4864,6	4908,4	4946,5	4984,4	5037,3
Средняя заработная плата (USD)	23,1	25,4	30,5	36,5	43,3
Использование денежных доходов населения (млн.USD)	716,5	847,6	1071,8	1246,3	1399,5
в том числе:					
накопление сбережений во вкладах и ценных бумагах	- 0,26	6,45	-0,69	3,3	6,55
осталось на руках населения	22,2	24,4	28,3	51,1	30,6
в процентах к итогу:					
накопление сбережений во вкладах и ценных бумагах	0,0	0,8	-0,1	0,3	0,5
осталось на руках населения	3,1	2,8	2,7	4,1	2,2
Денежные расходы населения (млн. USD)	694,3	850,4	1043,5	1195,2	1368,9
Располагаемые денежные доходы населения (млн. USD)	684,7	836,4	1027	1193,8	1334,7
в том числе:					
на душу населения, USD	140,9	169,7	207,5	238,6	264,8
в процентах к ВВП	63,8	61,8	66,4	73,0	70,7
Обменный курс, сом/USD (на конец периода)	45,4	48,3	47,7	46,09	44,19

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.28,29,236,241,242.

Уровень бедности в республике достаточно высок. Это также характерно и для других стран с «малой» экономикой, находящихся в примерно одинаковых условиях. При этом данные свидетельствуют, что наименьший уровень бедности среди стран, предложенных в таблице, является Кыргызстан – 47,6%, а наибольший уровень Таджикистан – 83%.

Низкие показатели реального производства на душу населения ограничивают теоретические возможности накопления сбережений. Средний уровень заработной платы составил в 2003 году всего 43,3 доллара США, что, в итоге, не позволяет выступать основным источником формирования сбережений у населения. Соответственно перспективы инвестирования в экономику, а также в ценные бумаги за счет внутренних ресурсов физических лиц ограничены.

Позитивно изменяется показатель денежных доходов за период с 1999 года с 716,5 млн. долларов США до 1399,5 млн. долларов США в 2003 году. Рост почти в два раза. В структуре использования денежных доходов населения накоплений во вкладах и ценных бумагах составило в 2003 году всего – 6,5 млн. долларов США (в 1999 году – минус 0,26 млн. долларов США). Это - 0,5 процента в структуре использования денежных доходов населения. В то же время на руках у населения оставалось 30,6 млн. долларов США или 2,2% к итогу.

Макроэкономический анализ, а также среднесрочные программы экономического развития республики предполагает прогнозируемый (как минимум) 5% рост ВВП на период до 2010 года. Это позволило нам рассчитать совокупный располагаемый доход на основе прогнозного располагаемого дохода 2003 года, который равнялся 1334,7 млн. долларов США.

Таким образом, прогнозные данные располагаемого дохода в 2010 году должны составить 1801,8 млн. долларов США, предполагая, что средняя склонность к потреблению (АРС) равна 70 процентов, а средняя склонность к сбережению равна 30 процентов. В период с 2003 года до 2010 год ежегодный рост потенциальных сбережений составит от 66 млн. долларов США до 90 млн. долларов США. Сумма прогнозируемых общих потенциальных сбережений населения в 2010 году должны ориентировочно составить порядка - 540,5 млн. долларов США.

Вышеприведенные цифры показывают агрегированный располагаемый доход и рассчитанные потенциальные сбережения всех групп населения. Таким же образом можно рассчитать располагаемый доход и потенциальные сбережения для группы населе-

ния с низким уровнем дохода. П. Корбин в своем исследовании¹ отмечает, что население, проживающее за чертой бедности в 1999 году составляло - 67 % населения, в 2000 г. – 87,7%, в 2001 г. – 87,8%. Поскольку Всемирный банк, для определения населения проживающего за чертой бедности, опирался на данные минимальной "потребительской корзины", то в данном случае было использовано более широкое понятие "минимального потребительского бюджета", использование которого более приемлемо для наших целей по определению группы населения с потенциальными возможностями инвестирования.»

При этом, имелось в виду население с низким уровнем дохода, как население, доход которого превышает размер минимального потребительского бюджета, но менее 45 долларов США в месяц. Данная часть населения сберегает мелкие суммы располагаемого дохода, оставшегося в их распоряжении после всех расходов, исходя из расчета минимального потребительского бюджета. Поэтому больше подходит под определение населения с потенциальными сбережениями. В 1999г. данная группа составила 20,17 % от общего числа населения, в 2000 г. – 8,1%, в 2001 г. – 7,0%.

К населению со средним уровнем дохода относится группа со среднемесячным доходом от 45 до 200 долларов США. Размер данной группы составил в 1999 г. – 12,5%, в 2000 г. – 4,2%, в 2001 г. – 5,1%. Группа с высоким уровнем дохода определена, как часть населения со среднедушевым интервалом дохода выше 200 долларов США в месяц и составляла в 1999 г. – 0,2, в 2000 г. – 0,01, в 2001 г. – 0,1.

Данная тенденция, безусловно, сужает возможности преобразования сбережений населения в активные инвестиции на фондовом рынке и соответственно указывает на необходимость принятия специальных мер, во-первых, по увеличению сбережений населения и, во-вторых, формированию слоя населения, квалифицированных инвесторов.

Традиции населения, заключающиеся в том, что хранение сбережений во вкладах, ценных бумагах и недвижимости не являются основным приоритетом (таблица № 2.2.3.), это в определенной степени снижает возможности расширения объемов фондового рынка. Выше уже отмечалось, что сегодня только 6,5

¹ Проект Тасис EES 5, (KY02) Техническая помощь для развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. Изучение процессов формирования и развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. Том 2. Сбережения населения с низким уровнем дохода и макроэкономический потенциал для развития инвестиционных фондов. – Б.: «Нива», 2001, стр.13-20.

млн. долларов США (или 0,5%) сбережений населения инвестированы во вклады и ценные бумаги, в то же время на руках у населения оставалось 30,6 млн. долларов США или 2,2% к итогу. Конечно, такое положение вызвано и недоверием со стороны населения к сделкам на финансовом рынке в следствии частого банкротства коммерческих банков и других финансовых и промышленных компаний.

Таблица 2.2.3.

Население, количество сделок и ценных бумаг

	1997	1998	1999	2000	2001
Численность населения (на конец года), тыс. человек ¹	4 371,9	4 806,1	4 822,9	4 907,6	4 946,5
Всего сделок с ценными бумагами на торговых площадках (единиц)	1 126	2 519	2 614	10 798	6 468
Всего торгуемых ценных бумаг (тыс. шт.)	3326,5	4210,5	10345,4	172954,9	85123, 2
Количество сделок с ценными бумагами (на 1 человека)	0,00025	0,00052	0,00054	0,0022	0,0013
Ценных бумаг на человека	0,76	0,87	2,14	35,24	17,20

С нашей точки зрения наиболее подходящим механизмом мобилизации сбережений населения с низким уровнем дохода в перспективе могут быть финансовые инструменты эмитентов, а также активные операции на фондовом рынке через различные финансовые институты. Но в принципе это не ограничивает, а

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002, стр.29.

даже расширяет возможности инвестирования через фондовый рынок юридическими лицами и также за счет внешних, иностранных инвесторов.

С другой стороны, причины низкой активности населения в инвестировании в ценные бумаги при относительно высокой доходности по сравнению с другими видами операций и сделок, существовавшими на тот момент, имели комплексный характер.

1) Доходность обеспечивалась, главным образом, за счет роста курсовой стоимости, а не за счет дивидендных и процентных выплат. Индивидуальный инвестор, как правило, не обладает возможностями наблюдения потока регулярных платежей и фиксации спекулятивной прибыли, а больше ориентирован на получение дивидендов и процентов.

2) В этот период высокую необычайную доходность при минимальном риске демонстрировали государственные ценные бумаги.

3) Число эмитентов, демонстрировавших резкий рост капитализации, был критически мал. Поэтому индивидуальный инвестор часто не имел физической возможности вступить в контакт с агентами таких эмитентов.

4) Допуск к торговым системам имели только профессиональные участники рынка ценных бумаг, которым индивидуальные инвесторы не всегда склонны доверять.

5) В основном работа брокеров - дилеров была ориентирована на крупных инвесторов, поэтому индивидуальные инвесторы выпадали из приоритетной сферы их внимания.

6) Большое количество случаев банкротства предприятий, образованных в процессе приватизации не укрепляло общего доверия к эмитентам.

7) Налоговая политика правительства была такова, что частный инвестор автоматически попадал в разряд индивидуальных предпринимателей, что влекло за собой дополнительные финансовые потери.

8) Условия наследования и дарения ценных бумаг не стимулировали частных лиц к накоплению резервных средств и семейных состояний в форме ценных бумаг.

9) Рост капитализации рынка ценных бумаг и достижения в части развития инфраструктуры отечественного рынка не доходили доступно до внимания населения, что также не укрепляло их доверия к институтам инфраструктуры в целом.

К сожалению, все перечисленные выше причины, воздвигающие барьеры на пути частных инвесторов к рынку ценных бумаг, в целом сохранились до настоящего времени. Основным источником

для привлечения сбережений на фондовый рынок будет увеличение располагаемого дохода населения Кыргызстана. Из-за отсутствия адекватных данных для построения эконометрической корреляции между ростом располагаемого дохода и ростом других связанных с ним показателей, таких как занятость, заработная плата и рост заработной платы проведена простая экстраполяция роста располагаемого дохода, как коллинеарная функция роста ВВП.

Выводы подтверждают, что в руках населения находится небольшая часть денежных ресурсов, которые можно было бы квалифицировать как излишние и, соответственно, могли бы быть направлены на инвестирование в корпоративные ценные бумаги. При таком низком уровне доходов населения, наверное, иллюзорным или даже ложным выглядит идея развития фондового рынка, основанного на внутреннем спросе. Анализ показал, что Кыргызская Республика не имеет достаточной денежной массы у населения для того, чтобы они могли выступить «ключом к запуску» рынка ценных бумаг. Необходимо принятие государственных мер стимулирования внутренних инвестиций и защиты прав их интересов. Этот фактор не следует делать единственным источником роста ликвидности и объемов фондового рынка. Государству необходимо искать другие, гибкие пути развития. В такой ситуации все больший приоритет в государственной политике инвестирования экономики должен быть сделан в сторону иностранных инвестиций, а соответственно модернизация и развитие экономики будет в большей степени зависеть от притока инвестиций из-за рубежа.

2.2.1. Формы приватизации государственных пакетов акций и их влияние на формирование организованного рынка ценных бумаг

Приватизация государственной собственности является важным фактором формирования фондового рынка, не только с точки зрения продажи и насыщения рынка акциями приватизируемых компаний, но и формирования единой инфраструктуры и техники фондового рынка.

В настоящий момент, сформировался так называемый «разделенный» механизм торговли акциями. С одной стороны, это лицензированные и соответственно прозрачные, регулируемые площадки фондового рынка, с понятными и прогнозируемыми механизмами и принципами ценообразования на акции компаний свободно обращающиеся на фондовом рынке. С другой стороны, нерегулируемые, непрозрачные механизмы торговли пакетами

акций, принадлежащим государству, уполномоченным государственным органом по приватизации, без применения какой-либо торговой площадки или принципов организованной торговли, а также инфраструктуры фондового рынка.

Известно, что при государственных методах торговли акциями, в меньшей степени, применяются закономерности рыночного ценообразования (а в иных случаях, просто не подлежат логическому пониманию принципов и механизмов ценообразования), которые требуют ясности, равной возможности получения максимальной прибыли для всех участников торгов, а также прозрачности и предсказуемости. При этом, реализуются теневые, непредсказуемые механизмы ценообразования, подверженные политическому влиянию.

Поэтому, при формировании политики приватизации государственных пакетов акций, важное значение имеет политическая воля и импульс в создании единой, прозрачной, организованной структуры фондового рынка, применению гибких форм и механизмов торговли, отвечающие принципам равного доступа к различным частям государственного пакета акций всех участников рынка (стратегических инвесторов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, населения), при равных правах всех инвесторов на получение максимальной выгоды и прибыли.

Таблица 2.2.4. характеризует количественную структуру форм приватизации предприятий и указывает на замедление их темпов, которое можно объяснить снижением числа объектов, подлежащих приватизации. С другой стороны стоимость государственного пакета акций остается существенным и в настоящий момент составляет около 70% акций совокупной стоимости пакета бывшими государственными в начале приватизации (т.е. приватизировано только около 30% государственного пакета акций). В 2001 году в собственности у государства находились пакеты акций на сумму около – 213 млн. долларов США¹.

Формы приватизации были различными. Преобразование средних и крупных государственных предприятий в основном осуществляется в форме акционирования (в открытое акционерное общество) и в другие организационно-правовые формы, а также путем внесения государственного имущества в качестве вклада в уставные капиталы хозяйствующих субъектов.

¹ Данные Государственного комитета Кыргызской Республики по управлению государственным имуществом и привлечению инвестиций

Таблица 2.2.4.

**Число приватизированных объектов
по формам приватизации¹**

	1999	2000	2001	2002	2003
Всего	146	168	88	102	75
Преобразование в акционерные общества	20	12	1	14	
Аренда с последующим выкупом	7	28	2	16	-
Продажа через коммерческий конкурс	5	1	6	30	16
Преобразование в общество с ограниченной ответственностью	6	5	1	3	23
Прямая продажа	98	105	76	29	-
Продажа с аукциона	10	17	2	10	6
Кроме того, приватизировано в аграрном секторе	18	46			30

Передача в управление с правом последующего выкупа осуществляется в целях создания условий для эффективного управления и использования государственной собственности и обеспечения представления интересов Кыргызской Республики при управлении акциями, принадлежащими государству. Этот метод применяется в основном для средних и крупных акционерных обществ с государственным пакетом акций более 40%.

Продажа на аукционе осуществляется в случае, если его покупатель не должен выполнять каких-либо условий в отношении объекта приватизации. Право собственности переходит к покупателю, предложившему в ходе торгов и заплатившему наибольшую цену за объект. При этом для объектов, не пользующихся спросом, в установленном порядке применяется механизм последовательного снижения минимальной цены.

Продажа государственного имущества на конкурсе (тендере) осуществляется в случае, если в отношении объекта приватиза-

¹ Социально-экономическое развитие Кыргызской Республики 1996-2001. Годовая публикация. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2001, стр.31.

ции его покупателю необходимо выполнить определенные инвестиционные и/или социальные условия. Право собственности переходит к покупателю, который предложил в ходе конкурса наиболее высокую цену за объект, оплатил в полном объеме его стоимость и выполнил инвестиционные и/или социальные условия.

В случаях передачи в аренду с правом последующего выкупа, приватизация сданного в аренду государственного имущества осуществляется на основании выполнения условий, включенных в договор аренды с правом выкупа, где оговорены размер выкупа, сроки, порядок его внесения и другие условия. Прямая продажа объектов государственной собственности проводится при невозможности их продажи иными методами приватизации.

Если до 1995 года в основном продавался имущественный комплекс небольших предприятий, а также отдельные пакеты акций, то в последующий период напротив преобладала продажа государственных пакетов акций. С 1998 года преобладающей формой приватизации явилась прямая продажа и имущественного комплекса, и пакетов акций. Нестабильные поступления из года в год от продажи государственной собственности, свидетельствуют не об изменении интереса со стороны рынка к приватизируемым объектам, а в большей степени недостаточном развитии предложении способов торговли. В результате доступность широких слоев населения (розничных или мелких инвесторов) сокращена предельно, что, видимо, не соответствует принципу равных возможностей и доступности к процессу приватизации.

2.3. Влияние финансовой структуры экономики на фондовый рынок.

2.3.1. Анализ показателей привлечения инвестиций в экономику Кыргызской Республики

Ключевым фактором развития экономики Кыргызской Республики является формирование устойчивых потоков инвестиций. Инвестиционный потенциал страны - базовая основа развития национальной экономики. Для этого необходимо проведение последовательной политики совершенствования инвестиционной привлекательности и наибольшего благоприятствования в отношении привлечения и использования капитала, способствующего обновлению и модернизации производственного оборудования, формирования принципиально новой технологической базы, пе-

редачи контроля управления предприятиями эффективным собственникам, а также стабилизации и дальнейшего развития экономики республики.

Фондовый рынок является важнейшим механизмом предоставления возможности привлечения инвестиций и перераспределения капитала. Эффективно работающий рынок ценных бумаг должен служить основным поставщиком инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики. В мировой практике рынок ценных бумаг обеспечивает решение многих макроэкономических проблем, среди которых особое значение имеет проблема экономического роста. В этом аспекте рынок ценных бумаг республики только начал осуществлять выполнение своих макроэкономических функций.

Перспективный рост экономики Кыргызской Республики возможен только при условии устойчивого увеличения объемов инвестиций в реальный сектор экономики, которое должно сопровождаться решением двух взаимосвязанных между собой стратегических задач. Стабилизация политической и социально-экономической жизни на основе обеспечения динамичного развития предпринимательского потенциала Кыргызстана и создание самодостаточного внутреннего рынка, снижения безработицы и повышения социальной защиты населения, а также повышение конкурентоспособности Кыргызстана на международной арене на основе грамотного маркетинга и эффективной экспортной политики и новых мировых технологических стандартов развития.

За время «шоковой терапии», в котором пребывало большинство промышленных предприятий республики, практически прекратилось техническое перевооружение предприятий, а ввод новых мощностей был минимальным. Инвестиции, формируемые только за счет предприятий и организаций, а также населения за период с 1991 по 1998 годы, имели тенденцию к снижению и колебались в пределах 8 – 5 процентов к ВВП. Поэтому обновление основных производственных фондов одна из самых актуальных проблем современной экономики. Главным условием поддержания достигнутых в последнее время темпов экономического развития и перехода к их устойчивому росту является инвестиционный процесс, который позволит осуществить структурную перестройку, техническое перевооружение действующих предприятий. Все это требует значительных инвестиций, мобилизации всего финансово-инвестиционного потенциала экономики и государственного регулирования.

Кардинальные изменения в период экономического роста и в структуре источников инвестиций объективно повышают роль рынка ценных бумаг, как механизма привлечения инвестиций. Такой механизм является необходимой составной частью любой рыночной экономики. Без развития эффективного рынка ценных бумаг с низким уровнем инвестиционного риска Кыргызская Республика не сможет иметь полноценную рыночную экономику, поступательное экономическое развитие.

Как уже отмечалось выше, в числе основных причин резкого спада производства в переходный период послужил разрыв сложившихся отношений в рамках бывшего СССР. В то время основным инвестором выступало государство в форме централизованно-планового распределения ресурсов для предприятий и экономики республики. Гиперинфляция, резкое сжатие объемов валового производства, массовая остановка производств, снижение объемов производства сельскохозяйственной продукции, валютный кризис и пр. стали повседневной реальностью жизни. За этим последовало резкое сокращение объемов капитальных вложений в различные отрасли экономики, вызванное потерей источника ежегодных централизованных субсидий.

Кыргызстан получал ежегодные безвозмездные субсидии (трансферты) из союзного бюджета – порядка 10-12% к ВВП. Другая скрытая форма субсидий была заложена в относительно низких, по сравнению с мировыми, ценах на энергоносители. В целом общий объем субсидий, как прямых, так и косвенных, составлял порядка 20% ВВП. С распадом СССР, начиная с 1992 года, все эти субсидии также прекратились¹. Поскольку выпуск продукции промышленными предприятиями неуклонно сокращался, то и объемы чистых капитальных вложений также неуклонно сокращались.

Таким образом, небольшой рост показателя промышленного производства достигался, в основном, за счет временных факторов повышения цен, девальвации сома, а также благоприятной конъюнктуры на мировом рынке, прежде всего, золота. С другой стороны, отсутствие конкурентной экспортной продукции является доказательством неудовлетворительной маркетинговой политики, а также инвестиционных программ предприятий республики, что в целом характеризует низкий уровень управления собственностью.

Ближайшие годы должны стать периодом масштабной структурной перестройки экономики, которая будет стимулироваться

¹ Акаев А. Переходная экономика глазами физика (математическая модель переходной экономики). – Б.: Учкун, 2000, стр.81.

всем комплексом социально-экономических факторов – накоплением новых инвестиций, растущей внешней конкуренцией, созданием более эффективных механизмов перераспределения капитала и рабочей силы, которые должны привести к росту эффективности факторов производства. Еще неэффективен механизм перелива капитала, следствием чего является сохранение отраслевой структуры производства, несоответствующей современным задачам модернизации.

В это время начинается оказание внешней помощи международными финансовыми организациями и странами-донорами, которая направлялась в основном на поддержку бюджета и платежного баланса, стабилизацию национальной валюты, укрепление международных валютных резервов, закупку критически необходимых для республики товаров и оборудования. С этого периода начинают формироваться новые рыночные механизмы финансирования экономики. Отметим видимую прагматичность внешнего заимствования для целей финансирования государственного бюджета. Такое положение явилось основой для ограничения государственных ценных бумаг, как механизма финансирования бюджета. Поэтому данный компонент финансового рынка в настоящее время не отвечает потребностям экономики в развитом механизме мобилизации внутреннего капитала республики, что в свою очередь ограничивает необходимость у государства в ускоренном развитии институтов фондового рынка.

Капиталовложения частного сектора включают расходы предприятий на новые капитальные товары, используемые для выпуска новых товаров и услуг; и расходы, направляемые на поддержание запасов товарно-материальных ценностей, необходимых для бесперебойного процесса производства. Наиболее значительными были инвестиции в основной капитал, вложения же в оборотный капитал в начальный период рыночной реформы были отрицательными. Это указывает на использование предприятия ранее накопленных запасов, без вложения дополнительных денежных средств.

В структуре инвестиций в основной капитал удельный вес показателя государственных инвестиций в целом стабилен и колеблется около 30% общей суммы. А частные, соответственно, 70 процентов. Эти позитивные изменения стали возможными благодаря проводимой общегосударственной политике, направленной на максимальную мобилизацию внутренних инвестиционных источников, ресурсов и привлечение прямых иностранных инвестиций. Ограничения со стороны государства является положитель-

ным фактором для развития сектора корпоративных ценных бумаг на финансовом рынке. С другой стороны, является показателем отрицательного финансового положения государства, у которого сокращаются возможности инвестирования в основной капитал (с 80,8 млн. долларов США в 2000 году до 57,9 млн. долларов США в 2003 году). В то же время масштабы частного инвестирования стабильны с 143,9 млн. долларов США в 2000 году до 142,1 млн. долларов США в 2003 году.

Таблица 2.3.1.

**Структура инвестиций в основной капитал
по формам собственности¹**

	2000		2001		2002		2003	
	млн. USD	%	млн. USD	%	млн. USD	%	млн. USD	%
Всего	224,7	100	206,3	100	203,5	100	202,5	100
в том числе по формам собственности								
государственная	80,8	36,0	71,6	34,7	62,3	30,6	57,9	29,8
частная	143,9	64,0	134,8	65,3	141,2	69,4	142,1	70,2

Удельный вес внутренних инвестиций в основном капитале преобладает над внешними источниками. По статистическим данным в 2003 году внутренние инвестиции составили 65,1%, а внешние – 34,9%. При этом основным источником инвестиций в основной капитал были средства предприятий, которые возросли с 22,5% в 1999 году до 37,7% в 2003 году. Именно в данном показателе должны быть отражены инвестиции, полученные в результате выпуска корпоративных ценных бумаг. К примеру, в 2001 г. в Казахстане данный показатель составил– 60% к ВВП, 46% - в России, 61% - на Украине, 27% - в Грузии, 56% - в Беларуси².

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.115.

² Содружество Независимых Государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет, 2004, стр.39.

Таблица 2.3.2.

**Структура инвестиций в основной капитал
по источникам финансирования (в процентах к итогу)¹**

	1999	2000	2001	2002	2003
Инвестиции в основной капитал – всего	100	100	100	100	100
Внутренние инвестиции - всего	44,0	38,0	57,7	67,4	65,1
в том числе за счет:					
республиканского бюджета	7,4	7,5	7,0	8,4	7,8
из них: средств на чрезвычайные ситуации	2,5	1,3	1,3	1,5	1,7
местного бюджета	0,6	1,0	0,91	1,3	2,4
собственных средств предприятий	22,5	20,5	29,0	40,8	37,7
средств населения и других	13,5	9,1	20,7	16,9	17,2
Внешние инвестиции - всего	56	62	42,3	32,6	34,9
в том числе за счет:					
иностранный кредит	49,3	47,7	34,3	19,9	21,5
прямых иностранных инвестиций	5,1	12,8	7,4	10,9	8,9
иностранных грантов и гуманитарной помощи	1,6	1,4	0,46	1,8	4,5

С другой стороны, средства внешнего финансирования занимают существенное положение, как источник инвестиций в основной капитал. Их доля в структуре инвестиций в основной капитал начинает резко возрастать с 1999 г. и составила в 2003 году – 34,5% процента.

Данный показатель включает гранты, гуманитарную и иную помощь стран-доноров, и поэтому считаем некорректным рассматривать его как активные предпринимательские инвестиции в экономику. Тем не менее, в 2003 году высокий показатель внешнего инвестирования в экономику демонстрируют Грузия – 57% к ВВП, Казахстан – 22%, Узбекистан – 29%. А на Украине и в Беларуси данный показатель составил всего 7% и 6% соответственно.

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.116.

В структуре инвестиций в основной капитал бюджетные средства стабилизировались и составляли в 2003 году всего - 7,8% к ВВП, а вместе с ресурсами местного бюджета составляют в совокупности около 10 процентов (см. таблицу № 2.3.2.). Поэтому средства государственных финансов не сильно влияют на формирование инвестиционных потоков. Это соответствует среднему показателю по странам СНГ. Но, например, в России в 2003 году инвестиции в основной капитал за счет бюджетных средств составили около 19% к ВВП, в Беларуси – 19%, а в Таджикистане – 60%¹. Таким образом, в этих странах сохраняется высокий уровень влияния государства на формирование основного капитала.

Удельный вес инвестиций в Кыргызстане, финансируемых за счет иностранного кредита, составил 43,9% в 1999 году, 21,5% в 2003 г.

В настоящий момент показатель инвестиции в основной капитал не восстановился полностью и, например в 2001 году, составлял всего 61% объема уровня 1991 года². В то же время в Грузии составлял - 22%, Молдове – 12%, Беларуси – 48%, а в Азербайджане – 251%.

Сформировались необходимые условия для ускорения процессов межотраслевых переливов капитала, поэтому в последние три года они стали более заметны. Данные свидетельствуют о том, что основными факторами такого ускорения явились диспропорции в отраслевой структуре инвестиций в основной капитал, которые характеризуются относительным перенакоплением инвестиционных ресурсов в добывающих отраслях и их дефицитом в обрабатывающей и других отраслях промышленности.

Существуют также различия в эффективности использования капитала (управления собственностью) между различными видами предприятий и отдельными предпринимателями. Многие эффективные собственники, накопив достаточный объем капитала, задумываются о расширении границ своего бизнеса. Данный тезис подтверждает предложенная таблица 2.3.3., которая дает сравнительную схему отраслевой структуры инвестиций в основной капитал по странам СНГ.

¹ Содружество Независимых Государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр.39.

² Содружество независимых государств в 2001 году. Статистический ежегодник, М.: Статкомитет СНГ, 2002, стр.8.

Таблица 2.3.3.

**Структура инвестиций в основной капитал
по отраслям в соответствии с национальными
статистическими классификациями видов экономической
деятельности (в процентах)^{1*}**

	Все- го	В том числе:					
		промы- шлен- ность	сельское хозяйст- во, охоту и лесо- водство	строи- тель- ство	тран- спорт и связь	тор- говля и ус- луги	про- чие от- расли
Азербайджан							
2000	100	68	1	0,4	9	3	18,6
2003	100	80	1	0,3	10	1	7,7
Грузия							
2000	100	...	...	...	...	...	...
2003	100	15	0,4	1	42	6	35,6
		6	0,0	15	66	4	9
Казахстан							
2000	100	65	1	4	9	4	17
2003	100	47	1	6	12	4	30
Кыргызстан							
2000	100	42	4	1	32	3	18
2003	100	33	5	2	20	11	29
Молдова							
2000	100	28	3	2	44	9	14
2003	100	41	5	1	25	7	21
Украина							
2000	100	...	...	...	...	...	...
2003	100	39	4	5	20	6	26

Основная доля инвестиций сосредоточена в промышленности, транспорте и прочих отраслях экономики. Данные по Кыргызстану за ряд лет свидетельствуют в целом о нестабильном колебании показателя отраслевой структуры инвестиций в основной капитал. Аналогичная ситуация наблюдается и в группе других стран, выделенных в таблице.

¹ Содружество Независимых Государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр.39.

*Национальные статистические классификации видов экономической деятельности базируются на Статистической классификации видов экономической деятельности Европейского Сообщества (КДЕС ред. 1), которая по содержанию группировок отраслей существенно отличается от одномесячных отраслей ОКОНХ.

Ключевой проблемой экономики республики является модернизация, инвестиции и индустриальный рост. При этом модернизация будет происходить за счет импорта технологий и оборудования по мировым ценам и, соответственно, за счет иностранных инвестиций. Дефицит инвестиций является фактором, определяющим сужение рынка ценных бумаг, поскольку в рыночной экономике является механизмом привлечения денежных средств. Отсутствие покрытия дефицита инвестиций за счет эмиссий ценных бумаг компаний подталкивает государство к вмешательству в этот процесс и расширению административных форм перераспределения денежных ресурсов (неэффективность таких действий доказана практикой предыдущих лет) и соответственно к росту данного показателя в бюджете.

Как отмечалось ранее, в соответствии с общенациональной стратегией Комплексной основы развития Кыргызской Республики до 2010 года предусматривается, что валовые инвестиции будут составлять около 20% к ВВП в 2010 году. При этом частные инвестиции должны составлять 16,7% к ВВП. Совокупно за десять лет для реализации задач роста экономики, поставленным в программе, понадобится свыше 2,2 млрд. долларов США. Такой прогноз представляется реально выполнимым, учитывая, что сегодня в экономике республики направляется на цели инвестирования в производство в среднем из года в год около 200 млн. долларов США.

Если поставить задачу «догнать» по объемам производства внутреннего валового продукта (в том числе и производства ВВП на душу населения) соседние страны, как Россия и Казахстан, и соответствовать передовым показателям экономического роста, то темпы развития должны быть, как минимум, в три раза выше существующего уровня. На столько же должны быть больше темпы роста привлечения инвестиций в экономику. Соответственно, такое положение расширяет потребности в развитии корпоративных финансовых инструментов и фондового рынка в целом.

Мобилизационные возможности экономики в целом невелики, что тоже свидетельствует о малых размерах экономики. В 2003 году рентабельность предприятий экономики (прибыль от реализации в процентах к себестоимости) составила – 8,0%, по активам (балансовая прибыль в процентах к среднегодовой стоимости основных средств) – 3,5%¹. Потребительские цены на товары и ус-

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики 1999-2003. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр. 26.

луги выросли в это время - на 5,6%, а цены производителей промышленной продукции на - 7,4%¹.

Таким образом, рентабельность промышленной продукции превысила рост потребительских цен - на 2,4%, а рост цен производителей промышленной продукции на - 0,6%. При этом инвестирование в предприятия республики по существу является рискованным, поскольку в этом же году 40,0% предприятий республики являлись убыточными.

Такое положение подтверждается таблицей 2.3.4., где показана структура финансовых вложений предприятий в экономику. Основные финансовые вложения предприятий производились в форме краткосрочных инвестиций – 7,6 млн. долларов США в 2003 году. А долгосрочные финансовые вложения составили всего 0,74 млн. долларов США. Сам размер инвестирования указывает на то, что предприятия почти не работают с ценными бумагами и активами. Это в основном относится к компетенции коммерческих банков. В этой связи можно констатировать, что рамки финансовых вложений предприятий должны вырасти в несколько раз.

Таблица 2.3.4.

Финансовые вложения предприятий экономики²

	2001		2002		2003	
	млн. USD	в %	млн. USD	в %	млн. USD	в %
Всего	13,2	100	-12,6	100	14,9	100
в том числе						
долгосрочные	9,7	70,6	-14,7	117	0,74	48,7
краткосрочные	4,02	29,4	2,1	-17,0	7,6	51,3

Тенденции деятельности предприятий характеризуются значительным ростом прибыли и получением положительного сальдированного финансового результата, при сокращении объема убытков. В отличие от предыдущих лет в 2003 году предприятиями экономики получена балансовая прибыль в размере 42,6 млн. долларов США.

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.190.

² Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.118.

Ресурсы предприятий, являвшиеся главным источником инвестиций в основной капитал, в условиях снижения рентабельности производства накладывают дополнительные ограничения, уже сточающиеся в период ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры. Ресурсы государственного бюджета резко ограничены ввиду необходимости финансирования социальных программ, выплаты внешнего долга, а также снижения налогового бремени на предприятия для стимулирования экономического роста. Поэтому обеспечение роста инвестиций в ближайшие годы возможно только за счет использования средств частных инвесторов, перераспределяемых посредством рынка капитала и других секторов финансового рынка.

В среднесрочной перспективе стратегия привлечения инвесторов на фондовый рынок должна быть направлена, прежде всего, на массового инвестора, население. В долгосрочной перспективе внутренних ресурсов будет недостаточно для обеспечения устойчивого экономического роста, поэтому привлечение прямых иностранных инвестиций должно стать приоритетной государственной политикой в области рынка ценных бумаг. Но создание внутренней инвестиционной базы является необходимым предварительным условием массового привлечения иностранных инвесторов и одновременно выступает в качестве основного фактора устойчивости национального рынка. Поэтому в тактическом плане требуется обеспечить существенное расширение спроса со стороны внутреннего инвестора, после чего будет максимально расширяться структура иностранных инвесторов.

Показатели развития государственных инвестиций

Инвестиционные проекты направлены на повышение эффективности реализации мер по снижению бедности и активной политики по реструктуризации долга. Главным приоритетом реализация программы государственных инвестиций¹ (ПГИ) является

¹ Стратегической целью государственной инвестиционной политики остается поддержка и обеспечение структурных преобразований в экономике республики. Важнейшими приоритетами государственного инвестирования на период до 2010 года будут развитие транспортной системы, телекоммуникаций и энергетической инфраструктуры, сельское хозяйство и переработка сельскохозяйственной продукции, ирригация, а также дальнейшее развитие социальной инфраструктуры (здравоохранение и образование). В отношении прямых инвестиций приоритетными отраслями являются: а) горнодобывающая отрасль; б) переработка и сбыт сельскохозяйственной продукции; в) сфера услуг и индустрия туризма.

снижение бедности. С 1999 года Правительство республики совместно с Международным валютным фондом реализует программы, предусматривающие широкий комплекс мер по стабилизации экономики и проведению системных реформ.

Как уже отмечалось выше, с развалом СССР и прекращением ежегодных субсидий из центра нарушилась система поддержки экономики. В 1992 год Кыргызстан фактически входил с бюджетом, урезанным наполовину, т.е. на 50%¹. Данная проблема в краткосрочном периоде компенсировалась финансовой помощью международных организаций². Из этого можно было бы сделать заключение, что, по-видимому, долгосрочное развитие экономики республики будет и далее предусматривать определенный объем внешнего финансирования для поддержания государственного бюджета. Соответственно в свою очередь, такое положение снижает потенциальные возможности развития форм заимствования правительством на финансовом рынке и сужает рамки применения государственных финансовых инструментов на фондовом рынке, как минимум на сумму равную получаемой помощи.

Из таблицы 2.3.5. видно, что источники внешнего заимствования являются основным средством финансирования дефицита бюджета республики, а также дополнительным источником инвестиций в основной капитал.

В 1996 году около половины дефицита бюджета финансировалось за счет средств внешнего заимствования, в дальнейшем почти весь дефицит бюджета покрывался внешним финансированием (см. таблицу № 2.3.5.). Только в 2001 году картина выглядела иначе в связи с профицитом бюджета. Видимо, даже погашение по обязательствам и ценным бумагам внутреннего финансирования производилось за счет внешних источников.

¹Акаев А. Переходная экономика глазами физика (математическая модель переходной экономики). – Б.: Учкун, 2000, стр.82.

²Под внешней помощью от международных финансовых институтов и стран-доноров понимаются получаемые от этих организаций финансовые ресурсы на льготных или безвозмездных условиях. Такая помощь предоставлялась в виде программных кредитов для реализации программ структурных преобразований, непосредственно не связанных с финансированием каких-либо отдельных секторальных инвестиционных проектов, направляемых на поддержку бюджета и платежного баланса, а также в виде инвестиционных кредитов, направленных на реализацию конкретных проектов в отдельных секторах экономики, грантов и пр. В значительной мере такая помощь способствовала реабилитации и развитию энергетики и инфраструктуры, реконструкции транспортных коммуникаций, техническому переоснащению объектов здравоохранения и образования.

Таблица 2.3.5.

**Источники финансирования дефицита
государственного бюджета (млн. USD)¹**

	1999	2000	2001	2002	2003
Дефицит (-), профицит (+)	-26,7	-25,8	6,0	-16,9	-15,4
Внутреннее финансирование	-3,9	-2,3	0,9	-0,83	-4,03
в том числе: за счет ценных бумаг	-3,9	-2,3	-11,8	-5,9	-11,5
Внешнее финансирование	34,2	32,7	-3,9	17,9	17,6

Таблица также характеризует неэффективность внутреннего заимствования через ценные бумаги, но при этом финансовые инструменты государственного заимствования играют важную роль. А его масштабы за ряд лет возрасли с -3,9 млн. долларов США в 1999 году до -11,5 млн. долларов США в 2003 году.

Следует отметить, что, к сожалению, выпуск каких либо ценных бумаг Кыргызской Республикой на международном рынке капиталов не производилось. Поэтому республика не имеет сегодня таких важных атрибутов, необходимых для развития фондового рынка и возможности выхода отечественных эмитентов на международный рынок, как страновой кредитный рейтинг, а также соответствующий опыт управления собственными долгами.

Бюджетное финансирование реального сектора существенно ограничено, поскольку в условиях либеральной рыночной экономики инвестиционная политика должна строиться на минимальном уровне инвестиций из государственного бюджета в реальный сектор. Поэтому, следует ожидать быстрых темпов развития финансового рынка в целом и рынка ценных бумаг, в частности.

В соответствии с прогнозом до 2010 года², заложенным в Комплексной основе развития Кыргызской Республики, показатель инвестиций из бюджета будет колебаться в пределах 3,5% к ВВП, в том числе около 2,9% за счет ПГИ. В то же время опыт зарубежных

¹ Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. - №10/2002, Бишкек 2002, стр.20., Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.208,210.

² Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года. Обще-национальная стратегия. - Бишкек, 2001, стр.51.

стран свидетельствует об обратном. В настоящее время, например, в США доля государственных инвестиций в общем их объеме достигает 15%, а в 60-е годы этот показатель вообще был более 30%. На этой основе в США решались задачи развития инфраструктуры, финансирования инвестиций в низкорентабельные производства и проекты, требующие крупных единовременных вложений¹.

С развитием экономики республики Программа государственных инвестиций будет подвержена определенным изменениям, связанным с постановкой ее целей и задач. Программа государственного инвестирования остается одним из факторов, поддерживающих экономическое развитие республики в целом и отдельных ее регионов. Существует ряд сфер, где использование частных прямых инвестиций либо ограничено, либо невозможно в силу некоммерческой специфики. Стратегия финансирования ПГИ² является частью более широкой стратегии управления ресурсами государственного сектора, включая долгосрочную и среднесрочную стратегию, а также оперативное финансово-бюджетное планирование. Это также должно обеспечить баланс между капитальными вложениями в отрасли инфраструктуры и общественных услуг и финансированием для покрытия их текущих расходов.

Увеличение государственной доли инвестиций может характеризоваться увеличением интереса Правительства Кыргызской Республики в отношении отдельных проектов, где в соответствии с межправительственными договорами оно первоначально выступает в роли учредителя. С другой стороны, можно предположить, что

¹ Бард В.С. Финансово-инвестиционный потенциал экономики (мифы и реалии). - Эквивалент, 2003, №3, стр.4.

² В настоящее время существующий набор секторальных приоритетов использования ресурсов Программы государственных инвестиций является типичным для переходных экономик, среди которых можно выделить такие, как: реконструкция, модернизация и создание объектов транспортной и энергетической инфраструктуры, стратегически важных для функционирования экономики в целом; структурные преобразования и развитие аграрного сектора, связанные с реформированием системы финансирования сельского хозяйства, реконструкцией и модернизацией водного хозяйства, восстановлением и развитием вспомогательных услуг в сельском хозяйстве; развитие человеческих ресурсов, связанное, прежде всего, с образованием, здравоохранением и социальной защитой населения; капитальные вложения в инфраструктуру населенных пунктов, включая сельские. Проекты, связанные с развитием коммунального хозяйства, со временем приобретут большую значимость; улучшение окружающей среды, решение существующих экологических проблем, в частности, последствий работы горнодобывающей и металлургических предприятий. Немалая роль здесь отводится инвестициям в водоснабжение, системы водоочистки и мероприятия по утилизации отходов. поддержка институциональных реформ с целью создания и реформирования механизмов, необходимых для комплексного развития экономики.

это форма реструктуризации долга субъектов рынка перед государством, передача активов в государственную собственность.

В перспективе, со снижением объемов внешнего государственного заимствования, структура финансовых ресурсов будет меняться в сторону увеличения удельного веса расходов, образуемых за счет внутренних бюджетных и внебюджетных источников. В этой связи приоритеты программ государственных инвестиций будут подвергнуты корректировке в направлении ограничения капитальных вложений в коммерчески жизнеспособные отрасли экономики, а также дальнейшим переводом уже реализованных проектов на самостоятельное обеспечение.

Таким образом, показатели свидетельствуют о том, что средства внешнего финансирования, иностранного кредита, источником которых являются международные финансовые организации и страны – доноры, занимают существенную долю в структуре инвестирования в экономику республики. Льготный характер кредитов¹, а в отдельных случаях и безвозмездность (гранты) помощи, предоставляемой республике, являются, безусловно выгодными для республики в смысле обслуживания долгового бремени. В то же время, известна масса случаев невозврата данных кредитов от недобросовестного кредитополучателя, а также бесконтрольная выдача правительственных гарантий по различным коммерческим кредитам. В результате долговое положение республики представляется не таким и льготным, а даже дорогим, как показалось бы на первый взгляд.

Льготность и безвозмездность в вопросах государственного внешнего заимствования порождает беспорядок и недисциплинированность в секторе государственных финансов, а в определенном смысле ведет к удорожанию его обслуживания.

Но главный недостаток заключается в том, что у Правительственных органов отсутствует практика управления финансовыми рынками, планирования, стратегии и тактики выпуска и размещения рыночных долговых инструментов, как на внутреннем, так и на международном рынке капиталов, долгосрочного привлечения финансовых ресурсов в экономику. К этому республика вынуждена будет прийти рано или поздно. В итоге сегодня мы наблюдаем резкий дефицит государственных финансовых инструментов и соответственно отсутствие критической массы ликвидных активов на фондовом рынке.

¹ Типичными условиями предоставления подобных кредитов республике международными финансовыми организациями являются – срок на 40 лет, платность - от 0,5 до 1,5% годовых, с отсрочкой первого платежа на 5 лет с момента поступления на счет.

Состояние и тенденции развития частных инвестиций

Появление существенных сбережений у населения является необходимой экономической предпосылкой преодоления дефицита инвестиций. Однако наряду с этим требуется создание эффективного механизма трансформации сбережений в инвестиции. Учитывая, что основным потенциальным поставщиком инвестиционных ресурсов в настоящее время является население, причины недостаточной эффективности механизмов трансформации лежат не только в объективной, но и в субъективной плоскости.

Население накопило негативный опыт инвестирования в сомнительные финансовые компании (финансовые пирамиды) в 90-е годы, что значительно снизило доверие инвесторов к финансовому рынку в целом и стало мощным дестимулирующим фактором для его развития. К сожалению, финансовый рынок ассоциируется в сознании большинства граждан с сектором экономики с высоким уровнем рисков невозврата добросовестно вложенных средств. Такое положение усугубилось банкротством нескольких коммерческих банков, что повлекло за собой новую волну недовольств со стороны добросовестных вкладчиков и подрыв доверия населения к финансовым рынкам в целом. Кроме того, значительная часть населения не располагает необходимыми знаниями и информацией для того, чтобы начать инвестирование в ценные бумаги.

В то же время сегодня у определенной категории населения появились финансовые ресурсы, которые целесообразно инвестировать. Средства населения занимали в прошлом небольшую долю в общей сумме инвестиций в основной капитал (см. таблица 2.3.2.), но имеют тенденцию к росту с 13,5% в 1999 году до 17,2% в 2003 году. Показатель инвестиций из средств населения сравним с показателем средств предприятий и организаций и намного превосходит расходы государственного бюджета. Данный показатель в 2003 году из стран СНГ превосходила только Армения – 34% к ВВП, а в Беларуси – 16%, Грузии – 18%. Данные показатели минимальны в Казахстане, Молдове, Азербайджане составляя 1%, 4%, 6% соответственно¹.

Поэтому вовлечение этой группы инвесторов в инвестиционный процесс на фондовом рынке даст значительный импульс как развитию рынка ценных бумаг, так и экономическому развитию в целом. Обращение населения к возможностям рынка ценных бумаг для эффективного инвестирования сбережений могло бы

¹ Содружество Независимых Государств в 2001 году. Статистический ежегодник. - М., 2002, стр.32.

иметь различные формы, непосредственно связанные с размером сбережений и уровнем специальных знаний. Наиболее квалифицированные в сфере финансов, обладающие относительно крупными сбережениями частные инвесторы тяготеют к самостоятельному принятию инвестиционных решений, что подразумевает создание удобных для них механизмов инвестирования и эффективной защиты их интересов. Менее квалифицированные частные инвесторы, обладающие относительно небольшими объемами сбережений, нуждаются в получении квалифицированных услуг от институтов коллективных инвестиций, что ставит задачу повышения эффективности индустрии коллективных инвестиций в целом.

При этом особое значение имеет совокупный уровень инвестиционных рисков. Эти риски могут быть лишь частично управляемыми за счет инструментов, присутствующих на рынке ценных бумаг. Решение данного вопроса является одной из основных задач государственного регулирования фондового рынка.

Совокупный объем прямых иностранных инвестиций в структуре инвестиций в основной капитал составил в 2003 году – 147,0 млн. долларов США, что составляет – 8,9% к общему объему инвестиций в основной капитал. А в пересчете на душу населения составляет – 29,2 доллара США.

Удельный вес реинвестированной прибыли составлял в 2001 году – 14,2%, а в 2003 году 14,8%. Остальная доля вложений приходилась в основном на прочий капитал – 60,1% в 2001 году и – 66,7% в 2003 году, а также на финансовый лизинг – 2,5% в 2003 году.

В структуре прямых иностранных инвестиций удельный вес акционерного капитала занимал одно из ведущих мест. Если в 2001 году на этот показатель приходилось – 25% общей суммы прямых иностранных инвестиций, а в 2003 г. всего – 16,0%. Такое положение определяется методами деятельности инвесторов из дальнего зарубежья, которые применяют традиционные механизмы инвестирования в экономику через институт рынка ценных бумаг. С другой стороны, немаловажное значение играет роль различных оффшорных компаний, которые инвестируют в стратегические пакеты акций с целью контролирования деятельности отдельных предприятий. В большинстве случаев это может быть кыргызским капиталом вывезенным за пределы республики по различным причинам, а также капиталы соседних стран – России, Казахстана и пр.

Таблица 2.3.6.

**Структура прямых иностранных инвестиций
(млн. долл. США)¹**

	1996 ²	1999	2000	2001	2002	2003
Всего	9165,2	108,6	89,6	90,1	115,7	147,0
Акционерный капитал	9135,6	28,5	34,1	23,1	26,2	23,4
Реинвестированная прибыль	10,7	3,9	7,8	12,9	9,0	21,8
Финансовый ли- зинг	-	-	-	-	-	3,7
Прочий капитал	18,9	76,2	47,7	54,1	80,5	98,1

Рассматривая данную таблицу, хотелось бы высказать свое отношение к итогам. В соответствии с предложенной таблицей получается, что в 1996 году почти все прямые иностранные инвестиции в экономику производились путем приобретения акций акционерных обществ (99% общей суммы) и, следовательно, характеризовались бы как финансовые инвестиции. Следуя тезису, предложенному в книге У.Ф. Шарпа, Г.Дж. Александера, Д.В. Бэйли «Инвестиции», экономика Кыргызстана по способу инвестирования в 1996 году относилась к современным, развитым типам. В 1997 году данный показатель резко снижается до уровня 46,6% к общей сумме прямых иностранных инвестиций, в 1999 году достигает 28,5%, а 2003 году – 23,4%.

Можно найти следующее объяснение данному событию. 1996 год не характеризовался всплшкой интереса к фондовому рынку республики. Скорее всего, это техническая ошибка, связанная с внедрением такого показателя в систему статистической отчетности. С другой стороны, возможна была капитализация ввезенного оборудования в уставные капиталы акционерных обществ. Но в любом случае показатель получился неправдоподобный. Снижение показателя в последующий период объясняется экономическим кризисом в России 1998 года. В этот период действительно

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.119.

² номинальный обменный курс к доллару США составил – 16,7 сомов. Источник: Национальный банк Кыргызской Республики. Годовой отчет за 2000 год. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2001, стр. 136.

наблюдался быстрый отток инвестиционных ресурсов из республики. Иностранцы инвесторы распродавали по низкой цене акции, приобретенные в процессе приватизации. Этот период сильно подорвал оптимизм и доверие населения в отношении фондового рынка, поскольку произошло обвальное падение цен на различные виды акций.

Таким образом, механизмы рынка ценных бумаг остаются важными для иностранного инвестора в процессе инвестирования в экономику республики и будут играть ключевую роль в процессе привлечения инвестиций.

Согласно данным ЮНКТАД, в среднем в год до 40% прямых иностранных инвестиций от общего потока составляют реинвестиции. Рост показателя за ряд лет свидетельствует о повышении интереса инвесторов к тому, чтобы инвестиции «работали» и «возрастали». Сегодня уже не наблюдается таких тенденций, когда полученная прибыль от инвестиций вывозилась за пределы республики. Тем не менее, сокращение вывоза капитала является еще одним резервом инвестиционных ресурсов. Основной причиной оттока капитала может быть неблагоприятный инвестиционный климат.

На наш взгляд, уровень данного показателя напрямую зависит от решения вопросов, связанных с надежной системой защиты инвестиций. Государство должно гарантировать не только защиту от экспроприации средств инвестора, лишение его возможности воспользоваться результатами инвестиций, возмещение реальных убытков инвесторам, его интеллектуальной собственности, но то, что инвестиционные споры между государством и инвестором будут вестись объективно и честно. Такие правовые гарантии должны быть обеспечены соответствующими законами и строгим их соблюдением.

Реальные инвестиции обычно включают инвестиции в какой-либо тип материально осязаемых активов таких, как земля, оборудование, заводы. Финансовые инвестиции представляют собой контракты, записанные на бумаге, такие, как обыкновенные акции и облигации. В примитивных экономиках основная часть инвестиций относится к реальному, в то время как в современной экономике большая часть инвестиций представлена финансовыми инвестициями. Высокое развитие институтов финансового инвестирования в значительной степени способствует росту реальных инвестиций. Как правило, эти две формы являются дополняющими, а не конкурирующими¹.

¹ У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Д.В. Бэйли Инвестиции. – М.: Инфра-М, 1999, стр.1.

Таблица 2.3.7.

**Сравнительная характеристика прямых инвестиций
на формирующиеся рынки в 90-е годы¹**

Страны	Прямые инвестиции в экономику, млрд.долл. США						ВВП (1999)	
	1996	1997	1998	1999	Всего за 1994- 1999 гг.	%	Млрд. долл. США	%
Китай	40,2	44,2	43,8	38,8	236,6	51,86	991,2	37,67
Бразилия	11,2	19,7	31,9	32,7	103,5	22,69	761,3	28,94
Финляндия	1,1	2,1	12,0	4,8	22,5	4,93	126,1	4,79
Восточная Европа								
Венгрия	2,3	2,2	2,0	2,0	14,1	3,09	48,4	1,84
Польша	4,5	4,9	6,4	7,3	28,8	6,31	154,1	5,86
Чехия	1,4	1,3	2,7	5,1	14,1	3,09	56,4	2,14
Итого Восточная Европа					57,0	12,49	258,9	9,84
Балтия								
Латвия	0,4	0,5	0,4	0,3	2,0	0,44	6,7	0,25
Литва	0,2	0,4	0,9	0,5	2,1	0,46	10,5	0,40
Эстония	0,2	0,3	0,6	0,3	1,8	0,39	5,1	0,19
Итого по странам Балтии					5,9	1,29	22,3	0,84
Россия	2,6	4,9	2,8	3,3	16,4	3,59	375,3	14,26
Страны СНГ								
Украина	0,5	0,6	0,7	0,5	2,8	0,61	42,4	1,63
Белоруссия	0,1	0,2	0,1	0,2	0,6	0,14	25,7	0,98
Армения	0	0,1	0,2	0,1	0,4	0,09	1,9	0,07
Грузия	0	0,2	0,3	0,1	0,6	0,13	4,2	0,16
Азербайджан	0,6	1,1	1,0	0,5	3,5	0,78	4,5	0,17
Казахстан	1,1	1,3	1,1	1,6	6,1	1,34	15,6	0,59
Кыргызстан	0	0,1	0,1	0	0,3	0,07	1,6	0,06
Итого по СНГ (без России)					14,3	3,15	95,9	3,66
Итого по группе стран					456,2	100	2631,0	100

¹ IMF International Financial Statistics, April 2001, IMF International Financial Statistics Yearbook 1999.

Создание широкой инвестиционной базы рынка ценных бумаг будет способствовать повышению его емкости и устойчивости. Улучшение характеристик рынка капитала является необходимым условием для его превращения в механизм финансирования экономического роста.

На наш взгляд, показатели за последние годы являются сбалансированными и более реально отражают сложившуюся ситуацию. С другой стороны, приведенные цифры в таблице № 2.3.7. за этот же период времени имеют совершенно иное качество, например, в 1996 году прямые инвестиции в Кыргызстан равнялись – 0, что также не соответствует действительности.

Однако, данная таблица дает хороший сравнительный обзор основных показателей привлечения прямых иностранных инвестиций в различных странах. Можно критиковать точность представленных данных по Кыргызстану по отдельным годам, но в целом следует отметить, что региональную конкуренцию в вопросах привлечения иностранных инвестиций наша республика не выдерживает ни по каким параметрам. В абсолютных выражениях, а также в соотношении показателя объема ВВП и всех привлеченных прямых иностранных инвестиций позиции Кыргызстана сравнимы только с Арменией, занимая одно из последних мест среди группы стран.

Если рассматривать показатель привлечения прямых инвестиций в расчете на душу населения (см. таблицу № 2.3.8), то положение Кыргызской Республики в 2003 году не выглядело предпочтительным. Азербайджан являлся лидером в данной группе стран – 279,6 доллара США на душу населения, затем Грузия – 78,5 долларов США, Армения – 378 долларов США. Кыргызская Республика всего – 9,1 доллара США, обгоняя по данному показателю только Россию. Следует отметить, что 1998 год для Кыргызстана был несколько более благоприятный в этом отношении.

Если рассматривать прямые иностранные инвестиции по принципу происхождения страны, то картина за ряд лет также подтверждена определенным изменением. В 1996 году основная доля инвестиций – 82,7%- приходилась на Канаду, это объяснялось строительством золотодобывающего комбината «Кумтор». В 2003 г. наибольшая доля инвестиций также приходилась на страны, не являющиеся членами СНГ¹, так доля Германии составляла

¹ С 1992 по 1999 годы были подписаны двухсторонние соглашения о взаимной защите и поощрении инвестиций с 21 страной мира (Турция, Китай, Украина, Франция, Армения, Великобритания, США, Малайзия, Индонезия, Пакистан, Иран, Узбекистан, Казахстан, Грузия, Азербайджан, Индия, Германия, Швейцария, Бе-

4,1%, Китая – 10,0%, США – 6,7%, Турции – 17,2%, Канады – 21,2%. Наиболее крупными инвесторами из стран СНГ является Россия – 7,6%, Казахстан – 9,0% от общей суммы прямых иностранных инвестиций.

Таблица 2.3.8.

**Объемы прямых инвестиций на душу населения
в странах региона в 2003 году¹**

Страна	Население (млн. человек)	Прямые инве- стиции (млн. дол. США)	Прямые инве- стиции на душу населения (дол- ларов США)
Армения	3,2	120,9	37,8
Азербайджан	8,2	2293,1	279,6
Кыргызстан	5	45,5	9,1
Молдова	3,6	58,45	16,2
Грузия	4,3	337,6	78,5
Россия	145	1144	7,9

Таким образом, по результатам 2003 года Кыргызская Республика является страной с уровнем инвестиций в основной капитал - 10,7% к уровню ВВП. Почти 70% инвестиций в основной капитал производилось за счет внутренних источников. Источники внешнего финансирования являются существенным источником финансирования дефицита бюджета республики, а также дополнительным источником инвестиций в основной капитал. В структуре инвестиций в основной капитал средства из республиканского бюджета и местного бюджета занимали небольшую долю, поэтому средства государственных финансов не сильно влияют на формирование инвестиционных потоков.

Финансовые инструменты фондового рынка, а соответственно и его институты играют существенную роль в процессе инвести-

ларусь, Монголия, Таджикистан). Также имеются 11 соглашений об избежании двойного налогообложения с такими странами, как Россия, Казахстан, Беларусь, Узбекистан, Канада, Турция, Индия, Украина, Таджикистан, Польша, Монголия.

¹ Содружество Независимых Государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр.163,218, 417,473,320,530 .

рования в экономику Кыргызской Республики, обеспечивая почти от 15% до 25% всех иностранных инвестиций.

Рост роли инвестиций как фактора экономического роста будет способствовать повышению устойчивости развития, поэтому дальнейшее экономическое развитие напрямую связано с качественным изменением в структуре источников инвестиций. Рост инвестиционной активности предприятий в таких условиях может осуществляться, прежде всего, за счет увеличения привлечения частных инвестиций на финансовом рынке.

Ресурсы предприятий, являвшиеся главным источником инвестиций в основной капитал, в условиях снижения рентабельности производства накладывают дополнительные ограничения, уже сточающиеся в период ухудшения внешнеэкономической конъюнктуры. Ресурсы государственного бюджета резко ограничены ввиду необходимости финансирования социальных программ, выплаты внешнего долга, а также снижения налогового бремени на предприятия для стимулирования экономического роста. Поэтому обеспечение роста инвестиций в ближайшие годы возможно только за счет использования средств частных инвесторов, перераспределяемых посредством рынка капитала и других секторов финансового рынка.

В среднесрочной перспективе стратегия привлечения инвесторов на фондовый рынок должна быть направлена, прежде всего, на массового инвестора, на население. В долгосрочной перспективе внутренних ресурсов будет недостаточно для обеспечения устойчивого экономического роста, поэтому привлечение прямых иностранных инвестиций также является составной частью политики на рынке ценных бумаг. Но создание внутренней инвестиционной базы является необходимым предварительным условием массового привлечения иностранных инвесторов и одновременно выступает в качестве основного фактора устойчивости национального рынка. Поэтому в тактическом плане требуется обеспечить существенное расширение спроса со стороны внутреннего инвестора, после чего максимально расширять структуру иностранных инвесторов.

2.3.2. Общая характеристика финансового сектора республики

В Кыргызской Республике расширенное вмешательство государства в процессы реформирования экономики внесли мас-

штабные изменения в финансовую структуру в целом, которая претерпела значительные изменения.

Были предприняты меры по переориентации банковской системы от неэффективной характерной для плановой экономики, к рыночной, и учреждению рынка капиталов.

Макроэкономические трудности, влияние российского финансового кризиса 1998 года и слабый прогресс в деле реструктуризации государственных предприятий стали препятствием в развитии финансового сектора. Несмотря на то, что основные правовая, регуляторная и институциональная структуры были созданы, финансовый сектор не внес значительного вклада в достижение цели по своему масштабному развитию. Не играет значительной роли в финансовом посредничестве, мобилизации ресурсов и внедрении передовых норм управления на предприятиях, которое имеет место в развитых странах. С другой стороны, примеры не до конца продуманной политики (либерализации счета капиталов, неправильное применение процентной ставки, несвоевременный переход к политике стимулирования роста и пр.) в финансовом секторе могут послужить хорошими уроками для перспективного регулирования денежного, финансового и фондового рынка республики.

Основа финансового сектора состоит из системы коммерческих банков, страховых компаний, институтов коллективного инвестирования и кредитных союзов. В силу того, что финансовый сектор не имеет достаточной капитальной базы и институциональный потенциал, то недостаточно эффективно мобилизует внутренние финансовые ресурсы для развития экономики. В настоящее время банковский сектор предлагает только основные банковские услуги, такие как краткосрочное обслуживание вкладов, переводы денежных средств и предоставление кредитов. Услуги в надежных банках достаточно дорогостоящие для нашего населения. В связи с этим большая часть населения предпочитает проводить операции в денежной наличности, нежели посредством переводов. Что касается долгосрочных вкладов, то население практически не вкладывает в долгосрочные депозиты.

Соответственно коммерческие банки страдают нехваткой денежных ресурсов для выдачи долгосрочных кредитов и выдают кредиты под большие проценты. Несмотря на существующие ограничения, есть одна положительная черта в банковском секторе, которой нет в среде инвестиционных фондов, это развитая конкурентная среда.

Рынок страховых услуг находится в стадии развития, но, тем не менее, за это время был достигнут значительный прогресс, как

с точки зрения количества страховых компаний, так и с точки зрения привлечения капитала. Более того, на данном рынке хорошо развита конкуренция и страховой рынок предоставляет значительный ассортимент услуг. Страховые компании формируют резервный фонд, который инвестируется на рынке ценных бумаг в основном в ГКВ.

Коллективные институты инвестирования, включая частные пенсионные и инвестиционные фонды, развивались в основном на волне купонной приватизации. Институты коллективного инвестирования большую часть мобилизованных купонов и денежных средств вложили в акции кыргызских предприятий. Совокупный портфель фондов содержит государственные ценные бумаги и иностранные ценные бумаги, но их доля в портфеле незначительна. В странах с развитой рыночной экономикой и развитым финансовым сектором размер небанковских финансовых институтов почти равен размерам банковского сектора. В Кыргызстане же банковский сектор превалирует, а небанковский все еще незначителен. Большинство институтов небанковского сектора либо средние, либо мелкие предприятия.

Кредитные союзы, инициированные Национальным Банком, в большинстве функционируют в сельской местности. В настоящее время кредитные союзы не имеют права вкладывать свои средства в финансовые инструменты, так как их деятельность ограничена выдачей кредитов членам кредитного союза. Вполне возможно в будущем будет разработан механизм, по которому излишек средств кредитных союзов будет инвестироваться в институты коллективного инвестирования, такие как трастовые фонды, что в свою очередь увеличит вовлеченность населения сельской местности в фондовый рынок.

Другие небанковские финансовые институты заложили основу для дальнейшего развития финансового сектора, такие как Кыргызская фондовая биржа, брокерские компании, депозитарии, компании по управлению активами, компании, предоставляющие финансовую консультацию, обменные бюро и т. д.

В директивной экономике основную тяжесть перераспределения нес бюджет государства, что составляло около 60-70% финансовых ресурсов, который брал на себя финансирование большей части долгосрочных потребностей хозяйства, а также расходов, не связанных с производством. Финансовый сектор определялся тремя основными сферами: финансы предприятий, учреждений и организаций; страхование; государственные финансы. В то время банковский кредит превращался в подобие бюджетного

финансирования и не нес конечной коммерческой ответственности за свои действия. Излишек денежных средств, накопленный институциональными инвесторами (страховыми организациями, фондами специального назначения и пр.), использовался для покрытия бюджетных расходов, а обращение ценных бумаг ограничивалось выпуском государственных займов, которые размещались среди населения.

С введением в 1993 году суверенной национальной валюты – сома - начинается реализация независимой финансовой политики и формируется финансовый сектор республики, который был представлен в основном бывшими ранее государственными банками и страховыми организациями.

Финансовые рынки стран с переходной экономикой имеют свои отличительные особенности. В силу еще несложившейся рыночной инфраструктуры сохраняется необходимость государственного регулирования экономики путем воздействия на нее налогово-бюджетных инструментов и внебюджетного вмешательства, вследствие этого в составе финансовой системы еще определенное время будет сохраняться превалирующее значение государственных финансов. Основным звеном финансовой системы являются финансы предприятий и организаций материального производства. Именно в этой сфере создается продукт, стоимость которого служит источником покрытия издержек производства и формирования всех сбережений и инвестиций. Сбережения домашних хозяйств пока составляют незначительную величину¹.

Дефицит инвестиций, степень насыщения хозяйственного оборота денежными ресурсами, величина налогового бремени, процентные ставки, валютный режим и уровень либерализации счета капиталов, степень использования государством внутренних денежных ресурсов, доля центрального банка в их перераспределении, соотношение между долговым финансированием и собственными средствами и другие факторы, относящиеся к финансовой структуре экономики, являются определяющими для формирования рынка ценных бумаг².

Основным мотивом осуществления расходов на инвестиции является норма прибыли. Расчеты нормы прибыли могут быть основаны на ожиданиях инвесторов относительно будущего объема

¹ Бектенова Д.Ч. Закономерности движения денежных потоков в условиях трансформации экономики Кыргызской Республики. – Б.:Издательство Кыргызско-Российского (Славянского) университета, 2001,стр.19.

² Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.:Альпина Паблишер, 2002, стр.244.

производства и реализации продукции, а также цены товара. При этом сопоставляются уровень доходов от эксплуатации нового предприятия или оборудования с уровнем расходов на инвестиции.

Для финансирования инвестиций зачастую фирма использует заемные средства, и, следовательно, она должна быть уверена в том, что ожидаемые доходы от продажи и прибыль будут достаточны для выплаты сумм кредита и процентов по нему. Главным детерминантом инвестиций фирм является реальная процентная ставка. Если ожидаемая норма чистой прибыли превышает реальную ставку, то инвестирование будет прибыльным, и, наоборот, по мере роста реальной процентной ставки спрос на ссудный капитал для инвестиций уменьшается. Потому между ожидаемым объемом инвестиций и реальной процентной ставкой существует обратная зависимость.

Однако в Кыргызской Республике, как и других странах с переходной экономикой, основным фактом, ограничивающим частные капиталовложения, была не цена финансирования (хотя с 1995 г. в республике наблюдается положительная процентная ставка), а отсутствие средств, которые можно было бы вкладывать. Это свидетельствует о том, что реальные процентные ставки находятся на уровне ниже рыночного равновесия, а также о том, что финансовые ресурсы распределяются через неценовые механизмы¹. В последние годы картина начинает постепенно изменяться.

Основными государственными органами, регулируемыми финансовый рынок республики, являются Министерство финансов, Национальный банк, Государственная комиссия по рынку ценных бумаг, Государственная комиссия по финансовой отчетности и аудиту. Если две первые организации существовали в рамках плановой экономики и имели устоявшуюся систему и давние традиции, то две последние являются продуктом рыночных реформ в регулировании финансового сектора страны.

Преобразования в финансовом секторе направлены на развитие институциональной основы предоставления специальных услуг и улучшения эффективности видов посредничества в данном специфичном рынке. Это должно быть достигнуто путем создания жизнеспособной, гибкой банковской системы, а также углубления отношений на рынке ценных бумаг и страхования, как альтернативного источника финансирования экономики. Современная по-

¹ Бектенова Д.Ч. Закономерности движения денежных потоков в условиях трансформации экономики Кыргызской Республики. – Б.:Издательство Кыргызско-Российского (Славянского) университета, 2001, стр. 14.

литика развития финансового сектора республики включает такие направления, как: совершенствование и укрепление банковского сектора; развитие рынка ценных бумаг; формирование сектора институциональных инвесторов; усиление возможностей технической инфраструктуры финансового рынка; распространение международных стандартов бухгалтерского учета и финансовой отчетности; создание нормативно-правовой и надзорной базы для обеспечения развития и роста небанковских финансовых институтов.

За время проведения экономических реформ были достигнуты определенные успехи в вопросах финансовой стабилизации, которую можно охарактеризовать, прежде всего, состоянием валютного, межбанковского кредитного рынка и рынка государственных ценных бумаг, депозитов и кредитов.

Основным ограничивающим моментом развития небанковской системы является то, что значительная часть вложений осуществляется либо в краткосрочные депозиты, либо в государственные казначейские векселя, срок погашения которых 12 и менее месяцев. Поэтому следует принять меры по увеличению длительности вложений и инвестиций. Спрос на долгосрочный капитал со стороны реального сектора для развития экономики высокий, предприятия реального сектора должны иметь доступ к долгосрочному капиталу либо через банковский, либо через рынок ценных бумаг.

Долгосрочное инвестирование и вклады населения положительно отразятся не только на финансовом секторе, но и экономике в целом. В настоящее время многие предприятия сталкиваются с трудностями получения долгосрочного финансирования. Большинство инвестиционных проектов реального сектора носят долгосрочный характер и необходимо время до того, как вложения по проектам начнут приносить прибыль. Поэтому краткосрочный взгляд на инвестирование в финансовом секторе ограничивает развитие реального сектора.

В 2003 году на финансовом рынке Кыргызской Республики функционировало 510 предприятий. Рентабельность (определяемая как отношение балансовой прибыли в процентах к среднегодовой стоимости основных средств) составляла – 65,8¹ процентов, а балансовая прибыль в процентах к расходам – 31,7%.

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики 1999-2003. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр. 154.

Таблица 2.3.9.

**Отдельные макроэкономические показатели
финансового сектора Кыргызской Республики¹**

	ед. изм.	1999	2000	2001	2002	2003
1	2	3	4	5	6	7
Учетная ставка НБКР	%	55,07	38,29	7,95	4,43	3,97
Рынок государственных казначейских векселей (доходность на конец периода по дате аукциона) со сроком обращения:	%					
3 месяца		55,07	44,79	12,36	7,01	4,02
6 месяцев		61,85	44,22	14,55	10,28	7,18
12 месяцев		36,91	51,45	16,64	12,39	9,43
Всего	млн. USD	3,6	5,3	9,3	12,4	15,0
Межбанковский рынок						
Кредиты в национальной валюте:						
<i>объем (за период)</i>	млн. USD	70,9	44,2	25,6	8,9	6,6
<i>процентные ставки (на конец периода)</i>	%	48,13	32,12	11,87	7,82	5,8
Кредиты в иностранной валюте:						
<i>объем (за период)</i>	млн. USD	171,4	514,3	915,2	5,6	5,7
<i>процентная ставка (на конец периода)</i>	%	10,05	5,47	1,43	7,96	6,1
Операции РЕПО						
<i>объем оборота</i>	млн. USD	30,1	34,3	42,4	28,8	33,2

¹ Годовой отчет 2003. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2004, стр. 181-182.

1	2	3	4	5	6	7
<i>процентная ставка (на конец периода)</i>	%	49,26	29,4	5,29	4,86	3,5
Валютные операции	тыс. USD	1516,6	1433,4	136,6	1952,4	122,4
Рынок депозитов и кредитов						
Кредиты в национальной валюте:						
<i>объем (за период)</i>	млн. USD	12,4	14,8	24,5	30,1	45,3
<i>процентная ставка (на конец периода)</i>	%	54,8	50,1	27,95	24,78	23
Кредиты в иностранной валюте:						
<i>объем (за период)</i>	млн. USD	18,6	31,8	32,0	44,0	65,9
<i>процентная ставка</i>	%	33,25	31,39	19,45	18,26	19,3
Депозиты в национальной валюте:						
<i>объем (за период)</i>	млн. USD	60,8	66,1	50,7	54,3	81,5
<i>процентная ставка (на конец периода)</i>	%	23,04	10,59	7,73	2,80	2,1
Депозиты в иностранной валюте:						
<i>объем (за период)</i>	млн. USD	93,1	94,7	154,5	249,5	653,4
<i>процентная ставка (на конец периода)</i>	%	2,70	1,70	1,51	0,45	0,4

Данные, приведенные в таблице 2.3.9., характеризуют основные тенденции состояния финансового сектора республики. Учетная ставка Национального банка республики снизилась за пять лет почти в 14 раз и достигла значения в 2003 году – 3,9%. Аналогичные тенденции наблюдались по другим параметрам сектора. Снизилась доходность по государственным ценным бумагам.

В результате стабильной макроэкономической ситуации и низких инфляционных ожиданий инвесторов возрос спрос (в основном коммерческих банков) на долгосрочные финансовые активы, что повлекло снижение объемов эмиссий краткосрочных ценных

бумаг государства. Основными держателями государственных казначейских векселей (около 80-90%) остаются коммерческие банки. Доля физических лиц колеблется в пределах 7-10%, а юридических лиц от 3-5%¹. Институциональные инвесторы держат менее 1 процента государственных бумаг.

Рынок государственных ценных бумаг представлен также такими финансовыми инструментами, как государственные казначейские векселя (ГКВ) сроком до одного года, облигации государственного реструктуризованного займа (ОГРЗ) и казначейские обязательства (КО, РКО), существуют среднесрочные обязательства (урегулирования) сроком до 3 лет.

Структура держателей ГКВ показывает, в первую очередь, неразвитую инфраструктуру размещения государственных ценных бумаг и сложную процедуру неподготовленных инвесторов к подобному виду ценных бумаг. С другой стороны, снижение доходности по таким финансовым инструментам делает невыгодным их приобретение, а вынуждает активных инвесторов вкладывать финансовые ресурсы в другие более выгодные инструменты. В свою очередь, здесь также проявляется проблема неразвитой, узкой структуры государственных финансовых инструментов.

По состоянию на 1 января 2003 года общий объем КО в обращении составил – 117,5 млн. долларов США, основная доля их (около 95%) находится в портфеле НБКР. Ноты Национального банка Кыргызской Республики, краткосрочные ценные бумаги используются для управления ликвидностью коммерческих банков и формирования стоимостного ориентира для финансового рынка. К доходности 28-дневных нот привязана учетная ставка НБКР.

Государственные ценные бумаги являются инструментами краткосрочного покрытия текущего бюджетного дефицита, а также денежно-кредитного регулирования (поэтому и размещаются, в основном, среди коммерческих банков). Данные заимствования не связаны с долгосрочным инвестированием экономики, следовательно, не могут относиться к рынку капиталов. Такая ситуация в целом характерна и для других стран с переходной экономикой². Специфические

¹ Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 32.

² Например, Рубцов Б.Б. отмечает, что в России рынок ценных бумаг в основном также исполнял роль покрытия бюджетного дефицита и перераспределении собственности в процессе приватизации, а не в финансировании хозяйства. Только субфедеральные еврооблигационные займы направлялись на инвестиции. Но ситуация в России резко начинает меняться в сторону решения вопросов инвестирования и, прежде всего, через механизмы корпоративного заимствования. См. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.:Экзамен, 2002, стр.68.

среднесрочные ценные бумаги (урегулирования) также нельзя отнести к инвестиционным, поскольку они решают вопросы секьюритизации задолженности Правительства Кыргызской Республики перед Национальным банком. В данный пакет ценных бумаг вошли казначейские векселя и обязательства с различными сроками погашения.

Как было отмечено ранее (см. таблицу № 2.3.5.), доля государственных ценных бумаг в финансировании дефицита государственного бюджета из года в год является различной. В 1995 году доля ценных бумаг в финансировании дефицита государственного бюджета составляла небольшую величину, около 3,5%. В 1999 году - (-3,9 млн. долларов США), а по результатам 2003 года - (-11.5 млн. долларов США). То есть объемы заимствования увеличиваются из года в год, а механизмы внутреннего финансирования дефицита бюджета через рынок ценных бумаг развиваются. Однако, в этот период происходило опережающее погашение задолженности перед держателями ценных бумаг из средств бюджета, чем выпуск новых заимствований.

Таким образом, государственные ценные бумаги не имеют существенной доли в финансировании дефицита бюджета республики, а выполняют роль в механизме реструктуризации существующей задолженности. Поскольку объемы иностранных кредитов превышает размеры по погашению основной суммы государственного долга, то можно сделать вывод, что погашение внутренней задолженности по государственным ценным бумагам происходит, в том числе, за счет внешнего финансирования. На наш взгляд, это результат недостаточно умелого управления Министерством финансов долгом страны. Важно также то, что иностранные инвесторы не имеют существенной доли инвестиций в структуре государственных ценных бумаг и, в частности, ГКВ.

С другой стороны, сложившееся положение с финансированием дефицита бюджета в целом характерно для многих стран с переходной экономикой, где большая часть государственного долга приходится на кредиты международных банков и стран-доноров, в отличие от развитых стран, где практически вся задолженность государства воплощена в ценных бумагах. В США более 99% задолженности федерального правительства приходится на государственные ценные бумаги. То же самое в Англии. Только в Германии доля прямых банковских займов в структуре задолженности государства составляет около 1/3 (за счет кредитования государства банками путем выпуска специальных облигаций)¹.

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002, стр.72.

Также типичным для стран с переходной экономикой является то, что фондовые рынки играют подчиненную роль в системе мер денежно-кредитного регулирования, что связано с недостаточно высоким уровнем развития финансово-кредитной системы и фондового рынка, а также наличием разнообразных барьеров в движении финансовых ресурсов.

Снижение темпов инфляции и более высокий по сравнению с предыдущими годами уровень ликвидности банковской системы в совокупности повлияли на стоимость заемных средств на межбанковском рынке. В последние годы средняя процентная ставка на межбанковском кредитном рынке снизилась до уровня 8%. Это повлекло за собой снижение объемов кредитов как в национальной, так и особенно в иностранной валюте. При этом происходит снижение волатильности процентных ставок, что указывает, все равно, на нестабильное развитие финансового сектора (существование самой волатильности является фактом нестабильности).

Таблица 2.3.10.

**Кредитные вложения в экономику
(на конец года; млн.USD)¹**

	1999	2000	2001	2002	2003
Всего	56,8	51,4	77,9	99,7	140,8
в том числе:					
государственному сектору	1,64	0,8	1,9	0,9	1,4
негосударственному сектору	48,9	44,3	64,09	85,8	118,9
физическим лицам	6,2	6,0	11,8	12,7	24,4
кредиты на капитальную аренду	0,01	0,24	0,11	0,3	0,65
Всего (в процентах)	100	100	100	100	100
в том числе:					
до 1 года	76,3	79,6	69,3	59,1	62,8
свыше 1 года	23,7	20,4	30,7	40,9	37,2
Обменный курс, сом/USD (на конец периода)	45,4	48,3	47,7	46,09	44,19

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. - Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.214, 215.

Относительно низкие процентные ставки на межбанковском кредитном рынке не повлияли особо на процентные ставки кредитов, выдаваемых коммерческими банками субъектам хозяйственной деятельности. Коммерческий процент по кредитам стабилизировался в последние годы и сохраняется на уровне 18 - 19% в иностранной валюте и 24 - 27% в национальной валюте.

Показатели темпа прироста денег вне банков увеличивались в среднем из года в год, депозитов до востребования имели тенденцию к стабилизации, срочных депозитов в иностранной валюте сокращались, денежной базы и денежной массы имели тенденцию к снижению. Процентные ставки коммерческих банков по депозитам и вкладам имели тенденцию к снижению - в национальной валюте с 27% в 1999 г. до 2,62% в 2003 г., в иностранной валюте с 6,7% до 0,65% соответственно.

Общий объем депозитов и вкладов, размещаемых лицами в коммерческих банках, возрос с 1996 года почти в 10 раз. Ситуация стабилизировалась в последние три года. Стабилизировались показатели депозитов юридических лиц и вклады физических лиц в национальной валюте. Депозиты юридических лиц в иностранной валюте имеют тенденцию к сокращению почти с 22,03 млн. долларов США в 1999 году до 6,9 млн. долларов США в 2001 году. При этом вклады физических лиц в иностранной валюте стабильно возрастают.

Кредитные вложения в экономику (таблица № 2.3.10.) имеют тенденцию к росту с 56,8 млн. долларов США в 1999 году и составили в 2003 году – 140,8 млн. долларов США. Кредиты государственному сектору невысоки и стабильны, составляли в 1999 году – 1,64 млн. долларов США, а в 2003 году – 1,4 млн. доллара США. В этой связи можно сделать вывод, что государственный сектор снижает объемы привлечения кредитов и все более рассчитывает на кредитование со стороны частного сектора. Автор считает, что в структуре государственного заимствования сумма привлечения кредитов вполне оправданно могла бы быть заменена на привлечение средств через рынок государственных ценных бумаг.

Негосударственный сектор является главным объектом кредитных вложений в экономику и возрос с 48,9 млн. долларов США в 1999 году до 188,9 млн. долларов США в 2003 году. Доля физических лиц в структуре кредитных вложений стабильна и колеблется около 15% к общей сумме. Данная тенденция подтверждает факт, что развитие финансового сектора опережает темпы развития реального сектора.

При этом структура выданных кредитов показывает в 2003 году, что почти 60% кредитных вложений производились в форме

краткосрочных ссуд, что свидетельствует в целом об устойчивом наличии фактора инфляционных ожиданий на собственников и меньше свидетельствует об инвестиционных целях вложений финансовых средств. Кредитование долгосрочных проектов, которые можно считать инвестиционными, составляют менее 1% в структуре выданных кредитов.

Банковская система играет большую роль в вопросе финансирования экономики государства и инвестировании в целом. Денежные обязательства банковского сектора оказывают существенное воздействие на совокупные номинальные денежные расходы в экономике, что сказывается на значениях конечных целевых показателей экономической политики – темпах экономического роста, уровня инфляции и состоянии платежного баланса. С другой стороны, в странах с недостаточно развитыми финансовыми рынками на банковскую систему приходится подавляющая часть всех финансовых активов и обязательств в экономике, что подтверждается данными таблицы.

Из таблицы видно, что коммерческие банки в Кыргызской Республике владеют большей частью финансовых активов, а с учетом активов Национального банка приходится свыше 99% всех активов финансовой системы республики в то время, как в индустриально развитых странах на долю денежно-депозитных банков – 37%, а на долю центральных банков – 3%¹. На сектор небанковских финансовых учреждений приходится менее одного процента.

Важно отметить такой момент, что в структуре денежных доходов населения накопление сбережений во вкладах, ценных бумагах имеет нестабильные тенденции и возросли с - минус 0,26 млн. долларов США в 1999 году до 6,5 млн. долларов США в 2003 году. В то же время покупка валюты увеличивается с 102,1 млн. долларов США в 1998 году до 160,6 млн. долларов США в 2002 году². Данная тенденция подтверждает тезис о недоверии населения финансовому сектору и предпочтении сохранения денежных средств в иностранной валюте. Хотя на это также влияют и факторы долларизации экономики, когда большой объем расчетов за проведение отдельных операций хозяйственной деятельности или приобретение товаров и услуг производится в иностранной валюте.

Таблица 2.3.11.

¹ Финансовые системы и развитие. – Серия: Политика и исследования. – Вашингтон: Всемирный банк, 1989, с.16

² . Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики – Б.:Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 177.

**Институциональная структура некоторых
финансовых систем в Кыргызской Республике в 1999г.¹**

№	Финансовые институты	Доля активов (в %) от общей суммы валовых активов финансовой системы	
		Сумма, млн. USD	Удельный вес, в %
1	Национальный банк	553,8	85,2
2	Коммерческие банки	92,2	14,3
3	Страховые компании	2,6	0,4
4	Инвестиционные фонды	1,04	0,16
5	Фондовые и товарно-сырьевые биржи	0,04	0,05
Итого:		649,6	100,0

Таким образом, в структуре финансового сектора республики преобладает доля банковского сектора при подавляющих активах Национального банка Кыргызской Республики. Темпы развития являются высокими и имеют тенденцию к макроэкономической стабилизации и оздоровлению. Объемы банковского кредитования восстановились через три года после российского кризиса, который оказал непосредственное влияние на развитие финансового сектора республики. Кредитный рынок республики выглядит чувствительным к внешним воздействиям. Рынок государственных ценных бумаг занимает также небольшую долю в структуре финансового сектора и имеет упрощенный перечень инструментов.

Макроэкономические показатели финансового рынка свидетельствуют о стабилизации и снижения доходности по коммерческим кредитам, депозитам и вкладам. При этом наблюдаются увеличение объемов кредитования и хранения денежных ресурсов в коммерческих банках. Однако, эти параметры не повлияли особенно на рост или снижение объемов операций с ценными бумагами, как корпоративными, так и государственными.

¹ Бектенова Д.Ч. Закономерности движения денежных потоков в условиях трансформации экономики Кыргызской Республики. – Б.:Издательство Кыргызско-Российского (Славянского) университета, 2001,стр.24.

Насыщенность хозяйственного оборота деньгами

В своей работе «Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития» Миркин Я.М. обозначает фундаментальный фактор, определяющий в конечном итоге величину фондового рынка и экономики в целом. Ключевым показателем «финансовой глубины»¹ считается монетизация хозяйственного оборота, степень его насыщенности деньгами, обычно измеряемая коэффициентами монетизации (например, «деньги+квазиденьги / валовой внутренний продукт»). Чем выше насыщенность хозяйства финансовыми денежными ресурсами, тем выше, при прочих равных условиях, темпы экономического роста (более объемным и диверсифицированным является денежный спрос, более крупные потоки денежных ресурсов перераспределяются с тем, чтобы финансировать экономическое развитие, не допускается искусственного дефицита денег, ограничивающего инвестиции)².

Высокая насыщенность экономики денежными ресурсами влечет за собой высокие темпы роста, более объемный и диверсифицированный спрос, более крупные финансовые потоки, направляемые для финансирования развития экономики. Происходит формирование все более крупных, ликвидных, массовых финансовых рынков, не допускающие искусственного дефицита денег, ограничивающие инвестиции. Соответственно формируются более объемные, массовые, ликвидные фондовые рынки, более крупные брокерские компании, коммерческие банки и другие участники рынка ценных бумаг.

Устойчивая взаимозависимость насыщенности деньгами экономики и капитализации биржевых рынков можно проиллюстрировать на основе предложенной в книге статистических материалов и расчетных таблиц для сравнительного анализа рынков ценных бумаг трех категорий - развитых, развивающихся и формирующихся (2000 г.). На примере выборки трех предложенных показателей можно проиллюстрировать такую взаимозависимость по разным странам: 1) деньги+квазиденьги к уровню ВВП, 2) процентное отношение активов центрального банка к показа-

¹ Понятие «финансовой глубины» макроэкономики введено в конце 80-х годов Всемирным банком для того, чтобы отразить связь между насыщенностью экономики денежными ресурсами, сложностью и разветвленностью финансовой и денежно-кредитной системы, с одной стороны, и темпами экономического роста, с другой.

² Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2001., стр.251.

телю деньги+квазиденьги, 3) капитализация рынка акций¹. Я.М. Миркин в своей работе показывает нарастание мощности фондовых рынков по мере роста монетизации хозяйственного оборота.

По группе развитых стран данные показатели выглядят соответственно: Австрия 89,2%, 18,9%, 15,7%, США 58,8%, 10,2%, 151,9%, Германия 99,9%, 12,4%, 67,6%, Гонконг 235,9%, 26,8%, 382,0%, Турция 40,5%, 45,3%, 60,8, Китай 152,1%, 29%, 53,8%. В среднем в странах Большой семерки уровень монетизации экономики составляет 55%-100%, в развивающихся странах 40%-50%

Группа стран с переходной экономикой: Польша 44,2%, 46,9%, 19,%, Россия 22,4%, 99,6%, 15,8%, Латвия 31,5%, 51,5%, 8,2%. Молдова 26,6%, больше 100%, 3,5%.

Подобные данные по Кыргызстану отсутствуют, и если применить показатели за 1999 и 2003 годы, то получается соответственно – 9,7% монетизация экономики, 85% (см. ниже таблицу «Институциональная структура некоторых финансовых систем в Кыргызской Республике в 1999г.»), 1,67% (объем торговли на Кыргызской фондовой бирже).

Таблица 2.3.12.

Денежные агрегаты (млн.USD)²

	1999	2000	2001	2002	2003
Денежная база	89,07	94,0	112,3	166,2	227,9
Денежная масса (M2)	104,6	109,4	129,7	180,2	250,9
Денежная масса (M2х)	144,8	152,5	171,9	238,6	332,1
Монетизация (в процентах)	9,7	8,08	8,4	10,2	12,07

Справочно: монетизация определяется, как денежная масса (M2 в %) к уровню ВВП

¹ В работе предложен более широкий спектр показателей. Для иллюстрации нами выбрана отдельная группа показателей, характеризующих качественное их соотношение и состояние развития фондового рынка. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2001, стр. 549.

² Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. - №10/2002, стр.28, №6/2004, стр.30.

Как видно из таблицы показатель финансовой глубины кыргызстанской экономики (определяемый, как отношение широких денег к ВВП) имеет стабильные параметры, так в 1999 г. – 9,7%, в 2003 г. – 12,07%, что также соответствует параметрам других стран с переходной экономикой. Низкий показатель финансовой насыщенности экономики характеризует, прежде всего, провинциальность нашего финансового сектора с одной стороны и небольшой объем денег в экономике или его недостаток, с другой.

В то же время в соответствии с прогнозом макроэкономических показателей на период до 2010 года показатель денежной массы (M2) несколько возрастет до около 15% ВВП, что свидетельствует о проведении жесткой монетарной политики.

Действия Правительства по укреплению макроэкономической стабилизации и, в первую очередь, снижению показателей инфляции и стабилизации обменного курса национальной валюты, на наш взгляд, достигаются ужесточением монетарной политики, выражающимся в искусственном поддержании низкой насыщенности денежных средств в экономическом обороте.

Общие показатели финансового сектора Кыргызской Республики соответствуют показателям стран с переходной экономикой, монетизацией на период до 2010 года около 10-15% ВВП, с долей активов Национального банка в структуре валовых активов финансовой системы около 80%-90%. Данные показатели, на наш взгляд, будут ограничивать возможности экономического роста фондового рынка.

Меры, принимаемые Правительством по укреплению макроэкономической стабилизации, снижению показателей инфляции, стабилизации обменного курса национальной валюты достигаются проведением жесткой денежно-кредитной и бюджетной политики, путем поддержания низкой насыщенности денежных средств в экономическом обороте.

Общая закономерность состоит в следующем: высокоинфляционным экономикам, как правило, соответствуют более низкие показатели коэффициента монетизации и более высокие показатели скорости денежного обращения, в то время как для низкоинфляционных экономик характерны относительно высокие показатели коэффициента монетизации и относительно низкие скорости денежного обращения. Низкий коэффициент монетизации экономики обуславливает широкое распространение различного рода денежных заменителей: бартера, низкокачественных суррогатов денег, долларового наличного оборота и т.п., служащих прекрасными средствами для ухода от уплаты налогов. Однако

коэффициент монетизации нельзя быстро увеличить. Это должно обеспечиваться неинфляционным добавлением ликвидности в экономику¹.

Кстати, это подтверждается вышеизложенной ситуацией, когда заметного улучшения общего финансового состояния предприятий и организаций не происходит. Сложное финансовое состояние предприятий и организаций выражается в неудовлетворительном состоянии платежей и расчетов, замораживании денежных средств в виде товарно-материальных запасов на складах. Происходит вытеснение кредита и денег в балансе предприятий дебиторской и кредиторской задолженностью, связанной в значительной степени с неплатежами покупателей и поставщикам. Дебиторская задолженность предприятий экономики в 2003 году² составила – 559,8 млн. долларов США против 321,7 млн. долларов США в 1999 году. Рост составил 74%. Выросла почти на 80 % кредиторская задолженность и составила в 2003 году – 750,4 млн. долларов США против 422,6 млн. долларов США в 1999 году.

В итоге реализации стабилизационных программ произошло резкое сжатие денежной массы, а реальный объем денежной массы в СНГ снизился в среднем в десять раз!³ Соответственно также снизился коэффициент монетизации экономики в этих странах.

Общие показатели финансового сектора Кыргызской Республики соответствуют показателям стран с переходной экономикой, монетизацией на период до 2010 года около 10-15% ВВП, с долей активов Национального банка в структуре валовых активов финансовой системы около 80%-90%.

При этом, интересно отметить, что коэффициент монетизации стабилизируется на уровне советского периода, что отражает особенности сложившейся структуры экономики республики. Данные показатели, на наш взгляд, свидетельствуют об ограничительных возможностях экономического роста фондового рынка. В ситуации, когда в стране «мало денег», обостряется зависимость от иностранных инвестиций, при этом, более проблемными становятся бюджет

¹ Акаев А. Переходная экономика глазами физика (математическая модель переходной экономики). – Б.: Учкун, 2000, стр.106.

² Финансы предприятий Кыргызской Республики 1999-2003. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.28.

³ см. таблицу 3.3 - Актуальные проблемы и опыт экономической политики в странах Балтии, России и других государствах бывшего Советского Союза. – Международный Валютный Фонд, вып. № 133, под ред. Даниела Ситрина и Ашока Лахири, Вашингтон, 1995 г.

и налоги, резко снижается ликвидность банков, выше колебания финансового рынка, появляется зависимость от иностранных игроков и спекулятивных шоков. Все это в целом усугубляет нестабильное положение финансового сектора и экономики в целом и влечет формирование слабого и провинциального фондового рынка.

Таблица 2.3.13.

**Коэффициент монетизации
в некоторых странах СНГ в 2003 году¹**

	Валовой внутренний продукт (в текущих це- нах)	Денежная масса (де- нежный агрегат М2)	Коэффи- циент мо- нетизации (в процен- тах)
Азербайджан (трлн. манат)	35,1	2,032	5,8
Армения (млрд. драм)	1623,3	203,1	12,5
Белоруссия (млрд. Бел. рублей)	35930,2	1993	5,5
Казахстан (млрд. тенге)	4449,8	498,1	11,2
Кыргызстан (млрд. сом)	83,4.	10,99	12,07
Россия (млрд. рублей)	13285,2	2134,6	16,06
Украина (млрд. гривен)	264,2	64,3	24,3

В известной степени можно утверждать, что в период до 2010 года² при величине внутреннего денежного спроса на корпоративные ценные бумаги, границей которого является монетизация хозяйственного оборота (денежная масса (М2) в % к ВВП) в пределах от 10-15% ВВП, капитализация рынка акций и объем, созданная за счет спроса преимущественно внутренних инвесторов, не будет превышать 10-15% к уровню ВВП.

Таким образом, суммируя выводы, сделанные в разделе, хотелось бы сделать следующее заключение. Важным фактором,

¹ Расчитано на основе данных - Содружество Независимых Государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004, стр.160, 215, 266, 359, 414, 526, 714.

² Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года – Обще-национальная стратегия, Бишкек, 2001, стр.51.

влияющим на развитие фондового рынка в целом, является активность и интенсивность государства в процессе заимствования на внутреннем финансовом рынке, а также степени вмешательства государства в экономику в части использования внутренних денежных ресурсов.

Если государство больше использует внутренние денежные ресурсы на собственные нужды, создавая механизмы перераспределения ресурсов в собственную пользу, то соответственно границы использования корпоративных фондовых инструментов для финансирования экономики сужаются. При этом, правительство Кыргызской Республики ведет целенаправленную политику снижения уровня государственных расходов, которое было достигнуто главным образом за счет уменьшения потребительских дотаций, субсидий и займов государственным предприятиям. Со снижением расходов стало возможным контролировать дефицит бюджета. Большая часть дефицита бюджета покрывается за счет внешних источников, главным образом на льготных условиях.

Бюджетное финансирование реального сектора ограничено. Удельный вес государственных инвестиций¹ сократился с 9,5% к ВВП в 1999 г. до 5,5% к ВВП в 2003 г. В том числе, прямые государственные инвестиции сократились с 8,4% к ВВП в 1999 году, до 4,7% к ВВП в 2003 г.. Расходы государственного бюджета в 2001 г. на финансирование отраслей экономики составили всего - 1,9% к ВВП, а в 2003 году - 0,8%.

В структуре инвестиций в основной капитал бюджетные средства составляют по разным годам всего от 4,3% до 7,0%, а в соответствии с прогнозом до 2010 года², заложенным в Комплексной основе развития Кыргызской Республики, данный показатель будет колебаться в пределах 3,5% к ВВП, в том числе около 2,9% прямых государственных инвестиций.

Низкое влияние государственных финансов на реальный сектор является стимулирующим фактором развития механизмов инвестирования в экономику через фондовый рынок. Потребности в финансировании дефицита бюджета или инвестиционных проектов через рынок ценных бумаг существенно ограничивают-

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национального статистического комитета Кыргызской Республики, 2002, стр.193. Среднесрочный прогноз бюджета Кыргызской Республики на 2004 – 2006 годы. Финансово-экономический бюллетень. Специальный выпуск. Б.: Министерство финансов Кыргызской Республики, 2003, стр.9,13,17.

² Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года – Общегосударственная стратегия, Бишкек, 2001, стр.51.

ся, поскольку финансирование таких позиций производится из средств внешнего заимствования и иностранного кредита на льготной основе, предоставленные международными финансовыми организациями. По существу, это и есть государственные финансы. Средства из внешнего финансирования и дальше будут играть существенную роль, в том числе и погашении задолженности по выпущенным ранее ценным бумагам.

Льготный характер внешнего финансирования хоть и является выгодным для экономики республики, но нейтрализует коммерческую заинтересованность правительства КР в долгосрочном развитии рынка капиталов и подавляет необходимость в адаптации и развитии опыта управления государственным долгом. Хотя понятно, что в перспективе с сокращением объемов предоставления льготных займов со стороны международных финансовых организаций необходимо будет увеличение внутреннего и внешнего коммерческого заимствования для развития экономики. В итоге искажается истинная картина перспективного сценария развития сектора ценных бумаг и соответственно недостаточный интерес правительства к потребности в выработке механизмов развития и регулирования. В результате существенно сужаются естественные рамки применения финансовых инструментов в реальной экономике, а также снижается индустриальный потенциал рынка государственных долговых бумаг.

В перспективе, со снижением объемов внешнего государственного заимствования, структура финансовых ресурсов будет меняться в сторону увеличения удельного веса расходов, образуемых за счет внутренних бюджетных и внебюджетных источников. В этой связи, приоритеты программ государственных инвестиций будут подвергнуты определенной корректировке вплоть до отказа капитальных вложений в коммерчески жизнеспособные отрасли экономики и переводом уже реализованных проектов на самостоятельный рост.

В республике ситуация с внешним долгом представляется сложной и более невыгодной по сравнению с другими соседними республиками, где заимствования носят коммерческий характер, а совокупный объем заимствования к уровню ВВП находится на должном, безопасном уровне.

Государственный внешний долг¹ Кыргызской Республики имеет тенденцию к сокращению со 108% к уровню ВВП в 1999 г., 130% к

¹ См. официальный Интернет-сайт Министерства финансов Кыргызской Республики - <http://www.minfin.kg/gos-dolg.php>

ВВП в 2000 г., до 93,8% к ВВП в 2003 г. Однако совокупный объем долга является чрезмерным и оказывает сильное давление на развитие экономики. В перспективе до 2010 года объем внешнего заимствования должен сократиться почти до 70% к ВВП, что также представляется высоким. При этом в 2001 году отношение процентных выплат к совокупным государственным доходам сократилось до 3,97% к уровню ВВП. Совокупный дефицит государственного бюджета снизился с 11,9% к ВВП в 1999 году до 5,9% к ВВП в 2002 году. По прогнозу в 2010 г. этот показатель должен составить – 1,2% к ВВП, а на выплаты основной суммы государственного долга будут направляться около 2% средств к уровню ВВП. Такое положение достигается, прежде всего, за счет реструктуризации внешнего долга в рамках международных договоренностей с международными финансовыми институтами и странами - донорами¹.

Облегчение бремени обслуживания долга в среднесрочной перспективе будет одним из основных факторов, способствующих расширению государственных социальных программ и экономическому росту.

В соответствии с прогнозом до 2010 года финансовые ресурсы для осуществления комплексной основы развития будут обеспечиваться главным образом за счет собственного потенциала. При этом, текущий государственный бюджет, финансируемый из компонента внутренних заимствований, будет снижаться со 3,3% к

¹ 11 марта 2005 года Парижский Клуб кредиторов предоставил Правительству Кыргызской Республики льготную реструктуризацию всего накопленного долга страны перед членами Парижского клуба и Турцией в сумме 555,1 млн. долл. США (из которых: льготные кредиты составляют 306,3 млн. долл. США; нельготные – 248,8 млн. долл. США). Данное соглашение предусматривает сокращение накопленного долга по двусторонним кредитам, подписанным до 31 августа 2001 года, а также по кредитам, реструктуризированным Парижским клубом в 2002 году.

Реструктуризация будет производиться согласно следующим условиям:

- 50 процентов от суммы нельготных кредитов (124,4 млн. долл. США) будет списана, а оставшиеся 124,4 млн. долл. США будут погашаться в течение 23 лет, включая 7 лет льготного периода по приемлемой рыночной ставке.

- Льготные кредиты (в сумме 306,3 млн. долл. США), полученные в рамках Официальной Помощи Развитию (ODA) будут выплачиваться в течение 40 лет, включая 13 лет льготного периода по ставке, не выше процентных ставок по оригинальным кредитным соглашениям.

Кроме того, Парижский клуб предоставил отсрочку выплаты процентов в период с 2005 по 2008 годы: в 2005 году будут погашаться только 15 % от всей суммы начисленных процентов, а оставшиеся 85 % будут выплачиваться в течение 23 лет, включая 7 лет льготного периода. Далее по годам отсроченные суммы составят: в 2006 году – 75 %, в 2007 году – 70 % и в 2008 году – 65 %.

Также, на двусторонней основе каждый кредитор может принять долг в обмен на экологию, помощь, активы или другие операции по обмену долга в местной валюте.

ВВП 2001 году до 2,0% в 2010¹. Бюджет развития прямых государственных инвестиций, финансируемый за счет внутреннего заимствования также будет снижаться с 0,4% к ВВП в 2001 г. до 0,1% в 2010 г. Снижение уровня заимствования можно объяснить с одной стороны, прежде всего, ростом самого объема ВВП более чем в два раза к уровню 2001 года. А с другой, целенаправленной политикой снижения влияния государства в вопросах финансирования экономики.

Снижение объема внутреннего государственного заимствования может оказать позитивное влияние на расширение возможностей размещения внутренних инвестиционных ресурсов в секторе муниципальных и корпоративных финансовых инструментов.

Как было отмечено выше, чем больше влияние государства (в лице Национального банка) в распределении и движении денежных ресурсов, тем меньше свободных денежных средств на рынке и соответственно снижается доля сегментов, которые должны были обслуживать фондовый рынок. На сектор небанковских финансовых учреждений приходится менее одного процента финансовых активов республики. В то время как коммерческие банки распоряжаются около 14% активов финансового рынка, а Национальный банк контролирует около 85% ресурсов в то время, как в индустриально развитых странах на долю денежно-депозитных банков приходится 37%, а на долю центральных банков – 3%².

Причинами высокой доходности государственных долговых бумаг являлся дефицит денежных ресурсов на рынке в результате проведения правительством жесткой монетарной политики и соответственно поддержания Национальным банком заниженной монетизации, искусственно низкой насыщенности оборота денежными ресурсами, а также применение Нацбанком искусственно высоких процентных ставок. Все эти факторы оказывали крайне негативное влияние на возможности экономического роста, ограничивали поступление денежных ресурсов в реальный сектор и на рынки корпоративных ценных бумаг. Все это неизбежно вызывало переток денежных ресурсов с других сегментов финансового сектора экономики, снижения рыночной стоимости акций и облигаций и в целом влияло на снижение активности фондового рынка.

На межбанковском кредитном рынке произошло снижение процентных ставок. Процентные ставки коммерческих банков по

¹ Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года – Общегосударственная стратегия, Бишкек, 2001, стр.54.

² Финансовые системы и развитие. – Серия: Политика и исследования. – Вашингтон: Всемирный банк, 1989, стр.16.

депозитам и вкладам имели тенденцию к снижению. В целом процент по банковским кредитам реальному сектору всегда выше доходности краткосрочных государственных ценных бумаг, поскольку включает премию за дополнительный риск, который несут банки. Общее снижение доходности других видов финансовых инструментов должно повлиять на повышение интереса потенциальных инвесторов к корпоративным фондовым инструментам, где в настоящий момент наблюдается более высокая доходность.

Среднегодовая доходность¹ по некоторым оценкам составляет в 2002 году по акциям (простые) 27,5%², по облигациям в национальной валюте 20,1%, в иностранной валюте 11,5%³.

Крайне низкая монетизация хозяйственного оборота сопровождается слишком высокой долей государства в перераспределении денежных ресурсов (завышенная доля использования правительством внутреннего кредита, слишком большая доля центрального банка в перераспределении денежных ресурсов, не оставляющая места финансовому рынку, высокая доходность государственных заимствований, ослабляющая стимулы инвестиций в корпоративные финансовые активы). Результат – крайне ослабленный рынок ценных бумаг (капитализация рынка акций не превышает примерно 10-15% ВВП), испытывающий масштабный дефицит внутренних денежных ресурсов для инвестиций⁴. Высказанное мнение в равной степени подтверждается опытом формирования финансовой системы и становления фондового рынка в Кыргызской Республике.

Различные диспропорции в финансовой системе вызваны становлением новых форм рыночных отношений и финансовой системы в частности. Проведение жесткой монетарной политики является частью современной реальности и направлено, прежде

¹ Показатель доходности финансовых инструментов рассчитывается как отношение доходности на конец периода, минус доходности на начало периода и плюс дивиденды, к доходности на начало периода.

² Расчет доходности произведен на основании данных десяти компаний, акции (простые) которых являются наиболее торгуемыми и ликвидными, это такие как АООТ «ТД ЦУМ «Айчурек»», АООТ «Дастан», АООТ «Нур» (Джалал-Абад), АФ ОКБ «Аалам», АООТ ИФ «Береке-Инвест», АООТ НАП «Кыргызстан Аба жолдору», АООТ «Международный аэропорт «Манас»», ОАО «Энергобанк», АООТ «Кыргызтелеком», АКБ «Кыргызстан».

³ Расчет доходности по рынку облигаций показан за 2002 год по 5 компаниям, осуществившим выпуск облигаций, за 2003 год по 7 компаниям (АООТ «Кыргызтелеком», АКБ «Кыргызстан», ОсОО «Нотус», АООТ «Нур», ОсОО «Renton Group», АООТ «Бишкексут», АО «Кыргызтелеком»).

⁴ Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.:Альпина Паблишер.2001.,стр.265.

всего, для макроэкономической стабилизации и обеспечения оснований роста экономики. Поэтому совершенствование структуры финансовой системы, отвечающая требованиям обеспечения благоприятных факторов для стимулирования и активного роста объемов фондового рынка республики, а также роста рыночной стоимости и капитализации корпоративных ценных бумаг будет иметь долгосрочный характер.

ГЛАВА 3.

АНАЛИЗ СОСТОЯНИЯ И ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКИ

3.1. Формирование продуктовой структуры рынка ценных бумаг.

3.1.1. Появление различных видов финансовых инструментов в Кыргызской Республике

Приватизация государственной собственности

Причиной появления и роста фондового рынка Кыргызской Республики, как и во многих других странах, в 1995-1998 гг. стала реализация программ приватизации. Целью приватизации в странах с рыночной экономикой было повышение эффективности компаний с государственной долей собственности и поступление денежных средств в государственный бюджет¹.

Масштабы денежной приватизации в мире в 1990-е годы неуклонно росли вплоть до 1997 г., увеличившись с 30 млрд. долларов в 1990 году до примерно 150 млрд. долларов в 1997 году, и несколько сократились в 1998-1999 гг. до 131-145 млрд. долларов. Большая доля средств получена от приватизации объектов в странах ОЭСР (от 70 до 77% в период 1994-1999 гг.). Общая выручка за 1990-1999 гг. составила 860 млрд. долларов².

Из стран Восточной Европы в Польше в 1998 году была объявлена программа широкомасштабной приватизации, которая проводилась в форме открытой подписки на акции. В 1999 г. акцент в приватизации был перенесен в банковский сектор. Наиболее радикальная программа приватизации была осуществлена Венгрией, в которой доля государства сократилась за десятилетие

¹ Пионером широкомасштабной приватизации выступило консервативное Правительство Великобритании во главе с М.Тетчер еще в конце 1970-х годов. Вслед за ней в 1980-х годах крупные приватизационные программы были приняты в развитых и развивающихся странах.

² Nellis J. Time to Rethink Privatisation in Transition Economies, IFC Discussion Paper 38. The World Bank, Washington, D.C., 1999.P.1.

тие с 85% до 15%¹. Венгерская модель опиралась на продажу государственных предприятий стратегическим инвесторам, которые почти всегда являлись иностранными компаниями.

В странах ОЭСР основными покупателями акций приватизируемых предприятий являлись резиденты-физические лица. Отчасти это было связано с политикой поощрения акционерной собственности и развития акционерной культуры. В методах приватизации преобладала открытая подписка на акции компаний на многие миллиарды долларов, а акционерами стали миллионы людей. В дальнейшем, когда останутся небольшие пакеты акций, будет применен механизм купленной сделки, т.е. продажи акций синдикату андеррайтеров. Другим вариантом являлся выкуп оставшихся акций самой компанией. Наиболее эффективным элементом механизма продажи акций является наличие развитого фондового рынка и системы обращения ценных бумаг. Одной из целей приватизации в странах Восточной Европы являлось формирование механизмов организованной торговли приватизационными инструментами и содействие в становлении устойчивого фондового рынка. Поэтому продажа пакетов акций приватизируемых компаний происходила на основе установившейся системы обращения рынка ценных бумаг и развитой инфраструктуры.

Для стран с переходной экономикой, к числу которых относится и Кыргызская Республика, приватизация должна была решить несколько иные цели, чем для стран с развитой рыночной экономикой, где приватизация решала вышеназванные цели и происходила на платной основе.

Согласно неоклассической теории, для того чтобы рыночная экономика действовала хорошо, необходимы частная собственность и конкуренция. Важно было стимулировать частный интерес, частное предпринимательство. Поэтому приватизация рассматривалась как средство для достижения главных целей реформ – создание полнокровного частного сектора, усиление конкуренции и формирование рыночной структуры. В условиях разрушения плановой системы материально-технического снабжения и отсутствия системы рыночных отношений, приватизация не могла решать задачи повышения эффективности производства, хотя для этого и открывались новые возможности. Отсутствие должного опыта управления и других факторов (описанных ра-

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002, стр. 113.

нее) в новых условиях хозяйствования естественно привело к резкому падению производства.

Основными целями государственной политики приватизации стали: развитие многоукладной экономики, основанной на разнообразных формах собственности, поощрения конкуренции и частного предпринимательства; стимулирование и повышение эффективности производства; формирование рынка капиталов; предоставление всем формам собственности равных возможностей развития; сокращение вложения ресурсов в государственные предприятия и перераспределение их на решение социальных вопросов; стимулирование всех форм негосударственных инвестиций в экономику и придание ей на этой основе нового технического, технологического и организационного уровня.

Наряду с экономическими задачами процессы приватизации были направлены для решения определенных социальных целей таких, как: повышение степени экономической свободы граждан; рост и укрепление слоя частного предпринимательства; преодоление отчужденности производителя от средств производства и результатов труда на основе формирования института собственности граждан; поощрение участия широких слоев населения в акционерном капитале предприятий и др.

При приватизации государственной собственности применялись разные методы. Продажа субъектов на аукционах, конкурсах и тендерах, что было более характерно на начальном этапе для мелких объектов торговли и сферы услуг. Затем данный метод начал активно применяться и при приватизации пакетов акций.

Формы приватизации определялись спецификой отраслей, например, в промышленности, строительстве и транспорте преобладало акционирование, в торговле и сфере обслуживания - продажа на аукционах и конкурсах и т.д. Первый этап приватизации характеризовался высокими темпами. При этом не удалось избежать и некоторых недостатков. Процесс приватизации проходил в основном в форме преобразования государственных предприятий в акционерные общества (большой частью закрытого типа) со значительной долей трудового коллектива. Кроме того, предприятия передавались трудовым коллективам за символическую цену в соответствии с действовавшим на тот период законодательством¹. К сожалению, такая приватизация не способствовала развитию производства. Трудовые коллективы не заботились о

¹ Политические и экономические реформы в Кыргызстане (1991-1995 годы). – Б.: 1995, стр.39.

будущем предприятий, направляя значительную долю средств на зарплату и не занимаясь внедрением новых технологий, разработкой новых видов продукции, отвечающих требованиям рынка.

На начальных этапах приватизации, когда ставилась задача выработки льготных механизмов передачи части государственной собственности на безвозмездной основе населению, были разработаны первые виды фондовых инструментов (хотя и с ограниченными возможностями обращения). В этих целях первоначально была введена система специальных платежных средств (СПС), которая ввиду отсутствия механизма их реализации практически не функционировала, так как не была организована продажа акций (через аукционы), а обмен СПС на акции производился непосредственно на предприятиях. Уже к 1994 году действие данного механизма Правительством было отменено, а сами СПС (с внедрением механизмов массовой приватизации) были обменены на приватизационные купоны.

В соответствии с Указом Президента Кыргызской Республики «О совершенствовании механизма реализации специальных платежных средств Кыргызской Республики» от 1 декабря 1993 года, в целях осуществления массовой приватизации, ускорения передачи государственного имущества всем гражданам республики в республике введено исчисление начисленных специальных платежных средств (СПС) в «упаях» (очках). При этом один сом начисленных сумм СПС равняется 100 упаям.

С мая 1994 по июнь 1997 года были применены механизмы массовой приватизации, для проведения массовой приватизации и справедливой доступности широких слоев населения к процессу приватизации государственной собственности, Фондом государственного имущества была осуществлена эмиссия «менчиктештируу купону» - «приватизационные купоны», которые в соответствии с положением не должны были иметь номинальной стоимости. «Менчиктештируу купону» (приватизационный купон), как материальный носитель упаяв, представляет государственную ценную бумагу целевого назначения на предъявителя. Приватизационный купон, в отличие от СПС, мог продаваться, покупаться или отчуждаться в иной форме их владельцами до истечения срока его действия, что давало следующие преимущества: ускорение темпов погашения, возможность создания первичного рынка ценных бумаг и защищенность от инфляции. Обращение приватизационных купонов осуществлялось с 1 февраля 1994 года по 30 июня 1997 года. Приватизационные купоны имели биржевую котировку и пользовались большим спросом.

Обмен СПС на приватизационные купоны осуществлялся через сеть отделений и филиалов «Кыргызэлбанка» с неоднократным продлением срока их обмена (4 раза), в результате которого 2,6 млн. граждан, или 75,5 процента населения республики стали обладателями купонов.

В результате массовой приватизации большинство граждан Кыргызстана стали владельцами собственности в виде акций приватизированных предприятий. Кыргызская модель массовой приватизации разрабатывалась по образцу чехословацкой, только вместо ваучеров использовались купоны. Особую роль в успехе этого процесса сыграли специализированные инвестиционные фонды (СИФ), которые аккумулировали купоны граждан для обмена их на акции посредством участия в купонных аукционах. Программа массовой приватизации была успешно завершена в 1997 г. Главным результатом массовой приватизации явилось формирование значительного негосударственного сектора, многообразия форм собственности. Помимо купонной приватизации широко применялись и методы продажи государственной собственности на денежных аукционах. В 1994-1997 годах было проведено 237 специализированных купонных аукционов, на которых были выставлены акции 1056 предприятий. Общая стоимость переданных гражданам в обмен на приватизационные купоны акций предприятий составила 903 млн. сомов¹ или 52,2 млн. долларов². В результате реализации массовой приватизации было обеспечено быстрое создание крупного рынка акций, поскольку она основана на распределении акций среди большого числа акционеров, около четверти населения Кыргызстана стали акционерами приватизированных предприятий.

В этот период, в целом в странах с переходной экономикой, завершились формы приватизации со всеми нетрадиционными методами, с элементами бесплатности и пр. В дальнейшем формы приватизации должны были соответствовать формам мировой практики.

К завершению программы массовой приватизации в середине 1997 года большинство акций 926 средних и малых предприятий, а также менее 50% 164 больших предприятий было передано в частные руки. К концу 1997 года вклад частного сектора в ВВП

¹ Джалдошев Н. Приватизация и проблемы создания оптимальной структуры собственности. Статья в сборнике «Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы», – Б.: 2001, стр.155.

² Рассчитано по обменному курсу 1997 году, обменный курс сома к доллару США составил - 17,3 сома.

стал составлять 65 %, что было наивысшим показателем среди всех стран СНГ. Для сравнения приведем показатели России и Казахстана (в обоих случаях 60%), Украины (50%), Узбекистана (45%) и Таджикистана (20%)¹.

Таблица 3.1.1.

Поступление средств от приватизации государственной собственности в государственный бюджет за период 1997-2002 гг. ²

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
млн. USD	1,42	2,9	4,2	3,2	6,2	4,2

За период с 1997 года по 2002 год (см. табл. 3.1.1.) в результате продажи государственной собственности в бюджет поступило всего около 22 млн. долларов США. К сожалению, мы не можем уточнить объемы доходов, поступивших от продажи государственных пакетов акций. Совокупная стоимость государственного пакета акций, которая остается в собственности у государства составляет около 10,2 млрд. сомов или около 248,8 млн. долларов США (по обменному курсу кыргызского сома к доллару США на конец 2004 года составил – 41,1).

Приватизация государственной собственности является важным фактором формирования фондового рынка, не только с точки зрения продажи и насыщения рынка акциями приватизируемых компаний, но и формирования единой инфраструктуры и техники фондового рынка. Государством принимались меры по стимулированию и формированию организованного рынка ценных бумаг, институциональных инвесторов, а также профессиональной деятельности на фондовом рынке, хотя это и не было обозначено в соответствующих документах.

В настоящий момент, сформировался так называемый «разделенный» механизм торговли акциями. С одной стороны, это лицензированные и соответственно прозрачные, регулируемые площадки фондового рынка, с понятными и прогнозируемыми ме-

¹ Доклад № 18121 KG. Кыргызская Республика: Обзор частного сектора в переходный период. Документ Всемирного банка, Вашингтон, стр.84.

² Данные Министерства финансов.

ханизмами и принципами ценообразования. С другой стороны, нерегулируемые, непрозрачные механизмы торговли пакетами акций, принадлежащим государству, уполномоченным государственным органом по приватизации, без применения какой-либо торговой площадки или принципов организованной торговли, а также инфраструктуры фондового рынка.

На наш взгляд, существенным недостатком экономической политики стало неспособность правительства установить порядок (как обязательное условие) продажи определенной части пакетов акций приватизируемых компаний через организованный рынок ценных бумаг.

В настоящий момент широко распространена продажа контрольного пакета акций или продажа полного пакета (размер которых достигает в иных случаях от 50% до 99-100% всего уставного капитала) в одни руки. Подобная практика продаж безусловна «удобна» государственному органу приватизации (Государственному комитету Кыргызской Республики по управлению государственным имуществом и привлечению инвестиций), поскольку значительно упрощает задачу «только продажи, любому лицу имущества». Но такой подход не отвечает требованиям формирования безопасной, конкурентной структуры собственности (например, приобретение предприятия конкурентами из других стран с целью устранения конкурента), а также конкурентной структуры промышленных предприятий.

Как уже отмечалось выше, отраслевая структура предприятий, которая сложилась еще при Советском союзе, является высокоспециализированной в рамках кооперации бывшего СССР. Поскольку строительство новых индустриальных предприятий и производство новых видов продукции не идет быстрыми темпами, то рост производства традиционных видов продукции осуществляется на прежних (или на их основе) предприятиях. Поэтому, в настоящий момент в рамках существующей структуры видов производств, данные виды предприятий, выражаясь рыночной терминологией, относятся к числу монополизированных.

Неверным представляется продажа контрольного или полного пакета акций, принадлежащего государству, одному физическому или юридическому лицу и соответственно формирования нового монопольного собственника, что противоречит существующему антимонопольному законодательству. С другой стороны, полностью прекращается возможность доступа населения к приватизации государственных пакетов акций и соответственно прекращается «розничная», торговля акциями мелкому инвестору.

Таким образом, требуются определенные изменения в государственной политике и методах приватизации, которые могли бы быть направлены на стимулирование формирования единого, организованного фондового рынка. Для этого необходима реализация государственных пакетов акций инвесторам через лицензированных организаторов торгов с использованием различных методов приватизации предусмотренных законодательством, а также применением новых форм торговли.

Аукционы малых пакетов акций должны производиться исключительно через организованный фондовый рынок, поскольку методы подобных торгов отработаны давно и непрерывно совершенствуются. При приватизации в форме прямой продажи пакетов акций необходимо использование метода заочной подписки на продаваемые акции (соответственно при условии предварительной оплаты), при этом задействуются рыночные механизмы андеррайтинга, инвестиционных синдикатов и формирования «пулов» инвесторов.

Целесообразно проведение дробления крупных государственных пакетов ликвидных, высокоприбыльных компаний для проведения двухуровневой приватизации. На первом уровне обеспечивается розничная торговля малыми пакетами акций «голубых фишек» на организованном рынке и соответственно определяется уровень рыночных цен, а затем (второй уровень) производится продажа крупного или контрольного пакета стратегическому инвестору.

При реализации подобных методов торговли государственными акциями решаются параллельно несколько задач – объективная цена на рынке, быстрый рост объемов торгов на бирже, равная доступность населения и других инвесторов к приватизации государственной собственности и выгодам по ним.

Таким образом, приватизация государственной собственности остается важным источником оживления и развития фондового рынка в Кыргызской Республике. Поэтому, на наш взгляд, перспективная правительственная политика приватизации государственного имущества должна быть направлена в значительной степени не на преследование цели продажи имущества, а в большей степени на формирование и стимулирование организованного рынка ценных бумаг. По вышеприведенным материалам видно, что в условиях Кыргызской Республики, такая цель как, пополнение государственного бюджета, является хотя и актуальной, но не первостепенной, поскольку финансовые источники поступления от приватизации не являются существенными. Основ-

ное финансирование статей бюджета и его дефицита производится за счет источников внешнего финансирования. С другой стороны, объемы государственных пакетов акций относительно невелики для того, чтобы быть выделенным и важнейшим источником поступления государственного бюджета. Но они велики и важны для целей формирования современных моделей фондового рынка и поэтому есть целесообразность разработки цельной программы приватизации с учетом стимулирования организованного рынка ценных бумаг. Требуется разработка методов, механизмов приватизации и совершенствование старых с тем, чтобы появились новые формы продажи государственного имущества и возможности широкого участия населения в приобретении небольших пакетов акций компаний. С другой стороны решается социальный вопрос равного доступа всех категорий инвесторов к привлекательному пирогу государственной собственности.

Здесь также могут существовать межведомственные противоречия, поскольку приватизацией занимается Государственный комитет по управлению государственным имуществом Кыргызской Республики, а развитием организованного фондового рынка – ГКРЦБ, поэтому государственная политика приватизации должна быть взаимоувязанной и учитывать интересы обоих ведомств. Приоритетом должно быть стимулирование организованного рынка и привлечение широкой массы населения для участия в приватизации.

3.1.2. Степень развития различных видов финансовых инструментов

Продуктовая структура рынка ценных бумаг включает в настоящий момент, пока только три основных компонента - это государственные, корпоративные и коммерческие ценные бумаги. Для целей настоящей работы коммерческие бумаги рассматриваться не будут. Еще не возникли муниципальные, ипотечные и производные ценные бумаги.

Муниципальные ценные бумаги имеют все основания для своего существования на финансовом рынке Кыргызской Республики, поскольку заимствование финансовых ресурсов требуется для городского хозяйства. Потенциальными эмитентами таких бумаг могли бы выступить мэрия столицы республики – Бишкек, а также возможно гор. Ош. В данном случае речь идет о пионерном, экспериментальном выпуске ценных бумаг. Но, к сожалению, потенциальные финансовые возможности населения не так велики,

для того, чтобы такие выпуски быстро могли быть размещены. Однако, первый шаг необходимо делать и сделает это мэрия гор. Бишкек. После этого можно рассчитывать на быстрое развитие опыта в других городах и областях Кыргызской Республики.

Таблица 3.1.2.

Сводные показатели выпусков различных видов ценных бумаг в 1997-2002 гг.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
1	2	3	4	5	6	7	8
Номинальный ВВП (млн. USD)			1 073,6	1 353,2	1549,0	1635,2	1887,7
Темп роста реального ВВП	109,9	102,1	103,7	105,4	105,3	100	106,7
Эмиссия государственных ценных бумаг (млн.USD)¹							
ГКВ	41,9	31,09	8,04	12,6	21,7	17,8	21,9
КО	...	...	...	26,8	33,3	86,3	-
ОГРЗ	...	...	...	38,4	32,8	-	-
Итого	41,9	31,09	8,04	77,8	87,8	104,2	21,9
Итого в % к ВВП	2,4	2,7	0,7	5,7	5,6	6,4	1,2
Объем продаж нот Национального банка Кыргызской Республики (млн.USD)²							
Со сроком обращения							
7 дней	...	...	...	0,75	0,17	...	0,18
14 дней	...	...	...	1,06	0,15	...	...
28 дней	...	...	...	1,3	4,06	2,4	2,5
Итого				3,2	4,38	2,4	2,68
Итого в % к ВВП				0,3	0,28	0,14	0,14

¹ Данные Министерства финансов Кыргызской Республики.

² Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник, 2003, стр. 166.

1	2	3	4	5	6	7	8
Эмиссия корпоративных ценных бумаг (млн.USD)¹							
Акции	653,3	73,3	18,3	51,1	57,7	64,0	159,3
Облигации	-	-	0,006	0,006	2,3	1,3	2,2
Итого	653,3	73,3	18,306	51,106	60,0	65,3	161,5
Итого в % к ВВП	37,0	6,3	1,7	3,7	3,8	4,0	8,6
Всего (млн. USD)	695,2	104,4	26,4	132,0	152,1	171,9	186,1
Всего в % к ВВП	39,4	8,9	2,5	9,8	9,8	10,5	9,9
Обменный курс, сом / USD (на конец периода)	17,4	29,4	45,4	48,3	47,7	46,09	44,19

Таблица 3.1.2. дает сравнительную характеристику динамики эмиссий различных видов ценных бумаг за ряд лет. Наиболее высокий совокупный показатель эмиссий наблюдался в 1997 году и был связан в первую очередь с приведением в соответствие с законодательством деятельности эмитентов корпоративных ценных бумаг и в этой связи массовой регистрацией акций акционерных обществ, как образованных в процессе приватизации, так и вновь образованным. В последующие годы ежегодная эмиссия ценных бумаг в целом стабилизировалась и колеблется в пределах 10% к уровню ВВП. Только в 1999 году наблюдался низкий уровень эмиссии ценных бумаг.

Для анализа степени развития финансовых инструментов в Кыргызской Республике следует рассмотреть основные виды ценных бумаг, обращающиеся на рынке в настоящий момент, а это некоторые виды государственных ценных бумаг, ценных бумаг Национального банка Кыргызской Республики и корпоративных акций и облигаций.

По результатам 2003 года внутренний государственный долг² несколько вырос к уровню предыдущего года и составил 175,3 млн. долларов США, что составляет – 9,3% к ВВП (в 2001 году - 9,0% к ВВП). В том числе, задолженность по различным видам ценных

¹ Данные Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг.

² <http://www.minfin.kg/gos-dolg.php>.

бумаг составила сумму 149,5 млн. долларов США или 7,9% к уровню ВВП. В активе Национального банка Кыргызской¹ Республики находилось государственных ценных бумаг на сумму 109,5 млн. долларов США, что составляет около 5,8% к уровню ВВП, а в обращении ценных бумаг Национального банка Кыргызской Республики находилось - на сумму 2,68 млн. долларов США или 0,14% к уровню ВВП². На 1 января 2003 года совокупный объем корпоративных ценных бумаг, находящихся в обращении, составил 510,9 млн. долларов США (акции – 507,2 млн. долларов США и облигаций – 3,7 млн. долларов США) или 31% - к уровню ВВП³.

Таким образом, в 2003 году на финансовом рынке Кыргызской Республики обращалось отечественных эмиссионных ценных бумаг различных типов всего на сумму – 654,6 млн. долларов США. Совокупно эмиссия основных видов ценных бумаг занимает небольшой объем и составила по итогам 2003 года – 9,9% к ВВП. Подобный объем ценных бумаг, находящихся в обращении, относит фондовый рынок Кыргызской Республики (по предложенной классификации в данной работе) к развивающимся типам.

Сегмент государственных ценных бумаг представлен такими типами ценных бумаг, как: государственные казначейские векселя (ГКВ) сроком до одного года⁴, облигации государственного реструктуризованного займа (ОГРЗ)⁵ и казначейские обязательства (КО, РКО)⁶, существуют также государственные казначейские

¹ Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. Банковский вестник. №12(108) 2004, стр. 28.

² Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник Кыргызской Республики, 2003, стр. 107.

³ Годовой отчет 2002. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. – Б.: Банковский вестник, 2003, стр. 13.

⁴ Государственные казначейские векселя (ГКВ) – краткосрочные (3, 6, 12 мес.) дисконтные государственные ценные бумаги Правительства Кыргызской Республики. Номинал 1 ГКВ – 100 сом. ГКВ выпускаются в безбумажной форме в виде записей на счетах.

⁵ Облигации государственного реструктуризуемого займа (ОГРЗ) – государственные ценные бумаги, выпущенные Министерством финансов в соответствии с законом «О реструктуризации задолженности Правительства Кыргызской Республики перед Национальным банком» в 1998 г. Номинальная стоимость 1 ОГРЗ - 100 сом. ОГРЗ не имеют вторичного обращения. В соответствии с вышеуказанным законом Национальный банк вправе продавать ОГРЗ на условиях РЕПО соглашений в целях регулирования денежно-кредитной политики.

⁶ Казначейские облигации (КО) – государственные ценные бумаги, выпускаемые Министерством финансов в соответствии с утвержденным Правительством Кыргызской Республики положением «О порядке выпуска, размещения, обращения и погашения казначейских обязательств Министерства финансов Кыргызской Республики». КО являются именными, документарными ценными бумагами. Пер-

среднесрочные обязательства (урегулирования) (ГСКО)¹.

В данной работе уже отмечалось, что государственные ценные бумаги в основном являются инструментами краткосрочного покрытия текущего бюджетного дефицита, а также денежно-кредитного регулирования (поэтому и размещаются, в основном, среди коммерческих банков). Поскольку подобные заимствования не связаны с долгосрочным инвестированием в экономику (как это происходит на практике развитых стран), то поэтому не могут относиться к рынку капиталов.

В схеме эмиссии и обращения государственных ценных бумаг в республике (см. приложение 3.7.) эмитентом государственных долговых бумаг в соответствии с законодательством является Министерство финансов Кыргызской Республики. Агентом по обслуживанию их выпусков выступает Национальный банк Кыргызской Республики (НБКР). Размещение выпусков ГКВ производится еженедельно через аукционы, проводимые НБКР, где участвуют первичные дилеры, которыми являются коммерческие банки-резиденты Кыргызской Республики, отвечающие установленным требованиям НБКР и поддерживающие их ликвидность ГКВ на вторичном рынке. В настоящее время зарегистрировано 16 первичных дилеров.

Владельцами ГКВ Кыргызской Республики могут быть как юридические, так и физические лица. Допуск иностранных инвесторов на рынок ГКВ не ограничен. Первичное размещение ГКВ осуществляется на еженедельных аукционах, проводимых Национальным банком. Покупка ГКВ инвесторами осуществляется только через первичных дилеров на аукционе (при первичном их размещении), либо на вторичном рынке. Сделки на вторичном рынке ГКВ осуществляются через электронную торговую систему НБКР, которая и выступает депозитарием и позволяет первичным дилерам и их клиентам проводить сделки с ГКВ. Первичные ди-

вичное размещение и регистрация сделок на вторичном рынке КО производится непосредственно Министерством финансов.

¹ ГСКО являются обращаемыми государственными ценными бумагами сроком обращения 2, 3 года и 5 лет с начислением и выплатой процентов (купонов) каждые 6 и 12 месяцев. Эмитентом ГСКО от имени Правительства Кыргызской Республики является Министерство финансов Кыргызской Республики. Номинальная стоимость 1 ГСКО составляет 100 сомов. ГСКО выпускаются в безбумажной форме в виде записей на счетах. Размещение выпусков ГСКО осуществляется через аукционы. Все операции по размещению, обращению (купля/продажа на вторичном рынке) и ведению реестров владельцев производятся Национальным банком и уполномоченными им банками (первичными дилерами). Владельцами ГСКО могут быть физические и юридические лица.

леры выступают в роли субдепозитариев, выполняющих функции по хранению и учету прав владельцев ценных бумаг.

По состоянию на 1 января 2003 года общий объем КО в обращении составил около 117,5 млн. долларов США, основная доля их (около 95%) находится в портфеле НБКР.

Государственные ценные бумаги в отличие от корпоративных ценных бумаг имели хождение во времена СССР, хотя и носили некоммерческий характер. В вопросе налаживания системы выпусков подобных инструментов в независимом Кыргызстане оказывали содействие международные финансовые организации. Рынок государственных ценных бумаг Кыргызской Республики представлен следующими основными видами ценных бумаг: государственные казначейские векселя (ГКВ), государственные казначейские обязательства (ГКО), облигации государственного реструктуризованного займа (ОГРЗ), государственные среднесрочные купонные облигации, приватизационные купоны.

Следует отметить, что ГКВ¹ стали основным видом ценных бумаг государственного внутреннего заимствования и поэтому являются основным финансовым инструментом бюджета, обращающимся на рынке. Вопрос низкого уровня рыночного обращения и соответственно потребительской популярности является проблемой совершенствования ее механизма и развития рыночной инфраструктуры. Именно данный вопрос является одним из основных препятствий несовершенства механизма обращения государственных долговых ценных бумаг, который ограничивает задачу расширения мобилизации внутренних сбережений населения и рынка на цели неинфляционного пути финансирования долга бюджета.

Только с 2000 года начинается эмиссия казначейских среднесрочных облигаций и облигаций государственного реструктуризуемого займа². Таблица 3.1.2. свидетельствует о нестабильных

¹ Выпуск в обращение государственных ценных бумаг был начат в мае 1993 года на основе постановления Правительства Кыргызской Республики от 22 марта 1993 года № 123 «О выпуске и размещении краткосрочных казначейских векселей». Впервые были выпущены государственные казначейские облигации со сроком обращения 3 месяца. Размещение ГКВ на рынке ценных бумаг и погашение долга по ГКВ осуществляются на основании договора между Национальным банком Кыргызской Республики и Министерством финансов Кыргызской республики «О размещении, обращении, учете и погашении Национальным банком Кыргызской Республики выпусков государственных казначейских векселей» от 30 декабря 2004 года.

² В портфеле министерства финансов находятся и другие виды ценных бумаг такие, как глобальные сертификаты и государственные 5 процентные займы 1990 года, но эмиссий подобных ценных бумаг для финансового рынка не производятся.

объемах эмиссии ценных бумаг по годам. Низкие показатели эмиссии были характерны для 1995-1996 годов. Более стабильные показатели характерны с 2000 г., когда совокупные объемы эмиссий стабилизировались и составили около 87 млн. долларов США или 5,6% к уровню ВВП в 2001 году, до 104 млн. долларов США или 6,4% к ВВП в 2002 году. Однако, в 2003 году объемы эмиссии государственных ценных бумаг снова снизились до 21,9 млн. долларов США.

Таблица 3.1.3.

**Поступления и погашения ГKB
за период с 1999 по 2003 гг. ¹ (млн.USD)**

годы	Про- центы	Основ- ная сумма	Объём эмис- сии	Посту- пления	Чистое финан- сирова- ние ¹	Чистое саль- до ²
1999	131,80	10,7	8,0	6,9	-3,8	-6,7
2000	60,00	9,5	12,6	11,0	1,5	0,27
2001	79,49	16,1	21,7	20,2	4,1	2,4
2002	51,11	13,9	17,9	16,05	2,12	1,01
2003	80,70	18,01	21,9	19,6	2,4	0,57
2004	61,51	20,9	29,4	27,4	6,5	5,0

1 - Чистое финансирование = Поступление – Основная сумма

2 - Чистое сальдо – реально полученные дополнительные ре-
сурсы бюджета за минусом процентных выплат

В последние годы объем государственных краткосрочных обязательств возрастал, а процентные ставки по ним снижались, но средний уровень оставался высоким - свыше 50% годовых. Только с1999 года со стабилизацией макроэкономической ситуации ставки доходности по ГKB имели тенденцию к снижению до приемлемого уровня. На это также повлияло расширение числа коммерческих банков – участников аукционов, проводимых НБКР.

¹ <http://www.minfin.kg/gos-dolg.php>

Государственные ценные бумаги не нашли широкого обращения на организованном фондовом рынке и развивались в рамках, если так можно назвать, торговой площадки Национального банка Кыргызской Республики¹. В отличие от широкой мировой практики, особенно в странах с переходной экономикой, когда государство, заинтересованное в развитии фондового рынка, принимает обычно решение о централизации торговли финансовыми инструментами через организованный рынок ценных бумаг, в Кыргызской Республике не удалось преодолеть формирования разделенных торговых площадок.

На наш взгляд, такое положение не является целесообразным и прагматичным, поскольку не отвечает интересам развития единого рынка капиталов. Это результат инерции первоначальных правительственных решений, которые принимались в период отсутствия соответствующей инфраструктуры фондового рынка. Расширение объемов продаж как государственных пакетов акций, так и государственных ценных бумаг, без наличия развитой единой инфраструктуры рынка ценных бумаг, приводит к формированию непонятных, непрозрачных, небезопасных, неэффективных и главное неперспективных методов и механизмов обращения фондовых инструментов.

Следует также отметить, что Кыргызская Республика до настоящего момента не имеет так называемого «странового» кредитного рейтинга и, следовательно, не имеет корпоративных и муниципальных кредитных рейтингов. Присвоение подобного рейтинга означает, что государство, проводящее работу по получению от рейтинговых агентств кредитных рейтингов, готовит выпуск долгового заимствования для размещения и обращения на международных финансовых рынках. Но Правительство Кыргызской Республики в настоящий момент не может осуществить выпуск долговых заимствований на коммерческих основах.

Как было отмечено выше, в Кыргызстане реализуются различные программы МВФ и других международных финансовых институтов, объем внешнего долга является значительным. Кредиты до-норов и международных финансовых институтов предоставлялись Кыргызстану на льготных условиях. Условием предоставления та-кой льготной помощи являлись ограничения (и со-

¹ В подразделениях Национального банка Кыргызской Республики производится обслуживание операций с государственными долговыми бумагами, представляющегося из себя программный продукт и компьютер. Введение реестра владельцев госдолговых бумаг производится коммерческими банками в форме электронных записей на счетах.

гласование с МВФ) других видов бюджетных заимствований, а тем более на международном финансовом рынке. В равной мере это относится и к муниципальным заимствованиям, поскольку бюджет местных органов власти совокупно включается в государственный бюджет.

Такое положение резко ограничивает возможности выпуска корпоративных ценных бумаг на международных фондовых рынках. Дело в том, что практика работы кредитных агентств предполагает, в первую очередь, присвоение рейтинга государства, а рейтинги корпоративных финансовых инструментов являются как бы производным или вытекающими из основного рейтинга. Таким образом, вопрос присвоения кредитного рейтинга является одним из важных вопросов перспективной политики государства в области развития финансового сектора.

На наш взгляд, в период до 1999 года низкие показатели эмиссии государственных ценных бумаг свидетельствовали: о высокой доле в финансировании дефицита бюджета из внешних источников на льготных условиях и низком объеме внутреннего заимствования при высокой доходности данных бумаг. При этом нельзя забывать, что эти годы характеризовались, как период с высоким инфляционным ожиданием. С завершением периода льготного внешнего заимствования со стороны международных финансовых организаций, объемы коммерческого заимствования со стороны государства должны увеличиться.

Ноты Национального банка Кыргызской Республики - это краткосрочные ценные бумаги, которые используются в основном для управления ликвидностью коммерческих банков и формирования стоимостного ориентира для финансового рынка. К доходности 28-дневных нот привязана учетная ставка НБКР. Для определения роли и значения нот НБКР существует два показателя, - объем заявок и объем продаж. Для целей работы и общей характеристики данного финансового инструмента и его влияния на экономику считаем целесообразным показать только объемы реальных продаж.

Данный финансовый инструмент реально начал функционировать с 2000 года. Объемы продаж нот НБКР составили в 2003 г. – 2,68 млн. долларов США, что составляет всего - 0,14% к уровню ВВП. Основная доля продаж приходится на 28 - дневные ноты. Следует отметить, что ноты НБКР являются специфичным финансовым инструментом, основными держателями которых являются коммерческие банки, но также держателями являются физические и юридические лица. Ноты НБКР не являются суще-

ственными и, пока, не популярны среди широкого круга участников финансового рынка.

Таким образом, развитие государственных ценных бумаг также находится в эмбриональном состоянии. Существует ограниченный их перечень, которые в силу своей специфики являются инструментами денежно-кредитного регулирования и не относятся к числу ликвидных инвестиционных бумаг. Отсутствуют еще среднесрочные или долгосрочные инвестиционные ценные бумаги. А способы обращения таких видов ценных бумаг ориентированы на узкий круг коммерческих банков и соответственно носят ограниченный характер. Сама торговая площадка государственных ценных бумаг, в современном виде, носит больше нерыночный характер, чем рыночный и требует реформирования. Приоритетом при этом должно дать обеспечение легкой доступности рядового инвестора к государственным финансовым инструментам, а с другой стороны стандарты торговли и учета движения ценных бумаг должны быть унифицированы с фондовыми площадками корпоративных ценных бумаг. Для стран с малой экономикой и компактным финансовым рынком целесообразно стимулирование развития единой торговой платформы фондового рынка. При этом вопросы безопасности, раскрытия информации, оперативности и надежности торгов должны находиться на высоком уровне.

Корпоративные ценные бумаги Кыргызской Республики представлены на финансовом рынке акциями и облигациями. Следует отметить, что имели хождение корпоративные векселя, при этом обращение коммерческих ценных бумаг в основном не регулируется законодательством. Только в 2003 году был принят Закон «О простом и переводном векселе», а также республика присоединилась к Женевской конвенции «Об единообразном векселе». Другие виды коммерческих ценных бумаг также не регулируются законом. Сегодня главным субъектом выпуска и обращения на фондовом рынке коммерческих бумаг, за редким исключением, выступают в основном коммерческие банки.

По состоянию на 31 декабря 2003 года на фондовом рынке Кыргызской Республики имели хождение корпоративные ценные бумаги всего в сумме – 30,7 млрд. сомов или по курсу, сложившегося на тот момент – 693,7 млн. долларов, что составляет около – 36,8% к уровню ВВП. Сектор корпоративных ценных бумаг является наиболее крупным сегментом фондового рынка Кыргызской Республики.

Рост показателя эмиссии корпоративных ценных бумаг связан с регистрацией активов акционерных обществ, образованных в

первую очередь в процессе приватизации, но не легализировавших свою деятельность в соответствии с законодательством и поэтому нельзя утверждать о рыночном всплеске эмиссий с целью привлечения инвестиций. Хотя при этом необходимо констатировать увеличение реальной капитализации фондового рынка.

Важным показателем мобилизации новых инвестиций являются дополнительные эмиссии ценных бумаг. Компании эмитируют акции с целью привлечения дополнительных средств, а также приводят в соответствие стоимость активов за счет переоценки основных фондов¹. В последнем случае выпущенные акции бесплатно распределяются среди акционеров пропорционально их долям. В перспективе можно предположить массовую эмиссию облигаций.

За счет выпуска ценных бумаг предприятиями Кыргызской Республики было мобилизовано средств (рис. 3.1.5., в таблице данные указаны в сомах в период до 2002 года – прим. автора) с 1990 года по 2003 года (по обменному курсу на конец 2003 года) всего на сумму 286,3 млн. долларов США (без учета эмиссий приватизированных АО и дополнительных выпусков акций за счет переоценки основных фондов²). Только в 2003 году за счет выпуска ценных бумаг предприятиями Кыргызской Республики было

¹ Существует две категории эмитентов, кто выбрал увеличение уставного капитала за счет переоценки основных фондов. Первые – это компании, которые не имели уставной капитал, соответствующий требованиям законодательства и вторые – компании, имеющие планы привлечения внешних инвесторов за счет продажи пакета акций, но желающие сохранения доли трудового коллектива после продажи пакета инвестору.

В 1998 году был ощутимый рост дополнительной эмиссии за счет переоценки основных средств. Это было связано с тем, что в 1997 году вступил в силу Закон Кыргызской Республики «О хозяйственных товариществах и обществах», где установлены минимальные размеры уставного капитала для АО. Большая часть приватизированных АО до 1996 года имели небольшие уставные капиталы и имели право производить увеличение уставного капитала за счет переоценки основных средств, при котором акции распределялись среди акционеров бесплатно, поэтому многие компании выбрали данный путь увеличения капитализации.

² Переоценка основных фондов производилась по состоянию на 1.01.1993 года на основании постановления Правительства Кыргызской Республики «О переоценке основных фондов (средств) в народном хозяйстве Республики Кыргызстан» от 24 декабря 1992 года № 626, по состоянию на 1.01.1996 года на основании постановления Правительства Кыргызской Республики «О переоценке основных фондов на 1 января 1996 года и использовании механизма ускоренной амортизации» от 23 октября 1995 года № 442.

Более подробно вопросы переоценки основных фондов акционерных обществ, а также методы расчетов рассмотрены в работе Абдынасырова У.Т. Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования. – Б.: Акыл, 2002, стр.88-91.

привлечено средств на сумму 13,7 млн. долларов США¹ (без учета эмиссий приватизированных АО и дополнительных выпусков акций за счет переоценки основных фондов). Изменение соотношения между эмиссиями с целью переоценки основных фондов и с целью мобилизации дополнительного капитала имеет тенденцию к увеличению последней.

Около 80 % выпусков акций, из общего числа зарегистрированных выпусков акций, являются учредительными (на общую сумму 561,9 млн. долларов США), то 20 % это дополнительные выпуски акций (125,9 млн. долларов США). То есть, около 20% выпусков акций направлено на цели мобилизации капитала, и, следовательно, ориентированы для рыночного обращения.

Из графика 3.1.6. видно, что имевшее место большое количество дополнительных выпусков акции в 2000-2001 гг. было связано с тем, что в 2000 году 2 дополнительных выпуска акций осуществило крупное предприятие АО «Реетсма - Кыргызстан» на сумму 15,4 млн. долларов США и 9 выпусков - коммерческие банки, которые выполняли требования НБКР по размеру уставного капитала, на сумму 4,4 млн. долларов США.

А в 2001 году та же АО «Реетсма Кыргызстан» осуществило дополнительный выпуск акций на сумму 10 млн. долларов США и 9 выпусков - коммерческие банки на сумму 9,9 млн. долларов США.

Как известно, табачная компания «Реетсма – Кыргызстан» является крупным предприятием для масштабов Кыргызской Республики.

Таким образом, сами масштабы эмиссий акций в Кыргызстане являются мелкими и, поэтому, выпуск одной крупной компанией большой эмиссии может сильно изменить динамику показателей выпусков, соответственно и торгов на фондовом рынке. Активными остаются действия коммерческих банков по новым эмиссиям акций. Особенностью формирующихся рынков в отличие от развитых стран, где банки естественно активны в вопросах привлечения капитала для собственного развития и являются ключевыми игроками на фондовом рынке, то в условиях Кыргызстана (эмбрионального рынка) такая активность держится на административных требованиях Национального банка по нормативам достаточности собственного капитала.

¹ Годовой отчет за 2003 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. – Б.: Банковский вестник, 2004, стр.13.

Рис. 3.1.4.

Изменения объема эмиссии и количества выпусков акций

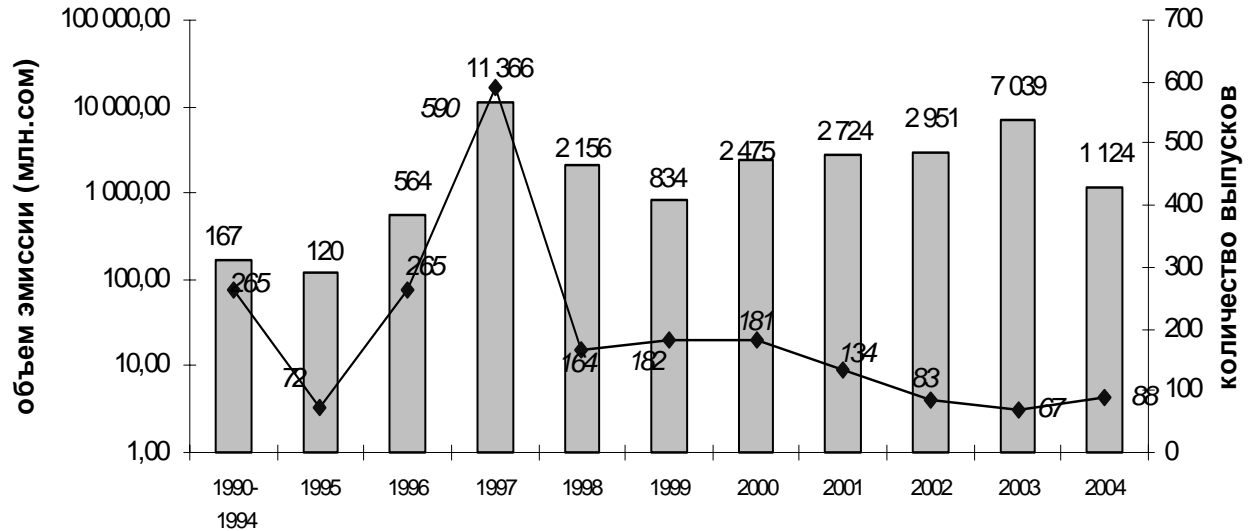


Рис.3.1.5.

Привлечение средств за счет выпуска ценных бумаг (млн. сомов)

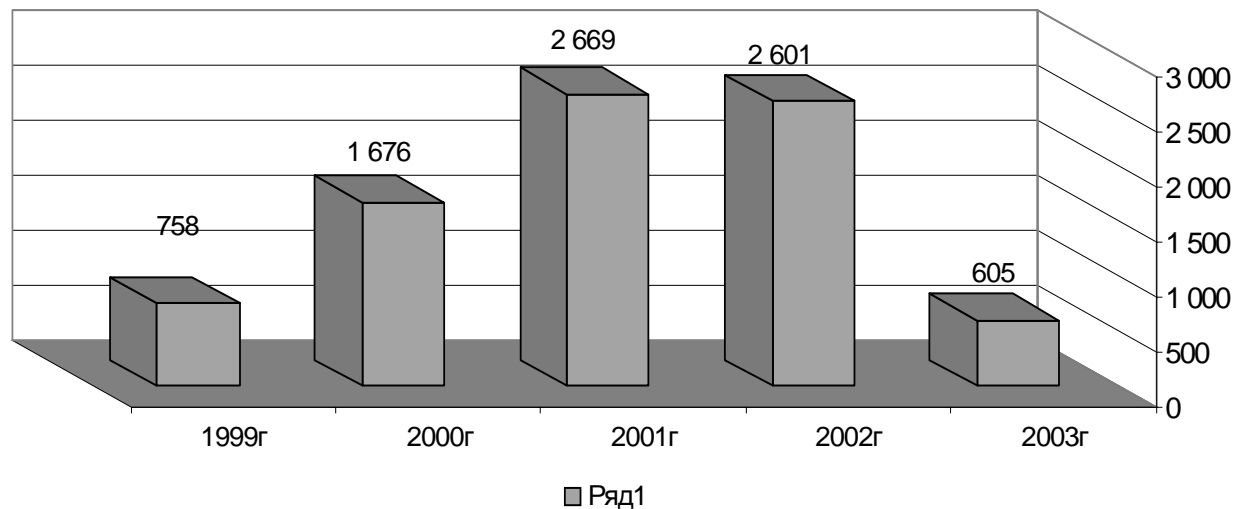


Рис. 3.1.6.

Изменения объема эмиссии и количества дополнительных выпусков акций

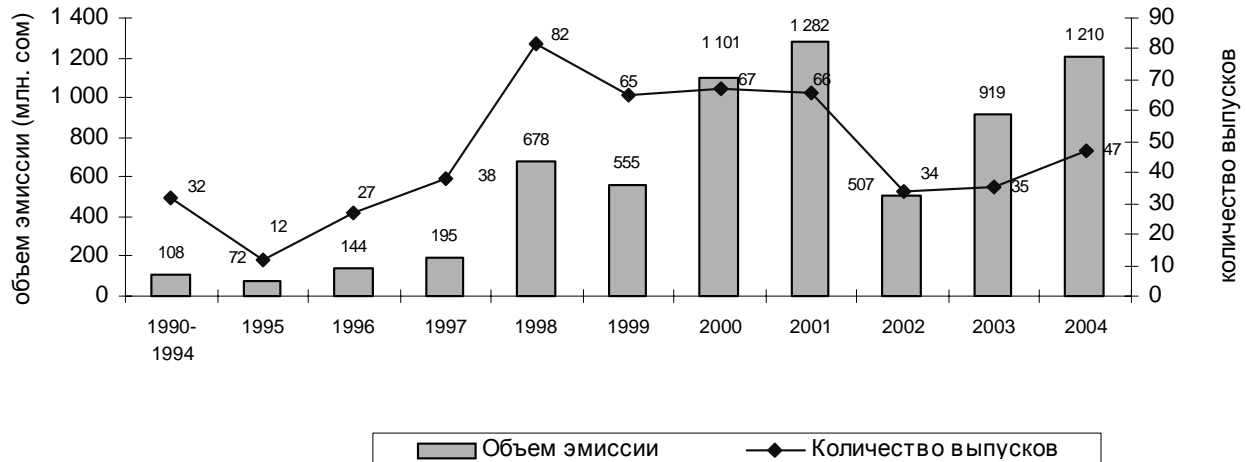


Рис. 3.1.7.

Изменение объема эмиссии и количества учредительных выпусков акций вновь созданных АО

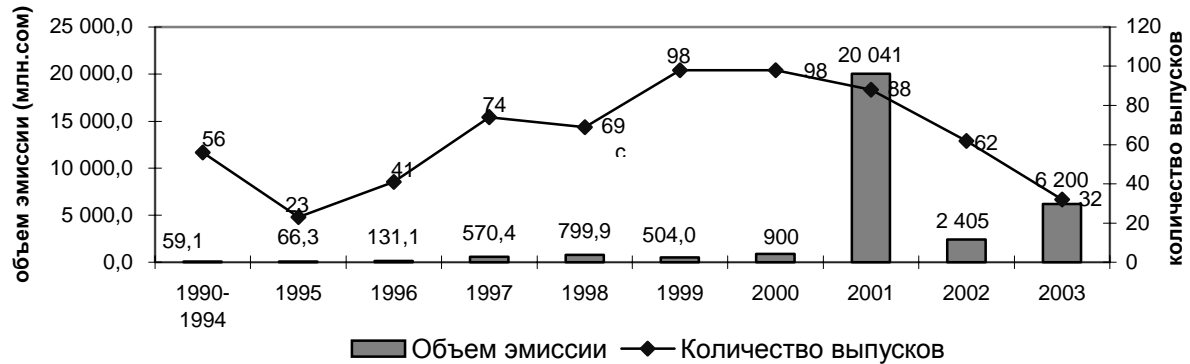
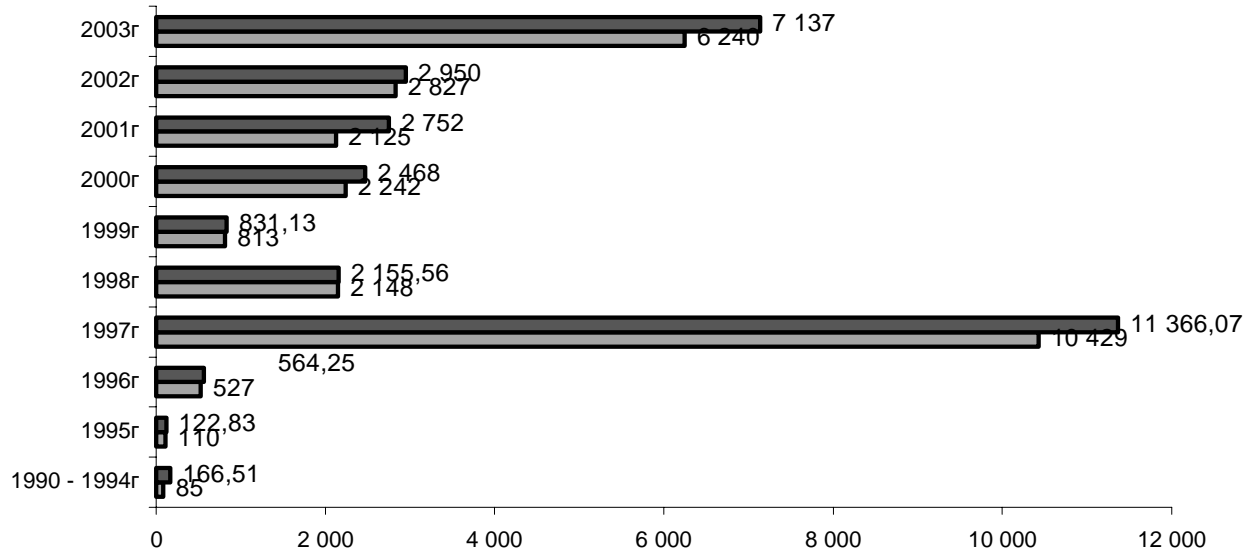


Рис. 3.1.8.

Объем эмиссии и размещение акций (млн. сомов)



К сожалению, нет активности торговли на фондовом рынке с банковскими ценными бумагами, что также является особенностью формирующихся рынков. Не совпадают объемы корпоративных ценных бумаг находящихся в обращении - около 700 млн. долларов США и размеры торговли - около 5 – 15 млн. долларов США в год.

При выпуске новых акций имеет место преследование целей технического характера, как переоценка активов, учреждение новых компаний, капитализация новых основных фондов и средств на баланс предприятия.

Все это также свидетельствует о том, что предприятия республики являются также небольшими и, в целом, подтверждают тезис о малом характере масштабов экономики Кыргызской Республики.

Из 1512 учредительных выпусков акций акционерных обществ, преобразованные из государственных предприятий осуществили 1326 выпусков акций на сумму 359,9 млн. долларов США (68% от объема учредительных выпусков), вновь образованные акционерные общества - 609 выпусков акций на сумму 169,2 млн. долларов США (31,9% от объема учредительных выпусков). При этом на 1 января 2003 года было аннулировано 27 выпусков ценных бумаг по номинальной стоимости на сумму 191,0 млн. долларов США.

Данные цифры характеризуют, что в экономике еще велика доля предприятий которые были созданы во времена СССР. Их доля составляет почти 70 %. Практически все такие предприятия кризисные, находятся в предбанкротном состоянии (зачастую они прошли уже процедуру банкротства и сменился собственник), имеют старые формы управления и по большей части не эффективны. Данные цифры позволяют нам сделать вывод, что примерно в этих же пределах и находится степень административного влияния государства на деятельность компаний реального сектора, поскольку государство владеет еще почти 60% акций акционерных обществ, бывшими государственными в 1991 году.

Доля вновь образованных акционерных обществ составляют уже около 30% предприятий в экономике Кыргызстана. На наш взгляд, данные предприятия являются будущим республики, поскольку там более активно внедряются новые формы менеджмента, корпоративного управления, которые действуют не по форме, а по содержанию. В таких предприятиях меньше корпоративных конфликтов, они экономически эффективны и рентабельны, а акционеры придерживаются принятого ими Устава компа-

нии. Данные предприятия являются небольшими даже по масштабам экономики Кыргызской Республики, это следствие решений экономической целесообразности и эффективности.

Из рисунка 3.1.8. видно, что объем учредительных выпусков, вновь созданных АО увеличивается в последние годы, что свидетельствует о тенденции увеличения вложений во вновь создаваемые акционерные общества.

Из всех зарегистрированных эмиссий по итогам 2002 года размещено акций всего на сумму 462,3 млн. долларов США. В 2002 году из зарегистрированных акций размещено на сумму 61,3 млн. долларов США. Таким образом, коэффициент эффективности размещения ценных бумаг составил 95,8%.

По состоянию на 31 декабря 2003 года всего было зарегистрировано 13 выпусков корпоративных облигаций (10 - открытое размещение, 3 - закрытое размещение), объем которых составил – 5,9 млн. долларов США, а всего эмитентами было размещено облигаций на сумму – 2,9 млн. долларов США (погашено – 607 тыс. сом). В 2003 году было зарегистрировано 2 выпуска облигаций на сумму 2,2 млн. долларов США. Надо отметить, что в 2002 году один из эмитентов по выпуску облигаций находился в Джлал-Абадской области. Вывод - финансовый менеджмент и новые рыночные методы финансирования компаний начали развиваться и в регионах республики. До этого облигации выпускали только предприятия находящиеся в г. Бишкек.

Доходность ценных бумаг

Доходность является важным показателем стимулирующего инвестиционную привлекательность того или иного финансового инструмента, в то же время характеризующего его рыночную конкурентоспособность. Можно предположить следующую схему взаимозависимости привлекательности различных видов ценных бумаг и их доходности. Поскольку государственные ценные бумаги являются гарантированными и ликвидными, то ставка доходности по ним должна быть самой низкой, на следующем месте по доходности располагаются муниципальные и иные виды фондовых инструментов так или иначе относящиеся к государству, например ценные бумаги Национального банка.

На практике, в этом процессе необходимо учитывать фактор рыночной конкуренции между финансовыми инструментами за инвестора. Показатели доходности по 12 месячным ГКВ в 1998 году составляли – 71,4%, по 6 месячным – 31,4%, по 3 месячным

– 32,5%. Из наблюдаемых изменений ставок доходности по ГКВ следует, что доходность ГКВ напрямую зависит от цен на них. Складываящиеся высокие цены способствуют снижению спроса на них, а, следовательно, падает и доходность по ним. Чем дольше срок обращения, тем выше доходность. Это объясняется тем, что ГКВ с наименьшим сроком обращения, более ликвидные и спрос на них велик. Уже в 2003 году эти ценные бумаги соответственно составляли – 9,43%, 7,18%, 4,2%. Сокращение доходности налицо. На это повлияли процессы макроэкономической стабилизации, снижения уровня инфляции и инфляционных ожиданий, т.д.

Низкие темпы инфляции, стабильная макроэкономическая ситуация, укрепление национальной валюты привели к сокращению объемов эмиссии нот НБКР. При этом наблюдается тенденция снижения уровня доходности нот НБКР, а ее среднегодовое значение сократилось с 11,4 % в 2001 году до 4,5 % - в 2003 году. В зависимости от вышеперечисленных факторов снизилась и учетная ставка Национального банка с 55,07% в 1999 году до 3,97% в 2002 году.

Общее снижение доходности других видов финансовых инструментов должна повлиять на повышение интереса потенциальных инвесторов к корпоративным фондовым инструментам, где в настоящий момент наблюдается более высокий уровень доходности. Среднегодовая доходность по некоторым оценкам составляла в 2003 году по акциям (простые) - 27,5%, по облигациям в национальной валюте - 27%, в иностранной валюте - 11,7%.

Доходность по корпоративным облигациям устанавливается эмитентами. Из практики, доходность корпоративных облигаций некоторых эмитентов устанавливается в привязке к государственным казначейским векселям на основе конкурентной привлекательности для инвестора и указывается эмитентом в проспекте эмиссии. Расчет доходности по рынку облигаций (см. таб. 3.1.9.) показан за 2003 год по 7 компаниям (АООТ «Кыргызтелеком», АКБ «Кыргызстан», ОсОО «Нотус», АООТ «Нур», АООТ «Бишкексут», АО «Кыргызтелеком»)

Таким образом, средняя доходность по корпоративным облигациям и акциямкратно выше, чем у государственных ценных бумаг и поэтому может казаться, что потребность в таких инструментах должна быть повышенной. Однако, ситуация показывает, что это не совсем так и предложения со стороны компаний подобных долговых инструментов не находят реализации на рынке.

Таблица 3.1.9.

**Сравнительная таблица доходности различных видов
долговых финансовых инструментов в 2003 году**

Наименование ЦБ	Доходность (%)
Государственные ценные бумаги	
3-месячные ГКВ	4,02
6-месячные ГКВ	7,18
12-месячные ГКВ	9,43
28-дневные ноты НБКР	4,5
Средняя доходность	6,3
Справочно: процентные ставки коммерческих банков по депозитам и вкладам на конец периода	2,69
Корпоративные облигации	
АКБ «Кыргызстан»	12
АООТ «Бишкексут» ¹	30
АООТ «Кыргызтелеком»	11
АООТ «Нур» (Джалал-Абад) (1 выпуск)	36
АООТ «Нур» (Джалал-Абад) (2 выпуск)	30
ОсОО «Нотус»	18
ОсОО «Интергласс»	12
Средняя доходность облигаций, выпущенных в национальной валюте	27
Средняя доходность облигаций, выпущенных в иностранной валюте	11,7

Структура собственности ценных бумаг

Объем торговли ценными бумагами является важным показателем развития финансовых инструментов, а также его влияния на экономику. Государственные ценные бумаги торговались с

¹ В первый год – 30%. В последующие годы - устанавливаются эмитентом как средневзвешенное значение процентных ставок по ГКВ сроком обращения 12 месяцев, сложившихся на последних шести состоявшихся аукционах по продаже ГКВ с данным сроком обращения, предшествующих дате закрытия реестра.

1993 года. Объемы торгов ими в 1995 году составляли около 1,2% к ВВП, а в 2003 году свыше 1,2% к ВВП.

Как отмечалось выше, основным держателем их является банковский сектор (около 90%) потому, что такой финансовый инструмент является гарантированно ликвидным. И поэтому НБКР сформировал так называемый принудительный механизм рыночной привлекательности данного инструмента, внося его в перечень обязательств для коммерческих банков, который признается центральным банком ликвидным. К этому перечню отнесены и ноты Национального банка, но не относятся корпоративные ценные бумаги.

Вопрос о гарантированной ликвидности государственных ценных бумаг можно подвергнуть сомнению и следует еще изучить. Дело в том, что как отмечалось ранее, объем государственного долга превышает объем ВВП и поэтому находится в черте, опасной для платежеспособности экономики республики. В этой связи большое значение, для подтверждения срочной ликвидности государственных ценных бумаг, имеет необходимая оценка состояния платежеспособности бюджета, которую дают международные рейтинговые агентства. Такая оценка в настоящий момент отсутствует и поэтому утверждение об обеспеченности и ликвидности государственных ценных бумаг остается под сомнением. Таким образом, на наш взгляд, признание НБКР ликвидным активом государственных ценных бумаг носит в большей степени административный характер для стимулирования привлечения финансовых средств в бюджет.

Как отмечалось ранее, ноты НБКР начали торговаться только в 2000 году, но объемы торгов невелики и составили 0,2% в 2000 году и 0,14% в 2003 году. Также основными держателями таких ценных бумаг являются коммерческие банки.

Обмен акциями акционерных обществ начался с процессом приватизации и происходил скорее в форме обмена, дарения и пр., но в меньшей степени купли-продажи. О торговле с целью перепродажи не приходилось говорить до 1995 года. В 1995 году, с образованием Кыргызской фондовой биржи начинается процесс рыночных торгов. Объем составлял 0,004% к уровню ВВП, но следует отметить, что из года в год он стабильно возрастал.

Если рассмотреть структуру держателей различных видов ценных бумаг, то выясняется, что государственными ценными бумагами владеют в основном коммерческие банки (таблица 3.1.11.).

Рис 3.1.10.

Отношение объемов торгов корпоративными, государственными ценными бумагами и ценными бумагами НБКР к уровню ВВП

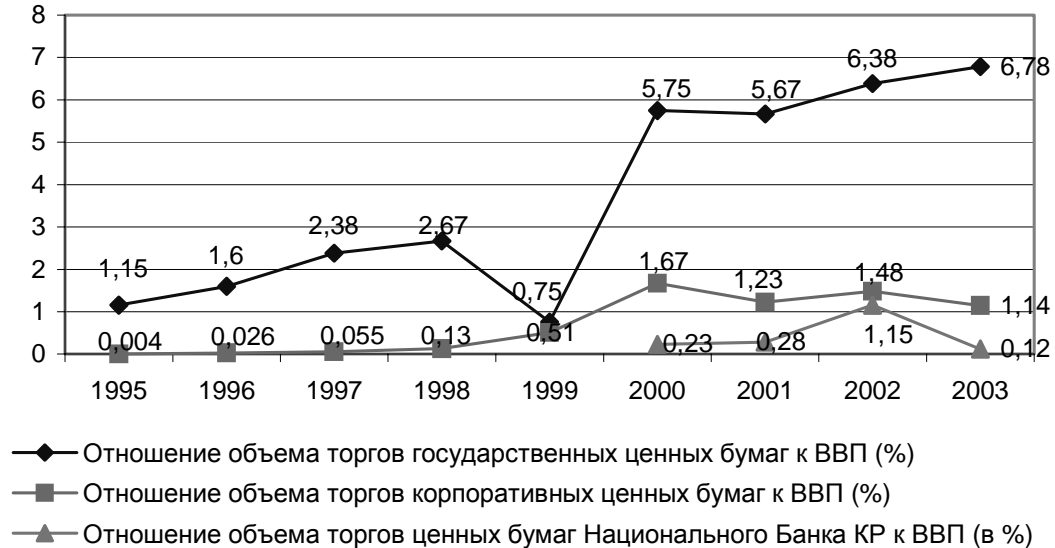


Таблица 3.1.11.

Структура владельцев государственных ценных бумаг на 1.09.2003 года (в процентах к итогу)¹

Все-го	Банков-ский сек-тор	Институцио-нальные ин-весторы	физ. ли-ца – ре-зиденты	юр. ли-ца - ре-зиденты	физ. лица – нерези-денты	юр. ли-ца – нерези-денты
100	89,6	-	6,4	4,0	-	-

Физические и юридические лица владеют около 10% долговых фондовых инструментов правительства, в то же время таблица также демонстрирует, что институциональные инвесторы не являлись их держателями. В целом инвестиционные фонды приобретали небольшие пакеты. Возможно со снижением доходности государственных долговых ценных бумаг, также снизился интерес к этому инструменту со стороны инвестиционных фондов.

Таблица также демонстрирует отсутствие интереса к государственным долговым инструментам иностранных инвесторов. В случаях с иностранными институциональными инвесторами, то даже прямого запрета со стороны государственного регулятора к подобным финансовым инструментам развивающихся стран и не имеющих соответствующего кредитного рейтинга и аудита признанных международных консультативных агентств. С другой стороны, это следствие неразвитости и ограниченной возможности совершения сделок с такими инструментами на открытом финансовом рынке.

В политике размещения и обращения государственных ценных бумаг расчет делается только на преобладание банковского сектора, а также одностороннего регулирования размещения, обращения государственных долговых инструментов со стороны Национального Банка, как агента правительства. Это упрощает и сужает перспективы развития государственного заимствования на внутреннем рынке капиталов и ограничивает доступ населения и других категорий рядовых инвесторов, включая иностранных к подобным инструментам.

Другим выводом является то, что банковский сектор выступает большим портфельным держателем фондовых инструментов, где доля корпоративных финансовых инструментов невелика. В настоящий момент, с учетом складывающейся структуры доходно-

¹ Данные НБКР

сти различных финансовых инструментов, это не может являться следствием отсутствия интереса к подобным инструментам со стороны коммерческих банков. Такой интерес присутствует, но, видимо, существующие нормативы обязательств и другое, связанное с регулированием НБКР, не стимулирует, а даже ограничивает инвестиционную активность коммерческих банков на фондовом рынке корпоративных ценных бумаг.

Несколько отличается структура владельцев корпоративных ценных бумаг. Следует отметить, что в таблице 3.1.12. указывается доля государственных органов выступающих держателями. Государственный комитет по управлению государственным имуществом и привлечению иностранных инвестиций является главным органом обеспечивающий процесс приватизации в стране и соответственно владеет 62,7% акций. В соответствии с Указом Президента Кыргызской Республики еще в 1996 году были переданы в распоряжение Социального фонда определенные пакеты акций в качестве дополнительного источника пополнения ресурсов фонда. Первоначально были переданы привилегированные акции крупных компаний. Впоследствии данные пакеты были преобразованы в простые. Социальный фонд сегодня владеет 12,8% акций.

Таблица 3.1.12.

Структура распределения акций по акционерам на 1.09.03 ¹
(в процентах к итогу)

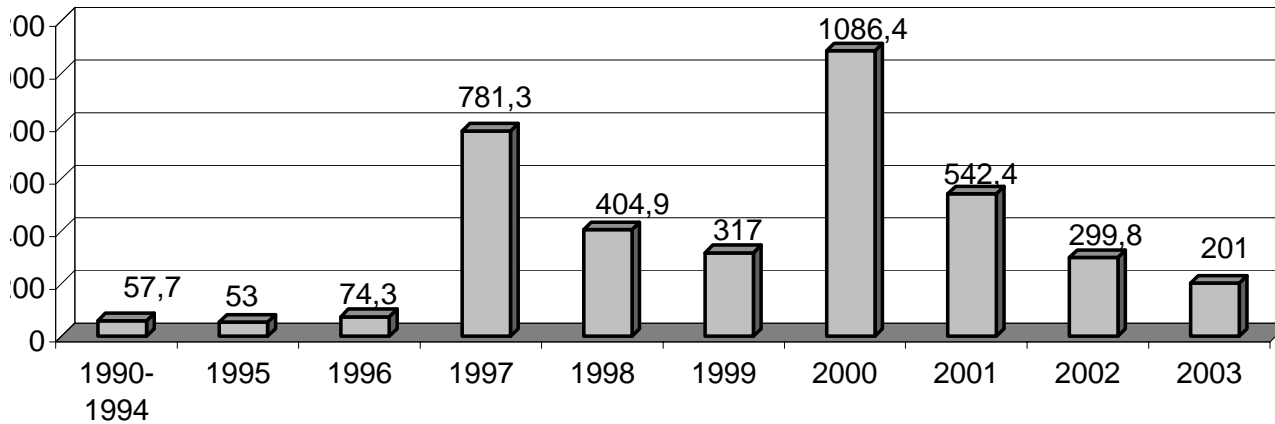
Правительство КР (Госкомимущество)	Социальный фонд КР	Юрид. лица - резиденты	Физ. лица - резиденты	Юрид. лица - нерезиденты	Физ. лица - нерезиденты	Менеджеры
62,70	12,82	4,98	3,25	13,36	0,81	2,08

Данная таблица дает характеристику владельцев более 5% акций в акционерном обществе. В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» владельцы более 5% акций должны информировать ГКРЦБ о приобретении таковых для определения существенных владельцев пакетов акций. Поэтому в данной таблице не нашли отражение владельцы небольших пакетов акций менее 5%.

¹ Таблица составлена на основе данных, представленным в ГКРЦБ о владельцах 5% и более акций

Таблица 3.1.13

**Иностранные инвестиции в АО Кыргызской Республики
по годам (млн. сом)**



Отечественные инвесторы совокупно владеют 10,3% акций компаний. В эту категорию включены и менеджеры компаний, поскольку эта категория инвесторов возникла в основном в процессе приватизации и отражает общую долю акций находящихся в их управлении.

Таблица 3.1.14.

**Отраслевая структура иностранных инвестиций
в акции в 2003 г.¹**

Отрасли экономики	Количество эмитентов с участием иностранного капитала (единиц)			Объем иностранных инвестиций в акции (млн. USD)		
	стран СНГ	стран дальнего зарубежья	Всего	стран СНГ	стран дальнего зарубежья	Всего
Промышленность	35	52	87	1,14	52,9	54,03
Сельское хозяйство	3	2	5	0,1	0,0008	0,1
Транспорт и связь	10	2	12	0,8	1,9	2,7
Строительство	9	8	17	0,16	6,9	7,06
Торговля и общественное питание	5	7	12	0,008	0,9	0,9
Коммерческие учреждения	10	9	19	0,09	0,15	0,2
Финансовые институты	23	31	54	1,76	16,3	18,1
Прочие	12	28	40	0,24	3,1	3,3
ИТОГО :	107	139	246	4,3	82,1	86,4

¹ Годовой отчет за 2003 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. – Б.: Банковский вестник, 2004, стр.51.

Иностранные инвесторы совокупно владеют 14,17% акций компаний. В 2003 году общий объем иностранных инвестиций в корпоративные ценные бумаги эмитентов Кыргызской Республики составил более 86,4 млн. долларов США. Из стран СНГ – 4,3 млн. долларов США, из стран дальнего зарубежья – 82,1 млн. долларов США. Показатели объемов иностранных инвестиций в корпоративные ценные бумаги имеют в целом нестабильный характер из года в год.

Иностранные инвесторы стараются приобрести крупные, стратегические пакеты акций для того, чтобы управлять компанией. Такие пакеты приобретались в процессе приватизации государственной собственности, но в последние годы увеличилось число приобретений иностранными инвесторами на вторичном рынке республики.

Основная доля иностранных инвестиций в ценные бумаги АО республики приходится на промышленность 62,5%. Инвестиции в финансовые институты 20,8%, строительство 8,28%, транспорт и связь 3,08%, торговля и общественное питание 1,01%, коммерческие учреждения 0,27%, сельское хозяйство 0,13%, прочие – 3,93%.

Наиболее крупные иностранные инвестиции в 2003 году были осуществлены в ценные бумаги следующих эмитентов: АКБ «Демир-Банк», АО СК «Лондон Бишкек», АОЗТ «Бета Иншаат Ятырымжылык», АО «Eristyle».

Анализ вышеприведенных данных свидетельствует о том, что наиболее привлекательными сферами вложения капитала для иностранных инвесторов являются промышленность республики, финансовые институты, строительство, транспорт и связь. Менее привлекательными для иностранных инвесторов являются сельское хозяйство и коммерческая деятельность.

3.2. Проблемы становления институтов рынка ценных бумаг

Центральным звеном инфраструктуры фондового рынка, обеспечивающего обращение ценных бумаг, а также условия для снижения инвестиционных рисков, формирования рыночных цен на ценные бумаги, повышения ликвидности ценных бумаг, безопасности информации о владельцах ценных бумаг, формирования практики и обычаев делового оборота профессиональных участников фондового рынка, является наличие надежной учетной системы и механизма организованной торговли.

Совершенствование организации инфраструктуры отечественного фондового рынка является одним из наиболее важных направлений политики развития рынка ценных бумаг. Это связано в первую очередь с минимизацией рисков инвесторов на финансовом рынке и росте роли технической инфраструктуры в предоставлении качественных, безопасных и оперативных услуг. Вместе с тем, современная ситуация, сложившаяся на фондовом рынке диктует необходимость в поэтапном принятии дополнительных мер, которые обеспечили бы ее выживание и дальнейшее развитие.

Одним из важнейших шагов в этой работе должны быть рационализация и гармонизация взаимоотношений между всеми элементами инфраструктуры рынка капиталов. Развитие и совершенствование инфраструктуры фондового рынка должны стать приоритетом в работе регулятора и профессиональных участников РЦБ.

Государственное регулирование деятельности организаторов торговли на рынке ценных бумаг должно осуществляться на основе строгого соблюдения интересов инвесторов и последовательного формирования благоприятных инвестиционных условий. Необходимо формирование таких принципов, как обеспечение эффективного взаимодействия между инвестором и эмитентом ценных бумаг и минимизация рисков, связанных с операциями с ценными бумагами, равная доступность торговых площадок для всех добросовестных профессиональных участников и потребителей, стимулирование совершения сделок через организаторов торговли.

Биржевой торговле присущи такие специфические риски, как неравноправное положение участников торговли, связанное с доступом отдельных участников к инсайдерской информации, существует вероятность манипулирования ценами на рынке, а также возможность технических ошибок в системе расчетов по ценным бумагам.

На паритетной основе должна быть образована информационная система по фондовому рынку, обеспечивающая доступ к полномасштабной информации о состоянии рынка в целом и организованных площадок в частности. Необходима аккумуляция, обработка и обеспечение доступа к информации, создание мощного информационного рынка, включающего информацию о выпущенных в обращение ценным бумагам, параметрам эмиссий, а также финансовой отчетности эмитентов, данные по сделкам с ценными бумагами, независимым аналитическим материалам, рейтингам и другая информация, которая должна быть оператив-

ной и доступной при необходимости принятия самых различных управленческих решений.

Таблица 3.2.1.

**Информация о выданных ГКРЦБ лицензиях
на право ведения профессиональной деятельности
на рынке ценных бумаг в 1999 – 2003 годы¹**

	1999	2000	2001	2002	2003
Организаторы торговли	1	2	2	2	2
Депозитари	1	2	2	2	2
Брокерские компании	30	25	23	21	22
Дилерские компании	16	16	20	20	21
Независимые регистраторы	23	19	15	16	15
Инвестиционные фонды	14	10	8	11	5
Управляющие компании	6	10	9	9	10
Всего	91	84	79	81	77

В целях развития технического обеспечения торговли ценными бумагами необходимо осуществить централизацию учета и хранения различных видов ценных бумаг, обращающихся на фондовом рынке и информацию о владельцах всех видов эмиссионных ценных бумаг в депозитари (путем создания единой базы данных

¹ Справочно: минимальный размер собственного капитала профессионального участника должен быть не менее следующей величины: депозитарная деятельность - минимальных месячных 15000 заработных плат, установленных законодательством Кыргызской Республики (далее ММЗП, в 2003 году – 100 сом); клиринговая деятельность - 15000 ММЗП; - деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг - 300000 ММЗП; деятельность по доверительному управлению ценными бумагами - 10000 ММЗП; дилерская деятельность - 7500 ММЗП; брокерская деятельность - 5000 ММЗП; деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг - 3000 ММЗП; деятельность инвестиционного консультанта - 500 ММЗП; деятельность в качестве Центрального депозитария - 50000 ММЗП; деятельность по управлению инвестиционным фондом - 15000 ММЗП.

Устанавливается также требование к величине коэффициента текущей ликвидности, который не должен быть менее 0,5. Коэффициент текущей ликвидности устанавливается в целях оценки и обеспечения наличия ликвидных активов у профессиональных участников, а величина совокупных обязательств определена на уровне, не превышающем пятикратного размера собственного капитала.

Источник: Абдынасыров У.Т. Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования. – Б.:Акыл, 2002, стр.101.

по их реестрам). Организация торговли, клиринга и взаиморасчетов по сделкам со всеми финансовыми инструментами, отвечающих принципам "поставка против платежа", интеграция в международную депозитарную систему и обеспечение выхода на международные фондовые рынки. Обеспечение единой системы обращения ценных бумаг независимо от видов и типов. Консолидация на торговых площадках рынков ГКВ, валюты, корпоративных ценных бумаг и прочих финансовых инструментов.

Решение таких задач обеспечит максимальную прозрачность всего рынка ценных бумаг, создаст условия для надежного и быстрого проведения сделок с ценными бумагами. Это позволит достичь уровня международных стандартов и повысить привлекательность нашего фондового рынка для иностранных инвесторов.

Необходимо создать условия для образования торговых систем, способных обеспечить проведение сделок через компьютерную систему - Интернет. В ближайшем будущем глобальная Интернет-торговля упростит процедуры заключения сделок с ценными бумагами, обеспечит доступ к информации и будет содействовать интеграции фондового рынка Кыргызстана в международный фондовый рынок.

3.2.1. Развитие механизмов торговли на фондовом рынке

Фондовые биржи являются организаторами торговли на рынке ценных бумаг, целью которой является обеспечение устойчивого рынка для осуществления торговли ценными бумагами. Главной функцией и предназначением фондовых бирж является прозрачное формирование рыночной цены на ценные бумаги, а также предоставление точной и постоянной информации о тенденциях торговли и котировках, обеспечение информации о финансовом положении зарегистрированных компаний, а также установление правил торговли ценными бумагами с целью устранения незаконной и нечестной деятельности в брокерском бизнесе.

В то же время торговые площадки выполняют важную функцию дополнительного механизма минимизации рисков инвесторов на рынке ценных бумаг, что соответствует мировым тенденциям развития систем рыночного регулирования. Ранее такие функции выполняли саморегулируемые организации. Поэтому организаторы торговли стали выполнять роль квазирегулятора фондового рынка. В этом случае фондовые биржи должны вы-

полнять определенные функции характерные саморегулируемым организациям, делегируемые им государственным регулятором.

Организатор торговли является институтом, который аккумулирует наиболее полную информацию об основных тенденциях рынка. Поэтому целесообразно более полноценное использование возможностей системного сбора и раскрытия информации о рынке ценных бумаг. Рыночное регулирование организаторов торговли должно быть направлено на повышение степени организованности и публичности торговли ценными бумагами, что является существенным фактором снижения инвестиционных рисков.

Создание фондовой биржи явилось закономерным результатом перехода Кыргызстана к рыночной экономике. Приватизация и акционирование предприятий вызвали необходимость создания организованного рынка ценных бумаг, на котором осуществлялось рыночное обращение ценных бумаг. В настоящее время на территории республики функционируют две торговые площадки: ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» (КФБ) и ЗАО «Биржевая торговая система» (БТС).

В 1995 году, на базе Центра по проведению купонных аукционов, была создана Кыргызская фондовая биржа (КФБ), как торговая площадка ценных бумаг в форме некоммерческой организации, где торговались акции. В состав КФБ входило 15 членов, включая банки и брокерские компании. В 2000 году КФБ была преобразована в закрытое акционерное общество «Кыргызская фондовая биржа»¹.

Уровень торгового оборота на КФБ был очень низким даже по меркам других развивающихся стран. Специалисты-биржевики обычно оценивают оборот как процентное отношение объема торгов к рыночной капитализации. Для рынков развитых стран этот показатель составляет около - 100%, а типичная оценка для развивающихся стран - 10-15%. Оборот на КФБ составлял на тот момент всего - 0,5 %. Другой показатель - процентное соотношение рыночной капитализации к ВВП, составляющий для КФБ при-

¹ В настоящий момент совладельцами КФБ являются профессиональные участники фондового рынка, это брокерско дилерские компании: АФ ОКБ «Аалам», АОТ «Кайрат - банк», ЗАО ИФК «Капитал», ЗАО фирма «Passer & Co», ОсОО ФК «Ниет Аракет», ОсОО ФК «Сенти», ОсОО ФИК «Asko & Co», ОсОО ИКЦ «Инвест-Сервис», АКБ «Кыргызстан», ОсОО ФК «Bereke MT», ОсОО «BNC Capital Management», АОЗТ «Заман». В том числе 2 не являются резидентами Кыргызской Республики, это Стамбульская фондовая биржа (27,51% от общего количества акций КФБ) и Казахская фондовая биржа (10,58%). Остальные акционеры, за исключением АКБ «Кыргызстан» (8,11%), владеют по 4,06% от общего количества акций КФБ.

мерно 40%, не являлся низким. Во многих развивающихся странах этот показатель не превышает 30%. Вместе эти два показателя указывают, что в то время как размер рынка, судя по капитализации зарегистрированных компаний, не настолько мал в контексте кыргызской экономики, отсутствие ликвидности ценных бумаг особенно выделяется.

Образованию и совершенствованию работы ЗАО «КФБ» способствовали консультационные услуги и техническая помощь, оказанная Агентством по международному развитию США (USAID). Совместно с USAID были разработаны критерии и процедуры листинга, типовые документы и нормативные акты, регулирующие взаимоотношения между ЗАО «КФБ» и эмитентами ценных бумаг и пр. Кыргызская фондовая биржа с октября 1995 года является членом Федерации Евро-Азиатских Фондовых Бирж, а в 2000 году вошла в ее Исполнительный комитет, а также была принята в дирекцию Ассоциации банков и бирж стран СНГ и Балтии, что значительно укрепило ее международные связи и расширило возможности в области торговли ценными бумагами.

Основной проблемой в развитии фондовой биржи был малый объем торгов, количества брокеров-диллеров, а также фондовых инвесторов. На это влияли различные факторы. Предложение акций не достаточно, поскольку у многих предприятий пакет акций, продаваемый на КФБ, незначителен, что не привлекательно для многих инвесторов. Причиной этого является то, что директора и другие владельцы, имеющие контрольный пакет, зачастую не хотят ослаблять свой контроль. Некоторые предприятия являются просто непривлекательными для потенциальных инвесторов. В то же время отсутствует стабильный спрос на акции, поскольку потенциальные инвесторы, такие как пенсионные фонды и страховые компании либо не имеют достаточно наличности или попросту не существуют. Наиболее важный фактор заключается в том, что основная доля торговли велась за пределами КФБ на внебиржевом рынке, напрямую между покупателем и продавцом, в то время как на бирже торговалось всего около 5% всего объема рыночных сделок с ценными бумагами.

К внебиржевой торговле относятся все сделки с котирующимися акциями, а также значительной частью котирующихся акций, сделки по которым заключаются напрямую между крупными покупателями, продавцами и их брокерами. В 1997 году объем внебиржевой торговли (включая приватизационные продажи ФГИ) составлял примерно 82,4 миллиона долларов, что значительно превышал объем биржевой торговли.

Существовало несколько причин в основном организационного характера, по которым большая часть торговли происходила за пределами биржи. Некотирующиеся акции не могли продаваться или покупаться на бирже. Не существовало торговой площадки для организованного внебиржевого рынка (ОТС). Биржа не была связана с рыночными посредниками, работающими вне биржи, как это принято на многих других рынках. Участники рынка в Кыргызстане должны торговать через биржевых брокеров или, что обще-принято, сделки совершаются между покупателями и продавцами. Сделки могли быть "скрытыми", поскольку требование отчетности относится лишь к сделкам, заключаемым по акциям, котирующимся на бирже, и с участием лицензированных брокеров. Поэтому участники рынка не имели точной информации о ценах.

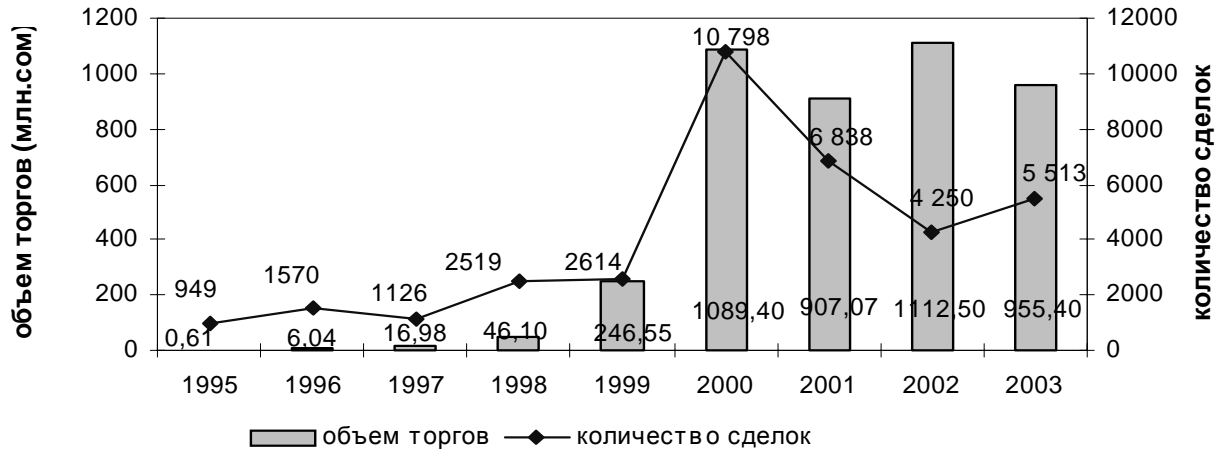
При ограниченной ликвидности КФБ играла второстепенную роль в увеличении портфеля акций инвесторов. Бирже еще только предстояло стать главным рычагом в смене владельцев предприятий. Сегодня инвесторы приобретают в основном незначительные пакеты акций на КФБ, как правило, после заключения крупных сделок с владельцами компаний или крупными держателями акций. Компании, котирующиеся на КФБ и желающие привлечь существенный капитал, пока не могли полагаться полностью на неликвидную биржу.

Первоначально, правительство не организовало механизма проведения продажи пакетов акций приватизируемых компаний через организованную торговую площадку, что могло бы явиться мощным источником новых сделок с ценными бумагами компаний. Это также сфокусировало бы внимание государства в формировании современной, отвечающей международным требованиям и стандартам фондовой биржи. Конечно, и профессиональные участники рынка ценных бумаг не хотели какого либо влияния со стороны государства на работу биржи, поскольку оно не было учредителем. Однако, практика показала, что в целях расширения возможностей торговли приватизируемыми пакетами акций, государственных, а в будущем и муниципальных ценных бумаг участие государства весьма прагматично и необходимо.

В результате оставалось не прозрачным формирование цены по акциям компаний, сделки происходили в обход биржи, что прямо влияло на объемы торгов и соответственно обостряло вопросы выживаемости биржи в рыночных условиях.

Диаграмма 3.2.2. ¹

Объем торгов и количество сделок совершенных
на фондовом рынке по годам



¹ Годовой отчет 2003 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. - Б.: Банковский вестник, 2004, стр.9.

В целях решения этих проблем, а также развития организованного рынка ценных бумаг, Указом Президента Кыргызской Республики от 10 мая 1999 года был введен механизм обязательной торговли и регистрации всех сделок с корпоративными ценными бумагами через торговые площадки. Другими словами была отменена внебиржевая торговля. В настоящий момент сделки с ценными бумагами на КФБ делятся на прямые (регистрационные сделки) и рыночные сделки. Сделки, заключаемые в торговой системе КФБ, имеющие встречные по отношению друг к другу приказов на продажу и покупку являются рыночными сделками. Биржевые сделки, заключаемые вне торговой системы КФБ, методом прямых заявок, являются прямыми (регистрационными) сделками.

После этого стала наблюдаться тенденция роста объемов торгов на фодовой бирже. Динамика объемов торгов ценными бумагами листинговых компаний свидетельствовала об их ежегодном росте вплоть до 2002 года. При этом возрастал и общий объем торгов на КФБ, если в 1998 году объем торгов составил всего 1,6 млн. долларов США, то в 2002 году он составил 23,9 млн. долларов США. В 2003 году объем торгов снизился до – 11,6 млн. долларов США, что явилось следствием перетока торгов отдельными ценными бумагами на площадку БТС. А в 2004 году достиг почти 50 млн. долларов США.

В целях обеспечения функции полного раскрытия информации об эмитентах для инвесторов на КФБ с 1995 года начала осуществляться процедура листинга компаний. С момента открытия Кыргызской фондовой биржи прошли процедуру листинга всего - 69 компаний, наиболее активно осуществляются торги по акциям 5 компаний, включенным в листинг.

Однако следует отметить, что в настоящее время сложилась такая ситуация, при которой подавляющее большинство листинговых ценных бумаг являются неликвидными и практически не торгуются, в то же время высоколиквидные ценные бумаги многих передовых эмитентов республики, стабильно выплачивающих дивиденды, имеющих высокую культуру корпоративного управления и транспарентности информации, не входят в котировальные листы фондовой биржи.

В 2003 году количество листинговых компаний на КФБ уменьшилось по сравнению с предыдущим годом и насчитывало 18 компаний – акционерных обществ. Это было связано с внесением изменений в правила листинга и ужесточением требований к листинговым компаниям, из котировального листа были исключены ценные бумаги эмитентов, не соответствовавших новым требо-

ваниям. В 2003 году были совершены сделки только с 15 листинговыми ценными бумагами¹.

Таблица 3.2.3.

Показатели объемов торгов ценных бумаг листинговых компаний на Кыргызской фондовой бирже²

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Общий объем торгов, млн. USD	1,6	5,4	22,6	18,9	23,9	11,6
в том числе:						
Торги с ценными бумагами, находившимися в листинге, млн. USD	1,6	2,0	3,03	4,1	9,6	2,6
в процентах к итогу	100	37,08	13,4	21,7	40,2	22,4
Торги с ценными бумагами, находящиеся вне листинга, млн. USD	-	3,4	19,5	14,8	14,3	8,9
в процентах к итогу	-	62,9	86,6	78,3	59,8	77,6
Всего	100	100	100	100	100	100
Количество эмитентов, ценные бумаги которых находились в листинге, по состоянию на конец года	50	63	69	24	22	18

Из таблицы также видно, что удельный вес торговли ценными бумагами листинговых компаний в общем объеме торгов носит не стабильный характер и колеблется из года в год. Данная структура торгов подтверждает, что на рынке осуществляется преимущественная торговля стратегическими пакетами акций. И в меньшей степени выражен интерес инвесторов к купле-продаже

¹ Совершено 302 сделки, что составляет 18,7 % от общего количества сделок совершенных на КФБ, на сумму 92 млн. сомов (21,8 %). По ценным бумагам трех эмитентов – АО «Кыргызский автосборочный завод», АКБ «АзияУниверсалбанк», АО «Банк Бакай», входящим в листинг КФБ, в 2003 году не было совершено ни одной сделки. Наибольшее количество сделок - свыше 50 сделок совершено со следующими листинговыми ценными бумагами - акциями АО «Кыргызтелеком» и АКБ «Кыргызпромстройбанк».

² Годовой отчет 2003 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. - Б.: Банковский вестник, 2004, стр.12.

небольших пакетов в спекулятивных целях. Что к тому же является свидетельством низкой ликвидности данных ценных бумаг.

Для развитых финансовых рынков характерен полноценный листинг, обеспечивающий полное раскрытие информации для инвесторов о компаниях. Для стран с зарождающимся рынком капиталов, не имеющих традиций инвестирования в финансовые инструменты наличие самой процедуры листинга приводит к сокращению количества компаний обращающихся на фондовой бирже. К тому же таблица 3.2.1. показывает, что уменьшение количества листинговых компаний не приводит в результате в росту объемов торгов их ценных бумаг. А в структуре торгов на КФБ листинговые компании занимали по результатам 2003 года всего - 22,4%. При этом наблюдается рост торговли ценными бумагами компаний вне листинга.

Причин несколько, но главная, связана с отсутствием стимулов у компаний к поддержанию высокого уровня раскрытия информации о себе и соответствия передовым требованиям фондового рынка, включая стандарты корпоративного управления, бухгалтерского учета и пр. Такое отсутствие стимулов является следствием того, что в настоящий момент на внутреннем фондовом рынке невозможно, аккумулировать достаточный объем инвестиционных ресурсов для собственного развития. С другой стороны, это свидетельство того, что инвестор преследует стратегическую цель обеспечения контроля управлением компании и в меньшей степени думает о спекулятивных намерениях сделок с ценными бумагами.

Поэтому на нынешнем этапе развития следует придерживаться более либеральных, гибких условий и требований листинга к компаниям. Приоритетом пока должно быть формирование рыночных стимулов у компаний к прохождению процедуры листинга и поддержанию его качества.

Таблица 3.2.4.

Показатели капитализации торговой площадки КФБ

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Среднемесячная капитализация КФБ (млн. US\$)	4,78	55,6	288	74,78	5,73	0,4
Капитализация КФБ/ВВП (%)	0,3	3,5	25,7	6,69	0,4	0,26

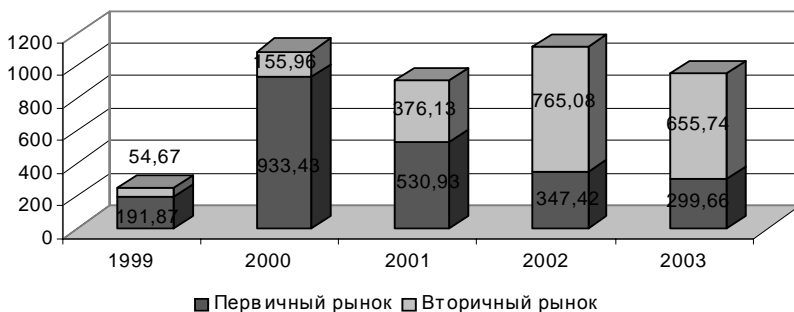
С 1996 года на КФБ стал применяться индекс, характеризующий текущую ситуацию на рынках ценных бумаг Кыргызстана, который рассчитывается посредством взвешивания текущей стоимости акций 10 крупнейших компаний. Методика его расчета соответствует международным стандартам и является аналогом “Standard & Poors 500”. Одним из главных показателей активности фондового рынка является уровень капитализации КФБ (таблица 3.2.4.).

Количество совершаемых сделок уменьшилось по сравнению с 2000 и 2001 гг. Наблюдается тенденция к увеличению стоимости пакетов ценных бумаг в структуре торгов. Это может указывать на увеличение сделок с укрупненными пакетами акций, что доказывает тезис об интересе инвесторов на современном этапе к торговле, с целью приобретения или передачи контрольной, стратегической доли для управления компанией. Цели спекулятивной торговли в настоящий момент не являются приоритетными.

В 2001 году на рынке ценных бумаг республики появился и стал обращаться новый финансовый инструмент - корпоративные облигации. Объем торгов с облигациями на КФБ в 2002 году составил 20,4 млн. долларов США, что на 1,7 раза больше чем в 2001 году, а в 2003 году составил – 0,67 млн. долларов США. Как видно, объем торгов с корпоративными облигациями в структуре вторичного рынка не высок.

Диаграмма 3.2.5.

**Общий объем торгов
на первичном и вторичном рынках (млн. сомов)**



С 1998 года наблюдается тенденция увеличения количества сделок на вторичном рынке, что указывает на рост рыночных операций с ценными бумагами. Общий объем торгов с ценными бумагами

гами в 2002 году на первичном рынке составил 347,4 млн. сомов, на вторичном рынке - 756,5 млн. сомов¹. Данные показатели свидетельствуют об активизации вторичного рынка ценных бумаг.

Диаграмма 3.2.5. характеризует изменение качества торгов. В 2002 – 2003 годах наблюдается тенденция активизации вторичного рынка ценных бумаг по сравнению с первичным рынком (в 2003 году объемы торгов на вторичном рынке и первичном рынке составили соответственно 68,64% и 31,36% от общего объема торгов). Как уже отмечалось ранее, в целом на вторичном рынке производятся сделки, с целью приобретения стратегического пакета акций тех или иных компаний, и меньше имеет место торговля в спекулятивных целях.

Например, на вторичном рынке, наибольшие объемы торгов совершены с ценными бумагами следующих эмитентов (свыше 30 млн. сомов): АООТ «Расчетно-сберегательная компания», АООТ «Текстильщик», АООТ «Каинды Кант», АООТ «Эристайл», АООТ «Келечек», АООТ «Электротехник», АКБ «Дос-Кредобанк». А наибольшее количество сделок совершены с ценными бумагами следующих эмитентов (свыше 100 сделок): АКБ «Кыргызстан», АООТ «Эдельвейс», АООТ «Завод «Достук», АООТ «Кыргызтелеком», АКБ «Кыргызпромстройбанк», АООТ ИФ «Береке-инвест». Объем торгов и количество сделок с ценными бумагами указанных эмитентов составляет соответственно 39,39% от общего объема торгов и 46,69% от общего объема количества сделок.

Таким образом, фондовый рынок республики небольшой и на объемы торгов, может оказать существенное влияние проведение всего нескольких крупных сделок. Большая часть торговли включает всего несколько видов ценных бумаг различных эмитентов. Рынок выполняет достаточно ограниченные функции, главным образом обслуживает переход прав собственности. А привлечение ресурсов для развития компаний идет в малых объемах, которые не могут удовлетворить потребность предприятий в финансовых ресурсах. Основными группами проблем, с которыми будут сталкиваться торговые площадки в перспективе, это ликвидность оборота биржи, раздробленность инфраструктуры фондового рынка и ее несовершенство, а также вопрос финансовой выживаемости фондовых бирж в условиях низкой инвестиционной активности.

¹ . Годовой отчет 2002 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. – Б.: Банковский вестник, 2003, стр.10.

Фондовая биржа является инфраструктурным институтом рынка ценных бумаг, который может занимать доминирующее положение на этом рынке и злоупотреблять им. Особенно вероятно такое развитие ситуации в тех случаях, когда весь оборот ценных бумаг какого-либо вида концентрируется на одной фондовой бирже.

Таблица 3.2.6.

**Структура первичного и вторичного
рынков ценных бумаг организаторов торговли
на рынке ценных бумаг республики (млн. USD)**

	1998	1999	2000	2001	2002
Всего	1,6	5,4	22,6	19,0	24,1
в том числе:					
Акции	1,6	5,4	22,6	17,9	22,1
Облигации	-	-	-	1,13	2,0
Первичный рынок	*	4,2	19,3	11,1	7,5
Акции	*	4,2	19,3	10,2	5,7
Облигации	-	-	-	0,9	1,8
Вторичный рынок	*	1,2	3,3	7,9	16,6
Акции	*	1,2	3,3	7,7	16,4
Облигации	-	-	-	0,2	0,2

* - данных по учету первичного размещения в 1998 г. нет.

Концентрация биржевого оборота не является негативной тенденцией, напротив, это может служить экономической предпосылкой сокращения транзакционных издержек. Однако, в условиях недостаточно развитого антимонопольного законодательства, концентрация оборота определенного вида ценных бумаг одновременно становится предпосылкой установления необоснованно высоких цен на предоставляемые услуги по организации торговли данным видом ценных бумаг.

Поэтому, начиная с 2001 года начало осуществлять деятельность по организации торговли на рынке ценных бумаг АОЗТ

«Биржевая торговая система» (БТС)¹, получившее лицензию ГКРЦБ в октябре 2000 года. Необходимо отметить, что количество сделок и их объем на торговой площадке БТС пока относительно не велики, ввиду ее организационного становления. БТС еще не завершила работу по привлечению акционерных обществ в листинг, поэтому ни одной компании не числится в ее листинге.

Общим объемом сделок на БТС в 2002 году (0,2 млн. долларов США) превысил данный показатель предыдущего года в 1,9 раза. В 2002 г. на БТС впервые велись торги с корпоративными облигациями. Торги осуществлялись с ценными бумагами 64 компаний. Большинство эмитентов, с ценными бумагами которых совершались сделки на БТС, расположены в Ошской области. Сделки с ценными бумагами на АОЗТ «Биржевая торговая система» совершались на вторичном рынке и в основном с акциями.

Тенденция совершения объема торгов с ценными бумагами через организаторов торговли на рынке ценных бумаг с каждым годом возрастает. Увеличение сделок на вторичном рынке указывает на рост рыночных отношений на фондовом рынке и укреплению основной функции фондового рынка, выполняемого в рыночной экономике – эффективного межотраслевого перелива капитала. По-видимому, именно с этого момента можно говорить, что фондовый рынок стал полноценно играть свою роль в экономике.

Изучение тенденций современного состояния торговых систем республики показало, что данные структуры существуют в формальных рамках законодательства и осуществляют только простейшие функции купли-продажи акций и небольшого количества облигаций. К сожалению, организаторы торгов не стали объектами, где происходит раскрытие информации и этой информацией могли бы эффективно пользоваться потенциальные инвесторы. Не сформирован и не существует срочный рынок, а также система его регулирования с усложненной схемой финансирования в

¹ АОЗТ «Биржевая торговая система» образована 2 октября 2000 года на юге республики с целью вовлечения в организованный рынок ценных бумаг всего южного региона страны, и создания для брокерских/дилерских компаний, расположенных в южных областях Кыргызстана более оптимальных условий для осуществления своей деятельности. На 1 января 2003 года в реестре акционеров БТС зарегистрировано 4 акционера: АОЗТ «Заман», ОсОО ФК «Финброк», ОсОО НСР «Ош-регистр» и ОсОО «Ошская товарно-фондовая биржа». Каждому из акционеров принадлежит по 25% от общего количества акций БТС. В 2002 году изменений в составе и количестве акционеров АОЗТ «БТС» не было.

Членами БТС являются семь брокерских и дилерских компаний: АОЗТ «Заман», ОсОО «Финброк», АКБ «Кыргызстан», ОсОО «Транзактор», ОсОО «Инвест холдинг», ОсОО «Береке МТ», ОсОО «Славянский восток».

финансовые инструменты, которые характерны для развитых и формирующихся рынков.

Подтверждается ранее высказанный тезис, что организованные рынки в Кыргызской Республике существуют больше по форме, чем по содержанию. В настоящий момент имеется большое поле для совершенствования, прежде всего тех основных направлений и функций, которые должны выполнять фондовые биржи в экономике. В этих условиях стандарты прозрачности деятельности, а также возможности сбора, обработки и представления срочной информации о состоянии фондового рынка, основных тенденциях и направлениях его развития должны стоять на приоритетном месте. Поэтому требуется совершенствование данного направления, которое существенно повысило бы эффективность функций защиты интересов инвесторов на организаторов торгов, как информационного агента государства на рынке ценных бумаг.

В условиях малого количества профессиональных участников рынка ценных бумаг и отсутствия реальной конкуренции между ними кажется не оправданной идея по формированию саморегулируемой организации. Поскольку организаторы торгов занимают особое положение на рынке, они могут и должны эффективно выполнять контрольные функции. При этом на Кыргызской фондовой бирже внедрены и поддерживаются высокие нормы корпоративного поведения, что является основанием для выполнения ими функций саморегулируемой организации и квазирегулятора.

Поэтому есть целесообразность в формировании нормативной базы с наделением специальных полномочий, за организаторами торговли на рынке ценных бумаг, контрольных функций, часть которых уже осуществляется или должна осуществляться ими. Такая практика существенно снижала бы риски инвесторов.

Система мониторинга должна также обеспечить эффективный надзор за противозаконными сделками с использованием инсайдерской информации, манипулирования ценами и сделками с аффилированными лицами.

Как уже было отмечено выше, в числе учредителей находятся две иностранные фондовые площадки, Стамбульская фондовая биржа и Казахстанская фондовая биржа. Это может являться основанием для интеграции фондового рынка республики в международный финансовый рынок. Для обеспечения конкурентоспособности фондового рынка в глобальном масштабе, необходимо создать систему стимулов концентрации на торговых площадках республики операций с финансовыми активами соседних цен-

трально-азиатских стран, а также других стран СНГ. В этих же целях на биржах операций с финансовыми активами других стран необходимо создать правовые основы для выпуска и обращения кыргызских депозитарных расписок на эти активы, внеся для этого соответствующие изменения в законодательство.

Для совершенствования инфраструктуры рынка ценных бумаг необходимо создать условия для образования торговых систем заключения сделок через Интернет (в рамках КФБ либо иной альтернативной торговой системы). В ближайшем будущем Интернет упростит процедуры заключения сделок с ценными бумагами и обеспечит доступ к информации.

Необходимо также проведение государственной политики стимулирования профессиональных участников рынка ценных бумаг с целью обеспечения широкой конкуренции различных альтернативных систем и форм торговли.

Вывод, организованные торговые площадки Кыргызской Республики требуют существенной поддержки в их деятельности и становлении. Данная поддержка конечно может носить стимулирующий законодательный характер. Однако требуются и принятие административных решений, которые могли бы обеспечить выживаемость данных структур в переходный период, а также справедливое ценообразование за счет реализации принципа равного доступа участников рынка и инвесторов к биржевым торгам.

3.2.2. Формирование учетной системы фондового рынка

Основным элементом, характеризующим уровень развития фондового рынка и его инфраструктуры является учетная система рынка ценных бумаг. Учетные системы рынка ценных бумаг многих стран в целом схожи, но имеются и различия, которые формируются из особенностей их развития.

Изучение особенностей учетной системы фондовых рынков имеет глубокие основания и необходимы для решения практических вопросов, связанных с интеграцией национальных рынков в международную, а также формирования единого рыночного пространства в рамках различных политических и экономических сообществ¹. Этот вопрос также включает проблемы гармонизации и унификации стандартов обращения ценных бумаг.

¹ В данном случае имеются ввиду такие международные организации как Евразийское экономическое сообщество и Содружество независимых государств.

В зависимости от специфики национального законодательства, исторических традиций и особенностей формирования национальных фондовых рынков, различают две основные модели учетных систем рынка ценных бумаг. Это децентрализованная система учета (американская)¹ и централизованная (германская). Основными критериями, по которым различаются эти модели, являются степень централизации и возможность для банков сочетания банковских операций с деятельностью на рынке ценных бумаг.

Тенденции к укрупнению организаций, осуществляющих торгово-учетные операции, к централизации, налаживанию связей с регистраторами и кастодианами привело к созданию в США² инфраструктуры рынка ценных бумаг, близкой к централизованной, но не за счет создания центрального депозитария или аналогичной по функциям организации, а за счет монополизации услуг. По сути же система учета прав на ценные бумаги является распределенной.

Отличительной чертой американского рынка ценных бумаг является четкое разграничение функций депозитария и кастодиана. Необходимость использования кастодианов в США является строго обязательной и закреплена законодательно для институциональных инвесторов. За счет этого повышается надежность хранения и учета прав собственности на ценные бумаги коллективных инвесторов: инвестиционных, пенсионных фондов и страховых компаний. В целом модель фондового рынка США сегодня считается наиболее жизнеспособной среди экономически разви-

В перспективе также очерчиваются возможности формирования унифицированных стандартов обращения ценных бумаг в рамках Шанхайской организации сотрудничества.

¹ В США роль центрального депозитария выполняется четырьмя крупными депозитариями, а для государственных ценных бумаг функции центрального депозитария выполняет Федеральная резервная система. В Великобритании функции центрального расчетного института фондового рынка выполняет CREST, который депозитарием не является

² В настоящее время крупнейшим расчетно-клиринговым центром США является Национальная Клиринговая Корпорация NSCC (National Securities Clearing Corporation). Кроме того, NSCC - мировой лидер - провайдер услуг по клирингу, расчетам и обслуживанию торговых систем. Используя гибкие инновационные технологии, она поддерживает более 1900 брокеров, дилеров, банков, взаимных фондов и других финансовых институтов, рассчитывает более 99% всех сделок по акциям, корпоративным облигациям в США и является ведущим оператором по обслуживанию взаимных фондов (mutual funds).

Крупнейший не только в США, но и в мире депозитарий - депозитарно-трастовая компания DTC (Depository Trust Company) была создана в 1973. Предоставляя услуги по ценным бумагам, принятым на хранение, DTC регистрируется в качестве номинального держателя в реестре владельцев ценных бумаг эмитента.

тых стран. Она может успешно использоваться в нашей стране для получения информации о методах решения типовых проблем, в том числе и при выходе из кризисных ситуаций.

В Европе основными звеньями инфраструктуры в настоящее время являются: Центры клиринга и расчетов, функционирующие в национальных границах отдельных стран, или так называемые «центральные депозитарии»; Международные расчетно-клиринговые центры («международные центральные депозитарии»); «банки-агенты», как правило, банки – глобальные кастодианы, выполняющие функцию агентов эмитентов по обслуживанию переданных соответствующим банкам глобальных сертификатов международных ценных бумаг¹. В настоящее время в Европе функционирует около 30 центральных депозитариев деятельность которых соответствует рекомендациям доклада Группы 30, подготовленного в конце 80-х годов.

Как правило, центральный депозитарий объединяет все учетные институты страны в единую депозитарно-расчетную систему и является собственностью участников рынка ценных бумаг. В целом ряде случаев значительная доля Центрального депозитария является собственностью государства. Как правило, государство принимает активное участие в формировании Центрального депозитария, поскольку от качества инфраструктуры зависит эффективность функционирования национального рынка ценных бумаг. Центральный депозитарий формируется при участии Центрального банка, так как расчеты по ценным бумагам должны быть тесно связаны с денежными расчетами.

Существующая учетная инфраструктура западноевропейского рынка ценных бумаг остается фрагментарной, рынки различных категорий ценных бумаг и производных от них инструментов разобщены. Это создает неудобства для операторов рынка, работающих с ценными бумагами, обращающимися на рынках разных стран.

В настоящее время сформировались три основные модели объединения национальных центров расчетов по ценным бумагам (центральных депозитариев): слияние центральных депозитариев, реализуемое в настоящее время международным расчетно-клиринговым центром «Евроклир»; объединение национальных центральных депозитариев отдельных стран в единую

¹ Ремнев А. О тенденциях интеграции учетной инфраструктуры рынка ценных бумаг стран ЕС (По материалам конференции в Лондоне). - Рынок ценных бумаг, №8(239)2003.

депозитарную систему путем установления между всеми центральными депозитариями на двусторонней основе корреспондентских отношений (модель «Спагетти»); система корреспондентских отношений всех центральных депозитариев с одним международным центром расчетов по ценным бумагам, при реализации которой международные расчеты осуществляются через указанный центр.

Конечной целью этого процесса не является полная монополизация учетной инфраструктуры европейского рынка. Участники рынка должны сохранять возможность выбора. Конкуренция же между центрами учета и расчетов по ценным бумагам международных центральных депозитариев, национальных центральных депозитариев и банков-агентов также должна оставаться, для того чтобы стимулировать дальнейшее развитие инфраструктурных институтов и предлагаемых ими услуг.

Сравнительные параметры развития учетных систем ценных бумаг в странах СНГ рассматривались нами выше и, поэтому, следовало бы отметить, что их развитие идет по пути формирования центральных депозитариев. Такое положение в целом характерно для стран с формирующимися рынками, экономика которых является переходной.

Опыт Кыргызской Республики

С отменой внебиржевых сделок¹ в 1999 году учетная система фондового рынка Кыргызской Республики получила новый импульс в своем развитии, поскольку это повлияло и на процесс регистрации прав о переходе собственности на ценные бумаги, которые стали осуществляться на основе документов, подтверждающих совершение сделок через организаторов торговли на рынке ценных бумаг.

На наш взгляд, в настоящий момент еще не сформирована эффективная система расчетов. Отсутствуют клиринговые организации, рассматривающие клиринговую деятельность как основной вид деятельности. Это препятствует развитию рынка ценных бумаг, ограничивая приход инвесторов, сужая объемы и эффективность операций, совершаемых профессиональными участниками, снижая ликвидность рынка.

¹ В соответствии с Указом Президента Кыргызской Республики «О мерах по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг» от 10 мая 1999 года № 121.

Основной проблемой настоящего этапа является создание системы расчетов, обеспечивающей максимальную надежность при приемлемом уровне издержек на расчетное обслуживание участниками фондового рынка. Такая система расчетов должна предоставить инвесторам возможность оперативного и непрерывного управления инвестиционным портфелем, в том числе с возможностью реализации принципа «поставка против платежа».

Учетная система фондового рынка Кыргызской Республики представлена следующими институтами: регистраторами¹, брокерами и депозитариями². Такая система рынка ценных бумаг подразделяется на две, несвязанные между собой, учетные системы корпоративных ценных бумаг и государственных ценных бумаг. Учетная система корпоративных ценных бумаг представлена регистраторами, брокерами и 2 депозитариями. В качестве организаторов торговли на рынке ценных бумаг осуществляют свою деятельность ЗАО «Кыргызская фондовая биржа», депозитарием которого является ЗАО «Центральный депозитарий». АОЗТ «Биржевая торговая система», имеет 2 лицензии на право ведения депозитарной деятельности и на право ведения деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Обслуживание государственных ценных бумаг, в соответствии с внутренними банковскими правилами, обеспечивает Национальный банк, а в качестве субдепозитариев, коммерческие банки.

В соответствии законодательством Кыргызской Республики депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению ценных бумаг и учету перехода прав на ценные бумаги. Таким видом деятельности имеют право заниматься только юридические лица. Основными функциями³ депозитария являются регистрация

¹ Регистраторы выполняют функции ведения: лицевых счетов зарегистрированных лиц, учета ценных бумаг на эмиссионном и лицевом счетах эмитента, регистрационного журнала ценных бумаг отдельно каждого эмитента, журнала учета выданных, погашенных и утраченных сертификатов каждого эмитента (при документальной форме выпуска ценных бумаг). Также осуществляет хранение и учет документов, являющихся основанием для внесения записей в реестр, учет запросов, полученных от зарегистрированных лиц, и ответов по ним, включая отказы от внесения записей в реестр и учет начисленных доходов по ценным бумагам.

² Депозитарии осуществляют функции номинального держателя; расчетного депозитария организатора торговли на рынке ценных бумаг; обеспечения клиринга по ценным бумагам; исполнения поручений по переводу и получению ценных бумаг и денежных средств депонентов (клиентов) «поставка ценных бумаг против платежа».

³ В соответствии с законодательством депозитарии вправе осуществлять и другие виды деятельности, сопутствующие депозитарной: клиринговые и расчетные функции, выполнение функций независимого реестродержателя ценных бумаг; получение доходов по ценным бумагам, хранящимся на счетах депонентов,

фактов обременения ценных бумаг депонента обязательствами, ведение отдельного от других счета депо депонента с указанием даты совершения каждой операции по счету, передачу депоненту всей информации о ценных бумагах, полученной депозитарием от эмитента или держателя реестра владельцев ценных бумаг.

К середине 1997 года, после этапа завершения купонной приватизации, в Кыргызстане сложилась благоприятная ситуация как для укрепления и дальнейшего развития институтов фондового рынка, так и для появления новых. На рынке появились и стали активно работать зарубежные инвестиционные компании, проявляющие инвестиционный интерес к перспективным кыргызстанским компаниям, что повлекло за собой увеличение активности на фондовом рынке. В этот период у иностранных компаний, привыкших работать по международным стандартам стали возникать проблемы, связанные с гарантиями поставок ценных бумаг, а также своевременной их оплатой. Существовавшая на тот период структура учетной системы на фондовом рынке в виде института независимых регистраторов и держателей реестров не отвечала этим требованиям.

На фондовом рынке республики сложились как объективные, так и субъективные условия для создания централизованной учетной организации с депозитарными и клиринговыми функциями. В том же году по инициативе ГКРЦБ и при активном содействии профессиональных участников фондового рынка было создано ЗАО «Центральный депозитарий»¹. В становлении Центрального депозитария определенное содействие оказал проект USAID, передавший на безвозмездной основе в собственность депозитария информационно-техническое оборудование и принявший участие в разработке для него программного продукта.

перевод этих средств владельцам ценных бумаг; регистрация операций с ценными бумагами; исполнение функций клирингового центра национальной территориально распределенной информационно-торговой системы, а также функций клиринга по междепозитарному переводу ценных бумаг; формирование территориально распределенной депозитарной сети, удовлетворяющей международным стандартам по надежности и скорости проведения расчетов по сделкам с ценными бумагами и управление ею; разработка проектов стандартов депозитарной деятельности на фондовом рынке, представляемых на согласование и утверждение в уполномоченный государственный орган по рынку ценных бумаг; оказание консультационных услуг по вопросам выпуска и обращения ценных бумаг.

¹ Акционерами Центрального депозитария являются 22 профессиональных участника рынка ценных бумаг. В числе акционеров также 4 коммерческих банка Кыргызской Республики: АОТ РКБ «Аманбанк», АКБ «Толубай», ИАКБ «Иссык-Куль», АКБ «Кыргызстан» и 2 крупных зарубежных финансовых компании: «Global Securities Kazakhstan» и «Алматинский торгово-финансовый банк».

Первым клиентом Центрального депозитария стало ЗАО «Passer & Co», 12 февраля 1998 года открывшее счет депо, 14 июля 1998 года проведена первая операция по принятию ценных бумаг на хранение от ЗАО «Алматинский торгово-финансовый банк», а 8 октября этого же года заключен первый договор на ведение реестра акционеров акционерного общества АО «Керме-Тоо».

В течение 1998 года клиентами Центрального депозитария стали также брокерские компании, работающие на Кыргызской фондовой бирже, при этом Биржевым советом Кыргызской фондовой биржи было принято решение об обязательном проведении членами фондовой биржи сделок с ценными бумагами листинговых компаний через фондовую биржу и Центральный депозитарий.

Развитию института хранения ценных бумаг и клиринга по операциям с ценными бумагами способствовало введение в эксплуатацию нового программного обеспечения, которое повысило оперативность взаимодействия организаторов торговли и депозитария.

Обеспечению гарантии в осуществлении поставок ценных бумаг и денежных средств участникам сделок и снижения риска для них послужило принятие в мае 1999 года Указа Президента Кыргызской Республики, определяющего меры по дальнейшему развитию организованного рынка ценных бумаг.

Количество эмитентов, пользующихся услугами Центрального депозитария составило - 480, а объем пакетов их акций, находящихся на хранении составил 1,6 млрд. сомов. С момента образования Центрального депозитария более чем в 6 раз возросло количество операций по депонированию и списанию ценных бумаг и в 5 раз – по их расчетно-клиринговому обслуживанию.

Центральный депозитарий (ЦД) оказывает услуги¹ по хранению и клирингу для участников рынка, а также служит в качестве регистратора акций для многих компаний, зарегистрированных на Кыргызской фондовой бирже. Несмотря на существующее депрессивное состояние рынка, ЦД вносит свой вклад в эффективное функционирование, повышая уверенность в том, что права инвесторов защищены соответствующим образом.

Взаимодействие между депозитарием и регистратором осуществляется по следующей схеме, депозитарий имеет лицевой счет

¹ Механизм осуществления транзакций выглядит следующим образом. Сделки через организаторов торговли на рынке ценных бумаг совершаются с предварительным депонированием ценных бумаг в депозитарии. Прием и снятие ценных бумаг с депозитарного обслуживания осуществляется на основании распоряжения депонента. В основном отношения между депозитариями и их депонентами осуществляется путем подачи поручения на бумажном носителе.

номинального держателя в реестрах владельцев ценных бумаг; прием и снятие ценных бумаг с депозитарного обслуживания осуществляется на основании распоряжения депонента. Наряду с регистраторами и депозитариями, брокеры также являются составной частью учетной системы корпоративных ценных бумаг, которые имеют право ведение счетов клиентов в качестве номинального держателя.

Деятельность депозитария, хотя и в значительной степени повысила безопасность при проведении передачи прав владения ценной бумагой, все же несет в себе потенциальные риски нарушения прав инвесторов. Это риски сохранности прав, транзакционные риски и реализации прав.

Риски хранения прав (сохранности ценных бумаг) можно описать, как вероятность утраты информации о правах владельца на ценные бумаги, хранящиеся в депозитарии или у регистратора или как утрату сертификатов документарных ценных бумаг. С правовой точки зрения реализация данного риска приводит к нарушению права владения ценными бумагами.

Транзакционные риски определяются, как вероятность утраты ценных бумаг в процессе исполнения операции с ними по поручению клиента. Такое событие можно классифицировать как нарушение права распоряжения собственностью.

Риски реализации прав - возможность неполучения клиентом имущества (процентов, дивидендов) или не использования прав (например, участия в собрании акционеров), причитающихся ему как владельцу данной ценной бумаги. Реализация данного вида риска означает, что нарушено право пользования ценными бумагами.

В теоретическом аспекте риски, относящиеся к учетной системе можно разделить на три основных вида: а) «по месту возникновения», внутренние, возникающие внутри депозитария, инфраструктурные (отраслевые); б) риски, источником которых являются другие профессиональные участники рынка, а также другие клиенты депозитария, внешние (макро-риски); в) риски потери ценных бумаг, возникающие за пределами системы фондового рынка (макроэкономические, политические).

По характеру риска можно также выделить три основные группы: технологические, связанные с ошибками и сбоями в работе оборудования, вычислительной техники и программного обеспечения; операционные - вероятность потерь, вызванная несовершенством или несоблюдением существующих стандартов обслуживания клиентов и исполнения внутренних контрольных процедур; организационные, вызванные недостатками в организационном развитии ком-

пании-участника рынка неадекватным управлением, недостаточным финансированием, сменой специализации деятельности и т.п.

В Кыргызской Республике также существуют риски связанные с регистраторской и депозитарной деятельностью. Для инвесторов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, государства, как крупнейшего в стране акционера сохраняется риск утраты прав собственности на принадлежащие им ценные бумаги, вызванный техническими ошибками или умышленными действиями инфраструктурных организаций (регистраторов или депозитариев). В силу несовершенства законодательства, недостаточной защищенности данного сектора от негативных воздействий изнутри и извне и низкого уровня профессиональных технологий регистрации прав собственности на ценные бумаги, продолжает оставаться самостоятельным источником системных рисков для фондового рынка и экономики в целом.

Вовлечение эмитента в процедуры, связанные с обслуживанием реестра (в частности, участие в передаче реестров), обуславливает возможность появления параллельных реестров и создает риск несанкционированных изменений в системе учета прав на ценные бумаги в момент ее передачи.

Наряду с этим, проблематично выявление конечного владельца ценных бумаг, потому что депозитарий обслуживает ценную бумагу, является «номинальным держателем» у регистратора, ведущего соответствующий реестр, что не позволяет выявить конечного владельца ценных бумаг и это приводит к увеличению риска при операциях с ценными бумагами.

Однако законодательством Кыргызской Республики определено, что эмитент обязан осуществлять хранение¹ ценных бумаг в документарной форме с обязательным централизованным хранением или в документарной форме без обязательного централизованного хранения.

Как было отмечено выше, учетная система государственных ценных бумаг имеет инфраструктуру отличной от учетной системы корпоративных ценных бумаг. Данная система представлена регистратором и организатором торговли, в лице регулятора Национального Банка Кыргызской Республики, где осуществляются торги с государственными ценными бумагами, который имеет до-

¹ В соответствии со статьей 39 Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», одним из обязательных реквизитов сертификата эмиссионной ценной бумаги должно быть указание на то, выпущены ли ценные бумаги в документарной форме с обязательным централизованным хранением или в документарной форме без обязательного централизованного хранения.

говорные отношения с Национальной Автоматизированной Клиринговой палатой, осуществляющий платежи по государственным ценным бумагам.

Первичными дилерами являются коммерческие банки, которые являются и регистраторами и депозитариями. Национальный Банк Кыргызской Республики и коммерческие банки не имеют лицензию¹ на осуществление фиксации прав на ценные бумаги. Необходимо отметить, что у Национального Банка Кыргызской Республики и коммерческих банков существует явный конфликт интересов, который связан у Национального Банка Кыргызской Республики с тем, что он сам является регулятором, регистратором государственных финансовых инструментов и организатором торговли в одном лице. У коммерческих банков, это связано с увеличением депозитной базы, а с другой стороны предоставление исключительного вида услуг - приобретать на первичном рынке государственные ценные бумаги.

Поэтому требуется создание единой учетной системы по переходу прав владения ценными бумагами, которая должна обеспечивать обслуживание операций на основе единых технических стандартов обращения различных финансовых инструментов на территории республики, вне зависимости от формы их собственности или типа эмитента. Нам представляется неправильным подход, когда под различные виды ценных бумаг будет создаваться, если не уникальные, то даже специфические формы операций. Такой подход не прибавляет надежности фондовому рынку, но вносит определенную путаницу и неоправданно усложняет технический аспект передачи прав владения для рядового инвестора. Это также не способствует повышению доверия со стороны массового инвестора к различным видам ценных бумаг.

Структура учетной системы рынка ценных бумаг Кыргызской Республики почти совпадает со схемами во многих странах, за исключением таких моментов, как отсутствие: кастодиальной деятельности в республике; единого центрального расчетного органа в учетной системе рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике; разделения брокеров на осуществляющие деятельность с правом ведения счетов клиентов в качестве номинального держателя и без такого права. На наш взгляд, для Кыргызстана внедрение механизмов кастодиальной деятельности является немногим преждевременным. Это связано, прежде всего, с недоста-

¹ Это требование статьи 39 Части I Гражданского кодекса Кыргызской Республики.

точным развитием учетной системы рынка ценных бумаг республики, которая сложилась в настоящее время. Возможность создания единого центрального расчетного органа обеспечило бы: надежность системы регистрации прав на ценные бумаги, которая является одним из основных условий устойчивого рынка республики, его привлекательности; возможность регистрации сделок в соответствии с принципом «поставка против платежа»; минимизацию рисков в регионах страны, что положительно отразилось бы на эффективности и скорости работы фондового рынка.

Другой группой проблем в совершенствовании инфраструктуры фондового рынка является, неэффективная система клиринга, а также отсутствие гарантийных фондов клиринговых организаций, законодательное определение статуса счетов клиринговой организации, как при осуществлении централизованного клиринга, так и при многостороннем клиринге, унификация системы учета обязательств, формирование единых требований к расчетным организациям, осуществляющим денежные расчеты по итогам сделок, а также меры направленные на повышение надежности клиринговой деятельности.

Таким образом, учетная система фондового рынка имеет раздробленный характер и еще не полностью отвечает стандартам мировой практики, требует в целом совершенствования по различным аспектам. Но в настоящем виде может выполнять возложенные на него задачи по обслуживанию торговых систем и инвесторов в части обеспечения перехода прав владения на ценные бумаги.

3.2.3. Операторы рынка ценных бумаг

Одним из условий создания эффективного фондового рынка, обеспечивающего трансформацию сбережений в инвестиции и межотраслевой перелив капитала, является наличие финансового посредника. Роль такого посредника выполняют операторы рынка ценных бумаг. В процессе продажи пакетов акций государством со стороны инвесторов (особенно иностранных) появилась потребность в консультациях и получении дополнительной информации об интересующих их или приватизируемых компаниях, что явилось основанием для зарождения специальных услуг на финансовом рынке.

В результате развития видов коммерческих услуг на формирующемся фондовом рынке можно разделить существующих финансовых посредников на две группы, это банковский сектор и небанковские финансовые компании. Необходимость проведения

сделок на рынке капиталов обусловила появление и осуществление специфических функций брокеров, дилеров, портфельных управляющих, регистраторов прав владельцев ценных бумаг и пр.

Как и в большинстве стран с зарождающимся фондовым рынком, брокерские фирмы появились на рынке ценных бумаг республики в результате приватизации и начали играть определенную роль в привлечении иностранных инвесторов. Большинство кыргызских брокеров были независимыми, некоторые из них были связаны с нефинансовыми промышленными группами или совместными предприятиями с участием иностранных банков или фондовых фирм. Некоторые иностранные компании периодически консультировались у брокеров для получения информации по общим экономическим и политическим вопросам и отдельным инвестиционным возможностям, а также особенностям инвестиционного климата и своих прав в рамках кыргызстанских законов.

Таким образом, кыргызские брокеры начали создавать связи с частным сектором за пределами Кыргызской Республики, а наиболее крупные из них уже имели опыт заключения сделок за рубежом, особенно в России. Такие внешние контакты еще предстояло превратить в финансовые и другие возможности для кыргызских предприятий. Профессиональным участникам рынка ценных бумаг еще предстояло сыграть более активную роль в процессе приватизации и привлечения иностранных инвестиций.

Брокеры стали обращаться к иностранным клиентам, от имени которых они аккумулировали акции местных предприятий, с предложением приобретения новых пакетов акций. Объемы частных размещений обычно составляли менее 500 тысяч долларов США и минимум 35-40 % акций – минимальный объем, на который соглашались многие опытные инвесторы, поскольку этого достаточно для блокировки большинства голосующих акций (двух третей) при принятии важных корпоративных решений. Многие такие инвестиции вкладывались в средние предприятия, которые не отвечают требованиям листинга. В то же время эти предприятия достаточно крупны, чтобы привлечь интерес из-за рубежа.

Рынок в целом испытывал трудности, стараясь заинтересовать иностранных инвесторов, одновременно сталкиваясь с нежеланием директоров компаний раскрывать информацию о своих предприятиях, и, как они считали на тот момент, терять свои позиции в управлении. Как показывает опыт других стран с переходной экономикой, такое отношение менялось постепенно. Одновременно с этим брокерские фирмы не обладали достаточным опытом привлечения капитала из-за рубежа. Со временем, по

мере увеличения контактов с международными рынками капитала, такой опыт начал появляться.

Ассоциация брокеров и дилеров, Ассоциация специализированных реестродержателей и Ассоциация инвестиционных фондов были образованы в течение 1996 и 1997 годов. Следует отметить, что на сегодня данные организации не имеют специального статуса саморегулируемой организации. Данные организации могли бы принять на себя роль СРО, который бы устанавливал кодекс поведения профессиональных участников для улучшения и укрепления профессиональных стандартов. Саморегулируемые органы являются важным механизмом в установлении этических норм профессиональных участников фондового рынка. В частности, в кодексе поведения для брокеров/дилеров должна утверждаться общепринятая практика бизнеса для фирм членов и их сотрудников в торговых отношениях и в отношениях с клиентами. Данная обязанность по установлению этических норм и их выполнению входит в область рассмотрения биржи и профессиональных участников рынка.

Коммерческие банки не проявляли достаточного интереса к корпоративным ценным бумагам. Такое положение усугублялось действующим законодательством по ограничению инвестиционной деятельности коммерческих банков. В целом такое положение соответствовало порядку и требованиям, установленным в большинстве развитых стран. Однако порядок определения риска не делает различия между зачастую значительными различиями в уровнях риска различных типов бумаг и не ограничивает инвестиции до утвержденного списка бумаг «инвестиционного качества». Кроме того, не существовало правил для разделения кредитных портфельных операций от инвестиционных операций.

Брокерская и дилерская деятельность

Брокеры и дилеры¹ являются основным операционным звеном на фондовой бирже. Как правило, такие компании могут быть

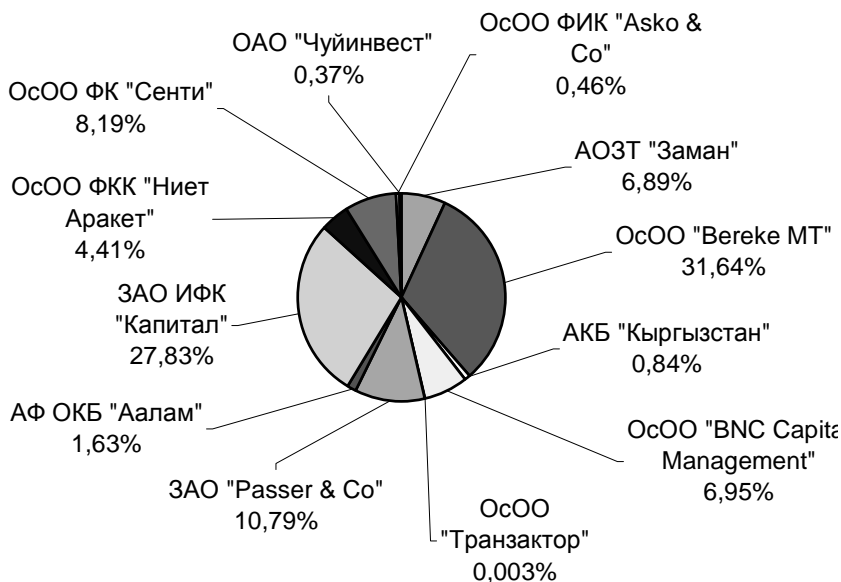
¹ В соответствии с законодательством, к брокерской деятельности относится вид услуг, предоставляемого на фондовом рынке, связанного с совершением сделок с ценными бумагами в качестве доверенного лица или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок от лица и за счет средств клиента.

Дилерской деятельностью является деятельность, связанная с совершением сделок по купле-продаже ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем объявления цен покупки и продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и продажи этих ценных бумаг по ценам, объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность.

созданы при наличии места полного члена биржи, которая может быть приобретена у администрации биржи. В настоящий момент в Кыргызской Республике осуществляют деятельность 22 брокерских/дилерских компаний¹, из них имеют место участники торговли на торговой площадке ЗАО «КФБ» 16 компаний, и на торговой площадке ЗАО «БТС» 2 компании. В основном компании располагаются в гор. Бишкек, а также немного в различных областях республики. Совокупный собственный капитал компаний составляет приблизительно 11,3 млн. долларов США.

Диagramма 3.2.7.

Брокерско-дилерские компании в структуре торгов в 2003 году



¹ Брокерская и дилерская деятельность на фондовом рынке республики берет свое начало с 1 января 1993 года, когда акционерно-коммерческим банком «Максат» была получена государственная лицензия на осуществление данного рода деятельности.

Показателями, определяющими активность на фондовом рынке брокерских-дилерских компаний, являются показатели количества и объема совершенных сделок. Диаграмма 3.2.7. показывает, структуру операций с ценными бумагами, осуществленных различными брокерскими компаниями. В 2003 году на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики активно работали 12 брокерско-дилерских компаний из 22 имеющих лицензии на право осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг. Наибольший объем торгов с ценными бумагами совершался через брокерские компании: ОсОО «Bereke MT», ЗАО ИФК «Капитал»; ЗАО «Passer & Co», ФК «Сенти».

На долю двух компаний - ОсОО «Bereke MT», ЗАО ИФК «Капитал» приходится более половины от всего объема торгов с ценными бумагами (59,5%)¹. Наибольшее количество сделок совершалось с ценными бумагами, следующими брокерско-дилерскими компаниями: АКБ «Кыргызстан», ОсОО «Заман», ОсОО «Bereke MT», ЗАО ИФК «Капитал». А брокерско-дилерские компании АКБ «Кыргызстан» АФ ОКБ «Аалам», ОАО «Чуйинвест» совершали торги с собственными ценными бумагами.

На фондовом рынке установился явный перекося в пользу двух компаний, которыми владеет один круг лиц. В данном случае высокая концентрация торгов - результат низкого объема и активности отдельных компаний в обслуживании клиентов. Также это подтверждает тезис о том, что спекулятивных торгов практически не происходит. В меньшей степени такое положение может говорить о монополизации рынка.

В настоящий момент основной проблемой является не отсутствие финансовых ресурсов для инвестиций, а отсутствие мотивации инвестиционной деятельности, в том числе и при помощи инструментов фондового рынка.

Мотивация осуществления инвестиций, прежде всего долгосрочных, порождается существующей системой базовых ценностей. Главной базовой ценностью на рынке всегда было и будет доверие. Взаимное доверие между инвесторами, эмитентами и государством. Кризис доверия – первопричина крайне низкого качества корпоративного управления в Кыргызстане, а отсутствие системы базовых ценностей препятствует соблюдению баланса интересов акционеров, менеджеров, клиентов и общества в целом. Соответственно еще очень слаба мотивация для использо-

¹ Годовой отчет 2003 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. Б.: Банковский вестник, 2004, стр.20.

вания инструментов фондового рынка. В результате фондовый рынок слабо связан с реальным сектором экономики и плохо выполняет свою основную функцию - обеспечение перераспределения капитала. Инвестиционный процесс тормозится в еще первоначальной стадии; предприятия работают, на их продукцию есть спрос и некоторые из них имеют соответствующую прибыль, но их акционеры и менеджмент еще недостаточно ориентируются на реинвестирование прибыли в развитие собственных предприятий.

Отсутствие доверия и недостаток инструментария порождают характерную особенность кыргызского фондового рынка – его отнесительно слабую связь с накоплениями и сбережениями граждан страны. В результате наш рынок представляет собой нечто вроде «клуба по интересам» для узкого круга участников, хотя уже имеет десятилетнюю историю.

Последнее десятилетие уходящего века ознаменовалось стремительным развитием мирового фондового рынка. Даже финансовые кризисы 90-х годов не смогли помешать развитию рыночной инфраструктуры, широкому внедрению новых методов корпоративного управления, радикальному повышению мобильности капитала.

Обеспечение рынка связями с реальным сектором экономики стоит сейчас исключительно остро, потому, что фондовый рынок является жизненно важной отраслью экономики и к его развитию нельзя относиться как государственной политике второстепенной важности.

Недостаточно высока эффективность внутренних процедур управления рисками, предназначенных для контроля и управления рыночным риском, кредитным риском, операционным риском и др. Не в полной мере используется такой инструмент ограничения рисков, как собственные средства брокерских компаний. В частности, действующие в настоящее время требования к собственным средствам, не зависят от особенностей деятельности посредников рынка и не связаны с рисками, возникающими в ходе их деятельности. У операторов рынка отсутствуют реальные стимулы внедрения в практику своей деятельности страхования рисков, использования банковских гарантий, участия в гарантийных (компенсационных) фондах.

Остается не решенным вопрос законодательного разделения средств клиентов и операторов рынка. В Кыргызской Республике брокеры вправе осуществлять ведение счетов клиентов. Такое положение в свою очередь несет определенные риски, поскольку создает опасность потерь инвесторов в случаях обращения взы-

скания на счета брокеров либо его банкротства. Не секрет, что некоторые брокеры не имеют достаточной технической базы, квалификации, что в свою очередь способствует высокому уровню операционных рисков и снижает эффективность деятельности операторов рынка. Внедрение данного разграничения позволило бы сделать брокеров более квалифицированными, а также позволит снизить риск при ведении счетов клиентов в качестве номинального держателя.

Поэтому важнейшей задачей фондового рынка является создание эффективной системы контроля и управления рисками операторов рынка ценных бумаг. Стимулирование постепенного повышения капитализации с учетом особенностей деятельности различных операторов фондового рынка и рисков, связанных с такой деятельностью, а также стимулирование внедрения механизмов страхования и участия в гарантийных (компенсационных) фондах. Также необходимо совершенствование оперативного сбора отчетности операторов рынка и введение дополнений в структуру отчетности и изменений в сроки ее формирования и сдачи.

Деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг¹

Первые регистраторы в Кыргызской Республике появились в 1995 году: ОсОО «Аудит-Регистр», ОсОО «СР Алгоритм», АОЗТ «Реестр», ОсОО «Ош-регистр», ОсОО ФИК «Тунгуч» и назывались специализированными регистраторами. Специализированные регистраторы осуществляют свою деятельность на основе лицензии ГКРЦБ на осуществление профессиональной деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг.

В последние годы количество юридических лиц, подающих заявление на получение лицензии на осуществление регистраторской деятельности² имеет тенденцию к снижению, что обусловле-

¹ Профессиональными участниками рынка ценных бумаг, осуществляющими деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг являются юридические лица, занимающиеся сбором, фиксацией, обработкой, хранением и предоставлением данных, составляющих систему ведения реестра владельцев ценных бумаг.

² Под системой ведения реестра владельцев ценных бумаг понимается совокупность данных, зафиксированных на бумажном носителе или с использованием электронной базы данных, обеспечивающих идентификацию зарегистрированных в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг номинальных держателей и владельцев ценных бумаг, а также учет их прав в отношении ценных бумаг, зарегистрированных на их имя, позволяющая получать и направлять информацию указанным лицам и составлять реестр владельцев ценных бумаг.

но появлением технически организованной структуры как ЗАО «Центральный депозитарий». В соответствии с Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» в случае, если число акционеров превышает 50 лиц или в случае дополнительной эмиссии, а также размещения своих ценных бумаг на фондовой бирже держателем реестра должен быть независимый от эмитента регистратор.

В 2003 году в Кыргызской Республике осуществляли деятельность 15 компаний-регистраторов, обслуживающие 710 эмитентов¹. В основном работающие акционерные общества охвачены обслуживанием регистраторами. Позитивность регистраторского обслуживания заключается в том, что на таких предприятиях практически нет нарушений корпоративного законодательства. Определенные акционерные общества могут не обслуживаться независимыми регистраторами, поэтому многие из такого числа обществ заключают с регистраторами разовые контракты при проведении общего собрания акционеров.

В силу несовершенства законодательства, недостаточной защищенности данного сектора от негативных воздействий изнутри и извне, а также низкого уровня профессиональных технологий, регистрация прав собственности на ценные бумаги продолжает оставаться самостоятельным источником системных рисков для фондового рынка и экономики в целом. Риски, связанные с регистраторской деятельностью, сводятся в основном к возможности утраты прав собственности на ценные бумаги, вызванные техническими ошибками или умышленными действиями недобросовестного регистратора. Остается возможность появления параллельных реестров и риска несанкционированных изменений в системе учета прав на ценные бумаги в момент ее передачи.

Проблемой для регистраторов остается необходимость ужесточения требований финансовой устойчивости и надежности, для чего необходимо существенное повышение их капитализации.

Для большинства регистраторов характерным является аффилированность с той или иной промышленно – финансовой группой. В настоящее время благосостояние регистраторов в большей степени зависит от тех услуг, которые он оказывает эмитенту. Слабый уровень регламентации отношений между регистратором и номинальным держателем нередко приводит к нарушениям прав акционеров, а также к закрытости структуры акционеров от них

¹ Годовой отчет 2003 год. Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг. Б.: Банковский вестник, 2004, стр.21.

самих и от государственных органов. В качестве выхода из сложившейся ситуации, возможно было бы формирование центрального регистратора. Исполнение роли данного института, который отсутствует в мировой практике, мог взять на себя созданный и реально функционирующий центральный депозитарий. В условиях малых экономик с формирующимся фондовым рынком, возможно это стало бы прагматичным решением проблемы.

Поскольку учетная система государственных ценных бумаг имеет инфраструктуру отличную от учетной системы корпоративных ценных бумаг, то требуется формирование единых стандартов и правил регистрации прав владения на ценные бумаги, а также формирование единого стандарта обращения ценных бумаг на территории республики.

3.3. Потенциал институциональных инвесторов фондового рынка

В рыночной экономике институциональные инвесторы являются эффективными управляющими, вкладывающие денежные средства различных инвесторов в ценные бумаги и соответственно выполняют экономическую роль посредника. «В наиболее широком смысле институциональные инвесторы – это финансовые посредники любого типа. Подобное определение отделяет их от индивидуальных инвесторов, владеющих портфелями, все доходы от которых принадлежат непосредственно им самим.»¹ Однако в современной практике настоящее определение понимается профессионалами в более узком смысле. К ним относят инвестиционные фонды, пенсионные фонды, взаимные фонды, страховые организации. Часто к ним относят также нефинансовые предприятия и организации, коммерческие банки и другие кредитные организации, а также профессиональных участников рынка ценных бумаг (дилеров).

В отличие от развитых стран в формирующихся рынках роль институциональных инвесторов не столь значительна. Основной причиной является отсутствие достаточного объемного, прозрачного и ликвидного рынка корпоративных ценных бумаг.

Рынок финансовых услуг включает также коммерческие банки, страховые компании, негосударственные пенсионные фонды, коллективные инвестиционные институты и кредитные союзы.

¹ Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Д.В. Инвестиции. - М.: Инфра-М, 1999, стр.11.

Уже отмечалось, что финансовый сектор все еще остается небольшим и не пользуется доверием инвесторов, а также наблюдается дефицит корпоративного управления в финансовом секторе. Поэтому, деньги населения не поступают в денежный оборот и, следовательно, образуется замкнутый круг недостаточных финансовых услуг и страхования в Кыргызской Республике.

Таблица 3.4.1.

Сведения о небанковских финансовых учреждениях¹

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Страховые компании	35	36	29	24	23	15
Инвестиционные фонды	16	14	14	8	11	6
Пенсионные фонды	2	2	2	2	2	2
в том числе:	1	1	1	1	1	1
государственные						
Частные	1	1	1	1	1	1
Специализированные кредитные учреждения	4	4	4	10	10	2
Кредитные союзы	83	169	191	279	349	303
Микрофинансовые организации	-	-	-	-	-	72
Профессиональные участники рынка ценных бумаг	56	68	55	53	58	62

Развитые фондовые рынки зависят от источников институционального спроса на ценные бумаги для сохранения удовлетворительных уровней ликвидности торговли. В Кыргызской Республике многие небанковские финансовые институты либо не имеют достаточных свободных средств, либо еще не созданы. Частные пенсионные фонды и активный страховой сектор, играющие ключевую роль в институциональном спросе, по большей части не существуют. Иностранные портфельные инвесторы, такие как зарождающиеся рыночные фонды, в отличие от соседних стран не выразили достаточного интереса к Кыргызской Республике.

¹ подготовлено с использованием таблицы iv.8.3. «Сведения о небанковских финансовых учреждениях» Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. - №6/2004, стр.66.

К другим основаниям слабого развития небанковского сектора относятся низкий уровень доходов и сбережений у потенциальных инвесторов, что влечет небольшой спрос на небанковские финансовые услуги; операторы финансовых услуг не обладают достаточным капиталом; низкий уровень развития денежного рынка и рынка капитала и финансового посредничества. Также следует отметить и недостаток специальных знаний по технике страхования, страховых продуктов и рынков среди страховых специалистов, низкий уровень объемов поступления страховых премий.

Потребность в коллективных инвестициях рождена тем, что традиционные финансовые инструменты порой оказываются недоступными мелким инвесторам из-за высокой цены, сложности работы с ними, или нежелания тех, кто собирает вклады или совершает небольшие сделки с ценными бумагами. Физические лица приобретают, как правило, незначительные их объемы, при этом частные инвесторы, обычно, не участвуют во вторичном обороте этих ценных бумаг.

3.3.1. Институты коллективного инвестирования

Как уже было отмечено выше, впервые инвестиционные фонды были организованы для поддержки процессов купонной приватизации, когда всем жителям страны были выданы купоны, которые они могли обменять на акции компаний. По завершению купонной приватизации данные фонды трансформировались в инвестиционные фонды и начали действовать как институциональные инвесторы, но финансовое состояние их продолжало быть сложным.

Развитие институтов коллективного инвестирования является одним из приоритетных направлений развития рынка ценных бумаг. Создание и функционирование в стране эффективных инвестиционных фондов¹ будет содействовать развитию условий эффективного и надежного использования свободных финансовых ресурсов внешних и внутренних инвесторов для последующего инвестирования в реальный сектор экономики республики. Схемы коллективного инвестирования являются механизмом, который в

¹ Инвестиционными фондами являются формы коллективного инвестирования, создаваемые для привлечения денежных средств посредством выпуска и открытого размещения своих ценных бумаг и последующего диверсифицированного инвестирования привлеченных средств в инвестиционные активы.

экономически развитых странах позволяют использовать сбережения населения для целей экономического развития, обеспечивают доступ к долгосрочному капиталу хозяйствующих субъектов.

Инвестиционные фонды, привлекая денежные средства посредством выпуска и открытого размещения своих ценных бумаг и последующего диверсифицированного инвестирования привлеченных средств в инвестиционные активы, выступают посредниками между инвесторами (прежде всего, населением) и потребителями средств – заемщиками (предприятиями и государством).

В Кыргызской Республике инвестиционные фонды функционируют в форме акционерных инвестиционных фондов¹ и паевых инвестиционных фондов². Первоначально инвестиционные фонды создавались специализированными, как механизм обеспечения участия населения в процессе массовой приватизации государственной и коммунальной собственности. Инвестиционные фонды в основном занимались сбором приватизационных купонов населения для последующего их вложения в акции предприятий. Деятельность этих фондов осуществлялась на основании лицензии Фонда государственного имущества Кыргызской Республики на право ведения инвестиционной деятельности по аккумулированию и использованию специальных платежных средств при приватизации государственного и коммунального имущества.

Начиная с 1993 года было образовано и выдано лицензий 28 фондам. К началу 1995 года из 28-ми - 5 фондов прекратили свое существование, поскольку так и не начали работу в качестве ин-

¹ Акционерным инвестиционным фондом является акционерное общество открытого типа, которое привлекает средства физических и юридических лиц путем публичной эмиссии акций и инвестирует привлеченные средства в инвестиционные активы.

Акционерные инвестиционные фонды подразделяются на: а) с обязательством выкупа эмитированных ими акций по требованию акционеров; б) - интервальные инвестиционные фонды, акции которых предоставляют их владельцам право требовать от эмитентов оплаты их стоимости, заранее оговоренные сроки, но не реже чем один раз в год; в) - инвестиционные фонды без обязательства выкупа эмитированных ими акций по требованию акционеров.

² Паевым инвестиционным фондом является комплекс обособленного имущества без образования юридического лица, состоящий из полученных управляющей компанией в доверительное управление имущества инвесторов путем открытой продажи инвестиционных паев, а также имущества полученного управляющей компанией в процессе доверительного управления.

Паевые инвестиционные фонды подразделяются: а) с обязательством выкупа эмитированных ими инвестиционных паев у владельцев паев по их требованию; б) интервальные инвестиционные фонды, инвестиционные паи которых предоставляют их владельцам право требовать у управляющей компании оплату их стоимости в заранее оговоренные сроки, но не реже чем один раз год.

вестиционных фондов - не были собраны купоны, либо не инвестированы собранные купоны. Из оставшихся 23 только 13 инвестиционных фондов имели лицензию Государственного агентства по надзору за операциями с ценными бумагами при Правительстве Кыргызской Республики¹ (название государственного регулятора фондового рынка до 1996 года). Остальные фонды должным образом не осуществляли свою деятельность и вскоре прекратили деятельность в качестве инвестиционного фонда.

С 1994 по 1997 годы свыше 117 тысяч граждан обменяли свои приватизационные купоны на акции специализированных инвестиционных фондов, став их акционерами. Аккумуляированные купоны населения вкладывались этими фондами в акции предприятий, выставленных государством на купонных аукционах. Многие фонды стали испытывать на тот момент тяжелое финансовое положение, так как в основном все фонды ориентировались на дивиденды по акциям приватизированных предприятий как основной источник доходов, а ожидаемые дивиденды предприятиями не выплачивались.

Для дальнейшего развития инвестиционных фондов стояла задача эффективно управлять накопленными активами. Однако, это оказалось не всем по силам, в результате к концу 1998 года осталось 15 фондов, акционерами которых являлись свыше 100 тысяч физических и юридических лица. В 2003 году в Кыргызской Республике осуществляли деятельность 6 инвестиционных фондов².

Закрытие фондов также было обусловлено объективными причинами. Поскольку идеи инвестиционных институтов были новыми, то население, во-первых, не доверяло, а во-вторых, не смогло почувствовать особой их привлекательности. Другими причинами закрытия явились - отсутствие обученных менеджеров инвестиционных фондов, ограниченность в финансовых средствах фондов, законодательный вакуум, тяжелое экономическое положение эмитентов, отсутствие на тот момент организованных вторичных рынков, а также недостаточность предоставляемой информации о предприятиях и другие.

В настоящий момент, сформирована основная нормативная база деятельности инвестиционных фондов и их управляющих компаний. Первоначально деятельность инвестиционных фондов

¹ в соответствии с Положением «Об инвестиционных фондах», утвержденного Постановлением Правительства Кыргызской Республики от 22 февраля 1995 года № 55

² Из них 5 лицензированных Госкомценбумаг акционерных инвестиционных фондов: «Ала-Тоо-инвест», «Береке-инвест», «Элес-инвест», «Жаштык-инвест», «Нур-инвест» и один паевый инвестиционный фонд «Арстан».

регулирувалась специальным положением¹. В 1999 году был принят Закон Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах», который определяет правовой статус инвестиционных фондов, устанавливает особенности их учреждения и деятельности. Закон направлен на защиту интересов инвесторов фондов, а также введены ограничения общих годовых расходов инвестиционного фонда (8% от стоимости чистых активов). В 2003 году парламентом были внесены дополнения и изменения в этот закон в целях совершенствования моделей инвестиционных фондов, устранения излишних правовых, экономических барьеров и ограничений их развития.

Существует также единственный паевой инвестиционный фонд «Арстан» с обязательством выкупа эмитированных паев.

Сектор инвестиционных фондов очень компактен и занимает незначительное положение в экономике. В таблице 3.4.2. видно, что при достаточной интенсивности выпусков новых ценных бумаг оставшимися инвестиционными фондами, совокупный уставный капитал незначительный, составляя всего 0,15 млн. долларов США. А общее количество эмитентов, находящихся в их портфеле составляет всего – 211, что также немного. Данные цифры эмитентов характеризуют реальный масштаб торгуемых финансовых инструментов.

Таблица 3.4.2.

Сведения о деятельности акционерных инвестиционных фондах в 2003 г.

Наименование	Общее количество эмиссии	Оплаченный уставный капитал (тыс. сом)	Общее число акционеров	Количество предприятий, акциями (облигациями) которых владеет
Ала-тоо-инвест	4	600	1706	16Ф
Береке-инвест	4	5000	15098	35
Элес-инвест	4	500	1762	54
Нур-инвест	2	110	1 104	11
Жаштык-Инвест	2	500	12156	44
Итого	16	6710	31821	211

¹ Положение «Об инвестиционных фондах», утвержденное Постановлением Правительства Кыргызской Республики от 22 февраля 1995 г.

Также проведенный анализ деятельности существующих инвестиционных фондов показывает, что за пятилетний период, с 1998 по 2003 годы, происходило постоянное сокращение общего числа акционеров. Их число сократилось со свыше 90 тысяч акционеров в 1999 году до 37 тысяч в 2003 году¹ (которые почти все были физическими лицами). Наблюдаемое сокращение общего количества акционеров происходит на фоне сокращения издержек инвестиционных фондов и увеличения их эффективности.

Активы инвестиционных фондов (таблица 3.4.3.) также невелики и совокупно составляют – 0,29 млн. долларов США, а стоимость чистых активов – 0,27 млн. долларов США. При этом у отдельных инвестиционных фондов наблюдается незначительный рост стоимости чистых активов к уровню предыдущего периода. Средняя стоимость СЧА на одну акцию составила по результатам 2003 года - менее 2 долларов США.

Финансовые показатели деятельности инвестиционных фондов совокупно указывают на убыточность в сумме около 7 тыс. долларов США по результатам 2003 года. Суммарные инвестиционные доходы фондов (сформированные из дивидендов, процентов и других поступлений) составили всего 23 тысячи долларов США. Отдельные компании являются прибыльными, но вместе с тем, объем такой прибыли незначителен.

Анализ деятельности инвестиционных фондов (таблица 3.4.4.) показывает тенденцию их резкого сжатия с 1999 года – 651 тысяч долларов США до - 49,6 тысяч долларов США в 2003 году. Снижение уровня инвестирования составило в 13 раз. Сжатие деятельности инвестиционных фондов происходит фактически по всем статьям, что указывает на низкую их эффективность и экономическую нецелесообразность. Вопрос стоит о целесообразности существования этого вида услуг на финансовом рынке в целом.

Если в 1999 году объем инвестирования в акции составлял 365 тысяч долларов США, а в ГКВ – 413,9 тысяч долларов США, то картина в 2003 году изменяется в диаметрально противоположном направлении, всего 8 тысяч долларов США направлялось на покупку акций и почти 30 тысяч долларов на приобретение ГКВ. При этом, прекратилось проведение операций с банковскими депозитными сертификатами.

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики в 1999 – 2003. Статистический сборник. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.157.

Таблица 3.4.3.

**Сведения о стоимости чистых активов
акционерных инвестиционных фондов
Кыргызской Республики в 2003 г. ¹**

№	Инвест-фонд	Активы ¹ (тыс. сом)	Пассивы ² (тыс. сом)	Стоимость чистых активов (тыс. сом) (3) - (4)	Стоимость чистых активов в % к 01.01.03 г. *	Стоимость чистых активов на 1 акцию (сом)
1	Ала-Тоо-инвест	3000,4	254,2	2746,2	+0,7	45,77
2	Береке-инвест	6673,8	482,4	6191,4	-12,8	1,24
3	Жаштык-Инвест	997,4	25,5	971,9	+3,8	9,99
4	Элес-инвест	1647,3	113,6	1533,7	+11,5	15,34
5	Нур-инвест	476,7	4,9	471,8	+12,4	4,29
	ИТОГО:	12795,6	880,6	11915,0		76,63

1 Активы - инвестиции в ценные бумаги (по справедливой стоимости), денежные средства, суммы причитающиеся по реализованным акциям фонда и инвестициям, дивиденды и проценты к получению, другие причитающиеся суммы, другие активы.

2 Пассивы - счета к оплате за перекупленные/выкупленные акции инвестфонда, начисленные обязательства, другие обязательства

* (-) - снижение; (+) - рост

Все это характеризует, прежде всего глубокий кризис, который охватил инвестиционные фонды. Основаниями такого кризисного положения, на наш взгляд, является неблагоприятная внутренняя структура и накопившееся наследие от прежних приватизационных фондов. Также сказывается и ужесточение регулирования со стороны ГКРЦБ, которое выражается в принятии новых положений и правил, а также надзорных мероприятий.

¹ Годовой отчет за 2003 год. Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской республики по рынку ценных бумаг. – Б.: Банковский вестник, 2004, стр.58.

Таблица 3.4.4.

Деятельность инвестиционных фондов (тыс. USD) ¹

	1999	2000	2001	2002	2003
Инвестированные средства	651,2	717,4	1610,2	93,6	49,6
Покупка фондовых ценностей	688,4	501,4	280,0	75,9	48,2
Акция	365,3	27,1	11,7	5,3	8,0
Облигаций	22,2	36,8	20,9	9,4	9,8
Депозитных сертификатов	21,5	99,1	2,1	-	-
ГКВ	213,9	333,2	245,2	61,3	29,9
Прочих	50,5	-	-	-	0,46
Продажа фондовых ценностей	262,9	352,2	116,5	15,9	7,3
Акция	123,9	22,1	39,6	2,3	7,06
Облигаций	-	9,7	-	-	-
Депозитных сертификатов	14,8	79,4	-	-	-
ГКВ	115,6	227,2	76,9	13,5	0,2
Прочих	1,6	-	-	0,2	-

Одним из достижений коллективной формы собственности, возникшей в период социализма, является принцип равенства при распределении собственности, который сохранился в переходный период и продолжает действовать в условиях частной собственности. Посредством системы инвестиционных фондов, Кыргызстан за короткий промежуток времени создал класс мелких инвесторов, который внес свой вклад в развитие экономики республики. В так называемых странах с развивающейся экономикой, для создания такого количества акционеров, даже при проведении стимулирующих мероприятий, по самым оптимистичным предположениям понадобилось бы несколько десятилетий.

Но с другой стороны, для того чтобы инвестиционные фонды Кыргызстана развивались, необходимо создать условия, позволяющие им стать более прибыльными как в настоящее время, так и в будущем. На сегодняшний день, одним из факторов, ограничивающих получение инвестиционными фондами прибыли как в

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики. Статистический сборник. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.157.

текущем периоде, так и в перспективе, является слишком большое число мелких акционеров, большинство из которых владеет менее 10 акциями (при стоимости одной акции в 20 центов общая сумма инвестиций составляет около 2 долларов США).

Годовые затраты по обслуживанию таких мелких акционеров превышают величину их капиталовложения и, соответственно, превышают годовую возвратность по мелким инвестициям. Затраты на обслуживание мелких акционеров включают время на встречу с акционерами, чтобы ответить на их вопросы, расходы на направление извещения всех акционеров о проведении общего и внеочередных собраний акционеров, как того требует закон, а также расходы на опубликование объявления в печатных изданиях.

Как отмечалось выше, уменьшение количества инвестиционных фондов (таблицы 3.4.1.) явилось результатом рационализации их деятельности. Процесс рационализации происходит как в отрасли в целом, так и на уровне отдельного фонда. Такая рационализация¹ отрасли происходит путем: 1) слияния инвестиционных фондов, 2) ликвидации и 3) изменения статуса инвестиционного фонда, путем реорганизации акционерного инвестиционного фонда в акционерное общество.

Большинство инвестиционных фондов сталкиваются с трудностями оповещения акционеров о проведении годового и внеочередного собраний акционеров, а также предоставлении информации об акционерных обществах, акции которых находятся в портфеле инвестиционного фонда. Управляющий компанией затрачивает много времени на получение подобной информации.

Большинство мелких акционеров не присутствует на общих собраниях акционеров (отсутствие права голоса в корпоративном управлении). Расходы по обслуживанию мелких акционеров чрезмерно высоки, особенно в случаях, когда акционеры являются жителями отдаленных районов. Большинство акционеров являются пенсионерами, поэтому в случае банкротства предприятия, акциями которого владеет инвестиционный фонд, акционеры должны иметь правовую защиту, которую необходимо предусмотреть в законодательстве о банкротстве.

Тенденция концентрации права собственности в руках нескольких акционеров инвестиционных фондов неизбежна, так как позволяет добиться большей экономической эффективности и прибыльности и она не должна использоваться как основной мотив для дальнейшей концентрации.

¹ См. приложение 3.9.

Анализ текущей ситуации инвестиционных фондов показывает, что нет адекватных мер по стимулированию конкуренции между инвестиционными фондами для привлечения средств акционеров. Вследствие чего вклад инвестиционных фондов в развитие финансового сектора и рынка капиталов остается ограниченным. Необходимым условием для развития конкуренции является повышение ликвидности активов инвестиционных фондов. Конкуренция между инвестиционными фондами позволит увеличить эффективность использования средств в институты, так как инвесторы будут вкладывать в те направления, которые наиболее прибыльны ввиду высокой возвратности капитала. Причем возвратность капитала, как в настоящий момент, так и потенциально возможная. Перемещение капитала из неэффективных организаций, имеющих низкую возвратность капитала, к более эффективно функционирующим институтам, обеспечивающих высокую возвратность капитала, будет способствовать повышению эффективности экономики в целом.

В сфере деятельности инвестиционных фондов возможностей для свободного перемещения капитала гораздо меньше, чем, например, в банковском секторе. Несмотря на наличие механизмов продажи и выкупа акций, низкий уровень ликвидности активов, время, необходимое для соблюдения и выполнения установленных законодательством процедур, а также другие затратоемкие обязательные платежи при осуществлении операции купли-продажи акций препятствуют какому-либо значительному повышению уровня мобильности капитала.

В настоящее время низкая ликвидность активов инвестиционных фондов является основным препятствием для конкуренции между инвестиционными фондами. При низкой ликвидности активов инвестиционных фондов, повышение эффективности инвестиционных фондов, конкуренция и рост инвестиционных фондов являются не достижимыми. В то время как существуют инвестиционные фонды с высоким уровнем ликвидности, такие как «Чуй-инвест», 80 процентов активов которых находятся в инструментах денежного рынка, активы большинства других инвестиционных фондов состоят из малоценных и не ликвидных ценных бумаг акционерных обществ с низкой прибылью.

В секторе инвестиционных фондов практически нет возможности для движения капитала. В принципе существуют механизмы выкупа акций или их продажи, но низкий уровень ликвидности активов на рынке, время, требуемое для официальных процедур регистрации и продажи, и достаточно высокие обязательные за-

траты по сделкам ограничивают движение капитала. На данный момент ограниченная ликвидность инвестиционных фондов становится главным ограничением при внедрении конкуренции между инвестиционными фондами.

На сегодняшний день сложилась ситуация, при которой стоимость ценных активов в портфеле инвестиционных фондов занижается, в то время как стоимость менее ценных завышается. Такая ситуация сложилась в результате того, что: (i) наиболее ценные акции – это акции листинговых компаний, которые имеют ограниченную ликвидность на Кыргызской фондовой бирже, (ii) стоимость акций не листинговых компаний завышается, ввиду отсутствия объективного механизма определения их цены и методики вычисления стоимости чистых активов инвестиционного фонда.

Занижение стоимости акций листинговых компаний происходит ввиду ограниченности объема сделок на Кыргызской фондовой бирже. Немногие желают продать свои акции по сложившимся котировкам. Владельцы таких акций скорее ориентированы на получение дивидендов, чем на получение средств от их продажи. По акциям некоторых предприятий выплачиваются высокие дивиденды и сложившиеся на них котировки делают продажу таких акций для их владельцев малопривлекательными, цены остаются низкими, но вместе с тем купить такие акции практически невозможно, в силу отсутствия предложения.

Эмиссия облигаций акционерными обществами Кыргызстана все еще находится в начальной стадии развития. Однако ГКРЦБ предпринимает долгосрочную политику и пытается разработать комплекс стратегических мер для развития данного инструмента в Кыргызстане. Так как акционерные инвестиционные фонды являются акционерными обществами и имеют достаточный опыт по изысканию новых инвестиционных возможностей, то выпуск облигаций может стать важным инструментом для инвестиционных фондов по привлечению дополнительного инвестиционного капитала.

Стимулирование использования населением институтов коллективного инвестирования невозможно без изменения психологии инвесторов, отдающих предпочтение не долгосрочным инвестициям, а краткосрочным вложениям в депозитные и валютные инструменты в связи с ранее существовавшим высоким уровнем макроэкономических и политических рисков.

Известно, что высокий уровень доверия инвесторов к инструментам фондового рынка является одной из важнейших характеристик развитых финансовых рынков. Соответственно, пропаганда коллективных инвестиций и информирование инвесторов яв-

ляются важными направлениями деятельности регулятора рынка ценных бумаг.

Широкое информирование инвесторов играет важную роль в эффективном регулировании отрасли коллективных инвестиций, поскольку большинство участников схем коллективного инвестирования являются частными инвесторами с низким уровнем финансовой грамотности.

Управляющие компании

В Кыргызской Республике действует 10 управляющих компаний, имеющих лицензии Госкомценбумаг на управление инвестиционными фондами, из них 4 компании управляют инвестиционными фондами. Управляющие компании в Кыргызстане были созданы согласно требованиям Положения «Об инвестиционных фондах» от 1997г. и, впоследствии, Закона КР «Об инвестиционных фондах», путем перерегистрации уже существующих компаний или созданием частными лицами, управляющими инвестиционным фондом юридического лица. Один из учредителей существующей компании становился управляющим инвестиционного фонда. До принятия Положения «Об инвестиционных фондах», инвестиционным фондам была предоставлена возможность иметь собственного управляющего, который выполнял все функции нынешних управляющих компаний. После принятия Положения «Об инвестиционных фондах» инвестиционные фонды даже небольшие вынуждены были пользоваться услугами управляющих компаний.

Правовой статус большинства управляющих компаний в Кыргызстане – общество с ограниченной ответственностью. Управляющие должны иметь лицензию на право осуществления доверительного управления активами инвестиционных фондов и заключить договор на управление активами с инвестиционными фондами. Многие управляющие компании имеют очень схожие Уставы, и имеют возможность заниматься различными видами деятельности (финансовой, коммерческой, производственной), что не желательно, так как в будущем может повлечь за собой перекачивание капитала из инвестиционного фонда в управляющую компанию. Кроме того, Законом КР «Об инвестиционных фондах» и положением «Об управляющих компаниях» не предусмотрено ответственности управляющей компании перед акционерами инвестиционного фонда.

Таблица 3.4.5.

Управляющие компании инвестиционных фондов

№	Управляющая компания	Инвестиционный фонд, активами которого управляет управляющая компания
1	ОАО «Чуйинвест»	ПИФ «Арстан»
2	ОсОО ФИК «Asco & Co»	АИФ «Элес-инвест», АИФ «Жаштык-инвест»
3	ОсОО «Береке - МТ»	АИФ «Береке-инвест», АИФ «Нур-инвест»
4	ОсОО «Транзактор»	АИФ «Ала-Тоо-инвест»
5	ОсОО «Жаны - Кылым»	договор с фондом не заключен
6	ОсОО «О - Азия»	договор с фондом не заключен
7	ЗАО «Капитал»	договор с фондом не заключен
8	ОсОО «Инвест-Холдинг»	договор с фондом не заключен
9	ОсОО «BNC Capital Management»	договор с фондом не заключен
10	АОЗТ «Заман»	договор с фондом не заключен

Вознаграждение управляющей компании, определяется как разница предельных суммарных годовых расходов инвестиционного фонда, установленных в договоре на управление инвестиционным фондом, и фактических затрат на рекламу, услуги аудитора, независимого оценщика, депозитария и других организаций. Законом «Об инвестиционных фондах» и договором между управляющей компанией и инвестиционным фондом, предусмотрено ограничение предельных суммарных годовых расходов инвестиционного фонда не более 8 процентов от стоимости чистых активов инвестиционного портфеля. Поэтому, управляющие компании заинтересованы в завышении стоимости инвестиционного портфеля, в этой связи имеется необходимость рассмотрения начисления вознаграждения управляющим компаниям, зависящего как от стоимости инвестиционного портфеля, так и от реальной эффективности его управления, выраженной в виде прибыли инвестиционных фондов.

Если управляющий инвестиционным фондом не владеет акциями инвестиционного фонда, то это рассматривается как негативный фактор развития инвестиционного фонда и как тенденция к сокращению стимула для управляющей компании. На наш взгляд, функции управляющей компании шире, чем принято в

международной практике, но при этом управляющая компания не несет ответственность перед акционерами. Для инвестиционных фондов в законе не определены четкие функции, но определена ответственность перед акционерами по управлению инвестиционным портфелем.

В международной практике, управляющая компания обычно выступает в качестве инвестиционного консультанта инвестиционного фонда. Как инвестиционный консультант, управляющая компания несет ответственность за управление инвестиционным портфелем. В этом качестве управляющая компания нанимает менеджеров по управлению портфелем, аналитиков по рынку ценных бумаг, других профессиональных участников, непосредственно отвечающих за управление активами.

Следует отметить, что инвестиционные фонды не привлекательны для инвесторов по той причине, что не могут дать больших доходов, поскольку фонды созданные как специализированные имеют инвестиционные портфели отягощенные «балластом» неликвидных ценных бумаг. Инвестиционные фонды вместе с небольшими активами, состоящими из малоценных и неликвидных ценных бумаг, имеют большое количество акционеров, что неблагоприятно сказывается при распределении доходов фондов – то есть небольшие доходы полученные по активам фонды распределяют среди огромного количества своих акционеров. Недостаток финансовых инструментов рынка ценных бумаг обусловлен их узким кругом эмитентов - успешно работающие акционерные общества не стремятся увеличивать акционерный капитал, государство выпускает только один вид «рыночных» ценных бумаг – ГКВ, к размещению которых допускаются только первичные дилеры, в основном коммерческие банки.

Таким образом, инвестиционные фонды переживают сложную ситуацию кризиса и испытывают резкое снижение активности на фондовом рынке. По-существу, они не являются институтами, которые могли бы эффективно аккумулировать средства населения или других мелких инвесторов для финансирования реального сектора экономики. Им характерны те же проблемы, что для всего рынка ценных бумаг в целом. Это малые объемы, отсутствие ликвидности, перед ними реально стоит задача выживаемости в современных условиях. На наш взгляд, в ближней перспективе не следует делать основной упор на инвестиционные фонды, как институты, которые будут механизмом массового привлечения инвестиций в экономику. Их день еще не наступил. Однако, в то же время инвестиционные фонды остаются важным институтом, ко-

торые квалифицировано будут консультировать потенциальных инвесторов, а управляющие компании выступать менеджерами, в том числе, частных пенсионных фондов.

3.3.2. Страховые компании

По состоянию на 1 января 2004 г. 15 страховых компаний имеют лицензии на осуществление страховой деятельности по страхованию имущества, страхование жизни и страхование иное, чем жизни, в т.ч. 4 – с долей иностранного капитала, 3 – с 100% иностранным капиталом. Страховых компаний с представительствами иностранных страховых организаций - нет, а также отсутствуют специализированные перестраховочные организации. Отсутствуют страховые посредники или брокеры, хотя фактически группа «Лондон гейт», учредитель страховой компании «Лондон Бишкек», занимается брокерской деятельностью.

Таблица 3.4.6.

Финансовые показатели страховых компаний (млн. USD)¹

	1999	2000	2001	2002	2003
Выручка (валовой доход)	3,0	3,2	3,1	3,8	4,3
Балансовая прибыль (- убыток)	0,2	-0,006	0,01	0,1	0,3
Прибыль	0,2	0,08	0,14	0,3	0,4
Убытки	0,02	0,08	0,1	0,1	0,07
Расходы	2,8	3,3	3,2	3,7	3,9
Среднегодовая стоимость основных средств	0,4	0,3	0,6	0,8	0,9
Уставный капитал	0,9	0,7	0,8	1,2	1,6
Справочно:					
Количество страховых ком- паний	45	34	27	30	31
из них убыточных	22	22	15	13	10

Ограничивающими моментами в развитии страховых компаний на рынке являются: недостаточный уровень спроса и покупатель-

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики. Статистический сборник. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр. 155.

ной способности у информированных клиентов, доходов страховых организаций от сбора страховых премий, капитала и собственных средств страховых организаций, ноу-хау, а также отсутствие систематического мониторинга и надзора.

Система страхования в Кыргызстане состоит из добровольного и обязательного страхования. Обязательное государственное страхование обеспечивается соответствующими государственными органами, а добровольное страхование – частными страховыми компаниями. Добровольное страхование предполагает развитие частных страховых компаний, которые должны стать активными участниками рынка ценных бумаг, будучи крупными портфельными инвесторами.

В 2003 году совокупные поступления страховых платежей у всех компаний составили всего около 3,0 млн. долларов США. В то же время выплаты сумм страхового возмещения, произведенные страховыми компаниями по договорам страхования, за отчетный период составили 1,3 млн. долларов США или 43,3% суммы поступивших страховых взносов (премий).

Условиями обеспечения финансовой устойчивости страховых компаний являются (1) наличие у них полностью оплаченного уставного капитала, (2) достаточного размера страховых резервов, (3) системы перестрахования. В настоящее время страховые компании играют незначительную роль на рынке ценных бумаг Кыргызстана. Тогда как в результате широкомасштабной приватизации значительная часть основных фондов перешла в частную собственность, и это требует организации системы финансовых гарантий от рисков. В стране застраховано менее 1% потенциальных рисков (тогда как в большинстве развитых стран 90–95% потенциальных рисков), то есть, 99% собственности предприятий не обеспечено страховой защитой. Страховые компании (страховщики) не могут представлять больше видов страховых услуг в силу низких финансовых возможностей. А, например, страхование рисков операций с ценными бумагами такими организациями не производится.

Для того, чтобы обеспечить выполнение принятых страховых обязательств, страховщики образуют до налогообложения, из полученных страховых взносов, необходимые страховые резервы для предстоящих страховых выплат. Управление небанковского надзора Министерства финансов Кыргызской Республики определяет метод расчета и порядок формирования обязательных страховых резервов, создаваемых страховщиком. Примечательно то, что каждый вид страхования должен иметь обособленный резерв.

Таблица 3.4.7.

Деятельность страховых компаний (млн. USD)¹

	1999	2000	2001	2002	2003
Страховая сумма	191,93	478,0	367,4	532,0	602,7
Добровольное страхование	191,9	477,9	367,4	531,8	601,8
Обязательное страхование	0,03	0,07	-	0,2	0,9
Поступление страховых взносов	1,7	2,5	2,2	2,7	3,0
Добровольное страхование	1,7	2,5	2,2	2,5	2,8
Обязательное страхование	0,009	0,03	0,004	0,2	0,2
Страховые выплаты	0,75	1,03	1,39	1,3	1,3
Добровольное страхование	0,74	1,02	1,37	1,2	1,2
Обязательное страхование	0,009	0,01	0,02	0,06	0,06

На практике сложилось так, что Кыргызские страховые компании перестраховывают риски в зарубежных компаниях, более того, наиболее активно работают компании, совместные с иностранными компаниями. В условиях становления страховой индустрии система перестрахования играет особо важную роль, которая позволяет перенести долю риска на другую, как правило, более сильную зарубежную страховую компанию. Диверсификация рисков в страховых компаниях в республике сводится лишь к перестрахованию, либо вложениям страховых резервов на депозиты в коммерческие банки, тогда как опыт других стран показывает, что страховые компании размещают аккумулированные средства по многим направлениям. Страховщики должны размещать средства на принципах диверсификации, возвратности, ликвидности и прибыльности для того, чтобы обеспечить свою финансовую устойчивость. Например, в России к разрешенным направлениям инвестиций относятся государственные, муниципальные и иные ценные бумаги, банковские вклады, права собственности на участие в уставном капитале, недвижимость.

¹ Финансы предприятий Кыргызской Республики. Статистический сборник. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр. 156.

В настоящее время страховые компании осуществляют следующие виды страхования. Виды личного страхования в Кыргызской Республике: а) страхование жизни; б) страхование от несчастных случаев и болезней; в) добровольное медицинское страхование. Виды имущественного страхования в Кыргызской Республике: г) страхование средств наземного транспорта; д) страхование средств воздушного транспорта; е) страхование средств водного транспорта; ж) страхование товаров в пути; з) страхование от пожара и стихийных бедствий; и) страхование гарантий; й) страхование от ущерба собственности кредитов; к) страхование кредитов; л) другие.

Основными причинами слабого развития страхового бизнеса в Кыргызстане является отсутствие: мер стимулирования предприятий к более широкому использованию возможностей страхования для защиты своих имущественных прав; надежного механизма государственного контроля выполнения страховыми организациями принятых страховых обязательств; адекватной оценки их надежности и финансовой устойчивости; должной информационно-аналитической работы; а также слабая организация пропаганды у населения.

Страховые компании при инвестировании средств страховых (технических) резервов обязаны соблюдать следующие предельные уровни¹ соотношения: не менее 10% страховых взносов - государственные ценные бумаги; не более 40% - недвижимое имущество; не более 30% - банковские вклады (депозиты); не более 40% - ценные бумаги акционерных обществ, прочие права участия, другие ценности; не более 10% - валютные ценности в соответствии с законодательством Кыргызской Республики о валютном регулировании; не менее 2% - остаток на расчетном счете в банке для осуществления текущих валютных выплат страховых сумм по проводимым видам страхования.

Таким образом, на цели инвестирования в инструменты фондового рынка страховые компании могут направлять не более 50% страховых резервов. На 1 января 2004 года страховые (технические) резервные фонды составили всего – 1,4 млн. долларов США. Поэтому потенциально страховые компании могут

¹ Постановления Правительства Кыргызской Республики от 2 февраля 2000 года №53 «Об утверждении Положения о порядке формирования, использования и размещения страховых (технических) резервов страховых организаций в Кыргызской Республике и нормативов отчислений по формированию страховых (технических) резервов».

направить средства для инвестирования в фондовые инструменты в сумме не более – 0,7 млн. долларов США.

Для дальнейшего совершенствования инвестиционной деятельности страховщикам необходимо изучение эффективности разрешенных направлений инвестиций страховых организаций и подготовка предложений, которые позволят сделать их более гибкими и учитывающими интересы и реальную инвестиционную ситуацию в Кыргызской Республике. В условиях существующей инфляции предложить, как лучше использовать резервные фонды страховых организаций, каким образом защитить денежные ресурсы страховщиков от обесценивания. Для развития рынка страхования жизни, который бы учитывал возможности удовлетворения долгосрочных сберегательных интересов граждан, а также интересов государства по аккумулярованию значительных финансовых ресурсов и регулированию остатков свободных денежных средств у населения необходима подготовка механизма инвестирования свободных денежных средств в государственные ценные бумаги. С развитием уровня предоставления услуг на рынке небанковскими финансовыми учреждениями возрастет объем инвестирования населением и хозяйствующими субъектами в экономику республики. Данный показатель будет прямо влиять на глубину развития рынка капиталов республики.

3.3.3. Негосударственные пенсионные фонды

Необходимость в проведении пенсионной реформы становится очевидной в результате увеличения числа стареющего населения. Правительство планирует проведение реформы действующей пенсионной системы и переходу к смешанной накопительной пенсионной системе до 2010 года. Практически, пенсии и другие пенсионные доходы пенсионеров должны обеспечиваться смешением распределительной системы и накопительной системы, частными сбережениями и заработками. Важным вопросом является диверсификация рисков путем лучшего баланса распределения бремени между поколениями.

По данным Всемирного банка в 1991 году Кыргызская Республика унаследовала пенсионную систему, которая охватывает почти каждого человека и выплачивает относительно высокие пособия¹. Эти пособия, в большинстве случаев, приравнивались к

¹ См. Отчет Всемирного Банка об обновлении Кыргызской пенсионной политике, июнь 2002 г.

минимальной потребительской корзине и достаточно превышали черту бедности. После получения независимости экономика испытала рецессию, которая привела к уменьшению ресурсов и пенсионных пособий. В 1994 году среднее пенсионное пособие покрывало только 40% минимальной потребительской корзины. По мере того, как экономика восстановилась в 1996 году, правительство попыталось оправдать народные ожидания путем увеличения пенсий. Это привело к росту пенсионных расходов от 4,3 % ВВП в 1994 году до 6,9 % в 1996 году.

В 1996 году вопрос возросших пенсионных расходов был решен путем упразднения наиболее привилегированных пенсионных категорий. В июне 1997 года был введен новый пенсионный закон¹ с целью дальнейшего ограничения распределения пособий. В результате снизились пенсионные расходы от 6,1% ВВП в 1997 году до 4,1% ВВП в 2001 году. Настоящая система не в состоянии финансировать среднее пенсионное пособие более чем 40 % от минимальной потребительской корзины, которая приравнивается к 10 долларам США в месяц.

Возможности действующей в Кыргызской Республике распределительной государственной пенсионной системы, в рамках которой сегодняшнее поколение работающих за счет отчислений от их доходов обеспечивает нынешнее поколение пенсионеров, практически исчерпаны. Требующиеся пенсионные выплаты превышают собираемые пенсионные взносы. Объем пенсионных взносов зависит от налогооблагаемой базы, размера обязательных отчислений и собираемости налогов. Последнее время налогооблагаемая база, используемая для расчетов отчислений в Социальный Фонд постоянно снижается. Сократилось число лиц, занятых в экономике и уплачивающих пенсионные взносы, увеличилось число «самозанятых» лиц, которые уклоняются от уплаты налогов и обязательных сборов. Расширить налогооблагаемую базу через увеличение размеров зарплаты не удастся, потому что предприятия предпочитают минимизировать свои налоговые платежи. Приходится упор делать на увеличение налогооблагаемой базы и повышение собираемости налогов, обеспечивая относительную стабильность пенсионной системы. Но такая политика ведет к обнищанию населения пенсионного возраста и росту социальной напряженности.

¹ Закон Кыргызской Республики «О государственном пенсионном социальном страховании».

Пенсионная реформа будет способствовать росту доли институциональных инвесторов, размещающих активы на фондовом рынке и осуществляющих преимущественно долгосрочные инвестиции. В странах, где успешно реализованы пенсионные реформы, совокупные размеры пенсионных резервов сопоставимы с объемом валового внутреннего продукта, а зачастую и превышают его, что обуславливает важность этого сектора для экономического роста. В этих странах институты, осуществляющие управление пенсионными резервами, являются основными институциональными инвесторами на фондовом рынке.

Важной задачей пенсионной реформы в сфере рынка ценных бумаг является организация профессионального частного управления частью активов накопительной части негосударственного пенсионного фонда. Повышению надежности размещения пенсионных ресурсов будут способствовать меры по снижению риска, возникающего в связи с функционированием институтов рынка ценных бумаг, и меры по совершенствованию правового обеспечения процесса инвестирования пенсионных резервов.

В 1998 году Социальному фонду, являющемуся государственным пенсионным органом, в рамках процесса приватизации были переданы для управления небольшие пакеты акций нескольких базовых инфраструктурных предприятий и предоставлено право продажи этих пакетов акций. Возможная продажа части акций, переданных Фонду во время приватизации, должна была произвести положительный эффект на ликвидность рынка. В то же время Социальный фонд не имеет эффективного механизма финансового управления. Заключение государственными пенсионными фондами сделок с акциями на развитых рынках, как правило, осуществляется независимыми квалифицированными управляющими и регулируется законодательством об «инвестиционном качестве» покупаемых акций. Такие правила должны определять эффективно регулируемый порядок привлечения независимого управляющего и полностью прозрачные критерии.

Пенсионная система в Кыргызской Республике основывается на реформированной традиционной системе «первой колонки», введенной в 1997 году и включает распределительную государственную пенсионную систему, а также очень небольшую часть пенсионной схемы частного сектора, которая представляет «вторую колонку» в зародышевом состоянии.

Отчисления в распределительную пенсионную систему, как и определенные отчисления в накопительную пенсионную систему, аккумулируются на персонифицированных счетах. Фактически,

никакие отчисления не инвестируются, а записываются, так как они используются для текущих пенсионных выплат.

Новая пенсионная система поэтапно свертывает старые пенсионные компоненты, заменяя их распределительной системой персонализированных счетов. Доходы в первую очередь поступают от отчислений из заработной платы. Отчисления составляют 29% за одного работника, из которых 23% платит работодатель, а остальную часть 6% выплачивает работник. Бюджетные ассигнования покрывают расходы специально изданным пенсионным обеспечением, которые находятся вне структуры социального страхования.

«Вторую колонку» пенсионной системы продолжает представлять единственный участник рынка - Негосударственный Пенсионный Фонд «Кыргызстан»¹. Управляющая компания «Интер-Бишкек», управляет активами негосударственного пенсионного фонда. В 2003 году зарегистрировано 200 пенсионеров в Пенсионном Фонде для получения пенсий². Средний размер пенсии составляет около 25 долларов США ежемесячно после ежемесячного инвестирования от примерно 1 до 15 долларов США в течение 5 лет. Существование только одного частного пенсионного фонда, свидетельствует об отсутствии нормативно-правовой базы, регулирующую и стимулирующую деятельность частных пенсионных фондов.

Основной проблемой, по мнению экспертов Азиатского банка развития, является неправильная трактовка концепции частных пенсионных фондов в Кыргызской Республике. Проблема состоит в том, что правовая база и условия организации остаются неудовлетворительными и нуждаются в дальнейшем развитии. Необходимо развивать стимулы для привлечения сбережений населения на долгосрочный период в целях создания пенсионных накоплений и выплат по ним.

В мировой практике наряду с государственным пенсионным обеспечением, практикуется дополнительные, альтернативные виды пенсионного обеспечения. Участие в государственной пенсионной системе обязательно для всех граждан в трудоспособном возрасте и базируется на принципе солидарности поколений

¹ Негосударственный пенсионный фонд был создан в 1994 году и получил лицензию в 1995 году. По представленной компанией информации первые пенсии были выплачены в 1998 году и выплачиваются по настоящее время. Более 2000 организаций, предприятий и граждан Кыргызской Республики являются членами Фонда.

² Данные взяты из брошюры 2002 года «Негосударственный Пенсионный Фонд «Кыргызстан» (История, опыт, законодательство).

(распределительный подход). А участие в дополнительном пенсионном обеспечении носит добровольный характер и финансируется за счет взносов самих граждан или работодателей (накопительный принцип). Работник имеет свой накопительный счет, где аккумулируются средства для будущих пенсионных выплат для него (или его супруге).

Продуктивное развитие негосударственных пенсионных фондов могло бы стать одним из значительных факторов существенного стимулирования развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республики.

Небанковский сектор является в настоящий момент новой отраслью, финансовые масштабы которого еще не отвечают потребностям экономики, в том числе и фондового рынка. В зависимости от быстрого развития подобных институтов и роста доверия со стороны населения зависит и формирование устойчивых инвестиционных потоков в экономику. Поэтому, вопросы стимулирования его перспективного развития должны являться задачей государственной политики и актуальным вопросом современного рынка ценных бумаг.

Вместе с тем, финансовый потенциал подобных компаний остается невысоким. Совокупный объем финансовых средств инвестиционных фондов, которые могли бы быть направленными на проведение операций на фондовом рынке, составляют порядка 0,2 – 0,3 млн. долларов США. Из возможностей (технических) и резервных фондов страховых компаний в целом на цели инвестирования может быть направлено средств около 1,4 – 1,5 млн. долларов США. Поэтому, потенциально, страховые компании могут направить средства для инвестирования в фондовые инструменты в сумме около – 0,7 – 0,8 млн. долларов США. Поскольку институт негосударственных пенсионных фондов только развивается, то мы можем дать только прогнозную оценку финансовых возможностей их инвестирования на рынок ценных бумаг составит около – 9 – 10 млн. долларов США. Таким образом, в ближайшей перспективе институциональные инвесторы могут направлять, совокупно всего около 10 – 11 млн. долларов США. Учитывая небольшой объем фондового рынка Кыргызской Республики, данный ресурс может оказать решающее воздействие на темпы и качество развития рынка капиталов.

ГЛАВА 4.

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В КЫРГЫЗСКОЙ РЕСПУБЛИКЕ

4.1. Модель регулирования

4.1.1. Особенности формирования методов регулирования фондового рынка

Проблема совершенствования регулирования рынка ценных бумаг является основной задачей государственной политики развития рынка ценных бумаг. На примере развития рынка ценных бумаг можно отметить, что вопросы государственного регулирования в целом не могут развиваться в отрыве от степени и глубины развития рыночных отношений, которые складываются между участниками рынка.

Рынок ценных бумаг развитых стран не имел целостного и глубокого регулирования со стороны государства. Игра на рынке ценных бумаг воспринималась больше как азартная игра, цены и прибыль торговцев являлись чисто спекулятивными и стихийными, а участие государства было минимальным. Со временем объем ценных бумаг, который находился в рыночном обороте, возрос многократно и начал серьезно влиять на экономику в целом.

С обретением независимости и началом рыночных преобразований в Кыргызской Республике было образовано специализированное Агентство по надзору за операциями с ценными бумагами при Правительстве Кабинете министров Республики Кыргызстан¹. Закон Кыргызской Республики «О ценных бумагах и фондовых биржах» был принят в числе первых на пространстве бывшего СССР. Однако он был разработан еще в советской административной системе хозяйствования и соответственно не отвечал быстро изменяющимся требованиям рыночной реформы, которая большими темпами происходила в республике.

¹ Постановление Кабинета Министров Республики Кыргызстан от 2 июля 1991 года № 323 «О создании Государственного агентства по надзору за операциями с ценными бумагами при Кабинете Министров Республики Кыргызстан». Данное ведомство работало на основе Закона Кыргызской Республики «О ценных бумагах и фондовых биржах», принятого в 1991 году.

Данное ведомство было образовано одним из первых на постсоветском пространстве, но активного становления фондового рынка не происходило. Уполномоченный государственный орган рынка ценных бумаг практически не имел каких-либо эффективных полномочий, механизмов регулирования и надзора на фондовом рынке, а также действенных форм административного и правового воздействия на нарушителей. Это был результат неразвитых отношений на финансовом рынке и отсутствия фондового рынка даже по форме. Процессы приватизации только набирали темп, а широкой продажи пакетов акций еще не происходило, массовая приватизация была впереди. Правовое сознание широких слоев населения, относительно реализации законных гарантий сохранения их прав по ценным бумагам, далеко не соответствовало уровню рыночных отношений. Тем не менее, именно на этом этапе развития фондового рынка закладывались правовые основы рыночных отношений и проводились первые регистрации проспектов эмиссий ценных бумаг.

С развитием рыночных отношений и резким всплеском интереса к рынку капитала, как важного сектора экономики, со стороны населения и государства стал ощущаться недостаточный административный ресурс этого ведомства. С другой стороны, наличие развитой инфраструктуры фондового рынка и четких стандартов правовых и экономических отношений, характерных для мировой практики, стало очевидным условием успешного развития следующего этапа рыночных преобразований, структурной реформы экономики и привлечения инвестиций в реальный сектор экономики. В этот период актуальным стал вопрос о наделении существенными полномочиями государственного регулятора фондового рынка и внедрении коллегиального (объективного) метода принятия решений. В 1996 году Государственное агентство по надзору за операциями с ценными бумагами было преобразовано в Национальную комиссию по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики¹. Следует напомнить, что, в том числе, это было предложение Американского агентства по международному развитию (USAID) и Всемирного банка.

Такой мощный политический импульс (выделение в отдельную и активную государственную политику) и высокий статус позволили резко повысить уровень законо- и нормотворческой работы, обратить должное внимание как правительственных учреждений,

¹ Указ Президента Кыргызской Республики «О Национальной комиссии по рынку ценных бумаг» от 7 сентября 1996 года.

так и общественности к вопросам развития фондового рынка. Этот период сопровождался интенсивным развитием инфраструктуры рынка ценных бумаг, всплеском выпусков финансовых инструментов, активизацией профессиональной деятельности на фондовом рынке, динамичным развитием отношений между субъектами рынка, а также принятием ряда новых фундаментальных законов, регулирующих отношения в этом секторе экономики.

Первыми шагами после образования в 1996 году Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики¹ (НКРЦБ) было решение вопросов подготовки среды фондового рынка. Проведение мероприятий по учету эмиссий акционерных обществ, образованных в процессе разгосударствления и приватизации. Регистрация эмиссий стала носить не бесконтрольный (на практике добровольный), а обязательный характер. В этот период производилась организационная работа, которая включала совершенствование действующего законодательства и внедрение новых правил нормативной базы, которые конкретизировали и ужесточали положение эмитентов функционировавших в нарушение действующего законодательства. В результате стало невозможным функционирование эмитентов, в основном акционерных обществ без соответствующей регистрации, как уставов обществ, так и проспектов эмиссий в уполномоченном государственном органе по рынку ценных бумаг.

В целях всестороннего развития рынка ценных бумаг в республике и интенсивного расширения масштабов рынка ценных бумаг, а также осуществления единой государственной политики развития фондового рынка, обеспечения защиты прав акционеров было принято несколько комплексных программ.

В 1996 году была принята первая программа развития рынка ценных бумаг² на 1997-1998 гг., которая разрабатывалась в соответствии с заключенным на тот момент «Соглашением о сотрудничестве между Правительством Кыргызской Республики, НКРЦБ и Американским агентством по международному развитию по поддержке развития рынка ценных бумаг (USAID)». В этот период началось осуществление единой государственной политики форми-

¹ В 1999 году Указом Президента Кыргызской Республики был основан профессиональный состав (пять человек) членов Комиссии. В конце 2000 года Национальная комиссия вновь была преобразована в Государственную комиссию при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг (ГКРЦБ), которая в этом виде сегодня и осуществляет регулирование рынка ценных бумаг.

² Программа утверждена постановлением Правительства Кыргызской Республики от 16 сентября 1996 года N 430.

рования и развития фондового рынка в Кыргызской Республике. Главным принципом первой программы было обеспечение условий экономического роста страны за счет мобилизации финансовых ресурсов, их эффективного распределения и рационального использования, а также обеспечения реальной правовой защиты интересов инвесторов, как резидентов, так и нерезидентов. Принимались меры по сочетанию экономических интересов государства, привлечению инвестиций, защите прав акционеров и вкладчиков, созданию условий для добросовестной конкуренции и ограничения монополизма.

Предстояло перейти от функции перераспределения капиталов к мобилизации для финансирования инвестиционных проектов компаний. Государственный регулятор фондового рынка начал формировать институты рынка ценных бумаг и его субъектов с целью исключения спонтанных, неорганизованных торговых процедур.

Реализация «Программы развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике на 1997-1998 годы» преследовала такие основные цели как: разработка законодательной и нормативной базы, регулирующей развитие и функционирование рынка ценных бумаг; осуществление комплекса мероприятий, направленных на функционирование рынка ценных бумаг в соответствии с мировыми стандартами; стимулирование развития современной инфраструктуры рынка ценных бумаг, обеспечивающей эффективность и надежность функционирования данного сектора экономики.

Анализируя выполнение комплекса мер программы, следует отметить, что большая часть из запланированных мероприятий была реализована. В 1998 году был принят Закон Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг». Разработаны и приняты НКРЦБ положения, регулирующие вопросы ведения реестра акционеров в акционерных обществах, допуск нерезидентов ценных бумаг на фондовый рынок Кыргызстана, достаточность собственных средств профессиональных участников и другие.

В 2000 году принята вторая комплексная программа на 1999 – 2001 годы¹, которая являлась логическим продолжением работы, начатой при разработке и реализации программы на 1997-1998 годы, и сыграла позитивную роль по формированию фондового рынка. Позднее принятие программы, видимо, диктовалось техническими сложностями по ее согласованию в других ведомствах.

¹ Программа утверждена постановлением Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики от 12 января 2000 года N 5.

Приоритеты второй программы были включены в разрабатываемую Правительством Кыргызской Республики «Комплексную основу развития Кыргызской Республики на период до 2010 года» и преследовали три основные цели: мобилизацию частных сбережений населения для инвестиций в экономику государства; обеспечение условий и механизмов эффективного использования (перераспределения) инвестиционных ресурсов; обеспечение притока капитала в частные компании.

Политика, стимулирующая развитие рынка ценных бумаг, главным образом предполагает принятие мер, направленных на: стабилизацию цен и сдерживание инфляционных процессов, которые вызывают эрозию внутренних сбережений и в значительной степени препятствуют развитию инвестиционного процесса; определение процентных ставок рыночными методами, жесткий контроль за дефицитом бюджета государства и его внутренними и внешними заимствованиями; обеспечение законодательной базы и политики налогообложения, стимулирующих инвестиции в частный сектор и развитие инфраструктуры фондового рынка; преобладание частного сектора в экономике над государственным и развитие свободной конкуренции.

Необходимо было решение таких вопросов, как расширение перечня финансовых инструментов для торговли (в первую очередь, связанных с процессом приватизации); проведение концентрации финансовых рынков, для увеличения реальных объемов сделок на торговых площадках фондового рынка и уровня их капитализации; рынок ценных бумаг должен был стать прозрачным, а орган, ответственный за обеспечение расчетов между всеми участниками сделок купли-продажи ценных бумаг (Центральный депозитарий или другая структура с подобными функциями) станет бесперебойно действующим центром всей системы расчетов.

В результате выполнения мероприятий, предусмотренных Комплексной программой развития рынка ценных бумаг Кыргызской Республики на 1999-2001 годы, была создана целостная инфраструктура, начата работа по расширению финансовых инструментов для обращения на рынке ценных бумаг, улучшена законодательная база деятельности на фондовом рынке и усилена надзорная функция государственного регулятора рынка ценных бумаг. Улучшение инфраструктуры позволило в большей степени использовать потенциальные возможности рынка капиталов. Появление иностранных стратегических инвесторов на фондовом рынке существенно повлияло на рост объемов торгов на организованном рынке.

Третья программа развития рынка ценных бумаг на 2002-2003 годы¹ разработана в соответствии с долгосрочной стратегией развития страны, изложенной в Комплексной основе развития Кыргызской Республики до 2010 года. В этот период были реализованы меры регулирования, направленные на защиту интересов акционеров, инвесторов и усиление роли государства в области защиты собственности, обеспечения гибкого и динамичного регулирования, адекватно отражающие происходящие изменения в экономике, а также предприняты усилия для трансформации рынка ценных бумаг в масштабный, эффективный и конкурентный рынок, способный обеспечить аккумулирование инвестиций на цели инновационного развития, содействовать притоку в страну долгосрочных финансовых капиталов.

Решены такие задачи как: 1) создание необходимых условий для увеличения внутренних сбережений и инвестиций с основным упором на развитие коллективных форм инвестирования (инвестиционных фондов, негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний); 2) внедрение механизмов, стимулирующих выход хозяйствующих субъектов на рынок ценных бумаг для привлечения капитала; 3) развитие форм государственного и рыночного надзора за соблюдением эмитентами прав и интересов инвесторов, а также обеспечение действенной системы административных воздействий за их нарушение; 4) поддержка и стимулирование спроса на ценные бумаги путем обеспечения строгого соблюдения эмитентами прав инвесторов на рынке ценных бумаг; 5) стимулирование соблюдения норм корпоративного управления и надлежащего уровня раскрытия информации.

Система регулирования рынка ценных бумаг включает - регулятивные органы (государственные органы и саморегулируемые организации), регулятивные функции и процедуры (законодательные, регистрационные, лицензионные, надзорные), законодательную инфраструктуру рынка ценных бумаг (регулятивные нормы, действующие на рынке ценных бумаг), этику фондового рынка (правила ведения честного бизнеса, утверждаемые саморегулируемыми организациями), традиции и обычаи.

Основная регулирующая роль на рынке ценных бумаг должна принадлежать государству. Это тем более необходимо в переходный период, поскольку в период хаоса и кризиса экономики возможности воздействия через рыночное регулирование замет-

¹ Программа утверждена постановлением Правительства Кыргызской Республики от 31 декабря 2001 года №844.

но снижаются. В условиях Кыргызстана такое положение усугубляется еще отсутствием «иммунитета системы» и механизмов компенсирования издержек и потерь от кризиса фондового рынка, который существует в традиционных рыночных экономиках.

В этой связи неизбежно возникает потребность в «интервенционизме» государства, в том, чтобы его роль в процессе развития формирующихся рынков была более значимой, чем на рынках индустриальных стран. Вынужденный «дирижизм» государства на фондовом рынке неизбежен в период глубоких структурных преобразований¹.

Ранее автором отмечались особенности ведомственного регулирования различных элементов фондового рынка республики. Выпуск государственных долговых обязательств осуществляет Министерство финансов Кыргызской Республики, а рыночное размещение и обеспечение обращения осуществляет Национальный банк. Регулирование правил обращения осуществляется в соответствии с положениями, утверждаемыми решениями Правительства. Банковские ценные бумаги обращаются на основе стандартов, устанавливаемых Национальным банком. Муниципальные ценные бумаги могут обращаться на основе специального положения, утвержденного Правительством Кыргызской Республики, в соответствии с которым Министерство финансов должно давать только разрешение на эмиссию ценных бумаг местных органов власти. Правила обращения вышеназванных ценных бумаг не предусматривают необходимость осуществления сделок через профессиональных участников фондового рынка, чем, повышают риски добросовестных инвесторов в процессе рыночной торговли такими инструментами. С другой стороны, формируются правила параллельной, от корпоративных финансовых инструментов, системы обращения ценных бумаг, что, в конечном итоге, ведет к разделению рынков и не стимулирует его комплексное развитие.

Наряду с государством регулированием заняты и саморегулируемые организации. В число последних часто включают не только ассоциации дилеров-брокеров, инвестиционных фондов и т.п., но и фондовые биржи, внебиржевые торговые системы, которые выполняют определенные регулирующие функции в отношении

¹ Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Борн Б., Бернард Р., Баренбойм П., Хит А. Основы государственного регулирования финансового рынка. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. - М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2003, стр.183.

их участников. Однако, формальное наличие подобных ассоциаций в Кыргызстане на тот период отсутствовало.

Регулятивная инфраструктура рынка ценных бумаг Кыргызской Республики включает в себя следующие элементы.

1) Органы государственного регулирования и надзора. В Кыргызской Республике действует смешанная модель регулирования. Основными регуляторами выступает ГКРЦБ (брокерско-дилерские компании, регистраторские, депозитарии, организаторы торговли на фондовом рынке, инвестиционные фонды, институты доверительного управления, инвестиционные консультанты, коммерческие банки в части бизнеса на рынке ценных бумаг и др.), Национальный банк (коммерческие банки, а также небанковские учреждения), Министерство финансов (страховые организации, пенсионные фонды, а также регулирование внутреннего и внешнего долга страны путем эмиссии государственных долговых ценных бумаг), Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по финансовой отчетности и аудиту (формирование стандартов финансовой отчетности и аудиторских компаний). При этом не утвержден порядок выпуска и обращения муниципальных и ипотечных ценных бумаг.

2) Саморегулируемые организации. На фондовом рынке действуют различные ассоциации профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также выдана единственная лицензия Кыргызской фондовой бирже, как СРО, но по существу деятельности по саморегулированию профессиональной деятельности не произошло. Поэтому Кыргызстан можно отнести к странам, где регулирование производится без СРО.

3) Регулятивные функции и процедуры (законодательные, утверждение нормативно-правовых актов регулирующих фондовый рынок, регистрационные, лицензионные и надзорные).

4) Законодательные (законы, регулирующие фондовый рынок, акционерные общества, административные штрафы и пр.).

5) Этику фондового рынка (регулирование этического кодекса профессиональной деятельности на фондовом рынке).

В отличие от стран с развитыми рынками, где надзор на рынке базируется на широком использовании (наряду с жесткими предписаниями) неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласованного стиля поведения, переговоров по разрешению сложных ситуаций, в Кыргызской Республике надзор основан на предписаниях и административных штрафах, поскольку строится на детальном соблюдении расписанных правил и формальных процедур.

Государственный регулятор также выполняет и другие функции необходимые для рынка. Например, разрабатывает идеологию, общую стратегию (среднесрочных, долгосрочных программ развития) и межведомственную координацию. Предоставляет «административный ресурс» при создании и совершенствовании инфраструктуры рынка, торговых систем. Устанавливает правила и стандарты допуска на рынок новых участников и финансовых продуктов, поддерживает квалификационный уровень специалистов. Обеспечивает защиту инвесторов от нарушений их прав и интересов, контроль и надзор за деятельностью профессиональных участников и эмитентов, публичное раскрытие информации о ценных бумагах, участниках рынка, эмитентах и пр. Оперативно регулирует рынок, предупреждает рыночные шоки и потрясения. Содействует развитию образования и исследований в области фондового рынка.

4.1.2. Роль и перспективы развития саморегулируемых организаций

Деятельность саморегулируемых¹ организаций является одним из немногочисленных примеров, когда полноценно реализуется принцип «политического партнерства» между государственным регулятором и лицензированными профессиональными участниками рынка ценных бумаг по вопросам эффективного развития деятельности в данном секторе экономики.

Анализ опыта развитых стран показал, что государство может передать часть своих полномочий по надзору и регулированию рынка таким ассоциациям, которые будут устанавливать правила игры и осуществлять контроль их исполнения. При этом, саморегулируемые организации - это не только выработка общих правил игры или защита интересов, но и часто обособленный рынок, доступ на который ограничен требованиями к профессионализму и этике, объемами торговли и капитала, их финансовому здоровью и т.д. С другой стороны, саморегулируемая организация может рассматриваться как коммерческое соглашение участников.

¹ Саморегулируемыми организациями в мировой практике признаются предпринимательские ассоциации, добровольные объединения, устанавливающие для членов формальные правила в ведении бизнеса. В соответствии с законодательством Кыргызской Республики саморегулируемой организацией (СРО) профессиональных участников рынка ценных бумаг является некоммерческая организация – добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Таким образом, основными признаками СРО являются добровольное объединение; членство (профессиональные участники рынка ценных бумаг); функции (саморегулирование, установление формальных правил ведения бизнеса); отношения с государством (государство передает часть своих функций).

Деятельность СРО¹ в Кыргызской Республике осуществляется на основе положения «О саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг»². В настоящее время существуют четыре организации, рассматриваемые как саморегулирующиеся организации. Ассоциации инвестиционных институтов, брокеров и дилеров, независимых регистраторов не имеют специального разрешения иметь статус СРО в уполномоченном государственном органе по рынку ценных бумаг, являются небольшими организациями и не проявляют активности. Основной причиной плохого развития СРО является, прежде всего, небольшой размер фондового рынка, относительно небольшое количество профессиональных участников рынка ценных бумаг.

На сегодняшний день разрешение уполномоченного государственного органа по рынку ценных бумаг на деятельность СРО имеет ЗАО «Кыргызская фондовая биржа». Однако, КФБ была преобразована в акционерное общество и явно обозначило конфликт интересов между акционерами, которые преследуют цели прибыльности компании, принципам саморегулирования профессиональных участников. Фондовая биржа может способствовать улучшению раскрытия и стандартов управления посредством требований к листингу, но в настоящее время прохождение листинга на КФБ не дает никаких очевидных преимуществ компаниям. Как отмечалось выше, понимая потребность в привлечении компаний на рынок и обеспечении притока ценных бумаг, были ослаблены требования к листингу по ценным бумагам. Предпринимаются попытки изменить эту ситуацию, и допускать к торгам на бирже только акции тех компаний, которые удовлетворяют требованиям листинга. Однако, это может привести к дальнейшему снижению размера и объемов рынка.

¹ Организация, созданная профессиональными участниками рынка ценных бумаг, приобретает статус СРО на основании специального разрешения, выдаваемого ГКРЦБ. Условиями учреждения СРО являются следующие: не менее пяти профессиональных участников рынка ценных бумаг должны заявить об образовании СРО; принять устав, правила, избрать органы управления СРО; зарегистрировать устав в Министерстве юстиции Кыргызской Республики; получить разрешение ГКРЦБ; принять единые требования к квалификации членов СРО.

² утверждено постановлением ГКРЦБ от 4 сентября 1997 года № 25, внесены поправки постановлением от 2 июля 2001 года № 29.

Поэтому следует рекомендовать лицензированным профессиональным участникам рынка рассмотреть вопрос об объединении всех ассоциаций в одну. Это необходимо для концентрации усилий участников рынка в формировании объединения на новом уровне организации и эффективности. Основным механизмом, дисциплинирующим участников такого объединения, могло бы стать выработка соглашения между организацией и конкретным членом, где должны быть отражены цели, задачи, обязанности, а также конкретные административные меры или штрафные санкции к членам¹ организации за конкретные нарушения законодательства.

Депозитарии и регистраторы составляют инфраструктурную часть рынка ценных бумаг, и эта часть не может развиваться отдельно и обособленно от торговой части. Рынок будет развиваться успешно только в том случае, если будут учтены интересы всех участников. Технологии учетной системы должны удовлетворять клиентов, пользующихся учетной системой. При этом необходимо понимать, что повышение ликвидности, скорости оборота ценных бумаг, упрощение процедур перерегистрации ценных бумаг должно сочетаться с надежной защитой прав инвесторов, сводить к минимуму возможность мошеннических действий. Депозитарии, регистраторы, брокеры другие профессиональные участники фондового рынка должны развиваться сообща и больше взаимодействовать.

Меры, направленные на формирование «новой дисциплины» между рыночными партнерами и субъектами дает в перспективе различные преимущества. Упрощает осуществление государственного надзора за профессиональной деятельностью на фондовом рынке. Совершенствует их деловую репутацию за счет общих усилий по соблюдению принципов и формированию высоких этических стандартов по отношению к клиентам, а также содействует соблюдению законодательства среди самих членов. Дает возможность продуктивных контактов и консультирования с государственными органами по вопросам разрешения проблем, затрагивающих инвесторов, общественность, профессиональных участников рынка ценных бумаг. Стимулирует формирование основ справедливой

¹ В соответствии с вышеназванным положением, членами СРО могут быть любые юридические лица, которые имеют лицензию профессионального участника; назначенных для ведения операций с ценными бумагами работников, удовлетворяющим квалификационным требованиям ГКРЦБ; уплатившими вступительный взнос и обязующимися соблюдать устав и другие правила СРО и платить годовые членские взносы; имеют безупречную деловую репутацию. При этом максимальное число членов СРО не ограничивается.

деятельности, предотвращения мошеннической деятельности, содействие развитию справедливых и равноправных принципов работы для защиты интересов инвесторов, а также содействие развитию самодисциплины среди членов, расследование и устранение конфликтов между членами СРО и их клиентами.

Соответственно, формируемые СРО должны реализовывать следующие функции: устанавливать обязательные для своих членов правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами и осуществлять контроль их соблюдения; разрабатывать учебные программы и планы подготовки должностных лиц и персонала компаний, осуществляющим профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг.

В свою очередь ГКРЦБ могло бы предоставить СРО следующие права: получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов; осуществлять контроль соблюдения стандартов профессиональной этики, правил проведения операций с ценными бумагами; налагать различные формы экономических санкций, утвержденные общим собранием членов СРО, к нарушителям законодательства, внутренних положений и правил; ходатайствовать перед ГКРЦБ об отзыве лицензии на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам у недобросовестного члена СРО.

В то же время, СРО должны быть обязаны предоставлять для утверждения в ГКРЦБ все внутренние документы (а также изменения по ним), регламентирующие ее деятельность, выполнять все требования и поручения, принятые на заседаниях совета СРО, своевременно обеспечивать членов необходимыми законодательными и нормативными актами рынка ценных бумаг. Санкции, налагаемые СРО, могут быть опротестованы в ГКРЦБ лицом, в отношении которого была принята санкция. При этом ГКРЦБ подтверждает правильность наложения санкции в случаях, если она принята на законных и справедливых основаниях. В иных случаях ГКРЦБ вправе отправить документы по наложению санкций на дополнительное рассмотрение, самостоятельно провести расследование данного нарушения или аннулировать наложение санкции.

После надления СРО специальным разрешением они становятся составной частью единого механизма регулирования. Очень важно, чтобы членство в СРО являлось необходимым условием для всех профессиональных участников РЦБ, осуществляющих соответствующие виды профессиональной деятельности.

Правила СРО могли бы содержать следующие стандартные положения: нормы для исполнения профессиональной деятель-

ности, запрещение манипуляций с ценами, стандартную документацию для операций с ценными бумагами и ведение соответствующих бухгалтерских записей, отчетности; порядок вступления и выхода из членства в СРО, равные права голосов для всех членов и возможность участия в органах управления организацией, справедливые процедуры распределения расходов, выплат и вознаграждений среди членов организации, защита прав клиента (включая порядок рассмотрения жалоб и заявлений), обязательства членов перед клиентами, прочими лицами по возмещению ущерба от недобросовестных действий членов организации, порядок рассмотрения споров между членами организации и проведения организацией проверок своих членов для определения соблюдения ими требований законодательства и правил самой организации, санкции и прочие меры, которые могут применяться СРО по отношению к своим членом и порядок их применения; право организации на получение информации относительно проверок, проведенных по инициативе организации, наблюдение за исполнением санкций и мер, налагаемых на членов организации, и порядок опубликования их в средствах массовой информации.

С аморегулирование не должно означать снижение уровня и глубины государственного надзора. На этом конкретном примере можно рассмотреть реализацию принципа «партнерства» между государственными органами государственного управления и регулирования и органами рыночного саморегулирования. Роль СРО заключается в реализации принципа минимального государственного вмешательства и максимального саморегулирования, который означает, что государство регулирует деятельность субъектов рынка лишь в тех случаях, когда это абсолютно необходимо, и делегирует часть своих нормотворческих и контрольных функций профессиональным участникам рынка ценных бумаг, организованным в саморегулируемые организации.

Эффективное саморегулирование на рынке ценных бумаг необходимо. Его основная роль – регулирование функционирования, развития рынка ценных бумаг со стороны профессионального сообщества, разработка концепций и стандартов, общих подходов, оперативное решение возникающих болезненных вопросов, внедрение стандартов профессиональной деятельности путем обучения специалистов, контроля исполнения стандартов членами СРО, разрешение возникающих конфликтов между участниками, управление рисками, поддержание ликвидности и стабильности рынка.

Совместная работа всех элементов рынка ценных бумаг необходима в целях его развития. Сегодня преобладает тенденция к

специализации ассоциаций на основе профессионального вида деятельности, которая способствует разобщенности участников фондового рынка, появлению противоречащих друг другу корпоративных интересов. Деятельность ассоциаций профучастников, в настоящее время, ориентируется больше на защиту интересов своих членов, отстаивание отраслевых интересов. Поскольку ассоциации не имеют статуса СРО, то они не касаются разработки стандартов и правил деятельности, у них не развита функция обучения специалистов. В итоге это не способствует формированию надежного стабильного рынка, не решаются задачи, находящиеся на стыке интересов и областей действия отдельных элементов фондового рынка, нет надежной защиты интересов инвесторов. Поэтому необходимо улучшение взаимодействия между ассоциациями профессиональных участников, ГКРЦБ, другими государственными органами в целях решения общих вопросов фондового рынка и сведения к минимуму возможностей злоупотребления.

Необходимо развитие таких направлений деятельности ассоциаций как, например, обмен опытом между участниками ассоциаций, участие в разработке законодательных проектов, оказание членам ассоциаций помощи в разработке и внедрении новых технологий (в том числе электронный документооборот, взаимодействие регистраторов и депозитариев), развитие системы страховых и гарантийных фондов и др.

4.1.3. Направления развития основных положений регулирования ГКРЦБ и принципы Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO)

Проведенный анализ соответствия принципов регулирования фондового рынка международным стандартам показал, что в основном Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг придерживается рекомендаций Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Однако, имеются некоторые отклонения, многие из которых не могут объективно зависеть от действий ГКРЦБ.

Функции и права ГКРЦБ установлены Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», а также специальным правительственным положением¹. Данными актами ГКРЦБ имеет

¹Постановление Правительства Кыргызской Республики от 19 марта 2001 года N 108 «О Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг».

полномочия в области лицензирования, инспектирования, надзора и обеспечения исполнения законодательства, а также обладает, адекватной инфраструктурой информационных технологий, достаточным количеством квалифицированного персонала и возможностью привлечения экспертов для рассмотрения особых ситуаций. Поэтому круг полномочий, прав и функций продекларированные в нормативных актах соответствуют основным принципам международной практики. ГКРЦБ получает и обменивается с различными ведомствами, регулирующими органами, а также с другими заинтересованными лицами информацией, в соответствии с законодательством Кыргызской Республики, а также соглашениями. Взаимный обмен информацией осуществляется на основе внутригосударственных, межведомственных, а также межгосударственных соглашений.

Как отмечалось выше, в Кыргызстане создана необходимая и достаточная законодательная база, регулирующая деятельность инвестиционных фондов. Соответствующий отдел ГКРЦБ осуществляет контроль деятельности управляющих компаний для обеспечения целей защиты инвесторов от конфликтов, возникающих между интересом оператором схем и инвесторами. В республике утверждены в качестве стандартов финансовой отчетности международные стандарты, издаваемые Комитетом по МСФО1. В настоящее время идет перевод предприятий республики на международные стандарты финансового учета. Регулирование обеспечивает в целом справедливую и точную оценку всех активов схемы коллективного инвестирования и правильный расчет чистой стоимости активов схемы.

Таким образом, государственный орган по рынку ценных бумаг является открытой организацией и отвечает возможностям доступности информации. Механизмы обмена информацией позволяют предоставлять информацию и помощь иностранным партнерам не только для их использования при проведении расследований, но также и для других видов запросов, как часть программы наблюдения с целью предотвращения противозаконной деятельности.

При этом также следовало бы отметить, что существует отдельные несоответствия принципам функционирования рынка и инфраструктуры Международной организации комиссий по цен-

¹ Постановление Правительства Кыргызской республики от 28 сентября 2001 года N 593 «О Международных стандартах финансовой отчетности в Кыргызской Республике».

ным бумагам, многие из которых не могут зависеть от ГКРЦБ. В целом государственный регулятор должен быть операционно-независимым и подотчетным при исполнении своих функций и полномочий, независимым от Министерства финансов органом по использованию средств. Ежегодно Госкомценбумаг предоставляет в Министерство финансов Кыргызской Республики проект своего бюджета на предстоящий период, исполненный с учетом планируемых мероприятий по развитию рынка ценных бумаг на будущий период.

ГКРЦБ является административным ведомством и непосредственно подчиняется Правительству Кыргызской Республики, а члены государственной комиссии непосредственно назначаются премьер-министром. В то же время, правительство, являясь крупным собственником имущества и акций, преследует конкретные хозяйственные выгоды и преимущества и объективно становится объектом надзора для ГКРЦБ. В таких условиях понятно, что невозможно быть до конца объективным в вопросах применения законодательства в отношении правительства. Невозможно дать предписание в случае нарушения законодательства, а тем более применить штрафные санкции и прочие меры административного воздействия. Также на это влияет зависимость работы ГКРЦБ от смены состава правительства.

Выше указывалось, что в реальной практике государственной политики бывали случаи, когда урезались права в первую очередь в надзорных функциях. В соответствии с Указом Президента Кыргызской Республики¹ проверки, проводимые государственным регулятором, стали осуществляться только при наличии жалоб и заявлений со стороны акционеров, а плановые проверки не производились на протяжении длительного времени. В соответствии с постановлением Правительства² Кыргызской Республики ГКРЦБ был включен в число государственных контролирующих органов проводивших плановые проверки по соблюдению законодательства по ценным бумагам. В итоге, почти два года государственный регулятор не имел права осуществления активных надзорных мероприятий. Как отмечалось выше, такая необходимая функция надзора на рынке ценных бумаг в лице биржевого

¹ Указ Президента Кыргызской Республики от 16 февраля 2000 года УП N 32 «О мерах по сокращению числа необоснованных проверок деятельности субъектов предпринимательства».

² Постановление Правительства Кыргызской Республики от 4 апреля 2002 года N 194 «О порядке проведения проверок государственными контролируемыми органами деятельности субъектов предпринимательства».

инспектора, была упразднена. Действия подобного рода проводились вышестоящими организациями без подготовки и согласований с ГКРЦБ.

Вышеуказанными решениями было введено дополнительное ограничение в форме согласования возможности проверки в другом государственном органе. Вначале это была Государственная комиссия при Правительстве Кыргызской Республики по предпринимательству, а с ее реорганизацией данная функция перешла Министерству промышленности, развития предпринимательства и привлечению инвестиций.

Аналогичные административные отсечения отдельных функций предпринимались и в отношении инициатив ГКРЦБ в совершенствовании законодательной базы и, например, запрещались какие-либо меры, направленные на ужесточение административного или иного воздействия на нарушения законодательства. Такая практика, в конце концов, уже негативно отразилась или еще даст о себе знать в последующее время. Поэтому, в отношении регуляторов финансового рынка не должны распространяться различные резкие ограничения полномочий и прав, диктуемые, прежде всего, политическими целесообразностями.

Подобные меры, в результате, приводят к ослаблению механизмов контроля за рынком, что, следовательно, влечет повышение количества правонарушений. В свою очередь, большое количество нарушений непосредственно влияет на снижения доверия к фондовому рынку потенциальных инвесторов, что приведет к сокращению объема привлечения инвестиций в экономику. Данный подход, считаем в корне не верным, тем более в отношении такого чувствительного сектора экономики каким является фондовый рынок.

Специальных полномочий у государственного регулятора по надзору и определению рисков «отмывания денег» не существуют. Поэтому требуется развитие данного важного направления государственной функции.

С целью развития возможностей привлечения иностранных инвесторов, а также международной торговли ценными бумагами проводится систематическая работа по оказанию помощи иностранным регулятивным органам, которым необходимо осуществлять запросы при исполнении своих функций и осуществлении своих полномочий. Данная работа проводится в первую очередь в межгосударственных экономических союзах, к которым относятся Евразийское экономическое сотрудничество, Содружество независимых государств и пр., а также международных профессиональных организациях (IOSCO).

ГКРЦБ может оказать помощь в получении общедоступной или закрытой информации. Правовые или практические препятствия для предоставления помощи возникают в силу отсутствия соответствующих межгосударственных соглашений и нормативной базы.

Законодательством устанавливается полное, точное и своевременное раскрытие финансовых результатов и другой информации, которая существенна для инвесторов при принятии решений, но на практике имеются нарушения принципов раскрытия информации со стороны участников рынка ценных бумаг. Следует отметить, что развитых методов и процедур, связанных со случаями банкротства посредника не предусмотрено. Госкомценбумаг имеет право ограничить или предупредить его действия, принять особые меры, включая передачу счетов клиента другому посреднику назначить временного управляющего.

Неразвитыми остаются положения противодействующие манипулированию ценами и другим видам недобросовестной торговли, которые в основном описаны в законе, однако нуждаются в детализации и применении на практике. К государственному регулятору не предъявляется требования поддерживать упорядоченные цены и операции. Регулятивные рамки не предусматривают надзора за крупными экспозициями (т. е. открытые позиции, которые достаточно крупные, чтобы представлять собой риск для рынка).

Клиринговые и расчетные системы подвергаются надзору со стороны регулятора. В настоящее время не существует конкретных требований к клиринговой деятельности и к расчетам по сделкам. Регулятор лишь утверждает правила, разработанные клиринговыми организациями. Клиринговая деятельность указана в статье 13 Закона «О рынке ценных бумаг» и требует детализации.

Таким образом, в целом деятельность государственного регулятора на рынке ценных бумаг Кыргызской Республики соответствует общим принципам регулирования, заложенным в документах Международной организации комиссий по ценным бумагам. Специальная работа по совершенствованию законодательства должна проводиться на основе потребностей практики, а также соответствия основным положениям международных организаций определяющих основные стандарты форм ведения рыночных правоотношений.

Единые стандарты, требования и права, предъявляемые к СРО в целом соответствуют международным принципам. Проблема заключается в слабой организованности и бездействии этого института на фондовом рынке республики. Медленное увеличение количества профессиональных участников, ограничен-

ный масштаб фондового рынка и низкая ликвидность финансовых инструментов, все эти объективные условия в совокупности приводят к тому, что формы рыночного саморегулирования носят ограниченный характер. Рыночное саморегулирование сегодня также соответствует данному понятию больше по форме, чем по содержанию.

В таком положении единственно возможным и эффективным методом управления фондовым рынком остается государственное регулирование. С ростом масштабов рынка ценных бумаг и повышением его ликвидности и эффективности, доходности, а, следовательно, привлекательности финансового сектора в целом рыночное саморегулирование будет иметь широкие возможности быстрого развития и может стать преобладающей формой управления сектором.

4.1.4. Целесообразность и пути создания мегарегулятора финансового рынка

Проведенный анализ показал, что регулирование финансовых рынков в различных странах мира происходит по разному, а реформирование и развитие финансового сектора экономики рассматривается, как одна из важнейших приоритетных государственных задач.

Автором был сделан вывод, что наиболее эффективной моделью контроля, совершенствования финансовых инструментов и улучшения качества финансового посредничества является формирование мегарегулятора – как единого органа регулирования и надзора финансового рынка. Анализ показал, что основная часть мегарегуляторов создается на компактных рынках небольших стран. Единые регуляторы финансового рынка созданы не только в развитых странах, но и в развивающихся, где еще недостаточно сложились традиции в сфере предоставления финансовых услуг. Функции мегарегуляторов не ограничиваются надзором за финансовым сектором и отличаются друг от друга в зависимости от поставленных приоритетов в развитии финансового сектора. При этом, во многих странах происходят процессы усложнения взаимоотношений на финансовом рынке за счет универсализации сфер деятельности его участников. Узкая специализация финансовой организации, как правило, в таких малых странах, как Кыргызстан с его недостаточно развитым финансовым рынком, не приносит ожидаемого положительного результата. Поэтому финансовые организации начинают ориентироваться на предостав-

ление комплексных пакетов услуг инвесторам. Многопрофильность финансовых организаций способствует получению более высоких результатов работы за счет получения доходов от одного вида деятельности и восполнению убытков по другим видам. В свою очередь универсализация сфер деятельности требует адекватных подходов к регулированию финансовых отношений и надзору за ее участниками. Данное обстоятельство является одной из предпосылок для создания единого надзорного органа на финансовом рынке.

Поэтому, при решении вопроса о создании единого надзора на финансовом рынке необходимо определить концепцию развития финансового сектора, реформирования финансового сектора Кыргызстана с учетом международного опыта и требований.

В финансовом секторе функции государственных регуляторов, осуществляющих контрольно-надзорные задачи, расплывлены и раздроблены. В сфере государственной собственности и государственных финансов уже существует единый контрольно-финансовый орган в лице Счетной палаты¹ Кыргызской Республики. Министерство финансов на финансовом рынке одновременно регулирует и осуществляет контроль деятельности страховых организаций и в то же время является эмитентом государственных ценных бумаг, что указывает на наличие «конфликта интересов».

Министерство финансов регулирует страховую деятельность и в ближайшее время намерено регулировать деятельность негосударственных пенсионных фондов. Однако следует отметить, что данная отраслевая функция не свойственна Министерству финансов как органу, осуществляющему исполнительно-распорядительные функции. Минфин разрабатывает и проводит государственную макроэкономическую, бюджетно-финансовую, налоговую и таможенную политику. К тому же не является отраслевым ведомством, какими являются ГКРЦБ, НБКР и др., а вопросам регулирования и надзора за деятельностью страховых организаций отводит второстепенную роль и соответствующий подход. Множест-

¹ Ранее эту сферу деятельности контролировала наряду со Счетной палатой Государственная инспекция финансового контроля, а также ведомственные контролирующие структуры (Минсельхоза, Минтранспорта и коммуникаций, Минобороны, МВД, МНБ, Военной прокуратуры, Гослесхоз, Минтруда и соцзащиты, Соцфонда). Указом Президента Кыргызской Республики от 29 июня 2000 года № 164 «О мерах по совершенствованию системы государственного финансово-экономического контроля в Кыргызской Республике» была упразднена Госинспекция финансового контроля при Правительстве Кыргызской Республики. Кроме того, были упразднены и сокращены ведомственные контролирующие структуры.

венность функций, выполняемых в рамках одного министерства, как правило, ведет к исполнению одной функции в ущерб другим.

К примеру, страховые организации помимо схожести своей деятельности с инвестиционными фондами, могут создаваться только в форме акционерных обществ. А это означает, что страховые организации обязаны предоставлять одни и те же отчеты в два разных ведомства – Министерство финансов и ГКРЦБ, при проведении проверки также возможно дублирование, поскольку проверяются одни и те же показатели, правильность формирования уставного капитала, соответствие предоставляемой в госорганы отчетности фактическому положению дел.

Учитывая, что характер управления страховой деятельностью, негосударственными пенсионными фондами и инвестиционных фондов в целом схожи между собой, то и регулирование может производиться одним органом, осуществляющим единый надзор.

Введение единого органа регулирования и надзора на небанковском финансовом рынке актуально также и с точки зрения экономии расходов государственного бюджета. Создание единого органа надзора на финансовом рынке однозначно могло бы привести к сокращению численности работников, занятых в надзорных органах, что в свою очередь будет способствовать экономии бюджетных средств. При этом, необходимо предусмотреть поэтапный переход бюджетного финансирования мегарегулятора на рыночное самофинансирование.

Введение единого надзора на финансовом рынке способствовало бы формированию благоприятной предпринимательской среды и привлечения иностранных инвестиций в республику. Это также способствовало бы ограничению необоснованного вмешательства государственных органов в деятельность субъектов предпринимательства, устранению административных препятствий и барьеров в сфере инвестиционной и иной предпринимательской деятельности.

Создание единого регулятора небанковского сектора принесет следующие экономические выгоды. Во-первых, воплотится так называемая идея взаимодействия участника финансового рынка с государством по принципу регулирования «единого окна». Образуется централизованное управление деятельностью по регулированию и надзору за финансовым рынком. Снизятся административные издержки участников финансового рынка в процессе лицензирования, раскрытия информации, предоставления отчетности, проверках их деятельности. Образуется система унифицированной отчетности для регулируемых организаций. Будут вве-

дены единые правила и стандарты деятельности финансовых организаций, что повышает прозрачность рынка и доверие к финансовому сектору. Сформируется комплексная система управления рисками на финансовом рынке. Снизится административное давление государства на участников финансового рынка. В Кыргызстане сегодня четыре основных регулятора осуществляют надзор за финансовым рынком – Национальный банк, Министерство финансов, ГКРЦБ, Госкомиссия по стандартам финансовой отчетности и аудиту. К примеру, в настоящий момент страховую организацию могут проверить на предмет правильности формирования уставного капитала и на достоверность предоставляемой отчетности одновременно Минфин при соблюдении лицензионных требований, ГКРЦБ, как эмитента ценных бумаг, ГКСФОА на правильность ведения бухгалтерской отчетности и пр. Проверка деятельности коммерческих банков и аудиторских организаций также возможна одновременно со стороны перечисленных организаций.

Появляется возможность избежать дублирования функций регуляторов, устраняется несогласованность в действиях министерств и ведомств. Одному регулятору легче взаимодействовать с различными зарубежными и международными финансовыми и правительственными организациями. В свою очередь, деятельность регулятора легче контролировать и осуществлять мониторинг со стороны вышестоящих органов власти. При этом создается единая база данных лицензированных организаций и лиц. Формирование на первоначальном этапе единого органа регулирования и надзора за небанковским финансовым сектором является благоприятной предпосылкой для создания единого органа регулирования и надзора за финансовым рынком в целом.

Вопросы финансирования подобной организации также могли бы стать предметом реформирования. На первом этапе создаваемая структура частично должна финансироваться за счет развивающихся способностей финансового рынка, но в основном за счет государственного бюджета. Однако, в перспективе необходимо предусмотреть, что надзорный орган полностью должен содержаться за счет взносов участников финансового рынка. Таким образом, регулятор должен быть полностью зависим от темпов и успешности роста данного сектора экономики. Через этот механизм можно рассмотреть реализацию принципа социального партнерства между регулятором и участником рынка.

Вполне оправдан и такой аргумент, что если потребитель финансовой услуги, прямо или косвенно заплативший за создание такого надзора, будет иметь право категорически требовать с

надзора защиты своих интересов. С другой стороны, при возрастании доходности и масштабов финансового рынка возрастает оплата труда сотрудников регулятивного органа, что в целом снижает возможности коррупции. Такой подход давно нашел свою реализацию в принципах работы Национального банка Кыргызской Республики.

Поэтапный переход на рыночное самофинансирование обосновывается тем, что все эти моменты обязательно должны найти отражение в законе о государственном регулировании финансового рынка для чего требуется время, а потребителям финансовых услуг необходимо дать достаточное время для того, чтобы соответственно спланировать и предусмотреть расходы соответствующих статей в своих бюджетах.

Таким образом, проблема создания мегарегулятора в Кыргызской Республике вполне скоро может найти свою реализацию, учитывая то обстоятельство, что подобные органы уже существуют в других постсоветских странах с переходной экономикой, а также соседних странах со схожей ситуацией в регулировании. Необходимость создания прозрачной и защищенной от необоснованного вмешательства со стороны государства финансовой системы является основой быстрых экономических изменений, что, в конце концов, напрямую влияет на рост экономики страны в целом.

4.2. Перспективные направления совершенствования методов государственного регулирования фондового рынка

Анализ экономик стран с формирующимися фондовыми рынками показал, что в таких странах государство обладает большими административными, финансовыми, а также иными ресурсами и механизмами, чем сектор частного предпринимательства. Поэтому, ведущая роль государства в ускоренном формировании рыночных отношений и предпринимательской среды на рынке ценных бумаг должна осуществляться в таких направлениях, как формирование регулятивной и организационной инфраструктуры, определение стратегии и политики развития фондового рынка

Структура организационных методов регулирования рынка ценных бумаг включает проблемы совершенствования лицензирования профессиональной деятельности, обеспечения адекватного и точного раскрытия информации об эмитентах и профессиональных участниках, надзорных мероприятий, этику фондово-

го рынка, а также соотношение государственного регулирования и саморегулирования на фондовом рынке.

4.2.1. Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

Лицензирование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг является способом государственного регулирования и контроля за соблюдением требований законодательства Кыргызской Республики, предъявляемых к профессиональным участникам рынка ценных бумаг.

Деятельность лицензированных профессиональных участников¹ рынка ценных бумаг, осуществляющих услуги на рынке ценных бумаг, связана с совершением гражданско-правовых сделок с ценными бумагами. К таким видам услуг относятся:

- осуществление доверительного управления переданными ему во владение, принадлежащими другому лицу в интересах этого лица или указанных этим лицом третьих лиц ценными бумагами, денежными средствами, предназначенными для инвестирования в ценные бумаги, денежными средствами и ценными бумагами, получаемыми в процессе доверительного управления ценными бумагами;
- оказание услуг по хранению ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги;
- привлечение денежных средств посредством выпуска и открытого размещения ценных бумаг и последующего диверсифицированного инвестирования привлеченных средств в ценные бумаги;
- ведение реестра владельцев ценных бумаг;
- предоставление услуг, непосредственно способствующих заключению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами между участниками рынка ценных бумаг.

Лицензирование профессиональной деятельности по ценным бумагам производится для упорядочения рыночных отношений, придания ему цивилизованных форм, предупреждения злоупотреблений на рынке ценных бумаг, защиты интересов инвесторов и общества в целом. Выдача лицензий различных видов профес-

¹ Порядок выдачи, приостановления действия и отзыва лицензий на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам определены Законом Кыргызской Республики «О лицензировании», а также положением «О порядке лицензирования профессиональной деятельности по ценным бумагам», утвержденного постановлением Правительства Кыргызской Республики от 4 июня 1999 года № 312.

сиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также их отзыв в случае нарушения требований законодательства Кыргызской Республики должны осуществляться на основе коллегиального принятия решений ГКРЦБ.

Одним из основных аспектов дискуссий в части совершенствования лицензирования профессиональной деятельности на формирующемся рынке является определение основного приоритета вектора развития. Или должно быть ужесточение условий работы с применением более высоких требований и ограничений, что должно в целом повысить надежность работы профессиональных участников, влиять на снижение уровня рисков на фондовом рынке, повысить гарантии в отношении исполнения интересов инвесторов, а также возможности «естественной конкуренции» на фондовом рынке.

В этом случае, необходимо повышать минимальные уровни достаточности собственных средств и квалификационных требований для ведения профессиональной деятельности на рынке и получения лицензии, а также внедрять различные механизмы мониторинга и раскрытия информации их текущего финансового положения, вводить ограничения и ужесточения условий пользования финансовыми средствами клиентов и пр.

В конечном итоге, такой подход ограничит количество компаний специализирующихся для работы на фондовом рынке. Это оправдано для стран с развитым или стран с успешно развивающимся фондовым рынком, где большое количество профессиональных участников и есть потребность в снижении их числа в пользу повышения качества и устойчивости их работы. В этом случае реализации данного сценария, количество профессиональных участников резко снизится. Поскольку работа на фондовом рынке в Кыргызстане не является столь доходным и динамичным, как в других странах, то количество вновь выданных лицензий не так велико. Это отражает предпринимательский интерес к рынку ценных бумаг. А среди уже действующих компаний есть пассивно работающие, находящиеся в «спящем» состоянии или не настолько активные и, возможно, имеющие определенные перспективные цели в данном секторе экономики. Поэтому, ужесточение условий лицензирования в конечном итоге приведет к уходу таких компаний с фондового рынка. К тому же, в стране реализуется политика либеральных реформ, главным девизом которого является «не создавать новых ограничений и препятствий» на пути осуществления бизнеса, что является также актуальной задачей для современной кыргызстанской экономики.

Применение либеральных подходов для осуществления бизнеса на рынке ценных бумаг республики диктуется небольшим количеством профессионалов и зарождающимся характером интересов и правоотношений в данном секторе экономики.

Проблема, связанная с поддержанием высокого уровня квалификации работников операторов рынка и совершенствование системы допуска специалистов на фондовый рынок является важным фактором снижения рисков. В настоящий момент допуск специалистов на рынок ценных бумаг осуществляется в рамках системы аттестации, установления квалификационных требований к специалистам рынка ценных бумаг и оценки их соответствия таким требованиям.

Квалификационные требования и экзамены должны быть приближены к практике фондового рынка и соответствовать государственной политике дерегулирования экономики, которое включало бы совершенствования системы допуска специалистов на рынок ценных бумаг и процедуры аттестации специалистов, повышение качества квалификационных требований к ним.

Порядок присвоения квалификации руководителям и специалистам специализированных депозитариев инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов должен быть унифицирован аналогично порядку, установленному для профессиональных участников рынка ценных бумаг. Для этого должны быть пересмотрены квалификационные минимумы и соответствующие базы вопросов для специалистов управляющих компаний и специализированных депозитариев.

Внесение изменений в квалификационные минимумы и базы вопросов по различным квалификациям на рынке ценных бумаг должно осуществляться на периодической основе по мере принятия новых нормативных правовых актов, регулирующих деятельность рынка ценных бумаг с целью повышения качества экзаменационных тестов.

Для эффективности указанной работы и качества взаимодействия между регулятором рынка и обучающими организациями, саморегулируемыми организациями, уполномоченными организациями необходимо создать постоянно действующие рабочие группы с участием специалистов из указанных организаций.

При совершенствовании баз вопросов для сдачи соответствующих экзаменов основные усилия надо сосредоточить на увеличении количества вопросов по каждой из квалификаций для более полного охвата предметной области и исключения возможности механического запоминания ответов. В перечне вопросов

необходимо увеличить долю вопросов ситуационного характера и моделирования ситуации, максимально приближенные к реальным в деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг. Представляется целесообразным и впредь ориентироваться на открытые базы вопросов.

Кроме совершенствования квалификационных требований, процедур присвоения квалификаций, процедур контроля за соответствием профессиональных участников рынка ценных бумаг указанным требованиям, представляется важным стимулировать разработку и внедрение на рынке необязательных, но желательных сертификаций специалистов компаний. Сертификации могут вводиться по таким отдельным направлениям работы на рынке ценных бумаг, как инвестиционная аналитика, управление рисками, внутренний учет операций с ценными бумагами. Указанные сертификации могут иметь как международный, так и национальный статус, и могут присваиваться, в том числе, и саморегулируемыми организациями.

При ГКРЦБ функционирует учебно-информационный центр. Основными задачами центра являются осуществление деятельности по различным направлениям образования, проведения обучающих программ для специалистов рынка ценных бумаг, создание информационной базы по фондовому рынку Кыргызской Республики. Данный центр также должен решать вопросы обеспечения единого информационного пространства на фондовом рынке республики, общедоступной информационной базы данных об эмитентах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг и функционировании рынка ценных бумаг, утверждение квалификационных требований, предъявляемых к лицам и организациям, осуществляющим профессиональную деятельность с ценными бумагами, путем проведения обучающих курсов по рынку ценных бумаг.

Таким образом, в части лицензирования необходимо проведение политики поддержания высоких стандартов надежности и качества работы профессиональных участников рынка ценных бумаг при относительно низких общих требованиях для получения такого разрешения. Поэтому задача поддержания высоких стандартов прозрачного, устойчивого и качественного ведения бизнеса на фондовом рынке должна реализовываться за счет эффективных надзорных мероприятий государственного регулятора в сотрудничестве с различными формами рыночного саморегулирования.

4.2.2. Адекватное и точное раскрытие информации

Проведенный в работе анализ показал, что одним из главных условий обеспечения прозрачности рынка ценных бумаг является раскрытие информации, что означает обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам, независимо от целей получения данной информации. Требования к раскрытию информации в республике в целом соответствуют международным стандартам, сформулированным в соответствующих документах Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO)¹. Эффективное раскрытие информации является ключевым механизмом поддержания высокого общественного рейтинга компании на рынке и среди инвесторов, а также против возможных мошеннических действий со стороны эмитента. Однако существует ряд вопросов, над которыми следует целенаправленно проводить работу по совершенствованию.

Главной целью раскрытия информации на рынке ценных бумаг является защита инвесторов. Вложение средств в ценные бумаги всегда связано с определенной долей риска. Наличие достаточной и достоверной информации о компании позволит инвестору оценить степень риска при инвестировании своих средств в ценные бумаги данной компании. Также, владельцы ценных бумаг должны иметь доступ к информации об эмитенте, чтобы они могли оценить состояние своих ценных бумаг и принимать соответствующее решение.

Информацию о себе должны раскрывать, в том числе и лицензированные профессиональные участники рынка ценных бумаг. Раскрытие информации лицензированным профессиональным участником рынка ценных бумаг важно как для самих профессиональных участников, так и для их клиентов.

Эффективная система раскрытия информации должна включать обязательные стандартные формы и содержания, подлежащие для санкционированного разглашения на рынке. В практике, помимо обязательной информации, сама компания для целей привлечения внимания инвесторов обычно может давать дополнительные сведения. При этом важным аспектом адекватного и точного раскрытия информации в целях защиты интересов инвесторов является обеспечение эффективного мониторинга и надзора, в первую очередь, со стороны государственного регулятора.

¹ «Международные стандарты по раскрытию информации при международных размещениях и первичном листинге ценных бумаг иностранных эмитентов»; «Международные стандарты непрерывного раскрытия информации».

Ведущая роль на рынке ценных бумаг принадлежит эмитентам ценных бумаг – предлагающие различные финансовые продукты (инструменты), поэтому раскрытие информации эмитентом ценных бумаг имеет большое значение для развития фондового рынка. Информационная открытость эмитента – необходимое условие не только для успешного размещения эмиссии, но и поддержания ликвидности ценных бумаг в процессе их дальнейшего обращения на фондовом рынке. Потенциальным покупателям для принятия решения необходим набор информации об эмитенте, о его финансово-хозяйственном положении, доходности ценных бумагах, чтобы они могли проанализировать целесообразность приобретения или отчуждения данных ценных бумаг.

Эмитентов ценных бумаг можно условно разделить на несколько категорий. Первая категория эмитентов ведет активную политику на рынке ценных бумаг. Как правило, это крупные компании с устойчивым финансовым положением. Они заинтересованы в поддержании и развитии рынка своих акций и, соответственно, в раскрытии информации о себе. Информационная открытость таких компаний, естественно, увеличивает привлекательность их ценных бумаг. Ценные бумаги таких компаний пользуются спросом и активно продаются на рынке ценных бумаг.

Другая группа – это компании, испытывающие финансовые трудности, и остро нуждающиеся в инвестициях. Их руководство готово поделиться властью со стратегическим инвестором ради выхода из кризиса. С этой целью такие компании могут осуществлять дополнительные выпуски акций с целью привлечения инвестиций. Для таких компаний жизненно важным является раскрытие информации о себе. При надлежащем информировании о своем предприятии, о его задачах и преимуществах, при этом, не искажая информации, вероятность размещения дополнительных акций увеличивается.

Третья группа – это компании, преобладающий пакет акций которых сосредоточен у руководства компании. Эти компании неохотно раскрывают информацию о своем предприятии. Ценные бумаги таких компаний обычно являются неликвидными. В случаях финансовых затруднений таким компаниям трудно будет привлечь средства через механизмы рынка ценных бумаг.

Информационная открытость эмитента, положительным образом влияет на ликвидность его ценных бумаг. Акционеры подобных компаний находятся в преимущественном положении по сравнению с акционерами компаний, которые не в полной мере раскрывают информацию. Акционер, владеющий достаточной

информацией, будет реализовывать свои акции по справедливой цене и соответственно более доходной.

Эмитент, раскрывая информацию о себе, тем самым, также рекламирует свою компанию, продукцию, услуги и др., что должно положительно отразиться на его финансово-хозяйственной деятельности. Достаточная информация на рынке ценных бумаг расширяет круг участников рынка ценных бумаг. Лицо, еще не предполагающее приобрести ценные бумаги, может принять решение об их покупке, ознакомившись с проспектом эмиссии или другим документом, раскрывающим информацию об эмитенте.

Особая роль в системе раскрытия информации отводится ГКРЦБ, которая следит за порядком раскрытия информации и обеспечением прозрачности на рынке ценных бумаг. Это является одной из основных функций ГКРЦБ, которой сделаны значительные шаги в регулировании процесса раскрытия информации участниками рынка в части условий объема и форм раскрываемой информации.

Существуют различные методы раскрытия информации эмитентами. Во-первых, регистрация проспекта эмиссии ценных бумаг и обеспечение доступа содержащейся в нем информации. Во-вторых, обязательное опубликование для всеобщего сведения годового бухгалтерского баланса, отчета о финансовых результатах и иные сведения. И, в-третьих, годовые, ежеквартальные отчеты по ценным бумагам, а также сообщения о существенных фактах, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента.

Прежде чем ценные бумаги достигают фондового рынка, их выпуск должен быть зарегистрирован в государственном уполномоченном органе. Регистрация эмиссии ценных бумаг (включает проспект эмиссии) обеспечивает раскрытие адекватной и точной информации о существенных фактах, касающихся компании и предлагаемых ею к продаже ценных бумаг. Проспект эмиссии – это документ, издаваемый эмитентом ценных бумаг и содержащий информацию об эмитенте и выпускаемых им ценных бумагах. В соответствии с законодательством Кыргызстана регистрация проспекта эмиссии производится при размещении ценных бумаг среди владельцев, число которых превышает 50, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 500 размеров минимальной месячной заработной платы, установленной в Кыргызской Республике.

Проспект эмиссии должен содержать данные об эмитенте, данные о финансово-хозяйственной деятельности эмитента, све-

дения о предстоящем выпуске ценных бумаг. Только после обеспечения эмитентом доступа к информации, содержащейся в проспекте эмиссии, разрешается размещение ценных бумаг нового выпуска. Проспект эмиссии – это основной документ при размещении ценных бумаг, содержащий достаточную информацию.

Следует специально отметить, что регистрация выпуска ценных бумаг в ГКРЦБ требует, но не гарантирует точность фактов, представленных в регистрационном заявлении и проспекте. Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» установлен запрет на предоставление ложных сведений в заявляемых документах. Ответственность за предоставление таких сведений должны нести соответствующие должностные лица эмитента.

Основными законодательными актами, регулирующими порядок раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, являются Гражданский кодекс Кыргызской Республики, Законы Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах», а также различные нормативные документы ГКРЦБ¹.

Годовой отчет² по ценным бумагам составляется по итогам каждого завершенного финансового года, который должен быть утвержден соответствующим органом управления эмитента и представлен в ГКРЦБ. Владельцам ценных бумаг эмитента он должен предоставляться по их требованию. Эмитенты, выпуск ценных бумаг которых сопровождался регистрацией проспекта эмиссии, обязаны составлять ежеквартальный отчет³ по ценным

¹ Например, правила учета и отчетности в акционерных обществах; положение «О ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг»; «О порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг»; типовой информационный проспект эмиссии ценных бумаг для акционерного коммерческого банка открытого типа; типовой проспект эмиссии ценных бумаг для акционерных обществ открытого типа; типовой проспект эмиссии инвестиционного фонда.

² В годовой отчет по ценным бумагам включаются: общие сведения об эмитенте, сведения об органах управления; о владельцах 5% и более акций; данные об уставном капитале; о состоянии ценных бумаг эмитента; сведения о полученной прибыли и дивидендах; сведения о регистраторе и аудиторе общества; информация о собраниях эмитента, а также финансовая отчетность эмитента за отчетный год. В годовой отчет также включается иная информация, имеющая отношение к ценным бумагам эмитента.

³ Данный отчет содержит сведения об эмитенте, о владельцах 5% и более акций, об органах управления, сведения о регистраторе и аудиторе общества, информацию о владении эмитентом 5% и более уставного капитала других предприятий, информацию о фактах, повлекших увеличение (уменьшение) прибыли, увеличение (уменьшение) активов, данные о состоянии акций эмитента, финансовая отчетность эмитента, а также другая информация.

бумагам, который представляется в ГКРЦБ и владельцам ценных бумаг по их требованию.

Сообщения о существенных фактах¹ направляются в ГКРЦБ, а также должны быть опубликованы в печатных средствах массовой информации. Например, несмотря на наличие в Законах Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах» требований о раскрытии эмитентом информации об акционерах эмитента, владеющих не менее чем 5 % его уставного капитала или не менее чем 5 % его обыкновенных акций, в реальности состав владельцев эмитентов далеко не всегда известен инвесторам.

Поэтому возможно следует несколько ужесточить механизм принудительного раскрытия информации и установить, чтобы приобретатель соответствующей доли ценных бумаг эмитента уведомлял об этом не только уполномоченный орган государственного регулирования, но и самого эмитента ценных бумаг в течение не более 5 дней с момента приобретения. С другой стороны, за нераскрытие информации о приобретении пакета ценных бумаг, можно было бы такого недобросовестного приобретателя лишить права голоса по акциям на общем собрании акционеров, непосредственно следующим за датой приобретения пакета. Дополнения такого рода необходимо внести в вышеназванные законы.

Для принятия серьезных инвестиционных решений необходимо провести финансовый анализ предприятия. Финансовый анализ проводится в основном на основании данных, представленных в финансовых документах общества. Существуют различные методы оценки ценных бумаг эмитента, их привлекательности, с помощью которых рассчитываются различные показатели, которые являются индикатором состояния эмитента и привлекательности ее ценных бумаг в качестве объекта инвестирования. Расчет этих показателей невозможен без данных из финансовой отчетности эмитента.

Поэтому почти все документы, позволяющие раскрывать информацию об эмитенте, содержат финансовую отчетность, которая является главным источником информации об эмитенте и определяющей при оценке состояния эмитента. Любая отчетность без приложенных к нему финансовых показателей эмитента не

¹ Такими признаются сведения об изменениях в списке лиц, входящих в органы управления, об изменениях в списке владельцев (акционеров) эмитента, владеющих 20 процентами и более уставного капитала, о реорганизации эмитента, его дочерних и зависимых обществ, о начисленных или выплаченных доходах по ценным бумагам эмитента, о погашении ценных бумаг и др.

даст полного представления об эмитенте. Без финансовой информации невозможно определить финансовую устойчивость эмитента.

В Кыргызской Республике продолжается процесс становления предприятий на путь информационной открытости. Но бывают случаи, когда ГКРЦБ встречает непонимание со стороны некоторых руководителей эмитентов. Зачастую это связано с защитой руководителей компаний от скупки акций нежелательным инвестором путем закрытия доступа к любой информации о своей деятельности.

Другая проблема связана с переходом на международные стандарты бухгалтерского учета. Различные подходы в исчислении показателей привела к несопоставимости финансовой информации, представленной в отчетности за различные периоды времени. А это, как известно, является ключевым условием при их анализе и принятии решений об инвестировании, кредитовании и пр.

Следует отметить, что ГКРЦБ не имеет возможности обеспечить всех заинтересованных лиц информацией о деятельности компаний. Эта функция возложена на самих эмитентов, которые не всегда могут полностью обеспечить доступ к раскрываемой информации в силу различных причин, например дороговизна печатных площадей газет, недостаточная техническая оснащенность и т.д. В этой связи, необходимо принятие комплекса мер по, так называемому, «принуждению» эмитентов и участников фондового рынка к раскрытию информации. Законодательством устанавливается, что за достоверность предоставляемой информации несут ответственность должностные лица эмитента.

Остаются неудовлетворительными меры административного воздействия на нарушителей порядка раскрытия информации. В этой связи требуется внесение изменений в существующее законодательство с целью ужесточения как административных, так уголовных мер воздействия за правонарушения подобного рода.

Кодекс Кыргызской Республики «Об административной ответственности» предусматривает санкции к руководителям за нарушение порядка или ненадлежащее раскрытие информации, а также искажение представляемой информации. Практика показывает, что существующие механизмы принуждения (а это административные штрафы) не являются действенными, поскольку размеры их небольшие и для должностных лиц эмитента они не являются значительными, чтобы в последующем не нарушать законодательство.

Вред и ущерб инвесторам могут быть существенными в результате нарушения должностными лицами эмитента порядка раскрытия информации, а особенно внесение в перечень раскрываемой информации заведомо ложной информации, искажающей действительное положение компании и соответственно вводящих в заблуждение добросовестных инвесторов в последующем при принятии решения о сделке с ценными бумагами. По сути, внесение заведомо недостоверной информации является основанием для проведения мошеннических действий и массовому обману инвесторов. Поэтому и ответственность должна быть значительной.

Данный момент должен найти отражение в Уголовном кодексе Кыргызской Республики. В результате существенно повысится ответственность за недобросовестные и противоправные действия должностных лиц эмитента к нарушениям подобного рода, и будут действенным механизмом защиты прав и интересов инвесторов.

Актуальной проблемой в области раскрытия информации, характерной для стран с зарождающимся фондовым рынком, является незначительный интерес со стороны средств массовой информации в освещении текущего состояния рынка ценных бумаг в целом и по отношению к конкретным эмитентам в частности. Основанием этому является вялая торговля на фондовых биржах и низкая ликвидность, доходность операций ценными бумагами. В результате существенно ограничиваются возможности в получении заинтересованными инвесторами разносторонней, полноценной информации об интересующих их компаниях с анализом текущей ситуации, сведениями об главных должностных лицах, планах развития компании в перспективе, выпуске новой продукции, связях с новыми инвесторами и инвестиционными проектами, а также текущем изменении курсовой стоимости их ценных бумаг и пр.

Поэтому отдельной задачей политики является необходимость принятия мер по освещению в общедоступных средствах массовой информации текущего состояния рынка ценных бумаг.

Возникает потребность в создании центра, где могла бы накапливаться информация, куда при необходимости могут обратиться заинтересованные лица для получения требуемой им информации. На первом этапе данная структура могла бы функционировать в качестве государственного предприятия. В дальнейшем, с повышением интереса со стороны потребителей к информации такого рода, возможно было бы рассмотреть деятельность данной структуры на коммерческой основе. В связи с развитием информационных технологий целесообразно рассмотреть вопросы размещения раскрываемой информации в специально созданной

для этого страничке в сети «Интернет», что увеличит возможность привлечения инвестиций в предприятия республики.

Одной из основных задач при создании современного финансового рынка является обеспечение гарантированного доступа к качественной бухгалтерской отчетности заинтересованным пользователям. Общеизвестной мировой практикой формой финансовой отчетности является ее соответствие Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО). Кыргызстан в административном порядке декларировал переход на данный стандарт. Поэтому требуются действия со стороны государственных органов по созданию эффективной системы контроля полноты и своевременности раскрываемой отчетности, быстрому преодолению организационного этапа и внедрению стандартов финансовой отчетности на рынке.

4.2.3. Совершенствование системы контроля и управления рисками на рынке ценных бумаг

В работе отмечалось наличие на фондовом рынке различных видов рисков, которые объективно существуют и влияют на принятие решения инвестором, которые по своей природе являются следствием неразвитого законодательства и зарождающимся характером рынка ценных бумаг. Риски представляются своеобразными «источниками» проблем, на основе которых необходимо совершенствовать законодательную базу рынка и вырабатывать конкретные меры по решению возникающих вопросов.

Для контроля и снижения уровня рисков необходимо целенаправленное осуществление различных мер. Более полный учет принципа дифференцированности, обеспечивающего адекватную оценку достаточности средств различным видам профессиональной деятельности, различные уровни величины собственных средств, сумм страховок, гарантий и т.д. Операторам рынка необходимо использовать банковские гарантии, создать систему постоянного поддержания уровня достаточности собственных средств, а также повышать достоверность расчета величины собственных средств за счет перехода на МСФО.

Особый подход необходим для тех профессиональных участников, которые совмещают различные виды деятельности на рынке ценных бумаг. Требования к собственным средствам должны учитывать необходимость реализации мер, направленных на минимизацию конфликта интересов, вызванного совмещением различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг.

Внедрение практики страхования рисков профессиональных участников рынка, стимулирование их участия в гарантийных (компенсационных) фондах, позволяющие ограничить возможные потери инвесторов, связанные с проблемами операторов рынка или их противоправными действиями. Для этого может быть использованы механизмы страхования рисков с учетом величины страхового покрытия при расчете собственных средств и оценке их соответствия требованиям к собственным средствам. На развитых рынках ценных бумаг, страхование финансовых посредников является неременным условием их деятельности.

Страхование подлежат операционные риски рынка, связанные с техническими упущениями работников, сбоями в работе программно-технических комплексов и средств связи, а также противоправными действиями¹ сотрудников компании и третьими лицами.

Важно также страхование кредитных рисков, связанные с несоблюдением контрагентом участника рынка условий и сроков выполнения финансовых обязательств (непоставка оплаченных ценных бумаг, неоплата поставленных ценных бумаг).

Как уже отмечалось выше, на кыргызстанских торговых площадках не осуществляется Интернет – торговли, но перспективное его развитие также предполагает необходимость разработки мер по снижению рисков и страхованию.

Процесс внедрения страхования операторов рынка, надо осуществлять совместно с рыночными саморегулируемыми организациями для реализации механизмов взаимного страхования, разработке методов определения страховой премии и страхового покрытия, а также снижении стоимости страховых продуктов.

Целесообразно образование специального фонда, который обеспечивал бы защиту частных инвесторов от различного рода убытков от чрезвычайных событий. В гарантийных (компенсационных) фондах должны аккумулироваться средства для покрытия возможных убытков инвесторов, вызванные кризисными обстоятельствами либо неэффективным управлением денежными средствами и ценными бумагами клиентов. Поэтому, при расчете и

¹ Противоправные действия включают операции с поддельными (подложными) расчетными (платежными) документами, поддельными ценными бумагами, фальшивыми денежными знаками, уничтожение либо модификация информации в программно-технических комплексах оператора рынка или в электронных системах связи с контрагентами в результате неправомерного доступа, противоправных действий, направленных на уничтожение информации (сбои в работе программно-технических комплексов, вирусы), перехват и изменение электронных сообщений и др.

оценке соответствия требования к собственным средствам, также следует учитывать вклад операторов рынка в таких фондах.

Анализ опыта США показал, что Корпорация защиты инвесторов является важной составной частью общей системы защиты прав инвесторов в этой стране. Это достаточно сложная система, позволяет снизить нерыночные риски инвестиционной деятельности и максимально смягчить¹ их негативные последствия, особенно для частных инвесторов. Считаем важным образование подобного фонда на рынке ценных бумаг республики при контроле со стороны государства. Компенсации должны выплачиваться в ограниченных случаях, связанные с потерей инвестиционной компанией способности выполнять свои обязанности и обязательства перед третьими лицами, а также в случаях криминальных преступлений.

Подобный фонд мог бы быть создан при обязательном условии образования в качестве саморегулируемой организации, направленной на повышение безопасности и исключения системных рисков, объединяющей операторов рынка ценных бумаг, как на принципах однородных видов деятельности (и соответственно имеющие однородные риски), так и работающие в различных сегментах фондового рынка.

Источниками формирования гарантийных (компенсационных) фондов могут быть обязательные платежи членов, добровольные взносы в фонд других организаций, штрафы, взыскиваемые с нарушителей и др. Для стимулирования создания фонда взносы следует признавать затратами, которые должны относиться на себестоимость и не учитываться при определении финансовых результатов до момента изъятия данных средств из компенсационного фонда. Выплаты инвесторам из компенсационных фондов должны осуществляться быстрее, чем при страховании профессиональной деятельности операторов рынка.

Для усиления контроля за достаточностью собственных средств профессионального участника рынка ценных бумаг, пре-

¹ Корпорация компенсирует потери инвесторов на сумму до 500 тыс. долларов США, из которых 100 тыс. может приходится на наличные, остальное – на ценные бумаги. Корпорация – некоммерческая организация, членами которой являются компании по ценным бумагам (брокерско-дилерские фирмы). Фонд корпорации образуется за счет взносов членов. Из семи членов правления пять назначаются президентом США, 1 – министерством финансов, 1 – правлением ФРС. Корпорация обязана ежегодно представлять отчет в Комиссию по ценным бумагам и биржам, последняя, в свою очередь, вправе проводить проверки ее деятельности и вносить соответствующие коррективы. (См. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. - М.:Экзамен,2002, стр.277).

буется повысить частоту представления отчетности¹, содержащей информацию о собственных средствах. При расчете и оценке соответствия требованиям к собственным средствам, имело бы смысл, рассматривать банковские гарантии, выданные операторам рынка.

Необходимо уточнение требований к минимальному размеру собственных средств кредитных организаций, являющимися профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Видимо на них целесообразно распространение специальных требований к величине собственных средств. При этом методике расчета собственных средств кредитной организации - профессионального участника рынка ценных бумаг кредиторам следовало бы разработать совместно с Национальным банком Кыргызской Республики.

В настоящий момент ГКРЦБ проводит планомерную работу по переводу отчетности профессиональных участников рынка ценных бумаг на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). Переход на МСФО позволит добиться существенного повышения финансовой «прозрачности» операторов рынка ценных бумаг, за счет достоверности расчета величины собственных средств, а также внедрит стандарты отчетности, понятные иностранным инвесторам и партнерам, что в конечном итоге способствует улучшению инвестиционного климата в стране.

В деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг недостаточно развиты внутрикорпоративные процедуры управления рисками. Для этого государственному регулятору следует разработать к ним специальные требования, где должны быть учтены рекомендации Международной организации комиссий по рынку ценных бумаг (IOSCO), а также наиболее эффективная практика управления рисками.

В свою очередь, операторы рынка должны будут утвердить и внедрить внутренние процедуры управления рисками, включающие порядок управления рисками и декларацию о рисках профессиональной деятельности. В порядке управления рисками должны быть определены риски, которые несет оператор в процессе своей деятельности, процедуры управления каждым видом риска, требования к раскрытию информации об управлении рисками, требования к содержанию и периодичности внутреннего контроля за управлением рисками.

В дальнейшем ГКРЦБ следует разработать специальные требования к «риск – менеджерам» операторов рынка, включающие

¹ В настоящий момент такая отчетность сдается в ГКРЦБ один раз в квартал.

требования к их образованию, квалификации, наличию соответствующих аттестатов и сертификатов, которые на первоначальном этапе могли бы носить рекомендательный характер. Должны быть установлены требования к содержанию процедур, включающим финансовые, организационные и дополнительные методы управления рисками. Финансовые методы направлены на определение требований к размеру финансовых ресурсов оператора рынка и контролируемых показателей, отражающих уровни рисков. Организационные методы устанавливают порядок действия сотрудников по управлению рисками в соответствии с их должностными обязанностями и внутренними документами.

Большое значение будет иметь обязанность операторов фондового рынка представлять инвесторам декларации о рисках. Декларация должна содержать описание рисков и объяснение механизмов их возникновения, описание главных параметров, использованных во внутренней модели оценки рыночного риска, обзор принципов и процедур проверки моделей на реальных данных, сведения о порядке раскрытия информации и т.д. Кроме вышеуказанных требований можно было бы рекомендовать также раскрывать информацию о системе управления рисками, используемых моделях управления рисками, адекватности таких моделей для широкого круга потребителей.

В качестве дополнительных методов управления рисками могут использоваться: страхование профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; заключение фьючерсных контрактов, направленных на снижение рыночного риска; приобретение и отчуждение опционов; использование рейтингов ценных бумаг; использование системы качественных показателей и лимитов к составу портфеля; проверка качества системы управления рисками внешними аудиторами и пр.

Вероятность возникновения рисков, связанных с конфликтом интересов, обусловлена практикой совмещения различных видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг. В частности, конфликта интересов при совмещении: брокерской и дилерской деятельности; брокерской и депозитарной деятельности; деятельности кредитных организаций с брокерской и дилерской деятельностью и пр. С развитием и расширением фондового рынка будет также увеличиваться перечень случаев, характеризующихся конфликтом интересов.

Для этого также необходимо разработать определенные требования к деятельности оператора рынка, которые включали бы следующие принципы: разрешение конфликта интересов осуще-

ствляется всегда в пользу клиента (инвестора); наличие четких разграничений полномочий между подразделениями оператора рынка осуществляющими разные виды деятельности; установлены ограничения на сочетание активных операций профессионального участника рынка ценных бумаг.

Рекомендации инвестиционных аналитиков профессиональных участников рынка ценных бумаг являются определяющими при принятии инвесторами решений. Неверные рекомендации, в том числе сформированные под влиянием конфликта интересов, являются основой существенных инвестиционных рисков. Поэтому необходима разработка этических требований к деятельности инвестиционных аналитиков, которые могут быть использованы как механизм контроля деятельности аналитиков и компаний, формирующих инвестиционные рекомендации. Как правило, конфликты интересов в деятельности аналитиков возникают при работе в структуре профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих отношение к размещению рекомендуемых аналитиками ценных бумаг, либо когда аналитики владеют ценными бумагами рекомендуемых ими эмитентов.

Поэтому, следует законодательно ввести квалификацию инвестиционного аналитика. В этическом кодексе профессиональной деятельности инвестиционных аналитиков должны быть учтены международные стандарты и рекомендации в отношении норм профессионального поведения аналитиков, так и специфика отечественного фондового рынка.

В кодексе должны быть определены требования: к уровню профессиональной подготовки и квалификации аналитиков; независимости и объективности рекомендаций; обеспечения конфиденциальности информации, полученной от клиентов; о запрете искажения фактов, используемых при подготовке рекомендаций; информирования своих клиентов о конфликтах интересов; о запрете использования служебной информации в личных интересах и др.

Инвестиционные аналитики должны информировать своих клиентов о принадлежащих им ценных бумагах, владение которыми может повлиять на способность аналитиков давать непредвзятые и объективные рекомендации. При этом сделки с ценными бумагами для клиентов должны иметь приоритет над сделками, в которых инвестиционные аналитики имеют прямую или косвенную заинтересованность. Подготовка рекомендаций должна в полной мере учитывать финансовое положение клиента (включая изменения), его цели и возможности. Аналитики должны раскрывать принципы и методы, используемые при подготовке рекомен-

даций, отборе ценных бумаг и формирования портфеля, а также основные характеристики рекомендованных инвестиций и риски, связанных с такими инвестициями.

Аналитик не вправе распространять и использовать в корыстных целях закрытую служебную информацию, а также искажать факты или делать заявления, которые неверно характеризуют услуги, предоставляемые ими, профессиональными участниками, неверно определяют уровень их квалификации. В кодексе могут также найти отражение требования о запрете аналитикам осуществлять вложения в определенные ценные бумаги в течение определенного периода времени.

На наш взгляд, кодекс должен носить рекомендательный характер и стимулировать повышение уровня профессиональной квалификации инвестиционных аналитиков, включая различные экзамены и получение международной сертификации. В то же время необходимо внедрить систему мониторинга за соблюдением аналитиками положений такого кодекса. В равной степени это должно относиться и к другим операторам рынка, формирующим инвестиционные рекомендации. В рамках такой системы должно обеспечиваться сравнение инвестиционных рекомендаций операторов рынка с осуществляемыми ими операциями по покупке и продаже ценных бумаг, с действиями оператора в рамках проектов, в которых они выступают в качестве финансовых консультантов.

Анализ проведенный выше показал, что практика развития фондового рынка республики еще не созрела в части регулирования и контроля разделения счетов брокеров и их клиентов. Очевидно, что осуществление контроля и ограничение рисков инвесторов от разделения счетов брокеров и их клиентов и сохранности средств клиентов, находящихся на брокерских счетах и счетах доверительного управления возможны лишь в случае, если такое положение закреплено на законодательном уровне.

Такое разделение необходимо для обеспечения сохранности денежных средств клиентов при обращении взыскания на средства брокера (доверительного управляющего), в том числе при банкротстве брокера (доверительного управляющего). Для решения данной проблемы необходимо в Закон «О рынке ценных бумаг» ввести категорию отдельного банковского счета - специального брокерского счета, открываемого брокером в кредитной организации. На указанном счете должны находиться денежные средства, переданные клиентами брокеру для инвестирования в ценные бумаги, а также денежные средства, полученные по сделкам, совершенным брокером в интересах клиентов. Также надо устано-

вить, что на денежные средства клиентов, находящихся на специальном брокерском счете, не может быть обращено взыскание по обязательствам брокера.

Развитие системы резервирования является также важным механизмом снижения рисков операторов рынка от неправомерного «раздувания» показателя их собственных средств и обеспечения контроля за показателями рыночных цен финансовых активов операторов рынка.

Система резервирования должна предусматривать создание операторами рынка резервов от обесценения ценных бумаг, которое создается ежеквартально в случаях снижения котировки ценной бумаги по сравнению с ее бухгалтерской оценкой за счет финансовых результатов деятельности организации, что в итоге приводит к уменьшению на данную сумму собственных средств профессиональных участников.

В соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО), понятие «обесценение финансовых активов» относится ко всем финансовым инструментам, включая инструменты, не обращающиеся на рынке. В этой связи следует предусмотреть в правилах бухгалтерского учета операций с ценными бумагами профессиональных участников требования создавать резервы также под те активы, которые не имеют рыночной котировки. Совершенствование системы резервирования должно стать одним из перспективных направлений развития политики регулирования ГКРЦБ, тем более, что данный вопрос усиливается в связи с внедрением стандартов МФСО в Кыргызской Республике.

Выше в анализе деятельности институтов коллективного инвестирования нами отмечалось, что они сокращают инвестиционный риск относительно мелких частных инвестиций, и в то же время формируют некоторые новые риски. Деятельность ГКРЦБ в области коллективных инвестиций должна быть направлена, в том числе и на ограничение рисков, возникающих в связи с функционированием институтов коллективных инвестиций. Поэтому требуется более активно использовать различные возможности по предупреждению убытков инвесторов, возникающих по причине неэффективного функционирования отдельных институтов коллективных инвестиций.

В качестве мер по снижению рисков в отрасли коллективных инвестиций должны применяться программы защиты инвесторов. Организованная программа защиты инвесторов благоприятно влияет на фондовый рынок, укрепляет доверие к нему и его институтам. Одной из наиболее распространенных форм защиты

инвесторов является создание компенсационных фондов, которые организуются в основном для защиты участников неплатежеспособных схем коллективного инвестирования.

Выплаты из компенсационного фонда покрывают, как правило, убытки клиентов членов фонда, которые не в состоянии вернуть доверенные им деньги и ценные бумаги. В создании компенсационных фондов должны принимать участие институты коллективного инвестирования, а также СРО.

Компенсационный фонд может быть организован в форме общества взаимного страхования. В рамках этого общества профессиональные участники рынка ценных бумаг, действующие коллективно, страхуют своих клиентов от мошенничества, халатности, утери документов и т.п. Преимущества этого метода в его простоте, дополнительном контроле со стороны профессионального сообщества, а недостатки – в значительных затратах, предельном уровне страховых выплат и множестве исключений из правил. Формирование компенсационного фонда в такой форме станет дополнительным условием предупреждения ошибок и нарушений, т.к. поведение каждого отдельного института коллективных инвестиций будет находиться под контролем всего профессионального сообщества отрасли коллективных инвестиций.

4.2.4. Совершенствование методов государственного надзора на рынке ценных бумаг

Важнейшим условием доверия инвесторов к фондовому рынку является соблюдение их прав и законных интересов эмитентами, профессиональными участниками рынка ценных бумаг, институтами коллективного инвестирования. Проведенный анализ показал, что для обеспечения такого доверия государство должно обеспечить эффективные механизмы надзора на рынке в целях принуждения эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, институтов коллективного инвестирования к соблюдению требований законодательства, установить меры ответственности за нарушения, а также предоставить инвесторам эффективные способы защиты своих прав и законных интересов государственными органами.

Совершенствование методов надзора на рынке ценных бумаг необходимо рассматривать в двух уровнях, это процедурный и надзорный. На первом уровне, в процессе подготовки и регистрации эмиссий ценных бумаг, выдачи квалификационных свидетельств и лицензий профессиональных участников необходимо развивать механизмы юридической подготовки документов на со-

ответствие законодательству по рынку ценных бумаг, как для регистрации эмиссии, так и выдачи соответствующих разрешений на профессиональную деятельность.

На другом уровне, совершенствовать контроль правильного и единообразного исполнения участниками рыночных взаимоотношений законодательства, путем проверки деятельности эмитентов на предмет соответствия законодательству о рынке ценных бумаг, лицензированных профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также работа с жалобами и заявлениями населения и т.д.

Эффективная система надзора на рынке ценных бумаг должна решать задачи:

- своевременного получения полной и достоверной информации об эмитентах, профессиональных участниках рынка ценных бумаг, институтах коллективного инвестирования, оперативного выявления случаев нарушения указанными лицами прав и законных интересов инвесторов;

- проведения всестороннего, полного, объективного и своевременного выяснения причин, условий и обстоятельств, связанных с нарушением прав и законных интересов инвесторов;

- применения адекватных и своевременных действий в целях защиты нарушенных прав инвесторов и акционеров, в том числе наложения административных санкций на лиц, совершивших правонарушения, и обеспечения их надлежащего исполнения.

Надзорные мероприятия должны осуществляться на основе следующих принципов: 1) единства нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка; 2) равных возможностей, означающие стимулирование государством конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников; 3) равенства всех участников рынка перед регулятивными органами; 4) сочетания функционального и институционального регулирования при организации контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников рынка; 5) приоритетности в защите мелких инвесторов, всех форм коллективных инвестиций при развитии системы регулирования рынка; 6) максимального снижения и разделения рисков; 7) предотвращения конфликтов интересов на основе регулирования вопросов совмещения видов профессиональной деятельности.

Для достижения поставленных целей могут использоваться как правовые, административные, так и экономические методы воздействия на рынок ценных бумаг, включая делегирование части контролирующих полномочий саморегулируемым организациям профессиональных участников рынка ценных бумаг. Осущест-

вление надзорных функций ГКРЦБ обеспечивается на основе следующих законодательных актов – Конституции Кыргызской Республики, Гражданского Кодекса Кыргызской Республики, Кодекса Кыргызской Республики «Об административной ответственности», Уголовного Кодекса Кыргызской Республики, Законов Кыргызской Республики «О хозяйственных товариществах и обществах», «О рынке ценных бумаг», различных нормативных положений Правительства Кыргызской Республики и ГКРЦБ.

Для защиты прав фондовых инвесторов применяются методы функционального либо институционального государственного регулирования. Принцип функционального регулирования состоит в четком разделении полномочий между разными органами управления в зависимости от отношений, которые они регулируют. При институциональном регулировании компетенция государственных органов определяется по видам организаций (например, профессиональные участники рынка ценных бумаг, страховые организации), даже если они и осуществляют одинаковые виды деятельности или участвуют в одинаковых отношениях¹.

При функциональном подходе компетенция государственных органов определяется по виду отношений, независимо от вида организации, которые в них участвуют и устанавливаются жесткие правила совершения определенных операций. Поскольку в большинстве случаев на рынке ценных бумаг основной акцент делается на то, как профессиональные участники обслуживают клиентов, а не на финансовое состояние профессиональных участников, именно методы функционального регулирования составляют основу государственного регулирования. Этим обуславливается необходимость принятия детальных стандартов профессиональной деятельности.

Методы институционального регулирования связаны, прежде всего, с регулированием финансового положения конкретных финансовых институтов, качеством управления ими и направлены на предупреждение финансовой несостоятельности объектов регулирования (например, установление требований к размеру собственных средств участников, регулирование структуры активов и пассивов, ограничение или запрещение участия в рискованных операциях и др.). Институциональное регулирование является основой регулирования банковской деятельности, но также широко

¹ Доклад Федеральной службы по финансовым рынкам «О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации», Материалы заседания правительства Российской Федерации от 25.11.2004, с.48

применяется и на рынке ценных бумаг в тех случаях, когда специфика конкретных видов профессиональной деятельности делает необходимым контроль за финансовым положением участников для защиты интересов инвесторов и других субъектов рынка (например, депозитарная и расчетно-клиринговая деятельность).

Таким образом, недостатки институционального регулирования очевидны. Реализация этого принципа создает основу для дублирования функций государственного регулирования различными органами. Этот принцип не позволяет добиться единства государственного регулирования одних и тех же отношений с участием разных видов организаций, а также одинакового уровня надзора за ними. При институциональном регулировании одни и те же отношения в силу различных представлений разных государственных органов без должных причин регулируются по-разному. Результатом этого являются «двойные стандарты» для субъектов, участвующих в одних и тех же отношениях, что создает неоправданные преимущества отдельным из них. Кроме того, это снижает эффективность государственного контроля, поскольку ни один из государственных органов не может вполне отвечать за свою сферу регулирования, так как недостатки в ней зависят не только от эффективности его деятельности, но и эффективности деятельности иных органов. Именно эта ситуация еще раз подтверждает и обосновывает необходимость создания единого регулятора для обеспечения эффективного регулирования.

Анализ¹ выявленных правонарушений на отечественном рынке ценных бумаг позволяет сделать вывод о том, что в разные периоды времени органы надзора концентрировали усилия на наиболее важных, в обеспечении защиты прав инвесторов, направлениях.

Наиболее грубыми нарушениями законодательства в республике являются факты не распределения акций среди членов трудового коллектива, порядка начисления и выплаты дивидендов, проведения общих собраний акционеров, не предоставления информации инвесторам и не включение акционеров в реестры, либо необоснованные их исключение. Выявлены факты нарушений в части ведения реестров владельцев ценных бумаг, прежде всего, утрата реестра или незаконное изменение записей в реестре, что привело к серьезным негативным последствиям для инвесто-

¹ Более подробно анализ выявляемых нарушений на фондовом рынке рассмотрен в монографии Абдынасырова У.Т. - Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования – Б.: Акыл, 2002, с.172-186.

ров. По таким случаям материалы проверок должны быть переданы в соответствующие правоохранительные органы.

Другими наиболее серьезными нарушениями на рынке ценных бумаг, связанными с торговыми операциями являются:

- манипулирование ценами;
- использование инсайдерской информации;
- нарушения правил маржинальной торговли;
- незаконное использование клиентских денег в собственных целях;
- сокрытие аффилированности с другими организациями;
- предоставление недостоверной информации в отчетных документах.

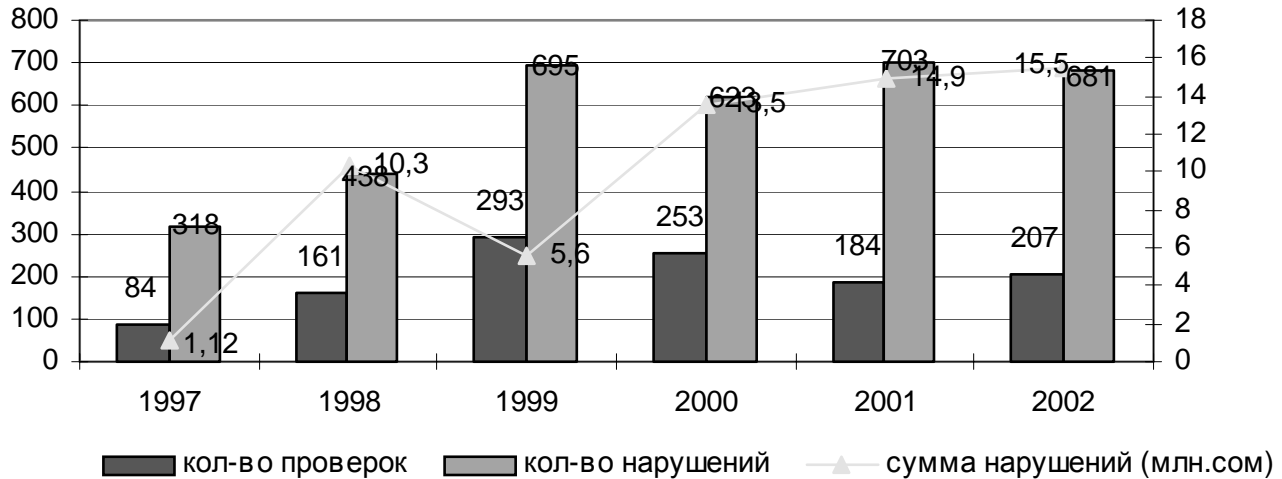
Однако, подобного рода факты относятся к категории «новых видов нарушений», которые в большей степени характерны для стран с развитыми фондовыми рынками и поэтому требуют мобилизации административного и интеллектуального потенциала государственного регулятора для выработки правовых механизмов противодействия.

Защита прав инвесторов должна совершенствоваться по следующим направлениям: а) развитие и совершенствование нормативной правовой базы рынка ценных бумаг; б) повышение информационной прозрачности рынка и его открытости; в) повышение эффективности судебной системы как части правовой реформы; г) совершенствование системы профилактики нарушений на фондовом рынке с учетом использования механизмов саморегулируемых организаций; д) усиление контроля со стороны государства за деятельностью и финансовой отчетностью профессиональных участников на основе введения института уполномоченных аудиторских организаций; е) повышение роли государства в преодолении кризисных ситуаций на рынке ценных бумаг; ж) поддержка государством добровольного страхования рисков профессиональными участниками рынка ценных бумаг; з) защита прав эмитентов и инвесторов.

При этом целями защиты являются: создание надежных механизмов снижения рисков операций с ценными бумагами; развитие финансовых инструментов инвестирования средств инвесторов; содействие формированию эффективной модели корпоративного управления приватизированными предприятиями; предотвращение социальных взрывов и конфликтов путем защиты прав участников рынка ценных бумаг, и в первую очередь прав инвесторов; борьба с суррогатами ценных бумаг и с мошенничеством, пресечение незаконной деятельности на рынке ценных бумаг.

Диаграмма 4.2.1.

Общее количество проверок, выявленных нарушений и их суммы с 1997 по 2002 годы



Указанные цели должны реализоваться через единый комплекс мер, скоординированных между государственными органами и профессиональными участниками рынка ценных бумаг. При этом приоритетом должно быть обеспечение добровольного вложения временно свободных денежных средств инвесторами в инструменты рынка ценных бумаг и поэтому главной практической целью государственного регулирования является обеспечение доверия инвесторов к рынку.

Основным инструментом воздействия на нарушителей законодательства Кыргызской Республики по ценным бумагам, которое имеется у Госкомценбумаг, является наложение административных штрафов на должностных лиц акционерных обществ и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Тем не менее, в рамках действующего законодательства существует целый ряд препятствий для проведения эффективного контроля в интересах инвесторов и акционеров. Во-первых, одной из типичных проблем контроля в рамках правового поля Закона Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» является ограниченность возможностей регулирующего органа, поскольку основные правонарушения (в частности нарушения прав акционеров) имеют место, когда акции эмитента уже находятся в обращении. Во-вторых, существующая нормативно-правовая база, предусматривающая ответственность участников рынка ценных бумаг, пока еще «фрагментарна» и не обеспечивает должной защиты прав инвесторов.

Анализ показал, что реальные полномочия государственного надзора по правоприменению оказались явно недостаточными по сравнению с теми функциями, которые возложены законодательством на ГКРЦБ. Для этого требуется законодательно расширить и ввести дополнительные полномочия, к которым можно было бы отнести такие права, как:

- безусловный доступ и получение необходимых материалов в поднадзорных организациях, включая и информацию косвенно связанных с выпуском и обращением ценных бумаг, защитой прав акционеров.

- применение мер, направленных на предотвращение банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг;

- введение в организацию профессионального участника рынка ценных бумаг временной администрации;

- проведение расследований фактов нарушений законодательства, как манипулирование ценами и использование инсайдерской информации.

Успешная борьба с данными нарушениями возможна только при помощи конкретных мер административной и уголовной ответственности с соответствующими изменениями в законодательстве.

Следует отметить, что, несмотря на значительный объем законодательства, некоторые вопросы деятельности на фондовом рынке в настоящее время практически не урегулированы, что существенно затрудняет применение уже существующих законодательных актов и подтверждает необходимость дальнейших усилий по укреплению институциональной и правовой основы регулирования рынка ценных бумаг. К числу таких вопросов и проблем относятся: 1) регулирование рынка срочных инструментов, базисным активом которых являются ценные бумаги; 2) регулирование выпуска и обращения складских свидетельств, ипотечных и иных ценных бумаг; 3) регулирование ликвидации (банкротства) профессиональных участников рынка ценных бумаг; 4) совершение сделок с использованием служебной информации; 5) манипулирование ценами на рынке ценных бумаг; 6) совершение сделок между аффилированными лицами; 7) интернет-трейдинг и др.

Также требуется установить ответственность профессиональных участников рынка ценных бумаг (брокеров, дилеров, управляющих ценными бумагами), осуществляющих операции с денежными средствами и ценными бумагами, за соблюдение правил внутреннего контроля по выявлению любых операций, прямо или косвенно связанных с отмыванием преступных доходов. Профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны принимать меры по противодействию отмыванию доходов, полученных преступным путем.

К таким мерам относится выявление операций с денежными средствами и иным имуществом, удовлетворяющих специальным критериям противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем. При этом в целях выявления указанных операций профессиональные участники рынка ценных бумаг обязаны установить и соблюдать правила внутреннего контроля, направленные на их выявление, а также назначать специальных должностных лиц, ответственных за соблюдение таких правил.

При этом ГКРЦБ должна быть наделена полномочиями по аннулированию лицензии профессионального участника в случае нарушения специальных требований противодействию легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем. Для этого также должен быть принят специальный закон, который бы

позволил существенно повысить эффективность борьбы государства с легализацией преступных доходов, что в целом способствовало бы повышению доверия потенциальных инвесторов к финансовому рынку. Данный вопрос представляется перспективным и имеет меньший объем, чем, например, в других странах с формирующимися рынками, но работа над данной проблемой должна стать составной частью государственного надзора ГКРЦБ.

Практика показывает, что, несмотря на проделанную к настоящему времени значительную работу по созданию правовой основы регулирования рынка ценных бумаг, инвесторы зачастую не могут получить эффективной защиты в случае противоправных посягательств на их права и законные интересы. Кроме того, часто оказывается, что ГКРЦБ не имеет достаточных полномочий, чтобы обеспечить надлежащее исполнение положений существующих законов. Для развития общих положений Закона «О рынке ценных бумаг», в части надзора за указанными моментами необходима разработка и принятие специального закона «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», где нужно предусмотреть полномочия регулятора для обеспечения эффективной защиты прав инвесторов.

Помимо этого, в ряде случаев, даже при наличии необходимой правовой базы и достаточных полномочий регулирующих органов, реализация этих полномочий сильно затрудняется отсутствием необходимой материально-технической и организационной основы, что свидетельствует о необходимости принятия дополнительных мер по повышению эффективности системы надзора и правоприменения на фондовом рынке.

В практике стран с развитыми фондовыми рынками наиболее серьезными видами нарушений является торговля с использованием инсайдерской информации и манипулирование ценами. В настоящий момент работа, проводимая государственным регулятором по выявлению и противодействию противозаконной торговле на рынке ценных бумаг с использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами, находится явно на недостаточном уровне.

Законом Кыргызской Республики «О рынке ценных бумаг» установлены требования к использованию служебной информации и запрет на манипулирование ценами. Использование служебной информации способно нанести существенный ущерб акционерам и повлечь за собой значительные негативные последствия для финансового состояния общества и его деловой репутации, а также нанести вред финансовому рынку в целом. Манипулирова-

ние ценами исключает справедливость ценообразования на обращающиеся финансовые инструменты, вводит в заблуждение инвесторов относительно реального рыночного спроса и предложения, что приводит к неправильным решениям инвесторов и, как следствие, к потере инвестиций.

Вред от подобного рода нарушений заключается в нарушении принципа равного поля и права равной возможности получения срочной, ключевой информации при принятии решения о сделке участником рынка. Подобную информацию ГКРЦБ сегодня получает различными способами, которые включают: получение отчетности, раскрытие информации, проведение проверок, рассмотрение дел об административных правонарушениях на рынке, рассмотрение жалоб и заявлений граждан и юридических лиц, анализ публикаций в средствах массовой информации.

Однако, для выявления некоторых правонарушений, эти способы являются неэффективными, поскольку такую информацию получают уже после того, как событие уже произошло. Поэтому существенно снижаются возможности выявления таких серьезных правонарушений, как использование инсайдерской информации и манипулирование ценами на рынке ценных бумаг.

В этой связи важнейшим условием выявления случаев использования инсайдерской информации является создание системы мониторинга на рынке ценных бумаг. Указанная система должна позволять отслеживать не только параметры торговли ценными бумагами (котировки ценных бумаг и объемы сделок) на организованном рынке, но и весь объем финансовой информации из различных источников (СМИ, информационные агентства, информация иных государственных органов). Такая система мониторинга может предоставлять регулятору возможность доступа к торгам ценными бумагами в режиме реального времени.

Инсайдерская торговля и манипулирование ценами настолько взаимосвязаны в рыночной практике, что их невозможно достаточно четко разделить. Тем более, отсутствуют законодательно закрепленные признаки манипулирования ценами, что фактически делают невозможным установление таких фактов. Поэтому необходимо принять меры по законодательному закреплению признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг, а также полномочий государственного регулятора по проведению проверок таких фактов.

Для противодействия инсайдерской торговле следует разработать специальные дополнения в законодательство. Содержание положений должно включать отражение следующих основных мо-

ментов. Необходимо дать определение понятию инсайдерской информации. Должен быть установлен перечень ценных бумаг и иных финансовых инструментов, где может использоваться этот противоправный механизм, а также круг лиц, располагающих инсайдерской информацией (инсайдеров) или имеющих прямо, косвенно доступ к привилегированной информации эмитента. Отражены формы ограничений на использование инсайдерской информации, а также требования о раскрытии такой информации. Детально расписаны полномочия уполномоченного органа исполнительной власти по выявлению и предотвращению правонарушений, а также механизм реализации. Установлены меры ответственности, в том числе уголовную, за использование инсайдерской информации, соответствующие степени причиненного вреда.

В основу определения основных признаков манипулирования ценами следует положить следующие критерии:

- одновременное либо последовательное выставление заявок, приводящее к наличию в торговой системе двух или более заявок противоположной направленности, инициированных одним и тем же лицом, в которых цена покупки ценной бумаги выше либо равна цене продажи такой же ценной бумаги (с учетом комиссии биржи в случае совершения сделок по указанным заявкам);

- совершение двумя или более участниками торгов в собственных интересах либо интересах клиентов двух или более взаимных сделок, то есть сделок, в которых каждый из участников торгов в течение небольшого промежутка времени при неизменной конъюнктуре рынка выступает и в роли покупателя, и в роли продавца одной и той же ценной бумаги. При этом данные сделки не имеют экономического смысла для одного из участников торгов (либо его клиента) или для обоих участников торгов (либо их клиента);

- неоднократное выставление участником торгов в собственных интересах либо в интересах клиента заявок, имеющих наибольшую цену по покупке либо наименьшую цену по продаже, в результате которых заключаются сделки, приводящие к существенному увеличению или снижению цены ценной бумаги.

В конечном итоге, государственный регулятор должен учитывать опыт других стран с формирующимися рынками, где распространено использование оффшорных фирм в целях манипулирования ценами или легализации (отмывания) доходов, полученных преступным путем.

В настоящий момент, законодательство не предоставляет органам государственного надзора необходимых полномочий для

эффективной профилактики случаев несостоятельности и банкротства профессиональных участников рынка ценных бумаг и обеспечения надлежащей защиты прав инвесторов в этой связи. Поэтому, целесообразно предоставление специальных прав ГКРЦБ по отстранению руководителей от должности в организациях, где усматриваются признаки несостоятельности и введения временной администрации, а также возможности вынесения решений о приостановлении операций (блокировании банковских счетов, счетов депо, лицевых счетов в реестре владельцев ценных бумаг) профессионального участника на определенный срок для оперативной проверки указанных фактов, свидетельствующих о возможности банкротства профессионального участника рынка ценных бумаг.

Законодательство не предусматривает мер административной или уголовной ответственности за целый ряд таких нарушений как: манипулирование ценами на рынке ценных бумаг; совершение действий в собственных интересах при наличии конфликта интересов профессионального участника и интересов клиента; незаконное использование средств клиентов; нарушение правил маржинальной торговли; нарушение правил определения стоимости чистых активов инвестиционных фондов; нарушение правил выплаты компенсаций при погашении инвестиционных паев и др.

Совершение указанных нарушений, как уже отмечалось, не влечет применения мер административной или уголовной ответственности, а является лишь нарушением лицензионных требований и условий. В лучшем случае может повлечь приостановление действия или аннулирование лицензии. Однако, применение указанных санкций не всегда является оптимальным способом воздействия на профессионального участника рынка ценных бумаг или институт коллективного инвестирования, поскольку в этом случае страдают интересы инвесторов.

Поэтому требуется внести соответствующие дополнения в Кодекс Кыргызской Республики об административной ответственности за нарушение порядка учета аффилированных лиц, также порядка предоставления и раскрытия информации об аффилированных лицах.

С учетом тяжести правонарушения, связанного с незаконным использованием инсайдерской информации и манипулированием ценами на рынке ценных бумаг, необходимо также установить соответствующую административную и уголовную ответственность.

Сегодня уже является реальностью интеграция фондового рынка республики в мировую экономическую и финансовую сис-

темы. В этой связи возрастает уязвимость ее финансового рынка от внешних воздействий. Важнейшими элементами механизма обеспечения экономической безопасности Кыргызстана являются мониторинг и прогнозирование факторов, определяющих угрозы экономической безопасности. При этом следует иметь в виду, что выявление и пресечение фактов теневой экономики и отмывания на рынке преступных денег – это, прежде всего, прерогатива правоохранительных органов.

Большое значение для повышения эффективности регулирования имеет международное сотрудничество. Как уже отмечалось выше, ГКРЦБ является членом Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO), в рамках которой проходит постоянный обмен информацией и опытом регулирования и контроля. В последнее время в целях взаимодействия, в том числе по вопросам правоприменения и расследования нарушений на рынке ценных бумаг, ГКРЦБ заключены и практически реализуются специальные соглашения о взаимодействии с целым рядом стран СНГ и дальнего зарубежья. Данное направление развития государственного регулирования является перспективным и в дальнейшем требует определенных практических навыков и механизмов реализации со стороны сотрудников регулятора.

4.3. Интеграция рынка ценных бумаг в глобальную финансовую систему и проблемы регулирования

Активные процессы глобализации экономик открывают новые возможности для стран с формирующимися рынками ценных бумаг в привлечении капитала для развития компаний, новых форм и источников инвестиций для экономики в целом. Страны, испытывающие экономические трудности могут получить необходимые займы и инвестиции на международном финансовом рынке¹. Развивающиеся страны, не обладающие достаточными инвестиционными ресурсами, привлекая иностранные капиталы, осуществляют инвестиции без чрезмерного ограничения потребления. инвесто-

¹ Рубцов Б.Б. выделяет четыре этапа мирового хозяйства и мировой валютно-финансовой системы в XX веке: 1) с конца XIX в. до первой мировой войны; 2) период между двумя мировыми войнами; 3) период существования Бреттонвудской валютной системы (с 1945 г. по 1971 г.); 4) с начала 1970-х годов по настоящее время.

Он также дает следующее определение международному фондовому рынку – «система отношений и институтов, складывающихся при межстрановых перемещениях фиктивного капитала». См. Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002, стр. 203, 218.

ры, приобретая активы разных стран, имеют возможность снизить ценовые риски и направить сбережения для наиболее эффективного использования.

Это становится возможным благодаря быстрой трансформации, обусловленной технологическими нововведениями и глобализацией рынка. страны с формирующимися рынками достигли значительного прогресса в инфраструктуре рынка, учреждениях, регулировании. Были установлены компьютеризированные торговые системы с расширенными возможностями и прозрачностью. Поэтому вопросы конкурентоспособности отечественного фондового рынка на региональном, так и глобальном рынке капиталов становится отдельной задачей государственной политики.

С другой стороны, появляются новые риски системного кризиса экономики, основные причины которого зародились в других странах. Глобализация финансовых рынков привела к заметному росту волатильности, усилила эффект распространения финансовых потрясений на мировых рынках. Особенно это касается развивающихся стран и стран с переходной экономикой. Ярким примером может послужить влияние Азиатского кризиса 1998 года, который непосредственно выступил толчком в развитии финансового кризиса в России. Последствия последнего было ощутимо также и в Кыргызской Республике. В этой связи должны разрабатываться организационные и процедурные механизмы, которые могли бы противостоять таким негативным проявлениям.

Для торговли товарами и услугами уже не существует государственных границ, но законодательная база ее регулирования еще не обрела конкретной формы. Мировая интеграция рынков капиталов, в особенности развивающихся рынков, требует большей идентичности в их юридических вопросах, вопросах регулирования и операционных процедурах. При этом приоритетом должно стать обеспечение защиты инвесторов. Регулирование должно быть последовательным и соответствовать принципам политики дерегулирования, либерализации экономики, а также упрощения проведения трансграничных операций с ценными бумагами.

Увеличивающиеся объемы торгов и рыночной капитализации внутреннего фондового рынка отчасти стали возможными в результате увеличивающихся темпов привлечения иностранного капитала на фондовый рынок республики, а также в процесс приватизации, участия иностранных институциональных инвесторов, увеличения количества внутренних инвесторов и эмитентов.

Стали более унифицированными и эффективными разрешительные системы и системы урегулирования спорных моментов.

Во многих государствах издаются законы и правила, в целом отвечающие единообразным требованиям и учреждаются независимые регулирующие агентства с соответствующими схожими полномочиями.

На каждом уровне финансовой структуры необходим менеджмент по управлению рисками, который недостаточно развит в нашей республике (такое положение в целом характерно для развивающихся рынков). Необходимо внедрение новых финансовых разработок, а также развитие финансового проектирования, что потребует инвестиций в человеческие ресурсы. Сегодня для того, чтобы быть конкурентоспособными на мировом рынке важны инновации, а регулирующая структура должна эти нововведения поддерживать и стимулировать.

Следует проводить совместную работу по определению адресатов в других странах, заинтересованных в фондовом рынке Кыргызстана и касающихся вопросов международной торговли. Значительная консолидация в индустрии финансовых услуг, размывает границы между банковским делом, страхованием и фондовым рынком. Эта консолидация требует расширенного сотрудничества между регуляторами, даже в пределах одной отрасли. В мировой практике уже нет понятия «внутренних» рынков, по своей природе индустрия становится глобальной, потому, что эмитенты наращивают капитал там где угодно и дешевле. А инвесторы вкладывают свои деньги туда, где это наиболее выгодно.

Глобализация обусловила появление некоторых перемен, связанных в первую очередь с новыми технологиями, потому что на сегодняшний день она является основной движущей силой на рынке. Большую роль в этом процессе играет быстрое развитие компьютерной сети Интернет. Подобные достижения ставят перед регуляторами определенные трудности. Однако, здесь нужно формировать одинаковый подход в отношении метода регулирования, который бы смог работать в любом государстве.

Анализ влияния глобализации и технологической инновации на развитие рынка ценных бумаг показывает, что успешные компании развивающихся рынков, способны получить капитал на мировом рынке, там где это сделать дешевле. Сегодня одни и те же инструменты все шире торгуются на различных рынках различных стран. Самой интернациональной фондовой биржей мира остается Лондонская фондовая биржа. В конце 1990-х годов здесь прошли листинг примерно 2400 эмитентов акций, из которых около 500 – иностранные. Доля иностранных акций в общем обороте торговли акциями на этой бирже в 1990-е годы составляла примерно 40%.

Известно, что оборот торговли акциями многих континентальных эмитентов (из Бельгии, Швеции, Нидерландов, Голландии) на Лондонской фондовой бирже больше, чем этими же акциями на национальных фондовых биржах¹. Хотя, опыт Лондонской фондовой биржи, наверное, больше исключение, чем правило.

Совместное владение рынками, объединения, альянсы и партнерства между биржами, сотрудничество между регуляторами - все это сегодня часть международной экономической действительности. Подобные партнерства становятся значительными, прежде всего, для стран с формирующимися рынками, поскольку позволяют снизить затраты и предложить больший набор услуг для своих клиентов.

Международные эксперты отмечают, что в скором будущем роль местных фондовых рынков резко изменится. Типичные источники доходов, такие как, оплата за листинг и прочие, не будут более являться основными и поэтому необходимо думать о новых видах услуг, которые могут принести дополнительный доход.

На практике же, в связи с политическими, социальными и экономическими различиями, довольно сложно сделать такие структуры функциональными. Большое количество различий в регулировании делает межгосударственную процедуру согласования весьма затруднительной. Даже в Европе процесс интеграции развивался десятилетиями.

Однако данная тенденция усиливается. Как уже отмечалось выше, Кыргызская фондовая биржа (КФБ) является членом Федерации Евро-азиатских бирж (FEAS), которая включает 21 фондовую биржу, где лидирующую роль играет Стамбульская Фондовая Биржа. Различные объединения в основном имеют одинаковые миссии и задачи².

Посредством альянсов и партнерств биржи пытаются создать общие торговые площадки, процедуры, листинговые стандарты, требования, предъявляемые к формированию капитала, квалификации для финансовых посредников и системы менеджмента по управлению рисками. Международная федерация фондовых Бирж

¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.:Экзамен,2002, стр.207.

² Например, миссия FEAS заключается в создании справедливой, эффективной и прозрачной рыночной среды с легко преодолимыми препятствиями допуска к торгам или при их полном отсутствии для государств-членов FEAS и регионов, где они оперируют. Согласование правил и процедур регулирования, внедрение новых технологий на рынках членах FEAS, все это значительно облегчит задачи организации по совершенствованию рынков, обеспечению кросс-листинга, предоставлении возможности обращения выпущенных ценных бумаг на территории стран-членов FEAS.

(FIBV) является самой крупной коммерческой организацией на рынке ценных бумаг. FIBV играет главенствующую роль в процедуре межгосударственного согласования (международная торговля, публичные предложения) и лоббирования интересов рынка. FIBV также поддерживает развивающиеся рынки в их работе по глобализации стандартов. Другие международные организации, такие как Международный комитет по стандартам бухгалтерского учета, Международная организация комиссий по ценным бумагам (IOSCO) проводят совместную работу по совершенствованию международных стандартов согласования и рыночной интеграции.

В этой связи считаем, что для развивающихся стран с небольшими рынками будет целесообразным объединение торговой площадки в одну региональную международную биржу, где ее эффективность будет основываться на низких тарифах, высоких стандартах обеспечения прозрачности информации и либеральных разрешительных нормах. При этом отметим, что саморегулируемые организации являются лучшей моделью, по сравнению с тотальным регулированием комиссий по ценным бумагам. Однако, постоянный надзор государственного регулятора необходим для контролирования, прежде всего, конфликта интересов.

Такой подход несколько противоречит позиции «суверенитета» рынка, согласно которой каждая страна должна обладать своей торговой площадкой. Но законы рынка диктуют, что выживают эффективные и конкурентоспособные. А компании, которых интересует привлечение инвестиций, выберут в конечном итоге наиболее ликвидные и эффективные торговые площадки. При этом их роль присутствия на неэффективных «суверенных» рынках будет оставаться, но больше символически.

На разных стадиях доработки находятся согласование стандартов бухгалтерского учета, требований листинга, регулирования, квалификации финансовых посредников. Ожидается, что данные изменения принесут эффективность и снизят расходы глобального инвестора. Все эти направления являются важными для развивающихся рынков, поскольку они должны найти свой путь, чтобы выжить в глобальной системе.

Изменяется и традиционная структура собственности бирж, когда требованием являлось наличие специальной пропорциональности и правил принятия решений. Бизнес движется быстрыми темпами, поэтому фондовые биржи должны быть гибкими и быстро принимать решения, а не каждый раз получать одобрение остальных членов организации на внедрения какого-либо нововведения. В настоящий момент актуальным является вопрос возмож-

ности преобразования в коммерческие организации, где доступ к торгам должен будет отделен в зависимости от владения рынком. В этой связи регулятор должен будет проанализировать воздействие реструктуризации членской организации на функции регулирования, в частности на управление конфликтами интересов.

Новые технологии существенно повлияли на финансовые рынки, появились новые типы торговых систем. Это включает автоматизацию существующих фондовых бирж, а также рост новых независимых торговых систем, которые быстро развиваются и на международном рынке. Благодаря технологиям происходит быстрая передача информации и уже нет необходимости в непосредственном контакте между сторонами, осуществляющими сделку. Быстрый и дешевый способ доступа к информации зарубежных рынков имеют как индивидуальные, так и институциональные инвесторы. Все это привело к увеличению объемов международной торговли и, следовательно, повысило количество вопросов законодательного плана.

В данном случае не исключение и фондовый рынок Кыргызстана. Как уже указывалось выше, в республике существует две торговые площадки, Кыргызская фондовая биржа (КФБ) и Биржевая торговая система (БТС). Конкурентоспособность последней альтернативной системы строилась именно за счет снижения затрат за возможность проведения торговых сделок.

Новые технологии сильно повлияли на способы оперирования рынком. Альтернативные Торговые Системы (АТС)/Электронные Коммуникационные Сети захватили значительную долю объема торгов традиционных бирж. Данными торговыми системами владеют крупные финансовые посредники с большими финансовыми возможностями, которые расширяются глобально. Поэтому неизвестно кто, в конечном итоге, будет более конкурентоспособным в состязании между Альтернативными Торговыми Системами и традиционными организаторами торговли. Поэтому финансовые посредники занимают позиции в нескольких системах, для сохранения своего права выбора.

Развитие данных систем поставили вопрос о том, что по определению является биржей, и каким образом будут регулироваться новые торговые системы. В дополнение к обычному надзору за оператором, фондовый рынок будет нуждаться в координации регулирования его операторов по отношению к каждой АТС. Поэтому, установление минимального набора требований к регулированию, обеспечило бы порядок на рынке. Реакцией на это могла бы послужить консолидация различных СРО, существ-

вующих на данное время на рынке, которое устранило бы конфликт интересов.

В мировой практике, благодаря технологиям появилось очень много новых торговых систем, которые из-за их низкой стоимости легко установить, поэтому больше нет необходимости в торговых залах бирж, как и в непосредственных контактах, лицом к лицу, для осуществления каких-либо сделок. Торговые системы выполняют задачи подобно бирже: они передают приказы от заказчика к исполнителю, затем приказы сводятся и происходит сделка. Процесс также включает в себя распространение данных о ситуации до торгов и после торгов на рынок. К тому же регуляторы заняты микроструктурой торговых систем, их исполнением торговых правил, их влиянием на процесс раскрытия цен, конкуренции. Владеть и оперировать АТС может один посредник либо их группа. При этом, они не подпадают под определение «биржи» и следовательно, не обязаны исполнять аналогичные функции и обязанности, включая роль СРО.

По сравнению с торговыми системами, биржи должны быть более зарегулированными, поскольку они должны обеспечить процесс осуществления торгов, централизацию торговли. Им необходимо согласовывать порядок работы с Комиссией по ценным бумагам. И поэтому им сложно быстро реагировать на изменения рыночной среды, выдерживать конкуренцию и использовать новые деловые возможности. Зарегистрированные биржи должны иметь адекватную способность, должны публично распространять информацию, как до проведения сделок, так и после. Альтернативные торговые системы являются доходными организациями, в то время как биржи традиционно являются некоммерческими членскими организациями.

В США, Канаде, Европе, Австралии и даже на некоторых развивающихся рынках быстрый рост новых торговых систем вызвал горячие споры о том, как АТС должны регулироваться. Являются ли они биржами, брокерами или дилерами? Имеют ли они конкурентные преимущества по сравнению с биржами? Становятся ли они все более значимыми, каким образом они могут быть интегрированы в рынки?

В настоящий момент АТС имеют лицензию и соответственно регулируются как брокеры и дилеры, но не как биржа. Поэтому государственному регулятору нужно быть очень внимательным и даже осторожным в своем подходе регулирования, чтобы не воспрепятствовать инновациям и новшествам.

В США определение «биржа» было пересмотрено, ныне понятие «биржа» подразумевает любую организацию, ассоциацию или группу, которая: (1) доставляет приказы, как покупателей, так и продавцов; (2) использует установленные методы и правила, согласно которым эти приказы взаимодействуют друг с другом.

Поэтому, возможно, также имеется необходимость в кыргызстанском законодательстве упрощения определения терминологии фондового рынка и обеспечение гибких возможностей для внедрения современных форм и методов осуществления торговли.

Современные технологии дают все возможности осуществления глобальных и интегрированных рынков, также становится реальностью круглосуточное осуществление торгов. В этой связи реальное препятствие глобальному рынку может заключаться именно в регулировании, а не в технологиях. Отсутствует адекватная структура рынка, в которой можно было бы работать.

Поэтому, следует сделать выбор, надо ли более полное применение полномочий регулятора для интегрирования в глобальный рынок и тем самым осуществлять поэтапный переход или обеспечить «открытую» границу для фондового рынка. С одной стороны, Кыргызстан не может предложить достаточное количество финансовых инструментов, которые могли бы заинтересовать глобальный рынок и инвесторов, с другой стороны, инвестиционный потенциал и возможности среднего отечественного инвестора не позволяют им быть активными игроками на глобальном рынке и поэтому не могут быстро интегрироваться.

К тому же существует и проблема соответствия стандартов регулирования глобальной торговли ценными бумагами. Потому, что не существует единого регулятора с полномочиями, распространяющимися на весь глобальный рынок капиталов. Такое сложно было воплотить даже в пределах Европейского Союза (ЕС), несмотря на то, что страны ЕС имеют общую социальную, политическую и экономическую основу. Это единственный регион в мире, который выпустил Директиву по Инвестиционным Услугам, имеющий силу в нескольких странах.

Если каждая страна будет иметь своего собственного регулятора, возникают различные вопросы. Например, торговая система физически расположена на территории одной страны, но является частью хозяйственного объединения в другой стране, из какой страны пришли инвесторы, к какой стране принадлежат финансовые институты, вовлеченные в сделку и пр. Согласование правил относительно квалификации финансовых посредников, требова-

ний капитала, регистрации новых ценных бумаг, требований листинга, торговых систем упростит ведение бизнеса.

Поэтому регулирование международной торговли может основываться на двух основных подходах. 1) *Подход двойного признания*: Это означает доверие первичному регулятору и будет оно работать только в тех странах, где правила и регулирования аналогичны либо, по крайней мере, очень схожи. Большинство развивающихся рынков не попадают в их число. Здесь будет большая политика, вовлеченная в определение стран, чьи регуляторы сравнимы. Развитые рынки будут выбирать страны, где регулирование сравнимо с их рынком. 2) *Подход регистрации биржи*: Согласно которому, внутренний регулятор использует те же правила и регулирования к иностранным так и к внутренним биржам, оперирующим в стране. Как результат глобализации, биржи столкнулись с несколькими направлениями регулирования, что делает этот подход дорогостоящим.

Действия по интеграции фондового рынка республики в глобальный финансовый рынок должны основываться, прежде всего, на реализации 30 принципов, рекомендованных Международной организацией комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Цель регулирования в процессах интеграции должна быть в содействии и соответствии «лучшим рынкам», в увеличении капитала и торговли ценными бумагами, а также решении трех задач 1) защита инвесторов; 2) обеспечение гарантии того, что рынки являются справедливыми, эффективными и прозрачными; 3) сокращение системного риска.

Полное раскрытие информации, является самым важным фактором для обеспечения защиты инвесторов. Полное раскрытие позволяет инвесторам принимать их собственные решения относительно риска и вознаграждения, и таким образом, они могут сами защищать свои интересы. Ключевые компоненты раскрытия охватывают принятие стандартов бухгалтерского учета и аудита, принятых во всем мире.

Регуляторы могут защищать рынки и инвесторов от нечистой торговли и манипуляции, устанавливая такую структуру рынка, которая не будет давать преимущества одним над другими. Эффективность может быть достигнута при условии, что необходимая информация распространяется своевременно и это отражается на процессе ценообразования. При этом очень важно понимать, что любые действия регуляторов не могут предотвратить финансовый крах рыночных посредников, но должны приложить усилия для снижения риска, как банкротства, так и его воздействия.

К перечисленным основным задачам следовало бы добавить еще такие как: эффективное проведение сделок, честная конкуренция среди брокеров, дилеров, рынков, прозрачные рынки с легкодоступной информацией, исполнение приказов инвестора без участия дилера. Таким образом, действия ГКРЦБ по обеспечению интеграции фондового рынка в глобальный финансовый рынок должны осуществляться на основе соблюдения следующих основных принципов.

I. Регулятор должен иметь четкие полномочия, независимость, адекватную власть, последовательный процесс регулирования и высокие профессиональные стандарты.

II. СРО осуществляет надзор, основанный на справедливости и поднадзорности регулятору.

III. Применение регулирования должно основываться на всестороннем осмотре, расследовании и надзоре, применении власти.

IV. Международное сотрудничество в регулировании должно основываться на информировании как внутренних, так и иностранных партнеров, установлении механизмов по доступности информации, помощи зарубежным регуляторам.

V. Эмитенты должны своевременно раскрывать информацию, принимать международные стандарты бухгалтерского учета.

VI. Схемы коллективного инвестирования должны иметь критерии права на избрание, наличие правил, относительно законной формы и структуры, надлежащие методы оценки.

VII. Рыночные посредники должны соблюдать стандарты допуска к рынку, требования капитала, стандарты операционных процедур.

VIII. Вторичный рынок обеспечивает надзор торговых систем, прозрачность, отсутствие манипуляции, менеджмент по управлению рисками, справедливый клиринг и процедуры по урегулированию.

Выше отмечалось, что фондовый рынок республики, при своем малом объеме и ограниченном числе финансовых инструментов, имеет достаточный уровень развития инфраструктуры. Поэтому целесообразно принятие специальных мер для достижения стратегической цели формирования и интеграции фондовых рынков центральноазиатского региона в единое образование. По причине отсутствия механизмов, рычагов, конкретных мер, направленных на более тесное сотрудничество, то между фондовыми рынками данных стран отсутствуют конкретные отношения.

Интеграционные процессы могли бы осуществляться по таким направлениям как, осуществление гармонизации и унификация законодательства; создание общей инфраструктуры рынка цен-

ных бумаг; снятие административных барьеров выхода эмитентов, профессиональных участников и других участников рынка на единый фондовый рынок.

Процесс интеграции фондовых рынков стран Центральной Азии мог бы осуществляться на основе следующих мероприятий.

1. Заключение соглашений о признании ими лицензий профессиональных участников рынка ценных бумаг Кыргызской Республики и квалификационных свидетельств их специалистов.

2. Гармонизация законодательства на основе международного соглашения в определенной форме рекомендаций.

3. Разработка и реализация единых принципов, правил регулирования деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, включающие: а) систему допуска к осуществлению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг; б) формирование единообразных принципов деятельности на организованном рынке ценных бумаг (построение систем листинга и раскрытия информации, организации торговли и контроля сделок с ценными бумагами); в) надежный учет прав собственности на ценные бумаги.

4. Разработка единых подходов к созданию системы раскрытия информации субъектами фондового рынка.

5. Установление наиболее доступных форм и способов порядка обмена информацией между регуляторами рынков.

Анализ показал важную роль и значение саморегулируемых организаций в процессе регулирования фондового рынка. Этот механизм также мог бы быть полезным в вопросах международной интеграции, поскольку он является традиционным в странах с развитым фондовым рынком и потенциально крупными инвесторами. Рынкам надо предлагать оперировать с минимальным вмешательством регуляторов. Инвесторы и эмитенты чувствуют себя уверенно, участвуя в сделках фондовой биржи, только если им может быть гарантировано, что сделки проводятся в соответствии с определенным сводом правил. Потребуется менеджмент по управлению рисками и мониторинг на глобальном уровне. Необходимо консолидированный риск финансовых посредников и своевременное распространение информации, формирование однородности правил, процедур и т.д. на нескольких территориях. Соглашение не должно означать, что каждая страна теряет законодательную и регуляторную индивидуальность. Если нормы развивающихся рынков будут проигрывать по отношению к нормам развитых стран, им будет сложно интегрироваться в глобальную финансовую систему и соответственно конкурировать на современном международном рынке капиталов.

4.3.1. Центр международных финансов, как способ обеспечения конкурентоспособности финансового рынка

Фондовый рынок Кыргызстана должен следовать определенной стратегии для того, чтобы быть конкурентоспособным на глобальном рынке, где жесткая конкуренция за ограниченные денежные ресурсы это факт. Регулятор должен поощрять развитие сильных конкурентоспособных рынков, инновацию и стимулировать конкуренцию на мировом уровне, основываясь на международном сотрудничестве.

В мировой практике нормой стала разработка долгосрочных стратегий, направленных на рост конкурентоспособности рынков в привлечении денежных ресурсов в национальные экономики. Именно на основе подобных мер сформировались такие международные финансовые центры как, Лондон и Франкфурт. Опыт (Канады, Ирландии, Турции и др.) показывает возможность создания не в офшорных зонах, а в крупных индустриальных и развивающихся странах центров международных финансов с низким уровнем налогообложения с тем, чтобы расширить присутствие нерезидентов, обеспечить приток иностранных капиталов и тем самым стимулировать инвестиции в экономику. В этой связи не-обходимо поставить цель создания в Кыргызской Республике сегмента международного финансового рынка.

Конечно, Кыргызстан имеет ограниченную рыночную нишу по объему рынка ценных бумаг в региональном аспекте и тем более в совокупном объеме мировых фондовых рынков. Крайне низкими являются международные оценки уровня конкурентоспособности страны и, как следствие, ее способности привлекать денежные ресурсы.

Анализ показал, что основная часть иностранных инвесторов ориентированы на приобретение стратегических долей в акционерных обществах и при этом не заинтересована в приобретении долговых ценных бумаг, как государственных, так и корпоративных. Наблюдается отток торговой и инвестиционной активности на зарубежные рынки. Экономика республики проиграла в конкуренции за денежные ресурсы, где противостояли другие формирующиеся рынки.

Таким образом, у Кыргызстана слабые основания для быстрого формирования международного финансового центра. В этой связи следует принимать меры радикального характера по созданию нового финансового центра для иностранных участников. Стать финансовым центром, приближенным к развитым, означа-

ет быть насыщенным деньгами, влиятельным и стабильным, способным привлекать масштабные инвестиционные ресурсы на цели внутреннего развития. Не быть активным в конкуренции с другими рынками и финансовыми столицами значит быть зависимым, испытывая острый дефицит денежных ресурсов.

Финансовое будущее Кыргызской Республики будет зависеть от способности предоставлять услуги зарубежным клиентам по мобилизации денежных средств на цели инвестиций и будет направлено на получение рынками международного признания. Концентрация на фондовом рынке эмиссионной и торговой активности нерезидентов приведет к увеличению объемов денежных ресурсов, обращающихся в стране. Поэтому только долгосрочная политика и профессиональная стратегия финансового строительства способны изменить ситуацию и создать конкурентоспособный рынок.

Формой активной политики государства, направленной на развитие внутреннего рынка ценных бумаг, в конкуренции с иностранными рынками могло бы стать создание центра международных финансов (ЦМФ) в городе Бишкеке, как торгового узла для обращения ценных бумаг, выпускаемых эмитентами ближнего зарубежья. Целью которой будет расширение присутствия нерезидентов на финансовый рынок республики, обеспечение за счет этого роста торговой активности, увеличение размеров обращающихся капиталов и рыночных ниш, занимаемых местными биржами. Соответственно, далее возможно всё большее участие нерезидентов в операциях с отечественными ценными бумагами и другими активами, увеличение их торговой активности на внутреннем финансовом рынке.

Основой жизнеспособности центра международных финансов должно стать установление налоговых и других льгот по операциям с нерезидентами и иностранными финансовыми активами, а также наличие либеральных норм финансового рынка, которые включают: отсутствие валютного контроля и свобода репатриации капиталов. Все операции в рамках центра международных финансов должны вестись по схеме «нерезидент - нерезидент», «валюта-валюта»; система налоговых льгот и льгот по обязательным платежам во внебюджетные фонды в отношении компаний и персонала, занятых исключительно операциями ЦМФ; облегченный порядок регистрации и лицензирования в отношении юридических лиц и специалистов, занятых исключительно операциями ЦМФ; льготные условия использования городского имущества; раскрытие информации по финансовым активам, обра-

щающимся в рамках ЦМФ, конфиденциальность и анонимность в отношении иностранных лиц участников ЦМФ.

Стратегия развития международного финансового центра должна базироваться на активном формировании конкурентоспособного финансового центра, привлекательного для зарубежных и отечественных партнеров своими операционными издержками, прозрачностью, финансовыми инструментами и стандартами качества; Данный центр выгоден для выполнения ключевой роли в финансировании и развитии стран, прежде всего, СНГ и Центральной Азии.

Для этого необходимо принять комплекс мер, обеспечивающего снижение издержек и рисков участников финансовых рынков, включающие: создание либеральных налоговых и правовых условий, не препятствующих финансовым операциям и инвестициям и обеспечивающих возможность эффективного распределения финансовых средств; централизацию рынков; ускоренное введение новых технических систем и технологий совершения сделок и расчетов, систем раскрытия информации; компьютеризацию; ограничение сборов и налогов, связанных с финансовыми операциями; расширение срочных рынков и обеспечение необходимой инновационности; создание системы защиты прав инвесторов; рыночного надзора, борьбы с инсайдерской торговлей и др.

Успешная реализация данного проекта возможна при непосредственном контроле реализации со стороны Правительства Кыргызской Республики и издании специального Указа Президента Кыргызской Республики, Закона Кыргызской Республики «О центре международных финансов», обеспечивающие правовые условия для успешной конкуренции с другими финансовыми рынками.

4.4. Экономическая и финансовая политика государства, направленная на стимулирование фондового рынка

При определении государственной политики стимулирования рынка ценных бумаг необходимо исходить из приоритетов и целей перспективного развития экономики, ее социально-экономических параметров, реализации эффективной инвестиционной политики и значительного увеличения объемов денежных ресурсов, мобилизуемых и направляемых в экономику республики, а также с точки зрения реализации интересов республики на финансовом рынке. Необходимо учитывать также такие стратегические интересы

государства, как повышение доходности экономики, включая прямые поступления в бюджет из прибыли предприятий; развитие на этой базе социальной сферы; увеличение степени экономической свободы граждан; осуществление приоритетных социально-экономических программ; производство и продвижение конкурентоспособной продукции и услуг, пользующихся спросом на внутреннем и международном рынке; активизация научно-технического и инновационного потенциала с целью повышения эффективности экономики; развитие потенциала сферы услуг для удовлетворения потребности населения; обеспечение занятости населения, создание новых высокооплачиваемых рабочих мест; повышение доходности использования природных ресурсов.

Анализ проведенный выше показал, что государственная политика Кыргызской Республики в области фондового рынка должна основываться на реальном положении формирования рыночной экономики, глубине развития правоотношений и учитывать текущее состояние межведомственных подходов к вопросам перспективного видения направлений и методов реализации реформ на рынке ценных бумаг и связана, прежде всего, с обеспечением стабильности и инвестиционной направленности.

В своей книге Сизов Ю.С.¹ формулирует основные принципы, на которых основывается процесс формирования государственной политики на рынке ценных бумаг в России. В большей части данные принципы сформированы на базе стандартных рекомендаций Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO). Формирование государственной политики регулирования фондового рынка в Кыргызской Республике также основывается на подобных принципах. Поэтому постараемся сформулировать основные из них.

1. Защита законных прав и интересов граждан;
2. Единство нормативной правовой базы, режима и методов регулирования рынка на всей территории;
3. Минимальное государственное вмешательство при создании инфраструктуры фондового рынка и их максимальное рыночное саморегулирование. Широкое участие профессиональных участников рынка при подготовке нормативной правовой базы;
4. Стимулирование равных возможностей и открытой конкуренции на рынке ценных бумаг через отсутствие преференций для отдельных его участников;

¹ Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. - М.: Планета 2000, 1999, стр.104-107.

5. Соответствие внутренних правил фондового рынка стандартам и тенденциям международного финансового рынка с целью обеспечения цивилизованного и конкурентоспособного ответственного рынка ценных бумаг.

С учетом текущей ситуации в реализации политики либерализации и дерегулирования экономики, а также стимулирования формирования международного фондового рынка на территории Кыргызской Республики необходимо дополнить следующими принципами.

6. Введение моратория на принятие новых правил и положений ограничивающих и снижающих возможность открытого и беспрепятственного доступа, а также снижающих потенциальную привлекательность от операций предпринимательской деятельности на фондовом рынке вследствие снижения их доходности.

7. Ограничение препятствий и стимулирование выхода ответственных эмитентов на международные финансовые рынки, а также проведения операций с ценными бумагами иностранных эмитентов на прозрачных торговых площадках республики.

Государственная политика, стимулирующая развитие рынка ценных бумаг, должна формировать механизмы стабилизации цен и сдерживания инфляционных процессов, вызывающие эрозию внутренних сбережений и препятствующие развитию инвестиционного процесса; определять процентные ставки рыночными методами, обеспечивать жесткий контроль за дефицитом бюджета государства и его внутренними и внешними заимствованиями; создать законодательную базу политики налогообложения, стимулирующих инвестиции в частный сектор и развитие инфраструктуры фондового рынка; сформировать преобладание частного сектора в экономике над государственным и развитие свободной конкуренции.

Сбалансированная концепция развития фондового рынка должна содействовать росту внутреннего спроса на финансовые инструменты; эффективной информационной прозрачности; честности и справедливости ценообразования; защите прав и интересов инвесторов; снижению уровня рисков на фондовом рынке; повышению устойчивости и ликвидности рынка; росту конкурентоспособности фондового рынка республики в сравнении с другими формирующимися рынками; снижению регулятивных издержек; повышению роли государства и саморегулирования в стимулировании развития рынка, как инструмента долгосрочных инвестиций для модернизации экономики.

Такие действия обеспечили бы стабильную мобилизацию внутренних и внешних инвестиций через фондовый рынок в реальный сектор; устойчивый рост капитализации рынка акций и объемов рынка корпоративных облигаций, иных финансовых инструментов, выпускаемых предприятиями реального сектора; пути и методы выхода ценных бумаг компаний на иностранные и международные финансовые рынки; усиление роли внутренних розничных и институциональных инвесторов; привлечение на рынок корпоративных ценных бумаг не менее 15-20% внутренних сбережений в наличной иностранной валюте.

При формировании долгосрочной экономической политики государственный регулятор фондового рынка должен выполнять различные функции как, например, идеологические, стимулирующие, защитные, информационно-обучающие и пр. Как правило, реализация моделей перспективной политики развития фондового рынка идет в форме разработки и утверждения соответствующих концепций и программ.

Основной целью их разработки является формирование понятной системы государственного регулирования рынка ценных бумаг, обеспечивающей концентрацию внутренних ресурсов страны в инвестиционном секторе и их направление в наиболее эффективные отрасли реальной экономики. Концепции и комплексные программы развития фондового рынка, как системы взглядов на этот процесс, должны содержать стандартные схемы отражающие следующие основные положения: а) основные тенденции развития рынка корпоративных ценных бумаг республики; б) развитие продуктовой структуры рынка; в) состояние развития инфраструктуры рынка и его основных институтов; г) существующая практика государственного регулирования рынка ценных бумаг и формы коррекции для достижения поставленных целей; д) матрица решения конкретных задач, включающую сроки и ответственных за их исполнение.

Наиболее подробно требуется освещение таких аспектов документа, как: 1) основные цели и задачи соответствующей концепции или программы отражающий формы и методы государственного воздействия на рынок; 2) меры по совершенствованию функций защиты прав инвесторов, обеспечения участников рынка равнодоступной, достоверной информацией об эмитентах и совершаемых на рынке сделках, повышения инвестиционной привлекательности корпоративного сектора, развития механизмов внешнего (со стороны акционеров) контроля за предприятиями и корпоративным управлением; 3) анализ путей достижения и реа-

лизации поставленных целей; 4) формы межведомственной координации регулирования, в том числе, отладки взаимодействия государственного регулятора с правоохранительными и налоговыми органами, развитие инвестиционной культуры населения, информатизация, развитие оценочной деятельности и независимого аудита; 5) перспективы развития инфраструктуры рынка, направленного на эффективное решение приоритетных и перспективных задач; 6) создание условий для активного вовлечения денежных средств внутренних инвесторов в инвестиционный процесс и упрощения их доступа на рынок; 7) разграничение регулирования публичных и непубличных эмитентов ценных бумаг, создание новых высококачественных финансовых инструментов, обеспечение надежности системы регистрации прав на ценные бумаги, формирование единых стандартов обращения ценных бумаг, как государственных, муниципальных и корпоративных, популяризация рынка ценных бумаг, обеспечение привлекательных условий для привлечения средств институциональных инвесторов на рынок ценных бумаг; 8) формы стимулирования интеграции кыргызского фондового рынка в международный и формирование конкурентной центрально-азиатской торговой площадки на территории Кыргызской Республики; 9) детальная схема реализации с учетом сроков и ответственных исполнителей.

4.4.1. Приоритетные направления развития рынка ценных бумаг.

Основой перспективной государственной политики развития фондового рынка является обеспечение конкурентоспособности как института, обеспечивающего эффективное привлечение внутренних и внешних капиталов для долгосрочных инвестиций в экономику, создание новых финансовых инструментов, стимулирование мобилизации капитала, снижения рисков операторов, успешное реформирование пенсионной реформы и создания эффективной накопительной пенсионной системы и пр.

Другим направлением является создание законодательства и системы регулирования финансового рынка, которые бы обеспечили цивилизованные правила работы на рынке, включая эффективную защиту прав инвесторов, потребителей финансовых услуг, отвечающим основным международным требованиям и стандартам. В перспективе политикой формирования государственного регулирования должно стать создание единого мегарегулятора. Для его создания, прежде всего, необходимо принципиальное

политическое решение, принятое главой государства, после чего, необходимо произвести соответствующие изменения в законодательной базе.

На первом этапе целесообразно распространить его компетенцию на часть финансового рынка, исключая банковский сектор. С обретением государственным регулятором практических навыков эффективного регулирования финансовым рынком наступит второй этап – объединения функций по регулированию и надзору за всеми секторами финансового рынка в едином мегарегуляторе. В переходный же период необходимо существенное укрепление координации регулирования между регуляторами финансового рынка (НБКР, Минфин, ГКРЦБ).

При этом необходимо сохранить важные аспекты уже достигнутых принципов функционирования государственного регулятора. В основе данных принципов лежит коллегиальный способ принятия нормативных правовых актов, независимость деятельности коллегиального органа от влияния других органов государственной власти, развитие методов взаимодействия с саморегулируемыми организациями профессиональных участников финансового рынка, а также совершенствование механизмов согласования интересов участников и государства при осуществлении функций по регулированию финансового рынка.

Совершенствование политики стимулирования мобилизации капитала

Реализацией государственной политики, соединяющей два таких важных направления, как привлечение инвестиций в экономику и развитие фондового рынка будет стимулирование выхода республиканских эмитентов на международные рынки капиталов. Анализ показал, что в отличие от российских или казахстанских эмитентов, кыргызстанские являются по размерам намного меньшими и соответственно не могут производить эмиссии ценных бумаг в больших объемах. Данный факт влечет отсутствие интереса со стороны крупных западных консалтинговых и финансовых групп, предоставляющих услуги по размещению ценных бумаг на международных фондовых биржах, к финансовым инструментам эмитентов республики. Однако, данный процесс, рано или поздно, начнется. В этом заключается большая разница между моделями привлечения инвестиций в Кыргызской Республике и других странах СНГ (например, России), где большая часть

сделок с акциями и корпоративными облигациями¹ заключается на иностранных фондовых биржах.

Основные условия для вывода ценных бумаг отечественных эмитентов на международные финансовые рынки в полной мере характерны в Кыргызской Республике и включают два основных фактора такого положения. Первый связан с относительно низким уровнем развития основной инфраструктуры фондового рынка. Это относится к расчетно-клиринговым системам, их недостаточная капитализация и разобщенность (которые фактически контролируются собственниками биржевых площадок). Сюда также относится низкая ликвидность, дефицит денег в экономике и низкий уровень доверия к рынку ценных бумаг инвесторов в целом.

Второй заключается в том, что ставка привлечения инвестиций на внутренний рынок страны выше по сравнению со ставкой привлечения на международном финансовом рынке. Ставка процента по займам номинированным в сомах для самых надежных заемщиков не опускается ниже 18%, а иногда достигает 25% и выше. Хотя официально декларируемый уровень инфляции составляет в последние годы около 3% (см. выше). Очевидно, что при стабильном курсе сома, займы в свободно конвертируемой валюте должны быть эквивалентны ставке 18-20%, что и наблюдается сегодня на финансовом рынке. Однако на международном финансовом рынке эмитенты Кыргызстана могут получать займы по ставке 7-10% годовых².

Сложившаяся ситуация с привлечением иностранных инвестиций в целом закономерна, но, на наш взгляд, национальная экономика не может полностью опираться на иностранные инвестиции. Крупные иностранные инвесторы требовательны в отношении различных рыночных рисков и это оправдано с их точки зрения.

Отечественные инвесторы лучше адаптированы к таким рискам. Поэтому, начала оживления инвестиционной активности при появлении соответствующих условий, следует ожидать именно со стороны внутренних инвесторов. Лишь после активизации отече-

¹ На зарубежных финансовых рынках российские компании заимствуют больше, чем на внутреннем финансовом рынке. Привлечение российскими предприятиями инвестиций на зарубежном рынке осуществляется посредством регистрации в иностранной юрисдикции специально созданной компании (SPV) и выпуска еврооблигаций от ее имени под гарантию российского предприятия. Поэтому инвестиции резидентов Российской Федерации в эти инструменты затруднены, равно как и организация обращения данных инструментов на российских биржах.

² Именно по этой причине многие современные российские предприятия-заемщики, имеющие доступ на зарубежный финансовый рынок, стремятся осуществить займы вне России.

ственных инвесторов можно ожидать существенного прилива иностранных инвестиций. Крупные иностранные инвесторы при определении инвестиционной политики ведут себя очень осторожно и всегда ориентируются на поведение внутренних инвесторов. В этой связи, необходимо ускоренное развитие внутреннего рынка капитала. В отличие от внешних инвестиций, внутренние инвестиции являются постоянно возобновляемым ресурсом.

Таким образом, реальные инвестиционные ресурсы должны быть сосредоточены именно у населения. Хотя анализ показал, что объем ресурсов сравнительно невелик. На фондовом рынке обычно возникает положительная обратная связь между предприятиями-эмитентами, выплачивающими дивиденды инвесторам, и населением, инвестирующим свои сбережения.

Полученный на предприятиях доход остается внутри национальной экономики и, пройдя через семейные бюджеты, снова попадает в инвестиционный оборот. В результате взаимодействия процессов мультипликации и акселерации возникает эффект сверхмультипликатора, который способствует экономическому росту страны и повышению благосостояния населения.

Мультипликация прибыли вызывается многократным использованием в различных звеньях экономики одних и тех же денег, инвестированных в отрасли материального производства, а также в сферу услуг посредством приобретения корпоративных ценных бумаг. Таким образом обеспечивается повышенный эффект относительно небольших начальных инвестиций в экономику, приводящий к ускоренному росту капитала индивидуальных инвесторов.

Мировая практика показывает, что в условиях развитой рыночной экономики, инвестиции, обеспечиваемые рынком ценных бумаг, значительно превосходят по объемам все другие внешние (по отношению к предприятиям) источники финансирования. Задачей государственной политики должно стать обеспечение либеральной нормативно-правовой и процедурной базы, стимулирующим рост числа вторичных эмиссий. Государственная поддержка предприятиям, планирующим новые эмиссии, должна оказываться не в меньшей степени, чем предприятиям в процессе приватизации. Сами процедуры новых эмиссий должны быть предельно упрощены при одновременном усилении государственного контроля над их проведением.

Политика стимулирования дополнительных эмиссий корпоративных ценных бумаг может включать различные аспекты. Это и учебно-просветительская работа, организация консалтинга, административные, организационные и пр. меры.

Одной из важнейших задач является обучение руководителей и специалистов предприятий-эмитентов международным стандартам ведения бухгалтерского учета и внутреннего аудита, ведению финансового учета движения ценных бумаг, основам законодательства о рынке ценных бумаг, а также приемам, правилам и обычаям работы на фондовом рынке и технике вывода ценных бумаг предприятий на рынок.

Развитие сети консалтинговых фирм является другим условием распространения практики проведения вторичных эмиссий. Их основной задачей является оказание на профессиональном уровне услуг большому количеству непрофессиональных субъектов, например в проведении собраний акционеров, проведения недорогого аудита, подготовки документов при проведении эмиссий, оказания помощи в размещении акций, предоставления консультаций по инвестициям. Сейчас такого рода услуги оказывают брокеры, реестродержатели и депозитариусы. Однако, в перспективе данная ниша должна быть своевременно заполнена сетью специализированных консалтинговых фирм.

На первом этапе, целесообразно создание системы государственной методической поддержки руководителей предприятий в процессе их выхода на рынок, а также обеспечить выпуск ряда специальных учебных пособий по организации вторичных эмиссий и продвижению эмитентами своих ценных бумаг на внутреннем и международном рынках.

Активное государственное стимулирование вторичных эмиссий должно осуществляться с помощью мер, сочетающих методы экономического стимулирования и (в необходимых случаях) административного принуждения.

Экономические формы стимулирования процесса мобилизации капитала в форме акционерного капитала могут включать налоговые льготы; льготные кредиты; предоставление государственных гарантий на сумму инвестированных средств; стимулирование процесса очистки балансов предприятий с помощью механизма принудительной трансформации их долгов в дополнительные акции, передаваемые кредиторам (секьюритизация долгов) и пр.

В отдельных случаях могут быть использованы меры административного принуждения. Например, в таких предприятиях, где контрольный пакет акций принадлежит правительству можно использовать и чисто административные рычаги управления, включая смену руководителей.

Основной организационной мерой поддержки новых эмиссий является создание системы стабилизации цен эмитированных

ценных бумаг. В связи с этим актуализируются вопросы развития института андеррайтинга. Андеррайтеры должны решать широкий круг задач и, прежде всего, должны стать инструментом регулирования предложения. Они должны иметь возможность временно аккумулировать у себя часть избыточного предложения отдельных эмиссий, чтобы поставлять их на рынок в наиболее выгодные моменты для их клиентов-эмитентов.

На развитых фондовых рынках выполнение данной функции крупными андеррайтерами происходит автоматически и не представляет самостоятельной проблемы. Отечественные инвестиционные компании, которые могут выполнять функции андеррайтеров, не имеют собственных (а иногда и заемных) средств, чтобы выкупить и некоторое время удержать на своем балансе существенный объем новых эмиссий. Поэтому, от регулирующих органов требуется разработка и реализация специальной программы развития отечественного андеррайтинга. На первом этапе основной упор должен быть сделан на схемы, реализуемые по принципу «максимальных усилий», когда андеррайтеры не несут на себе обязательств полного выкупа эмиссий. Одновременно следует стимулировать слияние и укрупнение андеррайтеров, плавно увеличивая требование к минимальному собственному капиталу.

С целью улучшения условий размещения новых эмиссий со стороны государственных регулирующих органов необходимо уделить внимание разработке порядка формирования эмиссионных синдикатов. Такие синдикаты должны содержать группы посредников по покупке и группы по продаже. Группы по покупке должны за счет собственных или мобилизованных средств производить выкуп эмиссии. Группы по продаже должны работать с потенциальными инвесторами в интересах последующего размещения ценных бумаг на рынке.

В банковской практике Кыргызстана отсутствует институт отечественных инвестиционных банков. Поэтому необходимо дать возможность универсальным банкам заниматься андеррайтингом. Это потребует некоторой коррекции правил резервирования. Резервные требования на приобретение новых эмиссий, которые банк обязан разместить среди инвесторов в ограниченное время, должны быть снижены. При этом необходимо ввести предельные нормативы на общий размер андеррайтинга и размер андеррайтинга на одного эмитента.

Развитие финансовых инструментов

Анализ показал, что в республике не существует какой-либо практики заключения предпринимателями сделок с производными финансовыми инструментами как на внутреннем, так на внешнем финансовых рынках, хеджирования ценовых рисков на валютном и нефтяном рынках на зарубежных биржах (в отличие, например от России). Главная причина явного отставания от мировой практики – отсутствие законодательных основ функционирования рынков производных финансовых инструментов. В качестве первого шага в решении вопроса требуется разработка нормативных основ в виде постановления регулятора фондового рынка.

Фундаментальная законодательная база должна содержать стандартные пункты, включающие определение производных инструментов; прав и обязанностей сторон по сделкам с производными финансовыми инструментами; механизмы защиты интересов участников рынка; требования к активам, которые могут служить основой для производных инструментов; требования к участникам рынка производных финансовых инструментов, а также к управлению рисками операций с производными финансовыми инструментами и по учету производных финансовых инструментов и т.д.

Для обеспечения возможности долгосрочного хеджирования с помощью опционов требуется уточнение порядка учета опционов для целей резервирования (банки) и собственного капитала (профучастники). Следует разработать подходы к определению налогооблагаемой базы по операциям репо и коротких позиций, а также формирование единой учетно-расчетной инфраструктуры этого рынка и повышение его капитализации.

В любом случае, решение данной проблемы зависит от степени развития участников и потребителей финансового рынка, необходимости в проведении подобных видов операций. Стимулирование со стороны государства может заключаться в содействии разработке соответствующей законодательной базы и обеспечение защиты прав инвесторов. Сюда, следовало бы, включить и подготовку межгосударственных ведомственных документов, которые открывают возможность заключения междепозитарных или межбиржевых соглашений по реализации торговых и расчетных систем проектов. Однако, повторимся, необходимость и потребность в таких операциях должна диктоваться со стороны рынка.

Увеличения спроса на кредитные ресурсы со стороны реального сектора экономики, стимулирует экономику к поиску долгосрочных финансовых ресурсов и новых инструментов рефинан-

сирования ранее инвестированных средств. Для решения данной задачи необходимо развитие финансовых инструментов, обеспеченных активами, т.е. ценных бумаг, выпущенных для секьюритизации. Такого рода инструменты относятся к числу отсутствующих секторов на фондовом рынке Кыргызской Республики. В мировой практике, этот класс ценных бумаг активно используется для расширения возможностей рефинансирования кредитов, например на покупку автомобилей, на обучение и т.д. Развитие инструментов секьюритизации сдерживается недостатком правовых основ, что в целом не соответствует стандартам законодательства современного мирового рыночного хозяйства.

В этой связи необходимо ускорить разработку нового проекта Закона Кыргызской Республики «Об ипотечных ценных бумагах», которая помимо общего круга вопросов, относящихся к данному инструменту, должна также содержать положения регулирующие механизм обращения ипотечных бумаг; перечень видов активов, которые могут быть использованы; круг прав требований; введение законодательных ограничений на возможность признания уступки прав требования недействительной; решение вопросов, связанные с эмитентами ценных бумаг, выпускаемые при секьюритизации; создание механизмов повышения кредитного качества; законодательное уточнение специфики ценных бумаг, обеспеченных активами; уточнение правил налогообложения операций при секьюритизации активов; вывод ипотечного покрытия из состава конкурсной массы эмитента в случае банкротства; введение возможности субординирования среди нескольких выпусков облигаций с ипотечным покрытием; создание ипотечного агента под определенное количество эмиссий ипотечных ценных бумаг.

Отдельной проблемой является развитие коммерческих ценных бумаг, обусловленную потребностью акционерных обществ в пополнении своих оборотных средств посредством выпуска краткосрочных облигаций и создании тем самым реальной альтернативы вексельному рынку. Выпускать подобные финансовые инструменты могли бы только наиболее стабильные и крупные открытые акционерные общества, акции которых прошли процедуру листинга на фондовой бирже.

Коммерческие ценные бумаги могли бы выпускаться в форме облигаций, не предоставляющих их владельцам (держателям) иных прав, кроме права на получение номинальной стоимости и фиксированного процента от номинальной стоимости в срок не позднее 9 месяцев с даты их размещения. При этом должна проводиться упрощенная процедура эмиссии таких краткосрочных

облигаций без государственной регистрации выпуска облигаций, регистрации проспекта эмиссии и отчета об итогах выпуска облигаций. Размещение и обращение коммерческих ценных бумаг должно ограничиваться проведением торгов на фондовой бирже, которая допустила их к торговле и на которую ложатся функции контроля раскрытия соответствующей информации, а также ответственность за законность допуска данных бумаг к торгам.

Направления совершенствование торговых и учетных систем

В Кыргызской Республике, где объемы рынка ценных бумаг невелики и проблема прозрачности рынка остается актуальной, то и в перспективе также целесообразно развитие организованной торговли на биржах и торговых площадках. На наш взгляд, в настоящий момент только торговые площадки реально могут эффективно выполнять роль саморегулируемых организаций.

Необходимо проводить работу по формированию саморегулируемой организации на базе Кыргызской фондовой биржи, поскольку организаторы торгов занимают особое положение на рынке, они могут и должны эффективно выполнять контрольные функции. Поэтому есть целесообразность в формировании нормативной базы с наделением специальных полномочий за организаторами торговли на рынке ценных бумаг контрольных функций, часть которых уже осуществляется или должна осуществляться ими на практике. На наш взгляд, они могли бы эффективно осуществлять такие контрольные функции, как, например, обеспечение раскрытия информации, соблюдение требований законодательства, соблюдение Кодекса корпоративного поведения, организация механизмов по выявлению сделок с использованием инсайдерской информации и случаев манипулирования ценами и пр.

Надзор за операторами рынка, мог бы включать осуществление мониторинга и контроля степени технологического развития участников торгов, с возможностью ограничения доступа тех участников, которые не отвечают установленным условиям и требованиям, с соответствующим уведомлением государственного регулятора о таких участниках. В данном случае эффективность может достигаться только при условии координации работы регуляторов двух уровней. Также биржи могли бы содействовать формированию справедливой и равнодоступной системы раскрытия информации об эмитентах, событиях на финансовых рынках,

а также обеспечивать предварительный анализ макротенденций на финансовых рынках.

Биржа, являясь центральным звеном организованного рынка ценных бумаг, имеет возможность собирать, обрабатывать и предоставлять массу информации о состоянии фондового рынка, основных тенденциях и направлениях развития. Такая работа существенно повысила бы эффективность функций защиты интересов инвесторов на организаторов торгов, как информационного агента государства на рынке ценных бумаг.

Контроль деятельности эмитентов мог бы включать соблюдение таких требований как: раскрытие информации; Кодекса корпоративного поведения; ведение реестра акционеров общества, стандартов подготовки и раскрытия финансовой отчетности и т.д.

Мероприятия по стимулированию эмитентов к включению своих ценных бумаг в листинг и поддержания их высокого уровня можно было бы осуществлять различными методами. Допускать ценные бумаги к размещению и обращению на зарубежных фондовых рынках только при условии включения этих ценных бумаг в котировальные листы отечественных торговых систем. Предоставлять возможность совершения профессиональными участниками срочных и маржинальных сделок только при условии высокой ликвидности ценных бумаг и включения их в листинг одного из организаторов торговли. Ограничивать возможности размещения активов инвестиционных и пенсионных фондов только среди ценных бумаг эмитентов, имеющих высокий рейтинг листинга. Представлять эмитентам возможности оплаты низкой ставки обязательного платежа при государственной регистрации выпуска ценных бумаг, а также в льготном налогообложении от операций с собственными ценными бумагами.

В дальнейшем, возможно, необходимо будет усилить требования к эмитентам со стороны организаторов торговли в части периода безубыточной деятельности, капитализации и объема заключаемых сделок.

Рыночный надзор за операциями на фондовом рынке можно производить на основе мониторинга информации о текущих сделках в торговой системе и автоматизированного оповещения должностных лиц торговой площадки о нестандартных сделках. Также использовать информацию для анализа и оценки о сомнительных операциях брокеров и системы оперативного оповещения государственного регулятора о выявленных нарушениях и соответствующей передачи регулятору оперативной информации о совершенных сделках по итогам торгового дня в текущем режиме.

Система мониторинга должна также обеспечить эффективный надзор за противозаконными сделками с использованием инсайдерской информации, манипулирования ценами и сделками с аффилированными лицами. Для этого требуется сформировать систему мониторинга, интегрированную в технологию самих торгов ценными бумагами. Мониторинг должен осуществляться в режиме реального времени, а расследование сомнительных сделок может начинаться с момента их совершения.

Обеспечение эффективной прозрачности сделок с ценными бумагами позволит не только минимизировать злоупотребления со стороны участников торгов, но и снизить естественную неопределенность, связанную с непредвиденными изменениями котировок.

В целях повышения публичности при поглощении акционерных обществ, акции которых включены в копируемый лист, следует предусмотреть, что такое поглощение будет возможно только посредством использования механизмов организованной торговли. При этом заявка на поглощение должна подаваться через организатора торговли, и сделки по покупке пакетов акций также должны совершаться исключительно через организатора торговли.

В то же время, система биржевого надзора должна включать контроль деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, который может осуществляться в процессе допуска брокеров и дилеров к торгам, при заключении и исполнении участниками биржи сделок с ценными бумагами, при сборе и предоставлении регулятору информации и отчетности, поступающей от профессиональных участников. Также организатор торгов должен контролировать соблюдение профессиональными участниками целого ряда требований нормативных актов: от соблюдения лицензионных требований (размер собственного капитала, квалификация сотрудников) до соблюдения нормативов и показателей при заключении маржинальных сделок.

Перспективным вопросом остается формирование и регулирование срочных сделок и превращение срочного рынка из преимущественно спекулятивного в хеджерский рынок. С одной стороны, такие инструменты обеспечивают страхование рисков изменения рыночных цен, а с другой, сами являются высокорисковым инструментом, требующим максимально жесткого регулирования.

При регулировании операций, связанных с совершением срочных сделок с ценными бумагами, необходимо исходить из того, что срочная сделка - это сделка с отложенным сроком исполнения. Это подразумевает, что кроме построения механизмов, гарантирующих исполнение сделок, необходимо обеспечить функ-

ционирование всех механизмов, присущих организованному рынку, таких, как раскрытие информации, предотвращение манипулирования ценами, предотвращение незаконного использования инсайдерской информации и т.д. В то же время система расчетов по срочным сделкам должна быть максимально совместима по всем рынкам, включая валютный и товарный.

В целях реализации политики повышения конкурентоспособности и формирования международной торговой площадки в Кыргызской Республике, а также увеличения объемов торговли и повышения их инвестиционной привлекательности для потенциальных инвесторов необходимо, прежде всего, целенаправленно совершенствовать механизмы корпоративного управления организаторами торгов.

Задача формирования единой фондовой площадки остается актуальной. Целесообразно принятие специальных Правительственных и ведомственных актов НБКР, Минфина, ГКРЦБ, которые обеспечили бы снятие искусственных барьеров между различными торговыми площадками (в рамках подразделений НБКР) и лицензированными профессиональными участниками. Как видно, подразделение НБКР осуществляющий обращение государственных ценных бумаг не является лицензированным профессиональным участником рынка ценных бумаг. В итоге должна быть сформирована торговая площадка, где обращались бы как корпоративные ценные бумаги, так и государственные и муниципальные финансовые инструменты.

Основной проблемой при обеспечении конкурентоспособности между отечественными расчетными и торговыми системами с зарубежными является ужесточение требований к участникам рынка с точки зрения финансовой устойчивости и надежности. Для этого необходимо существенное повышение капитализации финансовых посредников, эффективного надзора за финансовой устойчивостью и усиления персональной ответственности руководителей таких компаний. Это также становится условием при рассмотрении вопроса о переходе на иную форму расчетов, широко используемую на развитых фондовых рынках – частичное предварительное депонирование совместно с системой гарантирования исполнения.

Для обеспечения конкурентоспособности фондового рынка в глобальном масштабе необходимо создать систему стимулов концентрации на торговых площадках республики операций с финансовыми активами соседних центрально-азиатских стран, а также других стран СНГ. В этих же целях необходимо создать

правовые основы для выпуска и обращения кыргызских депозитарных расписок, внеся для этого соответствующие изменения в законодательство.

В вопросах предотвращения манипулирования рынком и инсайдерской торговли биржи и торговые системы имеют возможность более оперативно отреагировать на нарушение правил торговли и выявить такие противоправные факты, а также проконтролировать раскрытие информации эмитентами ценных бумаг и их следование передовым нормам корпоративного управления.

Внедрение на фондовых биржах, как собственно и всех профессиональных участников рынка ценных бумаг, норм корпоративного поведения должно обеспечить эффективное выполнение ими функций квазирегулятора и предотвратить возможные злоупотребления со стороны их исполнительных органов. Данные действия могли бы включать такие аспекты, как введение в советы директоров (биржевые советы) независимых директоров, представляющих, в первую очередь, профессиональное сообщество рынка ценных бумаг, инвесторов, эмитентов. Назначение руководителей комитетов из числа независимых директоров, обеспечение необходимого уровня раскрытия информации о деятельности биржи, существенных событиях на бирже и о финансовом состоянии. Целесообразно формирование в составе совета директоров (биржевого совета) целого ряда комитетов, таких, как комитет по аудиту, по кадрам и вознаграждениям, по стратегическому планированию, по этике и пр.

Необходимо введение обязательного национального кредитного рейтинга эмиссионных ценных бумаг. Для этого следует стимулировать организации, обладающие необходимой ресурсной базой, именем и опытом работы с финансово-экономической информацией, с целью организации национального рейтинга, предусмотрев платность и государственное регулирование тарифов в этой области.

Из административно-принудительных форм развития раскрытия информации об эмитенте, можно было бы рассмотреть возможность обязательного прохождения листинга на бирже для крупных компаний, например имеющих собственные капитал свыше 100 млн. сомов. В то же время, следует принять меры по снижению регулятивных издержек эмитентов и ускорения процедур регистрации для небольших эмиссий, не предназначенных для обращения на организованных рынках, введения “полочной” регистрации акций и корпоративных облигаций, сокращения требований по публичному раскрытию информации для небольших

эмитентов (например, с величиной собственного капитала не менее 1 млн. сомов).

Дополнительным механизмом поддержания внутреннего спроса на ценные бумаги могло бы стать решение об обязательной минимальной доли вложений кредитных организаций (5% активов), страховых компаний и пенсионных фондов (10% активов) и других инвестиционных коллективных инвесторов в акции и корпоративные облигации, прошедших листинг на организованных рынках.

Повышение ликвидности рынка можно также стимулировать за счет расширения возможностей предоставления займов ценными бумагами с использованием Репо-операций. Для активизации таких операций необходимо внести определенные изменения налогового законодательства в части подходов к определению налогооблагаемой базы по Репо-операциям и короткой позиции.

Новые возможности в привлечении массового инвестора открывает создание системы оказания фондовых услуг индивидуальным инвесторам в компьютерной сети «Internet» с помощью современных электронных технологий, включающих расчеты с использованием так называемых "электронных денег".

Это позволяет создать хорошо доступную для инвесторов электронную торговую систему, цены на которой устанавливаются путем взвешивания спроса и предложения. Данный метод ценообразования позволяет минимизировать издержки для частных инвесторов при торговле мелкими пакетами акций. Использование такой системы выгодно, в первую очередь, для тех инвесторов, которые имеют намерение самостоятельно торговать. Инвестор лишь должен уметь сформировать заявку одного из известных типов, заполнив одну из имеющихся в системе форм.

Работа такой системы дает своим участникам возможность заключать сделки через компьютеризированную сеть напрямую, минуя посредников. Дилеры или брокеры, как таковые, для данной системы не требуются, хотя профессиональные участники рынка тоже могут принимать участие в торгах. Однако их действия в данном случае ничем не будут отличаться от действий непрофессиональных инвесторов. Фактически фирма-организатор системы сама выполняет функции лицензированного брокера, выполняющего заказы широкой массы частных инвесторов.

Положительными аспектами создания такой электронной системы являются, проведение торгов по простой и справедливой схеме, понятной любому неопытному инвестору. Это позволяет любому индивидуальному инвестору легко воспользоваться ус-

лугами системы. Все участвующие в торгах инвесторы имеют доступ к одной и той же информации и по каждой ценной бумаге имеют одинаковый для всех оптимальный курс. В результате мелкие индивидуальные инвесторы получают в электронной торговой системе те же права, что и крупные институциональные инвесторы. Все инвесторы имеют прямой доступ к электронному рынку, что позволяет избежать столкновения их интересов. Это выгодно отличает электронную торговую систему от обычного биржевого и внебиржевого рынка, на котором интересы профессиональных посредников нередко вступают в противоречие с интересами их клиентов. Анонимность подаваемых заявок, которые обрабатываются исключительно компьютером, не дает возможность клиентам системы заключать внебиржевые заявки. Стремление участвующих в торговом процессе действительно купить или продать ценные бумаги, а не вести биржевую игру способствуют установлению наиболее справедливых цен. Унификация процесса торгов позволяет резко снизить себестоимость заключения сделки.

Для создания таких возможностей необходимо проведение государственной политики стимулирования конкуренции различных альтернативных систем и форм торговли.

Отдельной задачей является обеспечение справедливости ценообразования за счет равенства доступа участников рынка и инвесторов к биржевым торгам, невозможности монопольного положения отдельных участников рынка, изменения системы отчета по внебиржевым сделкам.

Однако, торговля ценными бумагами с использованием Интернет-технологий порождает такие специфические типы рисков, как риск технических сбоев работы системы, сложности осуществления надлежащего контроля деятельности компаний, использующих Интернет-технологии для передачи поручений клиентов или для заключения сделок. Поэтому должна быть создана система регистрации Интернет - сайтов, посредством которых осуществляется торговля. Необходимо проработать законодательную основу, регулирующих функционирование системы электронных торгов и электронный документооборот на рынке ценных бумаг.

Другим важным направлением государственной политики регулирования фондового рынка является совершенствование его инфраструктуры. В Кыргызстане существует организация с названием центральный депозитарий, некоторое время оно действительно являлось таковым. Тенденции, связанные с развитием новых торговых площадок, установленными высокими тарифами на обслуживание и пр. привели в итоге к развитию новых депози-

тариев со специальными задачами. Поэтому, сегодня центральный депозитарий является одним из нескольких частных компаний, предоставляющим специализированные услуги.

Реальный центральный депозитарий является неотъемлемым элементом в конструкции всех без исключения развитых рынков капитала. Особое положение центрального депозитария должно обеспечиваться правом открывать лицевые счета номинального держания в реестрах. Его особое положение на рынке ценных бумаг позволяет решить один из ключевых вопросов построения независимой и эффективной учетной системы, обеспечивающей конкурентную стоимость услуг биржевых сделок и безусловную защиту прав инвесторов на владение ценными бумагами.

Эффективная деятельность центрального депозитария обеспечит повышение надежности учета прав собственности на ценные бумаги и создаст условия для удешевления, упрощения расчетов по сделкам с ценными бумагами на основе осуществления клиринга по сделкам, совершенным на торгах всех организаторов торговли и расчетов на основе такого клиринга.

Для этого целесообразна консолидация существующей системы депозитарного учета с последующим инвестированием средств на развитие современной технологической базы и создание резервных фондов, отделение функции расчетов от бирж.

Для создания настоящего центрального (или национального) депозитария необходимо принятие ряда законодательных актов, а также организация диалога между существующими государственными регуляторами финансового рынка и владельцами существующей инфраструктуры относительно ее консолидации.

Для обеспечения деятельности центрального депозитария необходимо принятие специального закона «О Центральном депозитарии». В дальнейшем должны быть осуществлены мероприятия, связанные с приведением деятельности центрального депозитария, системы учета прав на ценные бумаги и системы расчетов на рынке ценных бумаг в соответствии с требованиями, связанными с его статусом. К этим мероприятиям следует отнести: согласование стандартов деятельности и тарифов центрального депозитария, открытие счетов в реестрах и счетов депо в расчетных депозитариях, заключение договоров с организаторами торговли и установление технических средств, обеспечивающих взаимодействие с регистраторами и депозитариями. Централизация расчетов ценными бумагами приведет к сокращению сроков завершения расчетов, а также к введению режима «поставки против платежа» для организованного рынка ценных бумаг.

Меры по снижению уровня транзакционных издержек

Основной заинтересованности для массового инвестора в сделках с ценными бумагами на финансовом рынке мог бы стать более выгодный уровень доходности по сравнению с другими видами операций, сюда также следует отнести более безопасный способ хранения и приумножения сбережений. Для стран с переходной экономикой, где более значимой задачей является обеспечение условий с тем, чтобы сделки на фондовом рынке носили все более массовый характер.

В этой связи, одной из важных задач государственной политики в области развития фондового рынка, является повышение эффективности привлечения ресурсов на финансовых рынках и, соответственно, снижения уровня транзакционных издержек инвесторов и компаний, привлекающие ресурсы на финансовом рынке.

Как уже отмечалось выше, необходимо проведение целенаправленной политики в области налогообложения, корпоративного законодательства и систематического совершенствования механизмов защиты интересов предпринимателей, направленные, в первую очередь, на существенное снижение транзакционных издержек. Создание налоговых стимулов является одним из наиболее сильных инструментов побуждения потенциальных инвесторов, как населения, так и предприятий к вложению накоплений в ценные бумаги. Известно, что предприятия под влиянием налогового бремени искусственно занижают прибыльность и не желают демонстрировать финансовые накопления, которые могли бы вкладывать в свое собственное развитие или в капиталы других предприятий.

Необходимо использовать международный опыт налогового стимулирования внутренних инвесторов для вложения средств в отечественные корпоративные ценные бумаги.

Целесообразно облагать нулевой ставкой на прибыль и подоходного налога дивиденды по акциям, процентный доход по облигациям, а также положительной курсовой разницы, имеющим рыночную котировку на внутренних организованных рынках, при этом сроки владения ими на конец отчетного года должны составлять не менее девяти месяцев.

Следует рассмотреть возможность полного или частичного освобождения розничных инвесторов от подоходного налога, взимаемого на доходы от акций (дивиденды, рост курсовой стоимости), выпущенных резидентами, если они имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках. Также оптовых инвесторов (юридических лиц) от налога на прибыль, формируемую акциями, если они

имеют рыночную котировку на внутренних организованных рынках.

Должны быть введены целевые налоговые льготы для поощрения: долгосрочных инвестиций; неспекулятивных прямых инвестиций; инвестиций в акции приоритетных отраслей, определенные законодательством; соответствия высоким листинговым требованиям; спроса на акции, например в форме вычета из налогооблагаемой базы процентов за кредит, взятого на покупку акций; стимулирования брокерско-дилерских компаний и банков, направленные на развитие их операций с розничными инвесторами, привлечение средств населения на рынок ценных бумаг.

Система налогообложения доходов от различных видов ценных бумаг должна быть одинаковой. В Кыргызской Республике существует неодинаковые налоговые ставки на процентный доход по государственным и корпоративным облигациям, что затрудняет сопоставление уровня доходности по различным инструментам и сужает конкурентоспособность корпоративных фондовых инструментов. В этой связи следует унифицировать налоговую ставку, установив единую ставку налога на процентный доход по государственным и корпоративным облигациям.

Тем более данная проблема будет актуальной в связи с реализацией программы создания конкурентоспособного международного фондового рынка. Мировой опыт показывает, что вопрос мягкого налогообложения доходов и операций с ценными бумагами, а также валютный режим являются ключевыми при формировании в малых странах либеральных финансовых зон, которые привлекают крупный международный бизнес к проведению фондовых операций. Поэтому специализированным торговым площадкам, отвечающим соответствующим требованиям, где осуществляются операции с различными международными ценными бумагами, следовало бы предоставить специальный финансовый режим.

Данный режим мог бы включать, например, такие механизмы по операциям «нерезидент-нерезидент» с финансовыми инструментами, номинированными в иностранной валюте и выпущенными нерезидентами. Освобождение от налогов финансовых институтов-нерезидентов, их постоянных представителей, по операциям, ведущимся в республике, а также обеспечение свободного ввода – вывода валютных средств нерезидентами¹, их постоянными представительствами.

¹ Опыт, например, Люксембурга показывает, что большая часть размещения финансовых инструментов не только Европейского фондового рынка, но и международного производится в этом Оффшоре.

Вопрос налогообложения имеет большое значение и для стимулирования деятельности институтов коллективного инвестирования, поскольку их деятельность направлена на расширение инвестиций в реальный сектор. Было бы целесообразным установить обложение дивидендов, полученных от акционерных инвестиционных фондов – резидентов, по нулевой ставке налога на прибыль и подоходного налога.

Целенаправленное проведение политики либерализации и дерегулирования на фондовом рынке могло бы отразиться в ликвидации излишних, неоправданных, с точки зрения защиты интересов инвесторов, ограничений на выпуск ценных бумаг акционерными обществами. Например, следовало бы отменить требование о не превышении номинальной стоимости всех выпущенных обществом облигаций размеру уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного для цели выпуска облигаций обществом третьими лицами.

Другим источником избыточных транзакционных издержек является результат организационного взаимодействия реципиентов инвестиций с профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Для снижения уровня затрат эмитентов корпоративных облигаций, связанных с их размещением следовало бы: разработать стандартные методики, рекомендации и прочие документы, подготавливаемые андеррайтером; ввести требования об обязательном раскрытии информации о стоимости услуг, обязательствах и условиях размещения ценных бумаг, которые были взяты компаниями, обеспечивающими их размещение; утвердить государственным регулятором предельный уровень оплаты услуг организаторов торговли и расчетных депозитариев бирж, оказываемых эмитентам и инвесторам в процессе подготовки и проведения первичного размещения эмиссионных ценных бумаг.

Еще одним фактором стимулирования обращения компаний к возможностям финансового рынка для привлечения инвестиций является повышение уровня защиты интересов предпринимателей. Привлечение инвестиций на финансовом рынке связано с более высокой информационной прозрачностью, которая может способствовать также возникновению интереса к предпринимателю со стороны недобросовестных корпоративных агрессоров. Увеличение объема ценных бумаг, обращающихся на рынке, может способствовать повышению эффективности технологий недобросовестных корпоративных захватов. Поэтому, составной частью политики по привлечению потенциальных реципиентов инвестиций на финансовый рынок должны стать меры, направ-

ленные на развитие технологий защиты от недобросовестных корпоративных захватов. Хотя, такого в практике Кыргызстана не известно, но опыт, в частности, России показывает, что необходимо совершенствовать механизм исключения двойных реестров акционеров. Решение такой проблемы мог бы обеспечить Центральный депозитарий, исключающий ведение двойного реестра.

Реализация пенсионной реформы

Правительство Кыргызской Республики придает большое значение успешному проведению пенсионной реформы в стране. К тому же, частные пенсионные фонды аккумулируют необходимый финансовый ресурс, который может быть направлен в сектор корпоративных ценных бумаг и поэтому мог бы послужить дополнительным импульсом в развитии фондового рынка¹ республики.

Для реализации пенсионной реформы и инвестирования средств на рынке капиталов необходимо разработать соответствующую нормативно-правовую базу, определить круг субъектов рынка пенсионных накоплений, провести основные организационные мероприятия по обеспечению реализации права выбора застрахованными лицами в отношении управления пенсионными накоплениями. Должны быть разработаны единые правила создания и функционирования частных пенсионных схем, создаваемых различными субъектами (негосударственными пенсионными фондами, страховыми организациями, кредитными организациями либо непосредственно работодателями), в том числе, единых требований к управлению активами, контролю распоряжения ими, поддержанию финансовой устойчивости, раскрытию информации.

Для успешного перехода на двухэлементную пенсионную модель необходимо обеспечить, как минимум, три условия. В фи-

¹ В 2002 – 2003 гг. объем средств пенсионных накоплений, аккумулированных и инвестированных Пенсионным фондом России в государственные облигации Российской Федерации можно оценить в 99 млрд. руб. (3,4 млрд. долл.). Кроме того, в государственные облигации были инвестированы поступившие в 2004 году пенсионные накопления в размере 15 млрд. руб. (0,5 млрд. долл.). При этом данные средства в немалой степени способствовали снижению процентных ставок и сохранению их на низком уровне в этом секторе финансового рынка в течение 2002-2004 гг. В конце марта 2004 года средства в размере 47,3 млрд. руб. были переданы в управляющие компании (государственную и частные). При этом более 96% этих средств было передано в государственную управляющую компанию. (Источник: Доклад Федеральной службы по финансовым рынкам «О состоянии и развитии финансовых рынков в Российской Федерации» заседание Правительства РФ от 25.11.2004.стр.35.)

нансовом секторе должно быть наличие рынка страхования жизни, эффективно функционирующие инвестиционные фонды, развитый спектр финансовых инструментов переменного и фиксированного дохода, доверие населения к финансовым институтам, достаточные и надежные инвестиционные возможности. К организационно-административным условиям следует отнести наличие хорошо подготовленного агентства по надзору, законодательная база, низкий уровень коррупции, нормативная среда, которая могла бы защитить накопленные активы. У правительства должна иметься возможность покрыть затраты переходного периода при введении накопительного компонента посредством налогов, индивидуальные и государственные возможности. Для обеспечения системных условий необходим высокий охват пенсионным обеспечением и ограниченный уровень бедности среди пенсионеров.

Как показывает мировой опыт, одной из проблем пенсионных реформ является концентрация управления пенсионными резервами в рамках ограниченного числа управляющих компаний, которые могут привести к необоснованной монополизации, как отдельных секторов, так и рынка капитала в целом. Для того, чтобы избежать монополизации рынка услуг по управлению пенсионными резервами, требуется предпринять дополнительные усилия по увеличению количества надежных профессиональных управляющих компаний, способных эффективно конкурировать за пенсионные резервы. Основная роль ГКРЦБ в вопросе инвестирования пенсионных резервов на рынке ценных бумаг состоит в обеспечении надежного надзора и регулирования рисков управляющих компаний и специальных депозитариев.

Установление таких правил позволит сформировать единое правовое регулирование частных пенсионных схем, независимо от того, кто их создает. В свою очередь, это обеспечило бы права и законные интересы участников таких пенсионных схем и дало бы возможность применить единый порядок налогообложения, который стимулировал бы создание частных пенсионных схем.

Конечно, на первом этапе, исходя из уровня рисков, следует устанавливать высокие требования к диверсификации портфеля инвестированных средств. Далее, с развитием устойчивости системы контроля инвестирования пенсионных накоплений, вполне возможна определенная либерализация требований к структуре портфеля управляющих компаний для того, чтобы дать им возможность повысить эффективность вложения этих средств.

Предстоящий существенный рост «обязательных накопительных систем» будет предъявлять повышенный спрос на надежные

и достаточно доходные активы, в которые могли бы быть инвестированы эти накопления. С этой позиции укрепление конкурентоспособности национального рынка капитала, преимущественный вывод на него лучших компаний-эмитентов является приоритетной задачей для стратегии развития коллективных инвестиций в Кыргызской Республике.

Но, с другой стороны, для нашей страны имеет большое значение проблема, так называемой гибкости требований к инвестированию пенсионных накоплений в иностранные ценные бумаги. Поскольку объем качественных и ликвидных ценных бумаг кыргызских эмитентов не такой большой и перспектива резкого улучшения ситуации выглядит не оптимистичной, то актуализируется необходимость развивать механизмы инвестирования НПФ в ценные бумаги зарубежных эмитентов.

В этой связи, следует формировать новый тип долгосрочных институциональных инвестиций, который требует наличия на рынке достаточно надежных активов для инвестирования. Поэтому необходимо дать возможность управляющим компаниям инвестировать в обращающиеся на организованном рынке государственные ценные бумаги, акции и облигации корпоративных эмитентов, обладающих рейтингом инвестиционной категории признанных рейтинговых агентств, таких как Standard and Poor's, Moody's, Fitch/BCA. Принцип размещения пенсионных активов в ценные бумаги эмитентов, обладающих кредитным рейтингом инвестиционной категории, применяется в различных странах с развитыми пенсионными рынками, таких как США, Великобритания, а также России и Казахстане.

Опыт внедрения накопительных пенсионных систем в других странах показывает, что доля участников этих систем, выбирающих частные управляющие компании, будет расти, в том числе и будет увеличиваться ежегодный объем средств, передаваемых в управляющие компании.

В структуре инструментов, приемлемых для инвестирования пенсионных накоплений, в настоящее время отсутствует какое-либо подобие кыргызских депозитарных расписок на ценные бумаги иностранных эмитентов. Внедрение таких инструментов в структуру финансового рынка республики не только отвечает интересам пенсионной реформы, но и может способствовать укреплению интеграции центрально-азиатских стран или стран СНГ, в основе которой будут лежать межгосударственные инвестиции в ценные бумаги этих стран. Основной причиной, по которой до сих пор рынок депозитарных расписок не начал своего развития в

республике, является отсутствие законодательного регулирования данных инструментов.

Важное значение для пенсионной реформы имеет формирование различных внутрикорпоративных планов (пенсионных, опционных, компенсационных и инвестиционных) с целью обеспечения роста доли работников в акционерных капиталах своих предприятий и стимулирующих повышение эффективности труда персонала. Данные схемы могут включать в свои активы ценные бумаги работодателя. Для этого необходимо разработать соответствующую нормативную базу, предусматривающую оплату труда ценными бумагами работодателя, при условии, что они имеют рыночную котировку на внутреннем организованном рынке.

В части налогового стимулирования компаний, создающим внутрикорпоративные планы, меры могли бы включать вычет суммы из налогооблагаемой базы по налогу на прибыль, направляемые на формирование внутрикорпоративных планов и другие. Следовало бы также рассмотреть механизм открытия физическими лицами личных пенсионных счетов в кредитных организациях, где надо предусмотреть возможность добровольного перевода на них части доходов физических лиц с последующим их инвестированием в ценные бумаги и использованием накопленных средств при получении права на пенсию. Таким образом, принятие указанных мер способствовало бы росту объемов долгосрочных сбережений, аккумулируемых за счет взносов в частные пенсионные схемы и их направлению в реальный сектор экономики.

Политика информационно-просветительской работы

В настоящий момент у рынка ценных бумаг нет системной информационной, просветительской и имиджевой поддержки, ориентированной на население. Без этого существующие уже формы работы с населением на рынке ценных бумаг будут все время сталкиваться с трудностями в развитии, а само население может оказаться легкой добычей финансовых аферистов. Проведение целенаправленной государственной информационно-просветительской политики на рынке ценных бумаг требует реализации целого комплекса мероприятий, позволяющих гармонизировать этот процесс.

Информационно-просветительское обеспечение рынка ценных бумаг должно осуществляться путем освещения положения на рынке ценных бумаг участниками рынка – государством и профессиональными участниками рынка ценных бумаг. Данное на-

правление должно охватывать вопросы раскрытия информации о фондовом рынке через средства массовой информации. Необходимо проводить работу по формированию системы информационного обеспечения развития рынка ценных бумаг путем тесного сотрудничества со средствами массовой информации с акцентом на объективно существующие положительные стороны инвестиционного процесса.

Следует проводить широкую разъяснительную информационную работу, тематика которой включает правила грамотного инвестиционного поведения населения, методики самостоятельной оценки экономической состоятельности тех или иных финансовых компаний. При этом информация, исходящую из органов регулирования и контроля рынка ценных бумаг, следует максимально адаптировать и приближать к стилистике каждого из изданий. Необходимо разъяснение особенностей государственной инвестиционной стратегии, показывать и пропагандировать конкретные результаты реализации этой стратегии, информационно поддерживать наиболее значимые проекты, которые находятся в стадии реализации, а также распространять информацию о ведущих акционерных обществах о том, каким образом они решают существующие экономические проблемы;

Не менее важно проводить последовательную государственную рекламно-имиджевую политику на телевидении и в области распространения видеопродуции. В настоящее время эти каналы для очень большой части населения являются основными средствами получения текущей информации. На сегодняшний день на телевидении отсутствуют передачи, популярно рассказывающие о рынке ценных бумаг.

Анализ зарубежного опыта в данной области показывает высокий рейтинг популярности среди населения телепередач, освещающих вопросы инвестиций на рынке ценных бумаг. Они являются мощным стимулом вовлечения финансовых ресурсов населения в реальный экономический процесс. Проводимая с экранов телевизоров разъяснительная работа позволяет оградить наиболее неподготовленную часть потенциальных инвесторов от грубых ошибок и неоправданного риска, закладывает в массовое сознание основы грамотного поведения на рынке ценных бумаг.

Рынку ценных бумаг остро требуются менеджеры и специалисты, профессионально разбирающиеся в вопросах рынка ценных бумаг и инвестиционного консалтинга, включая проблемы оценки финансово-хозяйственной деятельности предприятий, предэмиссионной подготовки компаний, выпуска и размещения дополни-

тельных эмиссий, проведения грамотной дивидендной политики, формирования и поддержки вторичного рынка корпоративных ценных бумаг. В Кыргызстане недостаточно высших учебных заведений, готовящих специалистов по специальностям, связанным с рынком ценных бумаг. Очевидно, что созрела необходимость для развития отечественных школ высшего профессионального образования в области ценных бумаг. Учебные программы этих школ должны базироваться не только на зарубежном опыте, но и отечественном.

Практика показала, что разнообразие форм дополнительного образования в области рынка ценных бумаг необходимы сегодня государственным служащим, сотрудникам налоговых органов, органов дознания, судьям и юристам. Специальные знания требуются также работникам предприятий акционерных обществ для привлечения инвестиций с помощью механизмов рынка ценных бумаг. Поэтому, для создания системы дополнительного профессионального образования вышеперечисленных категорий служащих необходимо разработать специальный учебный курс «Рынок ценных бумаг: экономические и правовые аспекты».

Очевидно, что существует необходимость в проведении исследовательской работы в области рынка ценных бумаг и популяризации полученных материалов не только среди профессионалов рынка, но и среди широких слоев населения.

Для этого необходима разработка и реализация государственной целевой программы по образовательной поддержке инвесторов, формированию культуры инвестирования и корпоративного управления, укреплению этики ведения бизнеса на финансовом рынке. Результатом успешной информационно-просветительской политики должно быть формирование здорового интереса к рынку ценных бумаг у той части населения, которая по своим материальным возможностям могла бы включиться в реальный инвестиционный процесс.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фондовый рынок является одним из ключевых механизмов привлечения денежных ресурсов на цели инвестиций, модернизации экономики, стимулирования роста производства.

1. Однако, рынок ценных бумаг Кыргызской Республики не выполнил свое основное предназначение мобилизацию капитала в экономику, перераспределение денежных ресурсов в реальный сектор, формирование рыночной оценки бизнеса. Вместо этого сформировался небольшой, спекулятивный, с высокой долей рисков рынок, с олигополистической структурой рынка, концентрацией торговли ценными бумагами нескольких эмитентов, что определило неизбежность манипулирования ценами и в конечном итоге сформировало фондовый рынок больше по форме, чем по содержанию.

2. Рынок ценных бумаг республики следует относить к зарождающимся рынкам. Не наблюдается совпадения общих параметров и темпов развития экономики и глубины фондового рынка. Рынок капиталов не занимает еще соответствующего положения в структуре финансового рынка республики и не выполняет в полной мере тех задач, которые обычно выполняются фондовым рынком в странах с развитой экономикой. Также рынок ценных бумаг еще не выполняет в полной мере функций прогноза экономического развития и не ощущается особого влияния на ритмы торговли финансовыми инструментами различного рода информации и новостей.

3. Система регулирования фондового рынка исторически складывалась по либеральной системе, поскольку строилась по американской модели. В последующем по мере развития рынка и универсализации его модели появились тенденции перерастания в жесткие регулятивные модели. В то же время рыночное саморегулирование носит ограниченный характер. Почти на всех рынках имеется развитая нормативно-правовая, законодательная база, детально регулирующая различные аспекты деятельности фондового рынка, но остается слабым ее правоприменение. Поэтому данные нормативные акты не работают, а значительная область финансовых операций остается не урегулированной.

4. Либерализация финансового рынка, включая фондовый, открывает хорошие перспективы для роста экономики страны и решения задачи финансовой стабильности. Тем более для такой

страны как Кыргызстан, характеризующегося небольшими размерами экономики, компактным финансовым рынком, достижение целей эффективного развития экономики возможно только при условии открытости и максимальной интеграции в международную систему рыночных отношений. Фундаментальным фактором развития фондового рынка Кыргызской Республики должен стать достаточный объем денег в хозяйственном обороте.

Необходима последовательная и целенаправленная реализация политики внедрения либеральных принципов рыночной экономики. Только в этом случае возможно построение открытой экономики, альтернативы которому для Кыргызской Республики не существует, поскольку это диктуется конкретными географическими, внешнеполитическими и прочими условиями экономического характера.

5. В работе предложен необходимый теоретический базис и аналитический материал, на основе которых может быть дан ответ на вопрос о том, в каком направлении идет формирование рынка ценных бумаг в будущем и его особенности по сравнению с другими постсоветскими странами. Различия между ними заключаются в качестве самого фондового рынка, его возможностям полноценного исполнения роли в экономике. Качество рынков диктуется, прежде всего, качеством и масштабами экономик стран, их размерами и эффективностью предприятий-эмитентов, уровнем жизни населения и их возможности в формировании сбережений, а также самой потребностью в финансовых инструментах, как форме инвестиций. Техническая инфраструктура и ликвидность фондовых рынков развивается уже в зависимости от вышеназванных потребностей.

6. При создании фондового рынка использовалась помощь иностранных консультантов, которые копировали модели рынков ценных бумаг развитых стран и внедряли их в условия малой экономики небольших стран. Данный способ развития имеет место и сейчас. Поэтому необходимо вырабатывать специальные формы регулирования фондового рынка.

Фондовый рынок республики небольшой и на такие показатели, как объемы торгов, может оказать существенное влияние проведение всего нескольких крупных сделок. Большая часть торговли включает всего несколько видов ценных бумаг различных эмитентов. Рынок выполняет достаточно ограниченные функции, главным образом обслуживает переход прав собственности. А привлечение ресурсов для развития компаний идет в малых объемах, которые не могут удовлетворить потребность предприятий в финансовых

ресурсах. Основными группами проблем, с которыми будут сталкиваться торговые площадки в перспективе, это ликвидность оборота биржи, раздробленность инфраструктуры фондового рынка и ее несовершенство, а также вопрос финансовой выживаемости фондовых бирж в условиях низкой инвестиционной активности.

Учетная система фондового рынка имеет раздробленный характер и еще не полностью отвечает стандартам мировой практики, требует в целом совершенствования по различным аспектам. Но в настоящем виде может выполнять возложенные на него задачи по обслуживанию торговых систем и инвесторов в части обеспечения перехода прав владения на ценные бумаги.

7. Рынок государственных ценных бумаг является также неразвитым, где преобладают торги в основном с государственными казначейскими векселями и нет среднесрочных или долгосрочных ценных бумаг инвестиционного качества. В то же время сформировалось противоречащее законодательству разделение механизмов торгов ценными бумагами, где государственные финансовые инструменты обращаются в рамках инфраструктуры Национального банка Кыргызской Республики, а корпоративные - на свободных рыночных площадках. Развитие разновидностей финансовых инструментов происходит по упрощенной схеме и существуют только основные, классические их виды.

Регулирование отдельными сегментами финансового сектора экономики осуществляют несколько различных ведомств, между которыми нет должной координации. Поэтому должен быть сделан акцент на создание мегарегулятора на финансовом рынке.

8. Рассмотренные ключевые факторы включают политическое и социально-экономическое направление развития общества, традиционные ценности населения, модели рыночной экономики и структуру собственности, финансовую и отраслевую структуру хозяйства, инвестиционную, финансовую и денежную политику государства, которые оказывают непосредственное воздействие на формирование фондового рынка в условиях Кыргызской Республики.

9. Проведен анализ степени развития продуктовой структуры рынка ценных бумаг, институтов фондового рынка, потенциала институциональных инвесторов и их места и роли в финансовом секторе, а также в экономике республики. Определены масштабы и финансовый ресурс возможного перспективного развития фондового рынка.

Основной проблемой, ограничивающей перспективы быстрого роста фондового рынка республики, являются малые объемы и

масштабы экономики. Соответственно естественный показатель обслуживания рынком капиталов потребностей рынка в размещении и перераспределении инвестиций можно охарактеризовать в пределах от 25 до 50% ВВП (характерно для формирующихся рынков). Теоретический масштаб для фондового рынка республики составляет порядка от 470 до 950 млн. долларов США. Сумма прогнозируемых общих потенциальных сбережений населения в 2010 году должны ориентировочно составить порядка - 540,5 млн. долларов США.

Кыргызская Республика не имеет достаточной денежной массы у населения для того, чтобы они могли выступить «ключом к запуску» рынка ценных бумаг. Большой приоритет в государственной политике инвестирования экономики должен быть сделан в сторону иностранных инвестиций, а соответственно модернизация и развитие экономики будет в определяющей степени зависеть от притока инвестиций из-за рубежа.

10. Особенностью взаимовлияния структуры экономики и развития рынка капиталов является то, что отрасли, имеющие наибольший удельный вес в экспорте республики, практически не играют значительной роли на рынке ценных бумаг. К такой динамично развивающейся отрасли относится цветная металлургия, объем производства, которой увеличился до 45% в 2003 году, против 33,2% в 1997 году (8,2 % в 1996 г.). Цветная металлургия является сектором экономики, занимающим почти половину доли объема промышленного производства.

Динамичный рост отдельных отраслей экономики не совпадает с активностью торговли их финансовыми инструментами на фондовом рынке. С другой стороны рост объемов выпуска продукции или его снижение в зависимости от внутренней или внешней конъюнктуры практически не влияет на изменение индексов фондового рынка, что также подтверждает зарождающийся характер фондового рынка в республике.

11. Приватизация государственной собственности остается важным источником импульса оживления и развития фондового рынка в Кыргызской Республике. Поэтому, на наш взгляд, перспективная правительственная политика приватизации государственного имущества должна быть направлена в значительной степени не на преследование цели продажи имущества, а в большей степени на формирование и стимулирование организованного рынка ценных бумаг. Для этого необходима реализация государственных пакетов акций инвесторам через лицензированных организаторов торгов, с использованием различных методов

приватизации предусмотренных законодательством, а также применением новых форм торговли.

12. В данной работе сформированы основные принципиальные направления развития рынка ценных бумаг, включающие приоритеты и комплекс мер по повышению эффективности государственного регулирования и которые могли бы лечь в основу создания перспективной комплексной программы развития. Данные направления должны содержать следующие положения:

- будущее фондового рынка должно развиваться не спонтанно, а планомерно на основе определенной стратегии комплексных программ, которые должны быть целенаправленны и преемственны в период до формирования рынка в ликвидную и масштабную систему мобилизации капитала;

- содержание государственного регулирования должно быть пересмотрено и выражено в ее ведущей роли, которая могла быть определена в снижении излишней регулятивной нагрузки, в прямом участии в выводе на рынок эмитентов, новых финансовых инструментов, в создании новых рынков, в усилении стимулирующей роли политики государства;

- особый акцент в развитии должен быть сделан на конкурентоспособность рынка, на его возможность интеграции с другими рынками, прежде всего, со странами СНГ и привлечения торговой активности, денежных ресурсов, инвесторов в конкуренции с другими фондовыми рынками;

- модель фондового рынка будет соответствовать качеству и масштабу экономики, а также концепции политики, которая складывается, в том числе и в других странах с переходной и формирующейся экономикой. В этой связи формирование рынка и методов его регулирования в среднесрочной перспективе будет все заметнее отличаться от американской модели или моделей развитых стран. Поэтому предстоит поиск оптимальных формул развития;

- отраслевая структура определила наличие нескольких конкурентоспособных отраслей экономики, которые и станут основой для приоритетного финансирования и направления формирования фондового рынка;

- неизбежным является реструктурирование отрасли ценных бумаг, изменение ее архитектуры, направленное на рост ее операционной способности, снижение волатильности и рисков;

- должен быть разработан комплекс мер экономической и финансовой политики стимулирования развития рынка ценных бумаг, а также методов его регулирования;

- целесообразно создание центра международных финансов в городе Бишкек, который был бы способен конкурировать со смежными рынками за инвестиции, что может стать основой для поиска и внедрения гибких механизмов создания благоприятной зоны для международных операций и привлечения инвестиционной активности.

Предложенные механизмы и комплекс мер и административно-законодательных решений приведут к снижению рисков рынка, повышению его эффективности, росту доли ресурсов, перераспределяемых на цели инвестиций в реальный сектор, к финансовому оздоровлению отрасли ценных бумаг. Реализация комплексной программы развития рынка ценных бумаг должна содействовать повышению роли рынка в инвестициях в реальный сектор, снижению его рисков, обеспечению честности и справедливости ценообразования, росту операционной способности рынка.

CONCLUSION

The stock market is one of key mechanisms of attracting financial resources for the purposes of investments, modernization of economy and stimulation of production growth.

1. However, the securities market of the Kyrgyz Republic did not fulfill its main designation of mobilizing capital into the economy, redistributing financial resources into the real sector and developing market assessment of the business. Instead, a small, speculative market with high share of risks, oligopoly type of market structure and concentration of trading on the securities of several issuers was formed that determined inevitability of price manipulation and in the end rather the form of the stock market was developed than its contents.

2. The securities market of the republic should be referred to the emerging markets. Concurrence of general parameters, the growth rates of economy and the depth of the stock market is not observed. The capital market does not yet occupy an appropriate position in the financial market structure of the republic and does not fully fulfill those objectives that are commonly performed by the stock market in the countries with developed economy. Also, the securities market does not fully perform the functions of projecting economic development and does not have special influence on the tempo of trading in financial instruments of various types of information and news.

3. The regulatory system of the stock market historically developed on the basis of a liberal system since it was built on the American model. Subsequently with the development of the market and universalization of its model there appeared trends that developed into rigid regulatory models. At the same time, market self regulation is of restricted nature. Almost, all markets have a developed legislative framework that regulates in greater detail various aspects of the stock market activities, but its enforcement remains weak. Therefore these normative acts do not function, and considerable area of financial transactions remains unregulated.

4. Liberalization of the financial market, including the stock market opens good perspectives for the growth of the country's economy and solution of financial stability objectives. Moreover, the country like Kyrgyzstan characterized by the small size of economy, close financial market, it is possible to achieve the goals of effective development of economy only on the condition of openness and maximum integration into international system of market relations. Adequate volume of

money in the business turnover should become the fundamental factor in the development of the stock market of the Kyrgyz Republic.

It is necessary to implement the policy of introducing liberal principles of market economy in a consistent and purposeful manner. Only in this case it is possible to build open economy that does not have an alternative in the Kyrgyz Republic, since this is dictated by specific geographic conditions, foreign policy and other conditions of economic nature.

5. The required theoretical basis and analytical material are proposed in the work, on the basis of which answer could be found as in what direction the securities market will be developing in the future and its peculiarities as compared with other countries of the former Soviet Union. The differences among them include the quality of the stock market itself and its capability to fully execute the role in the economy. The quality of markets is dictated primarily by the quality and scope of countries' economy, their size and efficiency of issuer enterprises, livings standards of public and their capability to make savings, also by the need in the financial instruments as the form of investments. The technical infrastructure and liquidity of stock markets develops depending on abovementioned needs.

6. In the process of establishing the stock market, assistance of foreign consultants was used that copied the securities market models of developed countries and introduced them under conditions of small economy of small countries. This method of development also takes place today. Therefore it is necessary to develop special forms of regulating the stock market.

The stock market of the republic is small and the conduct of only several large transactions may considerably affect such indicators as the volume of trades. The greater part of trading includes only several types of securities of various issuers. The market performs quite limited functions, mainly services transfer of ownership rights. However, attraction of resources for developing companies is minor and is not sufficient to meet the needs of enterprises in the financial resources. The main groups of problems that the trading platforms will face in the future is the liquidity of the exchange turnover, fragmented infrastructure of the stock market and its imperfection, also the issue of financial survival of stock exchanges under conditions of poor investment attractiveness.

Accounting system of the stock market is fragmented and does not yet fully meet the standards of international practice, and in general it requires improvements on various aspects. But in its current condition, it may perform assigned objectives on servicing trading systems and

investors with respect to ensuring transfer of ownership rights on the securities.

7. The government securities market is also underdeveloped, where, mainly trading in government treasury bills prevail and there are no medium term or long term securities of investment quality. At the same time, there is separation of mechanisms in securities trading that contradict legislation when the government financial instruments circulate within the infrastructure of the National Bank of the Kyrgyz Republic, and the corporate securities circulate at the free market platforms. The variety of financial instruments develops on the basis of a simplified scheme and there are only major classical types.

Several agencies lacking proper coordination among themselves regulate certain segments of the financial sector of economy. Therefore emphasis shall be placed on establishing a mega regulator at the financial market.

8. The reviewed key factors include political, social and economic directions for the development of the society, traditional public values, market economy models and ownership structure, financial and sectoral structure of the economy, investment, financial and monetary policy of the state that directly influence the development of the stock market under conditions of the Kyrgyz Republic.

9. The review of the level of development of the securities market product structure, stock market institutions, capacity of institutional investors, their place and role in the financial sector, and in the economy of the republic was conducted. The scope and the financial resources of possible perspective development of the stock market were determined.

Small capacity and scale of economy is the major problem that restricts perspective rapid growth of the stock market in the republic. Respectively, the natural indicator of servicing the market needs by the capital market in the placement and redistribution of investments may be described in the range from 25 up to 50% of GDP (typical for developing markets). Theoretical scope for the republic's stock market makes up about 470 up to 950 million US dollars. The amount of projected total potential public savings in 2010 shall approximately make up about 540,5 million US dollars.

The Kyrgyz Republic does not have sufficient money supply with the public in order for them to act as the "key for launching" the securities market. Considerable priority in the public investment policy shall be made on foreign investments, and respectively modernization and development of economy will greatly depend on the inflow of investments from overseas.

10. The peculiarity of mutual effect of the structure of economy and development of the capital markets is that the sectors with the largest specific weight in the republic's export actually do not play considerable role in the securities market. Non-ferrous metallurgy is referred to such dynamically developing sector, its volume of output increased up to 45% in 2003 against 33.2% in 1997 (8.2% in 1996). Non-ferrous metallurgy is the sector of economy that occupies almost half of the volume share of industrial production.

The dynamic growth of certain sectors of economy does not concur with the level of their trading in financial instruments at the stock market. From the other side, the growth of production output volume or its reduction depending on the internal market conditions or foreign trade does not actually influence the change of stock market indices that also confirms the emerging nature of the stock market in the republic.

11. Privatization of state owned property remains the important source of revival and development of the stock market in the Kyrgyz Republic. Therefore, in our view, the prospective government policy on privatization of state owned property shall be considerably targeted at developing and promoting organized securities market rather than pursuing the goal of selling the property. For that it is necessary to sell the state owned shares to investors through licensed trade organizers by using various privatization methods provided by legislation, and by applying new forms of trading.

12. This work organized the principal development directions of the securities market, comprising of priorities and set of measures to improve efficiency of government regulation that could form the basis for building a prospective comprehensive development program. These directions shall contain the following provisions:

- the future of the stock market shall not be developed spontaneously, but in a planned manner based on a certain comprehensive program strategy that shall be purposeful and successive before the market develops into liquid and scaled capital mobilization system;

- the contents of government regulation shall be reviewed and expressed in its lead role that could be determined in reducing excessive regulatory burden, direct participation in entering the issuers' market, new financial instruments, in establishing new markets, in strengthening the promotional role of the public policy;

- special emphasis in the development shall be made on the market's competitiveness, its capability to integrate with other markets, primarily with NIS countries and attract trading activity, financial resources, investors while competing with other stock markets;

- the stock market model will comply with the quality and scale of economy, as well as to the policy concept that is also formed in other transitional and developing countries. In this connection, development of the market and methods of its regulation in the medium-term will more distinctly differ from the American model or models of the developed countries. Therefore, the search for optimum development formulas is expected;

- sectoral structure determined presence of several competitive sectors of economy that will form the basis for priority funding and direction for the development of stock market;

- restructuring of the securities market sector, changing of its architecture targeted at the growth of its operational capacity, reduction of volatility and risks is inevitable;

- a set of measures of economic and financial policy stimulating the development of the securities market, as well as the methods of its regulation shall be developed;

- it is expedient to create of center of international finances in Bishkek city that would be capable of competing with adjacent markets for investments that might serve as basis for search and introduction of flexible mechanisms that create a favorable zone for international transactions and attraction of investment activity.

The proposed mechanisms, the set of measures, administrative and legislative decisions will reduce risks at the market, improve its efficiency, increase the share of resources redistributed for investing into the real sector, and lead to financial recovery of the securities sector. Implementation of a comprehensive securities market development program shall contribute to enhancing the role of the market in investing into the real sector, reducing its risks, ensuring integrity, fair pricing, and growth of operational capacity of the market.

ЛИТЕРАТУРА

Абдынасыров У.Т. Краткий обзор рынка ценных бумаг и инвестиционных фондов Кыргызской Республики: Материалы национальной конференции «Взаимосвязь предприятий малого и среднего бизнеса с институтами коллективного инвестирования и рынком ценных бумаг» (Бишкек, 2001).

Абдынасыров У.Т. Любой кризис – это не только конец старого экономического цикла, сколько начало нового//Рынок капиталов. Б.1999. №5.

Абдынасыров У.Т. Развитие рынков капитала и небанковских финансовых институтов: Материалы семинара «Устойчивый экономический рост. Комплексная основа развития» - (Бишкек, 2000).

Абдынасыров У.Т. Рынок ценных бумаг – фундамент реально-го сектора//Рынок капиталов. Б.1999. №8-9.

Абдынасыров У.Т. Рынок ценных бумаг Кыргызской Республики и совершенствование государственного регулирования. Б.: Акыл, 2002.

Абдынасыров У.Т. Совершенствование законодательства, регулирующего рынок ценных бумаг Кыргызской Республики: Материалы национальной конференции «Законодательные основы развития рынка ценных бумаг и инвестиционная политики в Кыргызской Республики» (Бишкек, 20-21 февраля 2002).

Абдынасыров У.Т. Статья инвестиционно привлекательными – задача дня и для предприятий, и для государства//Банковский вестник. Б.2003. №2.

Абдынасыров У.Т. Формирование фондового рынка и развитие акционерных обществ в Кыргызской Республике: В сборнике: «Становление и формирование развивающихся рынков капитала» /Под ред. У.Т. Абдынасырова - Б: Технология, 2000.

Агарков М.М. Учение о ценных бумагах. М.: Бек, 1994.

Акаев А. Переходная экономика глазами физика (математическая модель переходной экономики). Б.: Учкун, 2000.

Акаев А.А. О стратегии социально-экономического развития Кыргызской Республики и неотложных действиях. Б.: Учкун, 1993.

Акаев А.А. Памятное десятилетие. Б.: Учкун, 2001.

Актуальные проблемы и опыт экономической политики в странах Балтии, России и других государствах бывшего Советского Союза. Международный Валютный Фонд, вып. № 133, под ред. Даниела Ситрина и Ашока Лахири, Вашингтон, 1995.

Аналитические итоги первой национальной переписи населения Кыргызской Республики 1999 года. Книга VI. Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002.

Аналитическое обозрение за 2003 год. Б.: Министерство финансов Кыргызской Республики, май, 2004.

Аникин А. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко. М.: Олимп-Бизнес, 2000.

Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. М.: Финансы и статистика, 1991.

Банковская система России: Настольная книга банкира: Коммерческие банки на фондовом рынке /Авт. кол.: Л.И.Абалкин, Г.А.Аболихина, М.Г.Адибеков, Л.Д.Андросова и др.; Ред.кол.:А.Г.Грязнова и др. М.: ДеКа, 1995.

Банковская система России: Настольная книга банкира. В 3 кн. /Авт. кол.:Л.И.Абалкин, Г.А.Аболихина, М.Г.Адибеков, Л.Д.Андросова и др.; Ред. кол.:А.Г.Грязнова и др. М.: ДеКа, 1995.

Бард В.С. Инвестиционные проблемы российской экономики. М.:Экзамен, 2000.

Бард В.С. Финансово-инвестиционный потенциал экономики (мифы и реалии)// Эквивалент, 2003, №3.

Бейшембиев Э. Государственный строй. ВКЦ “Кыргызстан”: Энциклопедия, стр.9 т.17, Б.: МТЭБ, 2001.

Бектенова Д.Ч. Закономерности движения денежных потоков в условиях трансформации экономики Кыргызской Республики. Б.:Издательство кыргызско-российского славянского университета, 2001.

Буклемишев О.В. Рынок еврооблигаций. М.: Дело, 1999.

Вайн С. Проблемы со стандартными методами борьбы с риском. //Рынок ценных бумаг, 2001. №6(189).

Вексель и вексельное обращение в России: Практическая энциклопедия /А.В.Волохов, Б.А.Жалнинский, В.В.Ильин и др.; Сост.: А.Г. Морозов, Д.А.Равкин. - 4. изд., перераб. и доп. М.:Банковский Деловой Центр,1998.

Взаимосвязь макро- и микроэкономических процессов в переходной экономике России: Сб. науч. трудов /Финансовая академия при Правительстве РФ; Редкол.: М.С. Атлас и др. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ,1997.

Вопросы клиринга, взаиморасчетов и регистрации ценных бумаг: Материалы семинара (Алматы, 2–4 апреля, 1997).

Вэйтилингэм Р. Руководство по использованию финансовой информации Financial Times. М.: Финансы и статистика, 1999.

Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: Учебное пособие/ пер. с англ.- М.: Джон Уайли энд Санз, 1995.

Гейст Чарлз Р. История Уолл-Стрит. М.: Издательство «Квартет-Пресс», 2001.

Гилкрист К. Управление коллективными инвестиционными фондами/пер. с англ. Лондон, Британский фонд «Ноу-Хау»,1999.

Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. М.: Дело, 1997.

Голицын Ю. Фондовый рынок дореволюционной России. М.: ФИД «Деловой экспресс», 1998.

Государственный комитет Кыргызской Республики по иностранным инвестициям и экономическому развитию, «Ежегодный отчет о внешней помощи и прямых иностранных инвестициях», Бишкек, 2000 г.

Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД. Предложения о внедрении Акционерной системы в СССР и проблемы, с этим связанные. - Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД, 1991.

Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД. Рынок ценных бумаг Японии. - Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД, 1998.

Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД. Справочный материал по ценным бумагам, выпуск 1. - Дайва Сэкьюритиз Ко. ЛТД, 1998.

Дегтярева О.И., Кандинская О.А. Биржевое дело. М.: Юнити, 1997.

Деньги. Кредит. Банки/Под ред. О.И.Лаврушина. М.:Финансы и статистика,2001.

Дёриг Ханс-Ульрих. Универсальный банк, банк будущего. М.: Международные отношения. 1999.

Дефоссе Г. Фондовая биржа и биржевые операции: Пер. с фр.-2-е изд. М.: Церих-ПЭЛ, 1995.

Департамент развития частного сектора Всемирного банка. Кыргызская Республика. Обзор частного сектора в переходный период. Вашингтон,1999.

Джолдошев Н. Приватизация и проблемы создания оптимальной структуры собственности: в сборнике «Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы». Б.: 2001.

Доклад № 18121 КГ. Кыргызская Республика: Обзор частного сектора в переходный период. Документ Всемирного банка, Вашингтон.

Думная Н.Н. Теория самоорганизации и стратегия экономических реформ в России// www.mirkin.ru/_docs/article03-030.pdf.

Жуков Е.Ф. Ценные бумаги и фондовые рынки: Учебное пособие /Всесоюзный заочный финансово-экономический институт. М.: Банки и биржи: ЮНИТИ, 1995.

Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодеева Е.В. Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. . 2-е изд. М.: Московская межбанковская валютная биржа, Союз юристов России, Международная ассоциация бирж стран СНГ, 2002.

Захаров А.В. О концепции единого валютного пространства СНГ. М.: Юстицинформ, 2002.

Институты рынка ценных бумаг в России. 1997 г.: Справочник /Авт. кол.: Я.М.Миркин (ред.), Л.Н.Андрианова, А.Г.Кучинская.- М.: Московское агентство ценных бумаг, АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997.

Каниметов К.А. Кыргызстан на новом этапе своего развития//Новые перспективы. 2003. №1(1).

Каюмов Н.К. Необходимость и экономические механизмы ускорения темпов экономического роста в Таджикистане// www.manas.kg/pdf/economickonferans.

Киянчиков А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. М.:Юристъ, 2000.

Кирьянов А. Опыт зарубежных стран по либерализации рынков капитала//Рынок ценных бумаг, 2001.№19 (202).

Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. М.: ИМЭПИ РАН, 2002.

Койчуев Т. Современное состояние и перспективы развития экономики Кыргызстана: Материалы научно-практического семинара «Экономика Кыргызстана: реалии и перспективы» (Бишкек, июнь 2000 г. – апрель 2001г.) – Б.:2001

Койчуев Т.К. Экономика Кыргызской Республики на пути реформ//Реформа.2001. №1.

Комплексная основа развития Кыргызской Республики до 2010 года. Общациональная стратегия. Б. 2001.

Костиков И.В. Дефолты на рынке муниципальных облигаций США. М.:Наука, 2001.

Котлер Ф. Управление маркетингом. М.:Экономика.1980.

Криничанский К.В. Типология фундаментальных факторов как основы фундаментального анализа рынка ценных бумаг.//www.mirkin.ru/_docs/article02-008.pdf.

Кузнецов М.В., Овчинников А.С. Технический анализ рынка ценных бумаг. М.: Инфра-М, 1996.

Курс экономической теории/под ред. М.Н.Чепурина, Е.Л.Кисилевой. – Киров: Аса, МГИМО МИД РФ, 1998.

Кэмпбелл Р.Макконнелл. Стэнли Л.Брю. Экономикс. М.: Республика. 1992.

Лайлиева М.Дж. Формирование рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. Б.: Илим,1995.

Логовинский Е. Еврооблигации: международная практика выпуска//Рынок ценных бумаг. 2001. №21(204).

Логовинский Е. Финансовые скандалы: внутренний контроль на страже порядка//Рынок ценных бумаг.1999.№20 (155).

Развитие рынка ценных бумаг: Материалы международного семинара (Бишкек, 18–19 мая, 1999).

Реформа финансовых систем: управление и наблюдение за кризисами: Материалы международного семинара (Стамбул15–17 июня 1999).

Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям/ пер. с

англ.: Учебник для студ. вузов по экон. спец. / Науч. ред. Г.А. Агасандян. - М.: ИНФРА-М: НФПК, 1998.

Мелков А.Е. Кредит и денежный оборот. М.: Финансы и статистика, 1983.

Миловидов В.Д. Паевые инвестиционные фонды. М.: Инфра-М, 1996.

Международная Финансовая Корпорация. Управление акционерным обществом. Вашингтон. 1999.

Международный Комитет по Стандартам Финансовой Отчетности. Международные стандарты бухгалтерского учета. USAID, 1999.

Мешкова Е. В одной упряжке с соседями // Рынок капиталов. 2002. №3(42).

Международные рынки капиталов в условиях глобальной конкуренции и перспективы инвестиций в Российской Федерации: Доклады и выступления на российско-германской конференции (21 мая 1998 г.) / Под общ. ред. А.Г. Грязновой; Финансовая академия при Правительстве РФ. - М.: ФА, 1998.

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок, профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. М.: "Перспектива", 1995.

Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития // Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.10. М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2003.

Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. М.: Альпина Паблишер, 2002.

Миркин Я.М. Банковские операции. Ч.3.: Инвестиционные операции банков. Эмиссионно-учредительская деятельность банков: Учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 1996.

Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг // Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. М.: АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997.

Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. М.: Перспектива, 1995.

Миркин Я.М. Антикризисное управление фондовым рынком // Рынок ценных бумаг. 2000. № 9.

Миркин Я.М. Будущие 10 лет: экономические циклы определяют динамику фондового рынка // Рынок ценных бумаг. 2000. № 3.

Миркин Я.М. Волатильность // Рынок ценных бумаг. 2001. № 6.

Миркин Я.М. Долговое измерение экономики // Рынок ценных бумаг. 2001. №5.

Миркин Я.М. Защита внутреннего рынка акций // Рынок ценных бумаг. 2000. № 18.

Миркин Я.М. Как изменять технологическую инфраструктуру фондового рынка? // Рынок ценных бумаг. 2000. № 21.

Миркин Я.М. Как структура собственности определяет фондовый рынок? // Рынок ценных бумаг. 2000. № 1.

Миркин Я.М. «Карточный домик» // Рынок ценных бумаг. 2000. № 4.

Миркин Я.М. Ключевые идеи развития фондового рынка // Финансовый бизнес. 2000. №7.

Миркин Я.М. Кто профинансирует модернизацию // Эксперт. 1999. 6 сентября. № 33.

Миркин Я.М. Множественность СРО // Рынок ценных бумаг. 2000. № 13.

Миркин Я.М. Программа восстановления российского рынка ценных бумаг (Материалы Первого Всероссийского совещания по

рынку ценных бумаг и срочному рынку (Москва, 22 декабря 1998 г.). М.: Московская межбанковская валютная биржа, 1999.

Миркин Я.М. Программа вывода предприятий на рынок ценных бумаг//Индикатор. 2000. № 1.

Миркин Я.М. Розничный спрос на ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. 2000. № 19.

Миркин Я.М. Российский фондовый рынок: что дальше? //Рынок ценных бумаг. 1996. №2.

Миркин Я.М. Рыночная ниша российских акций // Рынок ценных бумаг. 2001. № 3.

Миркин Я.М. Сверхконцентрация рыночного риска // Рынок ценных бумаг. 2001. № 2.

Миркин Я.М. Среднесрочная конъюнктура фондового рынка // Рынок ценных бумаг. 2001. № 8.

Миркин Я.М. Стратегия восстановления и развития фондового рынка //Журнал для акционеров. 2000. N 8.

Миркин Я.М. «Финансовая глубина» экономики и капитализация рынка акций //Рынок ценных бумаг. 2000. № 2.

Миркин Я.М. Финансовая площадка "Россия" // Эксперт. 2001. 2 апреля. №12.

Миркин Я.М. Финансовая стабилизация и развитие финансовой инфраструктуры регионов // Банковские услуги. 1997. № 7-8.

Мэрфи Дж. Технический анализ фьючерсных рынков: Теория и практика/пер. с англ. /Науч. ред. И.Самотаев.- М.: Сокол, 1996.

Некипелов А. Очерки по экономике посткоммунизма. М.: ЦИСН Мин-науки РФ, 1996.

Новиков А.В. Фондовый рынок как механизм привлечения инвестиций. Новосибирск: Издательство НГАЭиУ, 2000.

Облигации – альтернативный источник финансирования: Материалы семинара (Бишкек, 28 мая, 2001).

Общее собрание акционеров. Пособие по проведению общего собрания акционеров/отв. ред. Абдынасыров У.Т. Бишкек, 2004.

Окумура Х. Корпоративный капитализм в Японии. М.: Мысль, 1986.

Ослунд А. Кыргызская Республика: к экономическому росту через расширение экспорта// www.undp.kg

Отчет Всемирного Банка об обновлении Кыргызской пенсионной политики. Вашингтон. 2002.

Политические и экономические реформы в Кыргызстане 1991-1995 годы //отв. ред. Камарли Р.И. Б. 1995.

Положение о Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг, утвержденное постановлением Правительства Кыргызской Республики от 19 марта 2001 года № 108.

Постановление Правительства Кыргызской Республики от 9 февраля 1999 г. №77 «Программа мер по стабилизации социально-экономического положения в Кыргызской Республике на 1999-2001 годы», Б. 1999.

Проект Европейского союза Тасис EES (KY02), Изучение процессов формирования и развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. «Текущее состояние деятельности инвестиционных фондов Кыргызстана и предложения по внесению изменений и дополнений в Закон Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах», Том I., Бишкек, 2001.

Проект Европейского союза Тасис EES (KY02), Изучение процессов формирования и развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. «Сбережения населения с низким уровнем дохода и макроэкономический потенциал для развития инвестиционных фондов», том II, Бишкек, 2001.

Проект Европейского союза Тасис EES (KY02), Изучение процессов формирования и развития рынка ценных бумаг в Кыргыз-

ской Республике. «Кыргызская модель инвестиционного фонда: правовое регулирование». Том III, Бишкек, 2001.

Проект Европейского союза Тасис EES (KY02), Изучение процессов формирования и развития рынка ценных бумаг в Кыргызской Республике. «Рейтинг, несостоятельность и финансовая отчетность инвестиционных фондов», том IV, 2001 г.

Ратникова К.Ю. Американские депозитарные расписки, как способ выхода российских компаний на международный рынок. М.: Статут, 1996.

Развитие и организация рынка ценных бумаг в России. . Франкфурт-на-Майне: Общество содействия развитию бирж и финансовых рынков в Средней и Восточной Европе, 1993.

Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000.

Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). М.: ФКЦБ России, 2002.

Рей К.И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками/Пер. с англ. М.: Дело,1999.

Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Борн Б., Бернгард Р., Баренбойм П., Хит А. Основы государственного регулирования финансового рынка. Учебное пособие для юридических и экономических вузов. - М.: Юридический дом «Юстицинформ», 2003.

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития. //Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.10. М.: Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2000.

Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М.: Экзамен, 2002.

Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. М.: Московское агентство ценных бумаг, Инфра-М, 1996.

Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000.

Рынок ценных бумаг: Учебник под ред. В.А.Галанова, А.И. Ба-сова. М.: Финансы и статистика, 1998.

Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт. М.: Планета 2000, 1999.

Сизов Ю.С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг / Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. - М.: Российская академия государственной службы при Президенте РФ. 1999.

Сизов Ю.С. Фондовые рынки США и России: Становление и регулирование (в соавт. с Галкиным И.В., Комовым А.В. и др.). М.: Экономика, 1998.

Симановский А.Ю. Финансово-банковский сектор российской экономики: Вопросы формирования и функционирования / отв. ред. Ю.Б.Рубин. М.: Соминтэк, 1995.

Системные проблемы России. Путь в XXI век. Стратегические проблемы и перспективы российской экономики / Отделение экономики Российской академии наук. М.: Экономика, 1999.

Сорос Джордж. Кризис мирового капитализма. М.: Инфра-М, 1999.

Становление и формирование развивающихся рынков капитала./Под ред. Абдынасырова У.Т. Б.: Технология, 2000.

Стиглиц Д. Роль финансовой системы в развитии: Тез. докл. Четвертая ежегодная конференция по развитию в Латинской Америке и Карибском бассейне. – Сан-Сальвадор, 1998.

Тюлз Р. Дж., Бредли Э.С., Тьюлз Т.М. Фондовый рынок. М.:Инфра-М, 1997.

Фельдман А.Б. Производные финансовые и товарные инструменты. М.: Финансы и статистика.2003.

Фельдман А.Б. Основы рынка производных ценных бумаг. Курс: Производные ценные бумаги: Учебное пособие /Финансовая академия при Правительстве РФ. М.: ФА, 1995.

Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 1999.

Фишер Пауль. Прямые иностранные инвестиции для России: стратегия возрождения промышленности. . М.: Финансы и статистика, 1999.

Фондовые рынки США и России: Становление и регулирование /Авт.кол.: Ю.С.Сизов (рук.), И.В.Галкин., А.В.Комов и др. М.: Экономика,1998.

Фондовый рынок: Учеб. пос. для вузов экон. профиля /Н.И.Берзон, Е.А.Буянова, М.А.Кожевников и др.; Под ред. Н.И.Берзона.- 2. изд. М.: ВитаПресс,1999.

Философский словарь. – М.: Издательство политической литературы, 1986.

Финансовые системы и развитие. – Серия: Политика и исследования. – Вашингтон: Всемирный банк,1989.

Фридмен М. Количественная теория денег. М.: Эльф-пресс, 1996.

Шарп У.Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж.В. Инвестиции. М.: Инфра - М, 1999.

Экономика Кыргызстана в последнее десятилетие XX века// отв. ред. Койчубев Т.К. Б.: ЦЭ и СР при МФ КР, 2000.

Экономика. Учебник /под ред. А.С.Булатова. 2-е изд. М.: БЕК,1999.

Экономическая теория (политэкономия): Учебник /под общей ред. В.И.Видяпина, Г.П.Журавлевой. М.: ИНФРА-М, 1997.

Энами Я. Рекомендации по реструктуризации рынка ценных бумаг. 1997.

Экономика переходного периода: Учеб. пос. / Под ред. В.В.Радаева, А.В.Бузгалина. М.: Издательство МГУ, 1995.

Эклунд Клас. Эффективная экономика - шведская модель. М.: Экономика, 1991.

Штольте П. Инвестиционные фонды/пер. с нем. М.: Финстантинформ: Интер-эксперт, 1996.

Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами /Финансовая Академия при Правительстве Российской Федерации. М.: Финансы, 1997.

Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. -№ 4(76)2002

Годовой отчет 2002. Национальный банк Кыргызской Республики. – Б.: Банковский вестник,2003

Годовой отчет Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг за 2000 год – под руководством - Абдынасырова У.Т. Бишкек: Эрзим, 2001

Годовой отчет Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг за 2001 год – под руководством Абдынасырова У.Т. – Бишкек: ИЗО принт, 2002

Годовой отчет Государственной комиссии при Правительстве Кыргызской Республики по рынку ценных бумаг за 2003 год – под общей редакцией – к.э.н. Абдынасырова У.Т. Бишкек: Банковский вестник,2004

Годовой отчет Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики за 1998 год – под руководством - Абдынасырова У.Т. Бишкек: Банковский вестник, 1999

Годовой отчет Национальной комиссии по рынку ценных бумаг при Президенте Кыргызской Республики за 1999 год - под руководством - Абдынасырова У.Т. Бишкек: Арéal, 2000

Кыргызстан в цифрах, статистический сборник, Национальный статистический комитет, Бишкек, 2001 г.

Содружество независимых государств в 2001 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2002,

Содружество независимых государств в 2003 году. Статистический ежегодник. - М.: Статкомитет СНГ, 2004,

Социально-экономическое развитие Кыргызской Республики 1996-2001. Годовая публикация. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2001

Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002,

Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004

Финансово-экономический бюллетень. - Министерство финансов Кыргызской Республики, №4, 2002

Финансы предприятий Кыргызской Республики 1997 – 2001. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002,

Финансы предприятий Кыргызской Республики 1999 – 2003. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004,

World Federation of Exchanges, Annual Report and Statistics, 2002

Nellis J/ Time to Rethink Privatisation in Transition Economies? IFC Discussion Paper 38. The World Bank, Washington, D.C., 1999.

J. Robert Brown. "Order From Disorder: The Development of the Russian Securities Markets", 15 "University PF Journal of International Business Law" 509, n.9 (1995).

Note "Disclosure as a Legislative Device", 76 "Harvard Law review" 1273 (1963).

Securities Regulation in the United States. Third Editions. NASD. Washington, 1997.

Objektives and Principles of Securities Regulation. International Organization of Securities Commissions. September 1998

Federation of Euro-Asian Stock Exchanges – yearbook,2002

Moody's Investors Service, «Moody's credit rating and research», New-York, 1995 г.

Japan Securities Research Institute, «Securities market in Japan», Tokyo, Tokyo Shoken Kaikan, 1998.

United States Securities and Exchange Commission, Annual report for 1998, Washington DC, U.S. Government Printing Office, 1999.

IMF, «World economic outlook», Washington D.C., 2000 г.

Black's Law Dictionary by Henry Campbell Black, St. Paul Minn., West publishing Co., 1990, 6th edition, c. 1355-1356.)

Merrill vs. National Bank (173 U.s. 131,19S. Ct., 360, 43L. Ed. 640)).

Emerging Stock Markets Factbook 1999, International Finance Corporation, Washington 1999, p.2

Oliver S. Kratz "Frontier Emerging Markets Securities Price Behavior and Valuation", Kluwer Academic Publishers, Boston Hardbound, August 1999,

Wachstumsfaktoren in Transformationslandern. Osteuropa – Institut Munchen? Working Papers № 211, Dezember 1999,

Jack Glen. "International Comparison of Stock Trading Practices". Paper presented at the World Bank Conference on Stock Markets, Corporate Finance and Economic Growth, February 16-17, 1995,

Emerging Stock Markets Factbook 1999, International Finance Corporation, Washington 1999,

Lamb R., Rappaport S.P. Municipal bonds. N.Y.: McGraw-Hill, 1987.P.39.

IMF International Financial Statistics, April 2001, IMF International Financial Statistics Yearbook 1999

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1

Структура государственного долга Кыргызской Республики по состоянию на 31 декабря 2004 года¹

ВНУТРЕННИЙ ДОЛГ	Млн. сомов	Млн. USD
ГКО	4 292,70	103,13
Глобальные сертификаты 2003-2005	550,00	13,21
Простой вексель (ОГРЗ)	619,00	14,87
Переводной вексель (задолженность коммерческих банков перед вкладчиками)	10,80	0,26
ГКВ	954,90	22,94
Индексация сбережений населения	1 007,20	24,20
ИТОГО ВНУТРЕННИЙ ДОЛГ	7 434,60	178,61
ВНЕШНИЙ ДОЛГ		
ДВУСТОРОННИЕ ЛЬГОТНЫЕ	14 119,56	339,21
Экспортно-Импортный Банк Китая	567,48	13,63

¹ Источник: см. <http://www.minfin.kg/invest/gos-indic.htm>

Натексис Банк (Франция)	236,60	5,68
Японский Банк Международного Сотрудничества	10 339,23	248,39
Банк КфВ (Германия)	1 640,86	39,42
Экспортно-Импортный Банк Кореи	687,28	16,51
КФАЭР (Кувейтский Фонд)	648,12	15,57
ДВУСТОРОННИЕ НЕ ЛЬГОТНЫЕ	11 130,76	267,41
Банк Гезельшафт Берлин (Германия)	209,13	5,02
Компания ДЕБИС	14,57	0,35
ДАНИДА (Дания)	244,96	5,89
Гермес Кредитверзихерунгс-Актингезельшафт (Германия)	279,51	6,72
Индия	42,64	1,02
Пакистан	383,52	9,21
Россия	7 568,06	181,82
Экспортно-Кредитный Банк Турции	1 925,85	46,27
Узбекистан	462,52	11,11
МНОГОСТОРОННИЕ ЛЬГОТНЫЕ	54 667,15	1 313,34
МВФ (Международный Валютный Фонд)	8 613,64	206,94
ОРЕС (Фонд Международного Развития)	293,27	7,05
АБР (Азиатский Банк Развития)	19 861,81	477,17
МАР, Всемирный Банк	24 159,64	580,42
ИБР (Исламский Банк Развития)	1 061,15	25,49
МФСР (Международный фонд с/х развития)	391,15	9,40
Северный Фонд Развития	286,49	6,88

МНОГОСТОРОННИЕ НЕ ЛЬГОТНЫЕ		155,68	3,74
Европейский Банк Реконструкции и Развития		155,68	3,74
УСЛОВНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА		1 393,83	33,49
Европейский Банк Реконструкции и Развития		1 393,83	33,49
ИТОГО ВНЕШНИЙ ДОЛГ		81 466,97	1 957,18
ВСЕГО ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ДОЛГ		88 901,57	2 135,79

Примечание - Учетный курс НБКР 1 доллар США = 41,6246 сом на 31.12.2004 года.

Факторы конкурентоспособности экономики Кыргызской Республики

Как известно, реальный обменный курс (таблица 2.3.2.) является ключевым показателем, определяющим внешнюю конкурентоспособность страны. Реальные обменные курсы, динамика которых зависит от изменения номинального обменного курса и внутренних цен (измеряемые относительными затратами на единицу рабочей силы), снизились в 1996-2001 годах почти на 40%. На это также влияет разница в темпах развития инфляции в конкурирующих странах. В таких условиях быстрый рост производительности является важным для сохранения конкурентоспособности экспортных цен и повышения экспорта товаров отраслей, не связанных с добычей золота.

Реальная заработная плата не должна вырастать больше чем производительность. На данное соотношение показателей влияет также высокий уровень безработицы. К. Крайняк, Ж. Цеттельмейер в 1997 году подсчитали равновесную долларовую заработную плату для нескольких стран с переходной экономикой.

На основе относительно низкого уровня средней заработной платы в долларах США экономика Кыргызской Республики оказалась более конкурентоспособной, чем России и Казахстана.

В качестве примера можно рассмотреть сравнительные параметры Кыргызстана и России в 2002 году. Укрепление обменного курса национальной валюты – кыргызского сома на 9,8% привело, при прочих равных условиях, к удорожанию экспорта кыргызских товаров в Россию на 9,8% и удешевлению российского импорта в Кыргызстан на те же 9,8%. Но инфляция в России составила 15,1%, а в Кыргызстане только 2,1%. Если все цены выразить в российских рублях, цены на кыргызские товары выросли на 11,9 (9,8+2,1) процента, а цены на российские товары выросли на 15,1%. Таким образом, конкурентоспособность экономики Кыргызстана по сравнению с Россией выросла на 3,2%.

Приложение 3

**Расчетные конкурентные позиции в сравнении
с некоторыми странами Балтики, России и др.^{1*}**

	Ре- альная з/п (в \$ США)	Подсчитанная равно- весная з/п			Индекс конкуренто- способности		
		Спец-я 1	Спец-я 2	Спец-я 3	Спец-я 1	Спец-я 2	Спец-я 3
Кыргызская Республика	53	132	168	129	1.26	1.43	1.39
Беларусь	75	333	292	276	1.94	1.55	1.82
Эстония	211	444	399	360	1.7	1.44	1.49
Казахстан	112	161	203	140	0.65	0.74	0.63
Латвия	195	308	279	251	1.09	0.91	0.91
Литва	124	194	196	167	0.91	0.85	0.85
Молдова	46	123	147	106	1.14	1.32	1.11
Россия	107	269	300	235	1.78	1.38	1.51

Обзор основных макроэкономических показателей Кыргызской Республики свидетельствует о наличии устойчивых тенденций стабилизации и оздоровления экономики. Положительно на это влияют позитивные тенденции экономического роста, роста производства, экспорта, доли частного потребления ВВП на душу населения, снижения темпов инфляции, сокращение государственного внешнего долга и совокупного дефицита государственного бюджета, членство во Всемирной торговой организации и др. показатели. Вместе с тем имеются негативные аспекты, сдерживающие развитие экономики – это недостаточно развитая экономическая структура, характеризующаяся низким объемом дохода на душу населения, большими различиями в уровне развития регионов, медленный ход реструктуризации предприятий, низкая финансовая дисциплина, узкая внутренняя база доходов и пр.

¹ Крайняк К., Цеттельмейер Ж. Конкурентоспособность в переходных экономиках: Какие существуют возможности для усиления реального курса?. - документ МВФ, Вашингтон, 1997, стр.147.

* Подсчитанная для каждой страны как отношение равновесной к реальной долларовой заработной плате разделенной на взвешенную по торговле среднюю равновесную к реальному отношению долларовой заработной плате шести основных торговых партнеров страны.

В Кыргызской Республике сложился сектор промышленности с большой долей цветной металлургии, электроэнергетики. Продукция цветной металлургии является основной экспортной статьей республики, влияющей на показатели платежного баланса и ВВП в целом. Сектор промышленности в целом преодолел последствия шоковой терапии и имеет тенденцию к оживлению и оздоровлению. Кыргызской Республике необходимо формирование диверсифицированной структуры промышленного производства и соответственно экспорта.

Международная экономическая и финансовая интеграция Кыргызстана по-прежнему остается слабой, за исключением экспорта золота. Кыргызстан связан с Россией через Евразийское экономическое сообщество и Договором о коллективной безопасности. Жесткая денежная политика позволила стабилизировать инфляцию и обменный курс сома, что также повышает внешнюю конкуренцию страны.

Очевидным недостатком экономики Кыргызстана является его ограниченный доступ к экспортным рынкам. Изменения реального обменного курса сома не объясняют потерю Кыргызской Республикой своей доли экспорта, основной причиной которой являются значительные торговые барьеры, связанные с высокой стоимостью транзита и неразвитой транспортной инфраструктурой. Поэтому требуется приложить все возможные усилия в экономической дипломатии, чтобы открыть потенциальные экспортные рынки. Эта деятельность будет основной целью правительственной политики. В долгосрочной перспективе необходимо добиться повышения экспорта на 10 и выше процентов в год. Инвестиции придут при увеличении экспорта и получении больших доходов.

Необходимо параллельно продолжать улучшать условия внутри страны, продолжая улучшение налоговой системы и государственного управления. Принимая во внимание свое тяжелое географическое положение, Кыргызстан должен приложить больше усилий по сравнению с другими странами. Рост должен основываться на развитии частного предпринимательства, что возможно при большой экономической свободе, при этом необходимо сохранять экономический баланс. Главным достоянием страны является ее человеческий капитал, но он требует дальнейшей подпитки для обеспечения действительно очевидного преимущества.

Приложение 4

**Состояние внешнеэкономической
деятельности республики**

В настоящее время основной экономической проблемой Кыргызстана является его ограниченный доступ к экспортным рынкам. Только большие объемы и расширение статей экспорта могут привести к экономическому росту, и только при значительном росте экспорта страна сможет привлечь большие инвестиции. Для республики, не имеющей выхода к морю, внешняя торговля является жизненной необходимостью, но Кыргызская Республика страдает от сочетания таких препятствий, как географические условия, а также торговая политика соседних стран.

Тенденции внешнеэкономических показателей деятельности республики за ряд лет колеблются и характеризуются, как нестабильные. По итогам 2003 года¹ общий объем торговли возрос на 21% и составил 1298 млн. долларов США. В том числе, импорт возрос на 22% и составил 717,0 млн. долларов США, а экспорт на 19,8% - 581,7 млн. долларов США. Таким образом, сложилось отрицательное сальдо торгового баланса в размере 135,3 млн. долларов США.

В 2001 году по сравнению с 2000 годом отмечено снижение объемов как экспорта, так и импорта, причем импорт снизился больше, что повлияло на торговый баланс, который сложился положительным в размере 8,9 млн. долларов США при отрицательном в 49,6 млн. долларов США в 2000 г.

Особенностью экспорта республики является зависимость данного показателя от ограниченного перечня товаров, в основном, это золото, электроэнергия, табак. Основными экспортными статьями республики с 1997 г. являются поставки золота², удель-

¹ Статистический сборник. Кыргызстан в цифрах. – Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2004, стр.30.

² В основном кыргызское золото экспортируется в Лондон и надо отметить, что оно пользуется там популярностью. Филиал АО "Кыргызалтын" - аффинажный завод имеет статус "Good Delivery" Лондонской Ассоциации рынка драгоценных металлов, это свидетельствует о том, что оно стоит в одном ряду с лучшими мировыми производителями, а качество выпускаемых слитков соответствует высоким мировым стандартам. Международный рынок специализируется, в основном, на операциях со стандартизированными слитками "Good Delivery Bars", но в последнее время все большую популярность приобретают золотые мерные слитки достоинством 1 кг и 100 гр. особенно в ОАЭ, а 10-толовые - в Индии. В настоящее время АО "Кыргызалтын" начал производство золотых мерных слитков. Мировая

ный вес которого в 2000 г. в объеме экспорта составил около 40%, электроэнергии (16 %), машин и транспортного оборудования (10 %), табака и табачных изделий (6,5 %). В целом доля цветной металлургии в структуре экспорта составила около 51% к общему объему.

Например, в 2001 г. сокращение показателя экспорта произошло за счет уменьшения поставок электроэнергии на 41,3%, лома и отходов цветных металлов – на 88,5%, хлопка – на 31,6% и табака – на 15,8%. При этом вырос экспорт услуг до 78 млн. долларов США, или на 26,2%, в основном, за счет роста доходов от туризма (на 46,7%) и транспортных услуг (на 23%).

В 2002 году снижение в структуре экспорта таких позиций, как золото, электроэнергия повлекло рост реализации за рубежом таких видов товаров, как авиакеросин, хлопковое волокно, изделия из кожевенного сырья и кожи и пр. На наш взгляд, основным фактором роста экспорта в числе иных послужила потребность в поставках товаров на военную базу сил международной коалиции, расположенную под Бишкеком.

Изменилась и географическая структура экспорта. Увеличилась доля стран вне СНГ - с 47 процентов в 1997 г. до 64 процентов в 2001 г. на фоне снижения доли экспорта в страны СНГ за этот же период с 52,8 до 35 процентов. Определяющая роль в этот период принадлежала предприятиям по разработке золоторудного месторождения «Кумтор», когда в 1995-1996г., в период их строительства, значительная доля торгового оборота приходилась на импорт, а в последующие годы - на экспорт

Оставался высоким товарооборот со странами СНГ, ЕС, Швейцарией, Китаем, США и Турцией. Положительный торговый баланс сложился со странами ЕС и Швейцарией. Большое увеличение дефицита по товарообмену отмечено с Китаем, США, Ближнего и Среднего Востока. Внешнеторговый оборот товарами и услугами в 2000 г. составил 1223,6 млн. долларов США, что ниже 1996 г. на 23,3 процента, при этом экспорт товаров и услуг возрос на 1,8 процента, а импорт снизился на 36,9 процента.

В структуре экспорта по группам стран в 2001 г. в сравнении с 2000 г. резко возросла доля таких стран, как Швейцария (с 8,9 до 27,3 процента) и Турция (с 1,4 до 2,9 процента). Между тем, доля

практика свидетельствует, что мерные слитки пользуются популярностью у населения, как средство сбережения. С началом хождения их на внутреннем рынке расширятся возможности и банковского сектора республики.

стран СНГ снизилась с 41,1 до 35,4 процента, стран ЕС - с 33,9 до 24,7 процента, Китая - с 8,7 до 4,1 процента.

Существуют различные причины снижения экспорта в страны СНГ и Россию, в первую очередь, которая является крупнейшим экспортным рынком для Кыргызстана. При одинаковой степени рыночных экономических реформ и традиционных культурных, торговых связей российская и кыргызская экономические системы являются совершенно совместимыми.

Приложение 5

Географическая структура импорта экспорта

Как известно, России требуется большое количество сельскохозяйственных продуктов, которые Кыргызстан хочет экспортировать. Россия является крупным оптовым рынком, поэтому Кыргызстан может продавать там свои продукты без какого-либо значительного их дальнейшего усовершенствования. При этом Кыргызстан не слишком страдает от протекционизма России, где отсутствуют квоты, но есть низкие тарифы.

Географическая структура экспорта
(в млн. долларах США)¹

№	Страна	1999	2000	2001	2002	2003
	Всего	453,8	504,5	476,2	485,5	581,7
	Страны СНГ	183,3	207,4	168,5	168,8	201,4
1	Россия	70,7	65,1	64,5	80,04	97,02
2	Узбекистан	46,6	89,4	48,0	10,2	18,9
3	Казахстан	45,0	33,4	39,0	36,8	57,1
4	Таджикистан	9,5	7,5	6,7	1,3	1,5
5	Беларусь	4,9	3,0	3,2	4,3	5,4
6	Украина	1,5	1,1	2,9	27,8	16,3
7	Другие страны СНГ	5,2	7,9	4,2	8,36	5,18
	Страны дальнего зарубежья	270,5	297,1	307,6	316,8	380,3
8	Германия	148,2	144,6	94,4	68,8	144,3
9	Китай	25,3	44,1	19,4	41,1	23,4
10	Швейцария	18,1	34,1	124,2	4,9	31,0
11	Великобритания	12,4	18,8	14,1	96,4	117,9
12	США	11,2	2,8	7,1	1,8	3,0
13	Турция	4,6	7,2	13,8	16,4	11,0
14	Другие страны дальнего зарубежья	50,7	45,5	34,7	87,4	49,7

¹ Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики - №12/2004, стр. 74.

Однако в настоящий момент, протекционистская политика Казахстана в отношении Кыргызстана наносит огромный ущерб экономике. Существует, в основном, три вида такого протекционизма. Во-первых, тарифная политика для экспорта в Казахстан (неожиданное повышение тарифов до 200 процентов). Во-вторых, жесткое квотирование в особенности помешало экспорту кыргызского цемента в Казахстан. В-третьих, транзит кыргызских грузов через Казахстан ограничен и облагается высокими пошлинами. Следовательно, Казахстан мешает экспорту из Кыргызстана в Россию и делает такой экспорт неприбыльным.

Другой ближайший сосед Узбекистан, где процессы реформ только начинают свои действия, а система торговли сохраняется государственной (также и Туркменистан) и поэтому он остается недоступным в качестве экономического партнера для предприятий республики.

Во всем мире высокий экономический рост обычно связывается с увеличением объема экспорта. Внутренний рост, достигаемый за счет привлечения инвестиций либо благодаря насильственным внутренним сбережениям, либо иностранным кредитам, в конечном счете, никогда не приводил к успеху. Именно эти иллюзии привели к провалу советской системы и застою в латиноамериканских странах в 80-ые годы прошлого столетия, после того, как их модель государственных инвестиций, протекционизм и замена импорта также потерпели провал. У такой маленькой страны, как Кыргызская Республика, нет выбора. Рост экономики в будущем будет зависеть от экспорта. Прямые зарубежные инвестиции не являются альтернативой, поскольку в долгосрочном плане их можно получить только благодаря улучшению возможностей для экспорта¹.

В импорте увеличилась доля стран СНГ - с 53,9 до 55 процентов, стран Центральной и Восточной Европы - с 2 до 2,3 процента, доля других стран - с 6,1 до 6,6 процента. Значительно увеличилась доля Китая (с 6,7 до 10,4 процента), в то время как доля импорта из США снизилась (с 9,7 до 5,7 процента).

Доля Германии (лидирующего партнера Кыргызстана) в экспорте снизилась (с 28,7 процента в 2000 г. до 19,8 процента в 2001 году), доля России, Узбекистана и Казахстана, соответственно, с 37,2 процента до 31,8 процента, однако, в импорте доля последних возросла с 47,7 процента до 50 процентов.

¹.Ослунд А. Доклад «Кыргызская Республика: к экономическому росту через расширение экспорта» -<http://www.undp.kg/russian/publications/2002/aar/doc> – стр.8.

Объем импорта в 2002 году составил 587 млн. долларов США, против 429,7 млн. долларов США в 2001 г. (произошло увеличение на 14,4%). В 2001 г. сокращение импорта произошло, в основном, за счет уменьшения потоков гуманитарной помощи и освоения средств в рамках проектов по прямым государственным инвестициям. Вследствие сокращения импорта товаров снизился и импорт услуг (на 13,8%)¹.

В 2001 году в структуре импорта отмечено сокращение доли инвестиционных товаров (с 20,6 до 14,9 процента) и потребительских товаров (с 36,1 до 33,4 процента), в то время как удельный вес импорта сырья увеличился (с 3,4 до 6,8 процента). При этом экспорт минеральных продуктов составил 11,4 процента от общего объема экспорта, импорт – 25,9 процента (в 2000 г., соответственно, 16,4 процента и 23,2 процента). По сравнению с 2000 годом экспорт минеральных продуктов снизился на треть, импорт – на 5,9 процента. Отрицательный баланс при этом составил 66,5 млн. долларов (в 2000 г. отрицательный в размере 46,1 млн. долларов).

Начиная с 1998 г., отмечалось снижение, как объемов экспорта, так и импорта. Причем импортные поступления в 2000 г. по сравнению с 1997 г. снизились на 22,9%, экспортные поставки снизились на 19%,. В структуре экспорта увеличилось значение отраслей цветной металлургии, электроэнергетики, машиностроения и легкой промышленности, в то время как роль других отраслей снизилась (особенно, пищевой, топливной и химической промышленности). Кроме того, за анализируемые 1997-2001 годы наблюдается снижение экспорта продукции сельского хозяйства².

¹ Финансово-экономический бюллетень. - Министерство финансов Кыргызской Республики, 1 кв. 2002, стр.8.

² В Кыргызстане наблюдается переизбыток сельскохозяйственной продукции, что подсказывает необходимость увеличения сельскохозяйственного экспорта. Если удастся добиться получения потока поступлений за счет экспорта сельскохозяйственной продукции в качестве сырья, будет сформирована более прочная основа для развития переработки сельскохозяйственной продукции и экспорта такой продукции, будет создан более основательный фундамент для развития технологии производства пищевых продуктов и экспорта переработанной продукции.

Географическая структура импорта (в млн. долларах США)¹

№	Страна	1999	2000	2001	2002	2003
	Всего	599,7	554,6	467,2	586,8	717,0
	Страны СНГ	259,3	299,0	257,0	322,6	410,5
1	Россия	109,4	132,6	85,1	116,7	176,1
2	Узбекистан	50,0	75,1	66,7	123,9	170,9
3	Казахстан	72,7	57,4	81,8	116,7	176,1
4	Туркменистан	7,8	18,7	9,0		
5	Беларусь	5,3	3,9	6,0	5,1	5,9
6	Украина	6,3	7,0	6,2	7,8	12,6
7	Другие страны СНГ	7,8	4,4	2,2	8,9	5,8
	Страны дальнего зарубежья	340,5	255,6	210,3	264,2	306,5
8	Германия	47,3	25,2	24,3	31,4	38,6
9	Китай	36,9	36,9	48,5	59,0	77,8
10	Бразилия	1,2	0,3	1,8		
11	Великобритания	7,0	5,6	4,8	7,3	2,4
12	США	54,2	53,8	26,8	47,4	43,1
13	Турция	23,1	26,8	15,8	17,0	26,0
14	Канада	25,4	11,3	10,9	3,5	2,5
15	Куба	4,1	0,0	0,1		
16	Другие страны дальнего зарубежья	141,2	95,8	77,4	101,6	116,1

Анализ за 1997-2001гг. показывает, что импортные поступления в 1998 г. по сравнению с 1997 г. увеличились на 18%, однако в 1999 г. по сравнению с предыдущим 1998 годом они уменьшились на 28,8%. В последующие годы объем импорта продолжал сокращаться и в 2001 г. составил 467,2 млн. долларов. Существенных изменений в структуре импорта за 4 года не произошло.

Как было отмечено выше, только в 2002 году объем импорта возрос и составил 587 млн. долларов США. Доминирующими товарами здесь продолжают оставаться минеральные продукты (хотя в 2001 г. по отношению к 1997 г. их объем снизился в 1,6 раза), продукция химической промышленности и связанных с ней

¹ Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. - № 12/2004, стр. 74.

отраслей, машины, оборудование и механизмы, пищевые продукты, алкогольные и безалкогольные напитки и уксус, средства наземного и другого транспорта, текстиль и текстильные изделия.

Основной объем импортных поступлений за анализируемый период приходился на страны СНГ. Географическая структура внешней торговли за 1997-2001 гг. оставалась обширной. За последние годы появились новые торговые партнеры, однако, лишь восемь из них - Россия, Германия, Узбекистан, Казахстан, Китай, США, Швейцария и Великобритания составили около 80 процентов внешнеторгового оборота республики.

Приложение 6

Совершенствование инвестиционного климата

В условиях высокой конкуренции в Центрально–Азиатском регионе за прямые иностранные инвестиции инвестиционный климат в Кыргызстане должен быть более привлекателен, чем у соседей. Данная ситуация усиливается такими естественными неблагоприятными факторами для привлечения инвестиций, как отсутствие больших запасов сырьевых энергоресурсов, удаленность от мировых транспортных магистралей, высокие транспортные издержки в сочетании с региональными транспортными проблемами, высокое налоговое бремя при отсутствии налоговых льгот и преференций, малая емкость внутреннего рынка.

Как известно, инвесторы принимают решения об инвестировании, ориентируясь в основном на два параметра – доходность и риск. Для решения проблемы формирования благоприятного климата необходимо принятие комплекса государственных мер краткосрочного и долгосрочного характера, которые могут реально повлиять на сложившуюся ситуацию.

Инвестиционный климат во многом обуславливается наличием таких политических и экономических факторов, как политическая стабильность, развитость нормативно-законодательной базы, сильная макроэкономическая и монетарная политика, устойчивый финансовый и банковский сектор, наличие справедливой и прозрачной налоговой и таможенной системы, развитой физической инфраструктуры и др.

Большое значение имеет совершенствование инвестиционного законодательства и гармонизации его основных положений с современными положениями международного права. Учитывая наличие общих экономических и инвестиционных интересов Кыргызстана и стран-участниц СНГ, определяющее значение приобретает адаптация и унификация законодательно-нормативных актов и организационно-правовых условий инвестиционной деятельности на территории стран СНГ по следующим основным направлениям:

- совершенствование государственного регулирования привлечения иностранных инвестиций;
- упрощение процедуры регистрации и получения лицензий и других разрешительных документов, требуемых для деятельности внутренних и внешних инвесторов;
- упрощение оформления таможенных процедур и режима въезда и пребывания граждан в Кыргызской Республике;

- внедрение и развитие принципов, методов корпоративного управления, международных стандартов бухгалтерского учета и финансовой отчетности субъектов бизнеса;
- развитие методов раскрытия информации эмитентами ценных бумаг, а также формирование благоприятных условий для работы институциональных инвесторов;
- привлечение иностранных инвестиций и стратегических инвесторов для участия в индивидуальных проектах приватизации;
- достижение информационной прозрачности для потенциальных инвесторов;
- дальнейшее развитие потенциала свободных экономических зон республики.

В целях совершенствования благоприятного инвестиционного климата необходимо принятие Правительством Кыргызской Республики комплекса решений, которое могло бы включать различные меры в следующих основных направлениях.

Стимулирование инвестиций напрямую зависит от гибкой налоговой политики. С другой стороны, Правительство не может бесконечно идти навстречу пожеланиям предпринимателей, обеспечивать режим льгот и снижать налоговые барьеры. Но в отдельных вопросах необходимо создание механизмов стимулирования. Например, ставка налога на прибыль юридических лиц одна из самых высоких среди развивающихся стран, с другой стороны, законодательство не предполагает налоговых каникул. Для увеличения налогооблагаемой базы в будущем необходимо способствовать привлечению прямых инвестиций за счет снижения ставок налогов. Действующая шкала подоходного налога заставляет предпринимателей искать способы незаконных выплат заработной платы своим работникам, с другой стороны, высокие ставки подоходного налога не стимулируют граждан с высокими доходами к их декларированию. В этой связи целесообразно введение в практику корпоративного подоходного налога.

Целесообразно также внедрение системы индивидуального подхода к крупным потенциальным инвесторам, предоставляя им налоговые уступки и преференции в зависимости от размеров инвестиций и приоритетности сфер вложения.

К числу важных условий для привлечения потенциальных инвесторов относятся также обеспечение свободного доступа к прозрачной и достоверной экономической информации, добросовестной конкуренции на рынках товаров и услуг. Наличие либерального таможенного режима и тарифной политики, направленные на преодоление избыточных барьеров и доступа зарубежных производи-

телей на внутренний рынок, на ввоз машин и оборудования инвестиционного назначения, свободного перетока капиталов и услуг.

Другим направлением совершенствования инвестиционного климата является сокращение вывоза капитала. Мировой опыт убедительно свидетельствует о том, что бороться с вывозом капитала административными методами невозможно. Наиболее эффективным способом снижения оттока капитала является улучшение условий инвестиционной деятельности внутри страны, что может быть достигнуто за счет увеличения разнообразия финансовых инструментов, повышения их эффективности, снижения инвестиционного риска.

В дополнение к мерам, направленным на улучшение инвестиционного климата, сокращению оттока капитала будет способствовать также снятие избыточных барьеров на пути оттока капитала. Поэтому одним из инструментов дальнейшего сокращения оттока капитала из страны видится организация доступа отечественных инвесторов к иностранным рынкам капитала.

В связи с этим встает задача формирования рынков иностранных ценных бумаг, облигаций международных финансовых организаций (например, Всемирного банка, МБРР и др.). Сокращению оттока капитала будут способствовать также меры, направленные на сближение инвестиционных характеристик обращающихся на рынке капитала инструментов к характеристикам альтернативных инструментов инвестирования. В этой связи требуется внедрение на фондовом рынке новых инструментов (например, ипотечные ценные бумаги), повышение надежности имеющихся инструментов (прежде всего, корпоративных ценных бумаг), сокращение общего уровня инвестиционного риска.

Совершенствование работы специализированного государственного учреждения по содействию продвижению иностранных инвестиций (агентство «One Stop Shop»), который должен выполнять такие функции как, предоставление инвесторам необходимой информационной, консультативной и административной поддержки при получении разрешительных документов для экономической деятельности; оказание инвесторам услуг, связанных с осуществлением прямых иностранных инвестиций, продвижением проектов зарубежных инвесторов; проведение постоянного мониторинга и анализа существующих видов лицензий и других разрешительных документов для снижения административных барьеров и ограничений в деятельности бизнеса; упрощение визового режима для обеспечения облегченного доступа граждан и инвесторов стран-членов ВТО.

Приложение 7

Инвестиции в основной капитал по отраслям экономики (млн. сомов)¹

	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	4766,2	5 692,2	4 214,5	6 708,2	10 855,0
Промышленность	3814,1	3 946,7	1 412,6	2 326,5	4 393,7
Сельское и лесное хозяйство	47,4	77,2	118,7	243,1	399,2
Строительство	42,6	30,4	52,8	130,0	81,3
Прочие отрасли материального производства	0,1	0,2	1,8	-	-
Транспорт	69,1	367,6	734,7	1294,3	2 858,9
Связь	167,8	315,3	225,4	860,4	635,4
Торговля и общественное питание	95,1	130,2	316,8	337,5	320,9
Материально-техническое снабжение и сбыт	7,0	20,9	1,0	26,9	38,8
Информационно-вычислительное обслуживание	0,5	2,9	3,5	4,1	9,8
Геология и разведка недр	2,5	11,2	3,0	3,5	7,5
Жилищно-коммунальное хозяйство	335,10	542,1	754,2	894,5	1 106,2
Здравоохранение, физкультура и соцобеспечение	48,60	58,6	52,6	83,3	104,2
Образование	45,70	73,6	81,4	155,9	106,0
Культура и искусство	6,20	11,1	61,4	134,4	178,3
Наука и научное обслуживание	3,50	3,4	7,7	7,1	1,6
Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение	28,30	50,5	24,6	16,6	23,5

¹ Социально-экономическое развитие Кыргызской Республики 1996-2000 Годовая публикация, Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2001, стр.39.

Поступление прямых иностранных инвестиций по странам (тыс. долл. США)¹

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
1	2	3	4	5	6	7
Всего	153059,5	86 343,1	136 301,2	108 562,1	89 607,9	90088,5
в том числе:						
из стран вне СНГ	151732,5	84 195,0	129 810,4	102757,9	76 539,3	83734,3
Австралия		84,7	269,1	429,4	401,6	79,9
Австрия	1,8	-	154,0	2,9	-	-
Афганистан	137,0	251,8	248,0	33,4	7,6	50,0
Багамские острова	4,0	600,8	48,8	-	60,0	290,0
Великобритания	577,0	13 352,5	20 878,9	26 121,3	6 078,7	1626,6
Германия	740,5	1 264,4	1 940,6	15 574,3	9 515,1	22401,7
Дания	-	17,5	208,5	107,0	-	-
Израиль	104,0	75,2	97,6	4,2	73,4	44,0
Индия	49,3	1 073,5	2 038,2	900,8	1 055,7	486,6
Иран	88,3	76,9	749,0	168,0	141,5	1507,7
Ирландия	782,4	694,6	186,8	44,8	870,6	1,8
Италия	760,4	1 942,7	3 745,6	3 937,7	559,3	0,1
Канада	126 507,7	31 402,0	8 527,4	4 868,3	6 756,9	12984,4
Кипр	540,7	72,6	58,5	11,6	753,0	557,8
Китай	346,4	274,3	1 886,0	1 093,5	891,3	2488,1

¹ Социально-экономическое развитие Кыргызской Республики 1996-2001. Годовая публикация, Б.: Национальный статистический комитет Кыргызской Республики, 2002, стр.43.

1	2	3	4	5	6	7
Корея	-	343,1	13 930,3	759,8	61,6	3916,7
Литва	0,3	-	434,8	134,3	5,4	0,4
Лихтенштейн	300,0	-	650,6	-	20,6	-
Малайзия	124,0	2 505,0	1 694,5	90,0	2 964,8	188,9
Нидерланды	365,3	19,4	221,4	30,1	9 199,8	1716,4
ОАЭ	1,3	15,5	59,6	783,3	583,5	846,1
Пакистан	19,3	151,1	342,0	167,9	56,3	34,2
Польша	2,2	19,3	211,1	28,8	10,0	-
США	4 318,2	10 007,4	32 523,3	19 154,3	23 577,6	17502,2
Турция	10 927,3	17 569,2	15 436,0	23 253,0	12 129,8	16334,9
Франция	134,2	37,4	3 388,7	332,1	54,6	0,5
Швейцария	3 959,3	1 215,9	2 962,4	3 283,1	429,2	295,4
Шри Ланка	-	-	5,8	159,9	160,0	-
Япония	113,0	514,1	9 750,7	167,1	14,1	3,6
из стран СНГ	1 327,0	2 148,1	6 490,8	5 804,2	13 068,6	6354,2
Беларусь	3,9	-	20,3	-	479,1	160,0
Казахстан	320,9	1 234,0	4 434,1	1 309,5	210,4	1475,0
Россия	773,4	688,9	1 323,1	1 505,2	5 426,0	3020,7
Таджикистан	-	4,8	144,9	187,0	275,1	450,4
Туркменистан	5,0	5,3	-	2 517,7	6 576,3	38,1
Узбекистан	190,4	203,1	532,3	222,4	91,4	1206,4
Украина	28,9	2,7	29,5	61,8	10,0	-

**Поступление прямых иностранных инвестиций по отраслям экономики
Кыргызской Республики (тыс. долл. США)¹**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5</i>	<i>6</i>	<i>7</i>
Всего	153 059,5	86 343,1	136 301,2	108 562,1	89 607,9	90088,5
Промышленность	120 879,0	43 221,9	29 819,8	61 449,6	48 621,7	59495,6
Сельское хозяйство	25,7	16,1	299,9	620,3	40,7	128,8
Транспорт	66,7	53,1	410,7	466,2	803,3	1197,7
Связь	749,9	209,2	3 522,4	78,9	34,3	830,7
Строительство	457,6	4 125,3	21 200,2	12 800,2	4 669,9	399,7
Торговля и общественное пита- ние	28065,6	14724,3	31761,5	8394,9	5913,1	12361,4
Материально-техническое снабжение и сбыт	110,1	678,5	14,0	-	-	111,9
Заготовительные организации	18,7	9 651,0	27 445,7	4 256,3	9 195,3	6274,5
Информационно- вычислительное обслуживание	1,1	-	951,2	11 900,1	0,1	275,1
Операции с недвижимым иму- ществом	-	0,6	105,9	233,7	24,8	159,7
Общая коммерческая деятель- ность по обеспечению функцио- нирования рынка	648,4	2 274,7	1 456,9	1 956,2	672,6	286,7

¹ Социально-экономическое развитие Кыргызской Республики 1996-2000. Годовая публикация. - Б.: Национальный статисти-
стический комитет Кыргызской Республики, 2001, стр.78.

1	2	3	4	5	6	7
Геология, геодезическая и гидрометеорологическая служба	1 124,1	3 669,2	8 311,2	3 514,3	4 076,4	518,7
Прочие виды деятельности сферы материального производства	6,6	0,3	0,7	-	0,1	0,1
Жилищно-коммунальное хозяйство	1,6	15,3	134,4	44,8	10 161,1	6924,3
Здравоохранение, физкультура и соцобеспечение	773,2	1 150,5	4 327,8	321,0	2 300,3	299,6
Образование	2,2	139,6	58,7	45,4	72,6	80,1
Учреждения культуры и искусства	76,0	65,4	36,7	279,5	654,4	124,1
Учреждения и организации науки	42,0	292,0	667,6	412,3	63,8	102,3
Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение	11,0	6 047,3	5 375,3	1 663,7	1 557,0	469,5
Юридические услуги	-	8,8	400,6	124,7	746,5	41,0

Отраслевая структура прямых иностранных инвестиций имеет тенденцию к изменению. Если в 1996 году основная доля прямых иностранных инвестиций – около 80% - привлекалась в сектор промышленности, в дальнейшем наблюдалась диверсификация размещаемых инвестиций в другие секторы экономики (см. таблицу 4). Так, в 1998 году на промышленность приходилось всего 21,9% иностранных инвестиций, в то же время увеличилась доля инвестиций в сектор торговли и общественного питания - 23,3%, заготовительные организации – 20,1%, строительные организации- 15,6%.

В 2001 году доля прямых иностранных инвестиций в промышленные предприятия вновь возрастает и составляет 66% общей суммы, 13,7% направляется на торговлю и общепит, 7,7% - в коммунальное хозяйство и пр.

Наблюдается снижение прямых иностранных инвестиций с почти 60 процентов от общей суммы инвестиций в 1997 году, 12,8 процента в 2000 г., до 7,4 процента в 2001 г. На наш взгляд, изменение данного показателя связано, в первую очередь, с реализацией проекта по строительству и эксплуатации золоторудного комбината «Кумтор оперейтинг компани».

В результате завершения этапа основного строительства и пуска предприятия в режим производства началось сокращение инвестиций в производственное оборудование. Высокий уровень данного показателя, характерного в предыдущие годы, был связан именно с реализацией вышеназванного проекта, а также нескольких других крупных проектов с иностранным участием.

Приложение 10

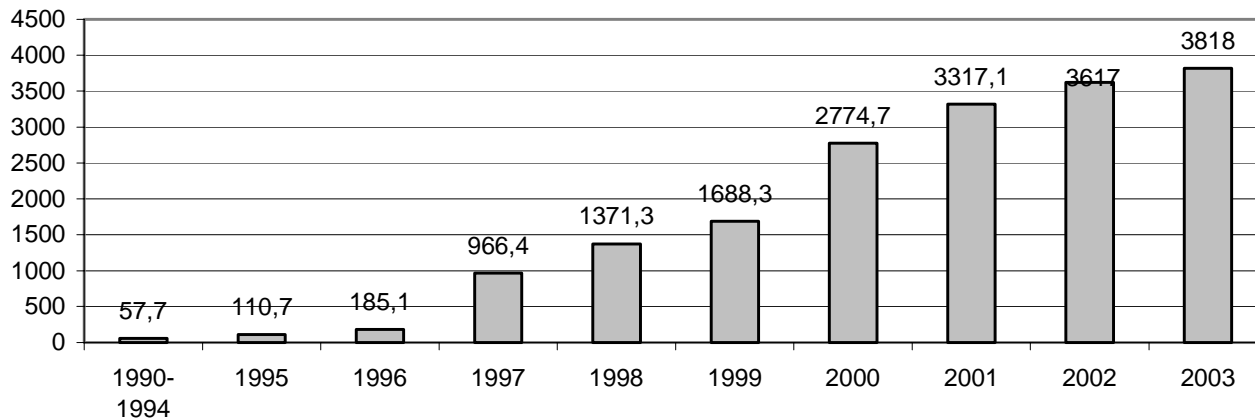
Денежные агрегаты (млн.сом)¹

	1999	2000	2001	2002	2003
Денежная база	4043,9	4541,3	5358,5	7658,4	10075,3
Деньги в обращении	3732,0	4312,0	5174,6	7058,0	9623,3
Деньги вне банков(МО)	3578,4	4114,5	5020,0	6872,6	9315,1
Денежный агрегат (M1)	4120,2	4615,3	5556,0	7677,1	10515,7
Денежная масса (M2)	4749,8	5284,3	6185,8	8304,1	11086,3
Денежная масса (M2х)	6574,5	7367,5	8202,0	10995,6	14676,4
Мультипликатор M1**	1,02	1,02	1,04	1,00	1,04
Мультипликатор M2**	1,17	1,16	1,15	1,08	1,10
Мультипликатор M2х**	1,63	1,62	1,53	1,44	1,46
Скорость обращения M1 1/**	11,73	13,48	13,30	9,78	7,93
Скорость обращения M2 1/**	10,17	11,76	11,95	9,04	7,52
Скорость обращения M2х 1/**	7,35	8,44	9,01	6,83	5,68
Справочно:					
Деньги вне банков/					
Общий объем депозитов	1,19	1,26	1,58	1,67	1,74
Депозиты/денежная масса	0,46	0,44	0,39	0,37	0,37

Данные представлены за последний банковский день месяца.

¹ Бюллетень Национального банка Кыргызской Республики. - №10/2002, стр.28, №6/2004, стр.30.

**Иностранные инвестиции в акции АО Кыргызской Республики
за 1990 - 2003 гг. (млн. сом)**



**Размещение корпоративных акций среди зарубежных инвесторов
по регионам по состоянию на 31.12.2003 г.**

Размещение Регион	Количество эмитентов с участием иностранного капитала (шт.)			Объем размещенных акций среди ино- странных инвесторов (тыс.сом.)		
	стран СНГ	стран дальнего зарубежья	Всего	стран СНГ	стран дальнего зарубежья	Всего
Чуйская область	15	16	31	2 747	124 918	127 666
Ошская область	3	5	8	26 315	11 067	37 382
Джалал-Абадская об- ласть	6	2	8	7 620	12 741	20 361
Иссык-Кульская об- ласть	5	1	6	6 040	15 805	21 845
Таласская область	1	0	1	14	-	14
Нарынская область	0	0	0	-	-	-
г. Бишкек	77	115	192	147 213	3 463 720	3 610 933
Итого	107	139	246	189 950	3 628 251	3 818 201

**Наибольшее количество сделок¹ с ценными бумагами эмитентов
на ЗАО «Кыргызская фондовая биржа» в 2000-2002 гг.**

Эмитент	Количество сделок	Объем торгов, млн. сомов (млн. \$)	Количество ЦБ
1	2	3	4
2000			
АКБ «Кыргызпромстройбанк»	2 260	11,2 (0,23)	30 325
АКБ «Кыргызстан»	2 145	27,5 (0,57)	5 949 916
АООТ ИФ «Чуйинвест»	781	0,3 (0,006)	78 075
АООТ «Карабалта Дан-Азык»	611	1,9 (0,039)	416 102
АООТ «Кыргызский камвольно-суконный комбинат»	533	2,0 (0,042)	1 231 109
АООТ «Кыргызтелеком»	295	3,2 (0,067)	580 393
АООТ ИФ «Береке-Инвест»	255	0,3 (0,006)	95 817
ИАКБ «Иссык-Куль»	208	5,0 (0,10)	100 466
АООТ ТД «ЦУМ Айчурек»	179	1,5 (0,031)	71 475
АООТ «Ровное»	161	0,4 (0,008)	171 934
АООТ «Дастан»	124	0,6 (0,012)	139 238
АООТ РК «Аманбанк»	146	20,3 (0,42)	20 812

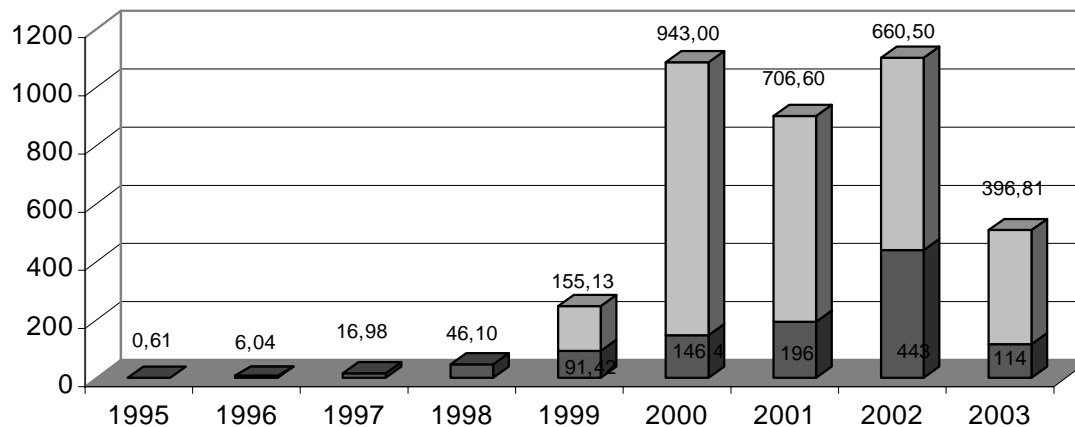
¹ - Свыше 100 сделок

1	2	3	4
АООТ «Бизнес Центр Ай-Пери»	112	3,8 (0,08)	251 560
Итого:	7 810	78 (1,62)	9 137 222
2001			
АКБ «Кыргызпромстройбанк»	1 513	42,8 (0,89)	87 407
АКБ «Кыргызстан»	768	35,9 (0,75)	7 496 051
АООТ ИФ «Чуйинвест»	366	0,2 (0,0042)	55 327
АООТ «Кыргызэнерго»	269	0,7 (0,014)	420 611
АООТ РК «Аманбанк»	255	21,8 (0,45)	23 418
АООТ «Карабалта Дан-Азык»	186	0,8 (0,016)	170 266
АООТ ТД «ЦУМ Айчурек»	130	0,9 (0,018)	36 231
АООТ ИФ «Береке-Инвест»	124	0,03 (0,0006)	13 572
Итого:	3 611	103,13 (2,15)	8 302 883
2002			
АКБ «Кыргызстан»	429	19,7 (0,41)	3 769 167
АКБ «Кыргызпромстройбанк»	303	9,3 (0,19)	20 413
АООТ «Кыргызтелеком»	176	36,1 (0,75)	287 824
Итого:	908	65,1 (1,35)	4 077 404

**Объем торгов совершенных на фондовом
рынке через организаторов торговли в 2003 году**

Простые акции			Привилегированные акции			Облигации		
Количество сделок	Объем торгов (млн. сомов)	Количество ЦБ	Количество сделок	Объем торгов (млн. сомов)	Количество ЦБ	Количество сделок	Объем торгов (млн. сомов)	Количество ЦБ
КФБ								
1 559	481,44	48 512 530	63	0,24	240 644	243	29,43	25 464
БТС								
3 638	444,23	23 094 418	8	0,001	650	2	0,063	15
ИТОГО:								
5 197	925,67	71 606 948	71	0,241	241 294	245	29,49	25 479

**Торги с ценными бумагами эмитентов,
находящихся в листинге и вне листинга**



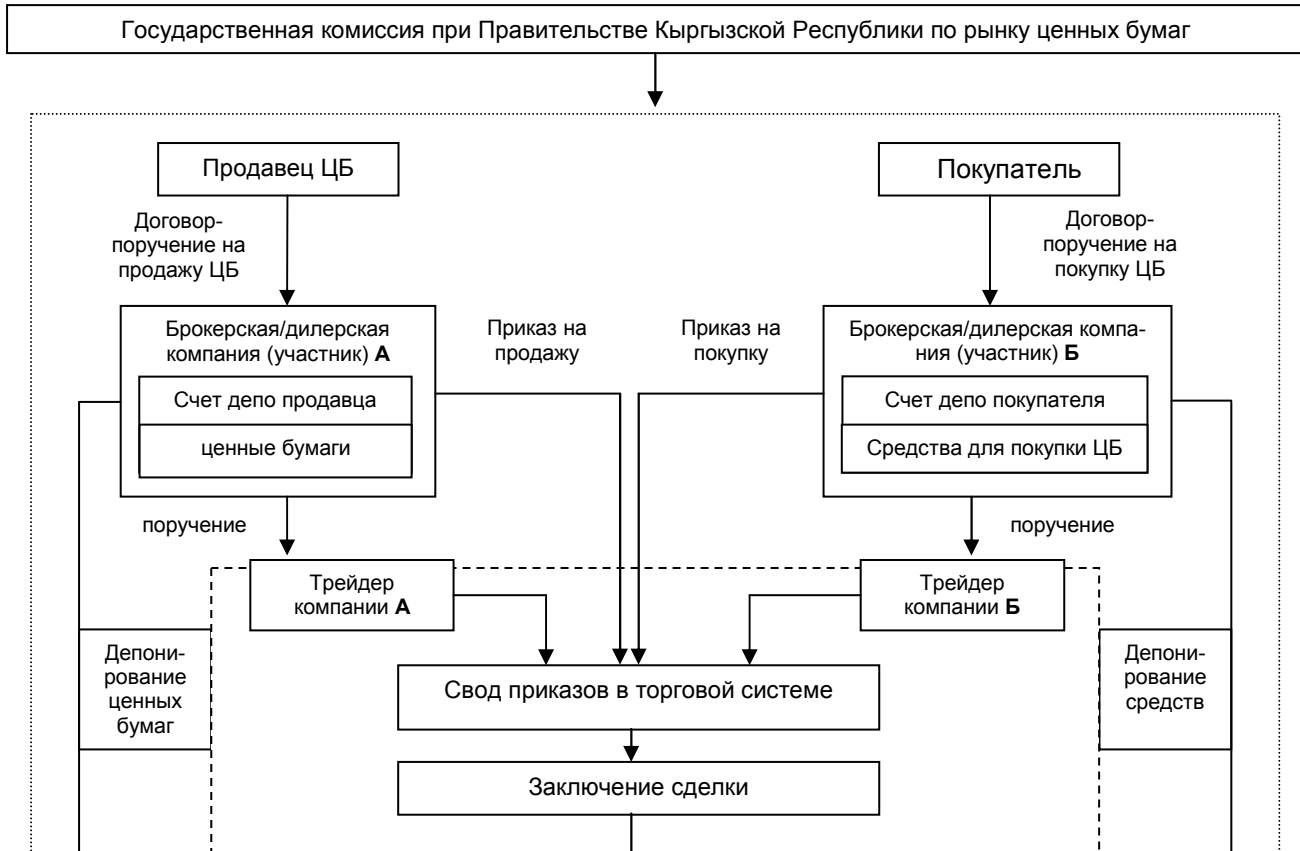
□ Торги с ценными бумагами эмитентов, находящимися вне листинга (млн. сом)

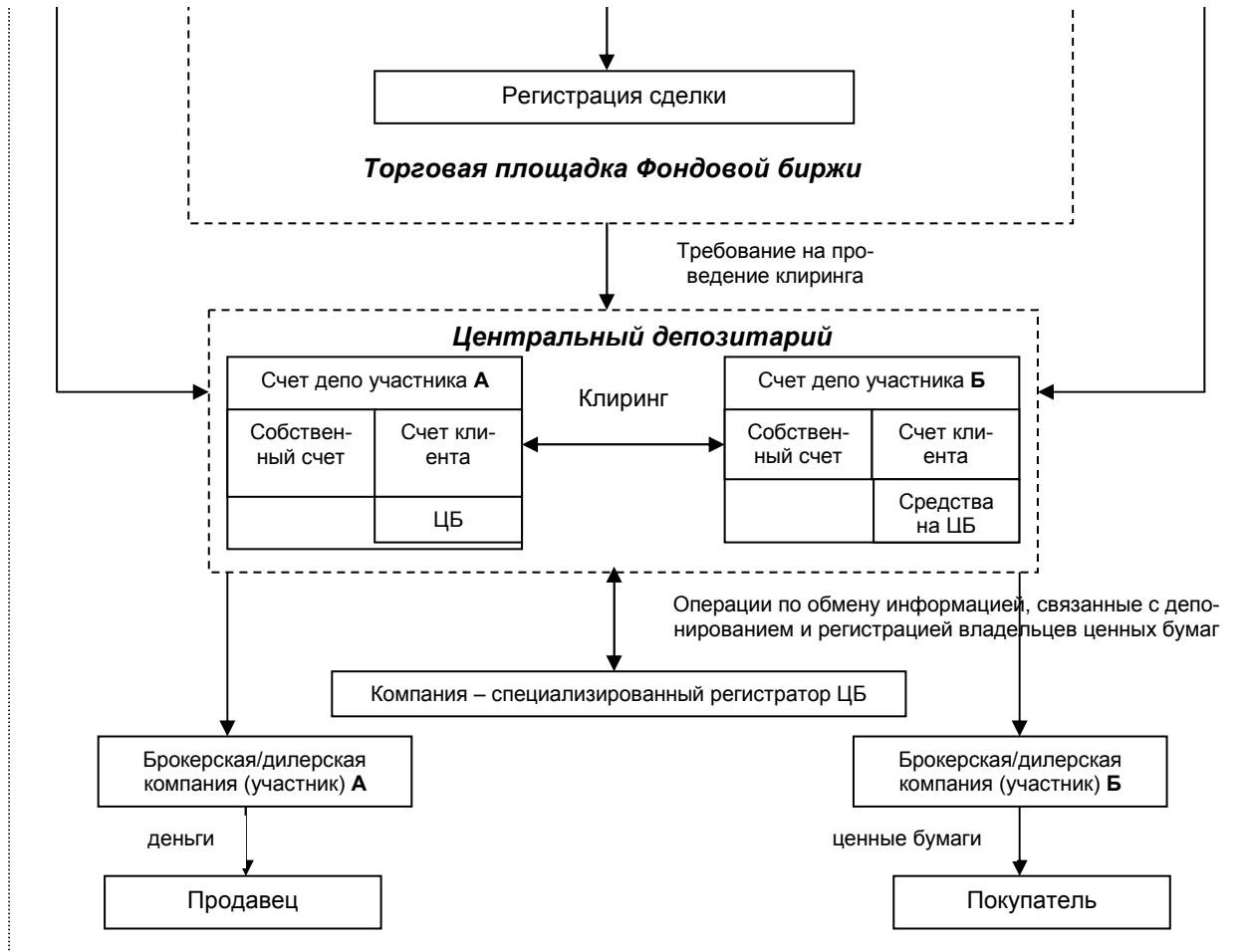
■ Торги с ценными бумагами эмитентов, находящимися в листинге (млн. сом)

**Информация об инвестициях акционерных инвестиционных фондов
Кыргызской Республики за 2003 г.**

Инвестиционный фонд	Акции		ГКВ	Корпор. облиг.		Депозиты	Прочие	Итого:
	кол-во АО	тыс.СОМ	тыс.СОМ	кол-во АО	тыс. СОМ	тыс.СОМ	тыс.СОМ	тыс.СОМ
Ала-Тоо инвест	67	1738,1	902,7	0,0	0,0	0,0	0,0	2640,8
Береке инвест	35	5371,8	0,0	0	0,0	0,0	0,0	5371,8
Жаштык-Инвест	44	850,6	0,0	0	0,0	0,0	0,0	850,6
Элес инвест	54	1099,6	0,0	0	0,0	0,0	165,0	1264,6
Нур инвест	11	196,1	0,0	0	0,0	0,0	0,0	196,1
Итого	211	9256,2	902,7	0,0	0,0	0,0	165,0	10323,9

Схема рыночного обращения ценных бумаг через фондовую биржу





Приложение 18

**Информация о надзорных мероприятиях
за деятельностью инвестиционных фондов**

В целях предотвращения различных негативных последствий в деятельности инвестфондов, ГКРЦБ использует различные методы регулирования их деятельности, и прежде всего это проведение регулярных проверок деятельности фондов.

Основными нарушениями, выявленными в ходе проведенных проверок являются:

– деятельность по лицензии с истекшим сроком («Джалал-Абад-инвест», «Наристе-инвест», «Нур-инвест», «Иссык-Куль-инвест»);

– отсутствие управляющей компании («Иссык-Куль-инвест», «Наристе-инвест», «Нур-инвест»);

– не проведение или проведение общих собраний акционеров с нарушениями установленного порядка проведения общего собрания акционеров («Береке-инвест», «Бишкекивестфонд», «Джалал-Абад-инвест», «Наристе-инвест», «Нур-инвест», «Иссык-Куль-инвест»);

– не опубликование в СМИ для всеобщего сведения годовых бухгалтерских балансов, отчетов о финансовых результатах и их использовании (большинство инвестфондов);

– не проведение аудиторских проверок по итогам работы за 1999 год («Бишкекивестфонд», «Наристе-инвест», «Иссык-Куль-инвест») и отсутствие утверждения на собрании на 2000 год аудиторов («Кыргыз-инвест», «Бишкекивестфонд», «Наристе-инвест», «Иссык-Куль-инвест», «Кадамжай-инвест», «Элес-инвест»);

– не выполнение требований по хранению и учету прав на ценные бумаги, находящиеся в инвестиционном портфеле инвестиционных фондов (практически все инвестфонды);

– несвоевременное и некачественное представление отчетности в Госкомценбумаг («Джалал-Абад-инвест», «Иссык-Куль-инвест», «Наристе-инвест», «Кадамжай-инвест» и др.).

Выявленные нарушения в деятельности фондов, прежде всего, явились предметом изучения ГКРЦБ вопросов и причин допущения фондами указанных нарушений. Всесторонний их анализ стал основой для принятия мер, позволяющих на законодательном уровне снять множество барьеров и ограничений, тормозящих положительное развитие инвестиционных фондов. С принятием Закона Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах» была снята проблема проведения общих собраний акционе-

ров фондов. Законом Кыргызской Республики «О внесении изменений и дополнений в Закон Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах», принятым 8 апреля 2003 г., устанавливается возможность внутреннего управления фондом, снимаются многие ограничения по инвестированию средств фонда.

Также в соответствии Законом Кыргызской Республики «Об инвестиционных фондах» и Положения «О порядке передачи управления инвестиционным фондом временному управляющему» в трех инвестиционных фондах – Жаштык-инвест, Кадамжай-инвест, Наристе-инвест было введено временное управление.

Временными управляющими был проведен полный анализ финансового положения инвестиционных фондов, приняты меры, обеспечивающие устранение выявленных нарушений и финансовое оздоровление фондов. При этом, основной задачей временных управляющих было обеспечение сохранности активов инвестфондов. Итоги их деятельности были заслушаны на заседаниях ГКРЦБ.

В результате деятельности временного управляющего инвестиционного фонда Жаштык-инвест, было проведено общее собрание акционеров, на котором акционеры приняли решение о дальнейшем функционировании фонда. Был избран совет директоров фонда, который заключил договор об управлении инвестиционным фондом с управляющей компанией ОсОО «Asco & Co». Управляющей компанией в настоящее время предпринимаются меры по налаживанию деятельности фонда.

По итогам деятельности временного управляющего инвестфонда Наристе-инвест, также предпринимаются меры по оздоровлению положения фонда. В частности, управляющей компанией (ОсОО «Береке МТ»), заключившей договор на управление фондом, в настоящее время предпринимаются меры по улучшению деятельности фонда – получена лицензия фонда, регистрируются в порядке установленном законодательством учредительные документы.

Оценка финансового положения инвестфонда Кадамжай-инвест по результатам деятельности временного управляющего предпологает дальнейшее функционирование фонда при условии переизбрания исполнительных органов управления фонда, так как кризисное положение фонда во многом было обусловлено ненадлежащим управлением управляющей компании и бездействием Совета директоров фонда. Однако, ввиду отдаленного расположения инвестиционного фонда и отсутствием управляющих компаний, желающих заключить договор на управление данным фондом, на годовом общем собрании акционеров 31 марта 2003 года было принято решение о ликвидации фонда.

Приложение 19

**Формы рационализации деятельности
инвестиционных фондов**

В 1999 году инвестиционные фонды "Чуйинвест" и "Энесай-инвест" объединились, для того чтобы укрепить свои позиции. Фонд "Энесай-инвест" был относительно небольшим инвестиционным фондом с числом акционеров в 1800 человек, в то время как в фонде "Чуйинвест" было 5500 акционеров. Большинство акционеров акционерного инвестиционного фонда "Энесай-инвест" в основном проживало в городе Бишкеке, в то время как сам инвестиционный фонд был расположен в городе Кара-Балта. В настоящее время офис объединенного инвестиционного фонда расположен в городе Бишкек для удобства обслуживания акционеров. Ни один из этих инвестиционных фондов не испытывал проблем и не имел никаких предпосылок для банкротства.

Завершилось слияние АИФ "Жалал-Абад-инвест" с АИФ "Шерик-инвест" Объединенный инвестиционный фонд расположен в г. Жалал-Абад и насчитывает 6 000 акционеров (из них: 2 000 – акционеры АИФ "Жалал-Абад-инвест" и 4 000 – акционеры АИФ "Шерик-инвест"). Процесс объединения начался в 1998 году после принятия решения на общем собрании акционеров и продолжался 4 года. АИФ "Шерик-инвест" вел переговоры о слиянии с АИФ "Элес-инвестом" в 1997 г. АИФ "Элес-инвест" предъявил АИФ "Шерик-инвест" три условия для слияния: (i) предоставление аудиторского заключения на подтверждение финансовой отчетности (ii) проведения финансовой инспекции специальным комитетом (iii) оценка активов АИФ "Шерик-инвест" независимыми экспертами. АИФ "Шерик-инвест" не выполнил эти требования.

Инвестиционный фонд "Насыйкат-инвест" находился в Ошской области. Инвестиционной портфель АИФ "Насыйкат-инвест" состоял из акций 30 акционерных обществ, которые не приносили доход, так как многие акционерные общества не функционировали. В марте 1999 года на общем собрании акционеров было принято решение о ликвидации инвестиционного фонда. Процесс ликвидации происходил под надзором Ошского регионального управления Государственной комиссии по рынку ценных бумаг и к настоящему моменту является завершенным.

В настоящее время некоторые инвестиционные фонды рассматривают вопрос о преобразовании из акционерного инвестиционного фонда в акционерное общество, с целью избежания ог-

раничений, накладываемых законодательством на инвестиционные фонды, в частности, приобретения крупных пакетов акций предприятий и возможности участия в управлении производственными предприятиями. Закон предусматривает ограничения для инвестиционных фондов во владении более 25 процентов ценных бумаг одного эмитента и проведении инвестиции более 10 процентов чистых активов инвестиционного фонда в ценные бумаги одного эмитента. В настоящее время инвестиционные фонды "P&Co" и "Нур-инвест" реорганизовываются в акционерные общества, а несколько других инвестиционных фондов, включая "Элес-инвест", "Кыргызинвест" и "Чуйинвест" оценивают выгоду от преобразования в акционерное общество.

Рационализация на уровне инвестиционного фонда также достигается путем выкупа акций мелких акционеров и концентрации прав собственности в руках крупных акционеров.

Для достижения большей экономической эффективности некоторые инвестиционные фонды проводят активную политику сокращения числа мелких акционеров. Так как расходы по обслуживанию акционеров, владеющих одной или двумя акциями, достаточно высоки, ПИФ "Чуйинвест" ведет политику скупки акций мелких акционеров. В период с 1999 по 2000 годы объединенный инвестиционный фонд («Чуйинвест» - «Энесай-инвест») сократил количество акционеров с 7 279 до 6 505 человек, что в итоге составило 9 процентное сокращение. В настоящее время каждый акционер АИФ «Чуйинвеста» владеет как минимум 100 акциями инвестиционного фонда по номинальной стоимости 4 сома.

Приложение 20

Основные условия выдачи лицензии на право ведения профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг

Для получения лицензии на профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг ГКРЦБ устанавливает для профессиональных участников рынка ценных бумаг такие требования как:

- наличие в штате специалистов, имеющих квалификационные свидетельства;
- наличие минимального собственного капитала, необходимого для несения материальной ответственности перед инвесторами или клиентами;
- организация системы учета и отчетности, точно и полно отражающей операции с ценными бумагами.

Условиями выдачи лицензии на профессиональную деятельность по ценным бумагам является представление документов, установленных законодательством, соблюдение требований к достаточности собственного капитала, и отсутствие фактов нарушения заявителем, либо учредителями заявителя требований законодательства Кыргызской Республики о ценных бумагах и нормативных актов ГКРЦБ.

Лицензия на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам выдается при отсутствии замечаний по представленным документам в течение 30 дней с момента поступления в ГКРЦБ или ее региональные подразделения. Лицензия на осуществление одновременно нескольких видов профессиональной деятельности по ценным бумагам выдается на каждый вид отдельно и является бессрочной. Ограничение на совмещение профессиональных видов деятельности на рынке ценных бумаг устанавливается ГКРЦБ.

Законодательством предоставляется возможность участия на рынке ценных бумаг индивидуальным предпринимателям в качестве доверительных управляющих. Деятельность иностранных лиц, в качестве профессиональных участников рынка ценных бумаг осуществляется на общих основаниях в соответствии с законодательством Кыргызской Республики.

Лицензируемое юридическое лицо обязано иметь в своем штате специалистов, получивших квалификационное свидетельство. Руководители и специалисты юридических лиц, а также индивидуальные предприниматели, осуществляющие профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, должны соответ-

ствовать квалификационным требованиям, предъявляемым ГКРЦБ.

В функции ГКРЦБ входит утверждение квалификационных требований к лицам, осуществляющим профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг. Квалификационное свидетельство ГКРЦБ является документом, удостоверяющим соответствие лиц квалификационным требованиям, предъявляемым к руководителям, специалистам организаций, осуществляющим профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, с указанием специализации профессиональной деятельности.

Необходимость подтверждения руководителем или специалистом лицензированного профессионального участника рынка ценных бумаг своей соответствующей квалификации является способом контроля, со стороны ГКРЦБ, знаний, необходимых для работы на рынке ценных бумаг, для принятия решений по купле-продаже ценных бумаг, по управлению денежными средствами, инвестированными в ценные бумаги и т.д.

Получение Квалификационного свидетельства физическими лицами является предварительным условием для получения юридическим лицом или физическим лицом – индивидуальным предпринимателем лицензии на право ведения профессиональной деятельности по ценным бумагам. Правом совершения сделок от имени профессионального участника рынка ценных бумаг обладает только специалист, имеющий квалификационное свидетельство на соответствующий вид профессиональной деятельности по ценным бумагам.

Руководители высшего звена, руководители среднего звена, специалисты, а также индивидуальные предприниматели должны удовлетворять следующим квалификационным требованиям: наличие высшего образования — для руководителей высшего и среднего звена и индивидуальных предпринимателей; наличие высшего и среднего образования – для специалистов.

В целях организации единого организационно-методического обеспечения проведения квалификационных тестов и процедур присвоения квалификации ГКРЦБ и ее региональными подразделениями созданы Квалификационные комиссии по выдаче квалификационных свидетельств специалистам. Данные комиссии утверждают стандарты базового квалификационного и специализированного квалификационного тестов, минимальную сумму баллов по квалификационному тесту, свидетельствующую о наличии знаний в объеме квалификационного минимума.

Квалификационный тест – письменный или компьютерный способ проверки знаний в объеме квалификационного минимума. Квалификационная комиссия по результатам квалификационного теста принимает решение о присвоении квалификации и выдаче соответствующих квалификационных свидетельств.

Приложение 21

**Выдержки
из Налогового кодекса Кыргызской Республики,
касающиеся системы налогообложения
на рынке ценных бумаг**

Статья 74. Состав совокупного годового дохода

1. К совокупному годовому доходу относятся все виды доходов, полученные в денежной и натуральной форме, а также в форме работ и услуг:

2) от инвестиций и экономической деятельности, полученные в виде:

(1) доходов по процентам, кроме ранее обложенных налогом у источника выплаты в Кыргызской Республике;

(2) дивидендов, кроме ранее обложенных налогом у источника выплаты в Кыргызской Республике;

**Статья 77. Вычет расходов по уплате процентов за
долговое обязательство**

1. Расходы налогоплательщика по уплате процентов по долговому обязательству подлежат вычету из его совокупного годового дохода в том случае, если сумма долга была использована на развитие и осуществление экономической деятельности налогоплательщика.

2. Размеры вычета определяются исходя из суммы долга, подлежащей погашению в текущем налоговом году, умноженной на 1,5 ставки рефинансирования Национального банка Кыргызской Республики на момент образования долга.

3. Сумма вычета не должна превышать сумму дохода с процентов налогоплательщика и плюс 50 процентов налогооблагаемого дохода налогоплательщика без включения в него доходов и расходов по процентам.

4. Любые расходы с процентов, не предусмотренные в виде вычетов частью третьей настоящей статьи, рассматриваются как расходы по процентам, подлежащие к вычету в следующем налоговом году.

5. Расходы налогоплательщика по уплате ипотечных кредитов и процентов по ним подлежат вычету из его совокупного годового дохода.

Статья 85. Убытки при реализации ценных бумаг

1. Убытки, возникающие при реализации ценных бумаг, компенсируются только за счет дохода от прироста стоимости, полученного при реализации других ценных бумаг.

2. Если убытки, указанные в части 1 настоящей статьи, не могут быть компенсированы в году, в котором они имели место, то они должны быть пролонгированы на срок пять лет

Статья 88. Необлагаемые доходы

1. Освобождаются от налогообложения следующие виды доходов:

10) проценты по вкладам в финансово-кредитных учреждениях, работающих в системе кредитных союзов и лицензируемых Национальным банком Кыргызской Республики, дивиденды;

В соответствии с Налоговым кодексом КР происходит двойное налогообложение доходов по долговым ценным бумагам: 1) 10% удерживается у источника выплаты, 2) доходы от прироста стоимости ценных бумаг при реализации их на вторичном рынке включаются в совокупный годовой доход.

В настоящее время происходит двойное налогообложение доходов от участия в паевых инвестиционных фондах: 1) при получении доходов по процентам от вложений средств фонда в долговые ценные бумаги или банковские депозиты, удерживается налог с процентов (ставка 10% - статьи 90, 108 Налогового кодекса Кыргызской Республики). 2) доходы от прироста стоимости инвестиционного пая при их выкупе фондом у владельцев включаются в совокупный годовой доход.

Имущество паевого фонда принадлежит пайщикам, их доход обременяется двойным налогообложением: налогом при получении доходов по инвестициям фонда и подоходным налогом при выкупе управляющей компанией фонда их инвестиционных паев. Это делает не выгодным инвесторам вкладывать свои средства в паевой инвестиционный фонд, так как пайщики могут во избежание уплаты двух налогов напрямую инвестировать свои средства.

Статья 93. Состав совокупного годового дохода

1. К совокупному годовому доходу относятся все виды доходов как в денежной, так и в натуральной форме, а также в форме работ и услуг, включая:

3) а также доходы:

- а) доходы по процентам, кроме ранее обложенных налогом у источника выплаты в Кыргызской Республике;
- б) дивиденды;

Статья 112. Освобождение от налога

4. Освобождаются от налогообложения дивиденды, полученные юридическими лицами - резидентами Кыргызской Республики.

Статья 113. Акционерные инвестиционные фонды

Прибыль акционерного инвестиционного фонда, действующего в соответствии с Законом Кыргызской Республики "Об инвестиционных фондах", полученная им в результате инвестиционной деятельности, не облагается налогом.

Статья 114. Страховые компании

1. Юридическое лицо, основной деятельностью которого является страхование или перестрахование собственности и другие виды страхования, облагается налогом, равным 5 процентам общей суммы поступивших страховых платежей.

Статья 140. Финансовые услуги

1. Оказание финансовых услуг является освобожденной поставкой.

2. В рамках настоящей статьи под финансовыми услугами подразумеваются:

2) операции с депозитными и текущими счетами, а также иными счетами, платежами, переводами, долговыми обязательствами, чеками и коммерческими обращающимися платежными средствами, операции по инкассо и факторингу;

4) операции с акциями, облигациями и другими ценными бумагами, а также акцизными марками, за исключением услуг по обеспечению сохранности ценных бумаг;

б) управление инвестиционными фондами.

Статья 141. Страхование и услуги по пенсионному обеспечению

Поставка услуг по страхованию, услуг по выплате пенсии или иных услуг, связанных с этими видами услуг, предоставляемых поставщиком услуг по страхованию или услуг по выплате пенсии, включая управление фондами по страхованию и пенсионными фондами, является поставкой, освобожденной от НДС. Услуги брокеров и агентов этих организаций являются поставкой, освобожденной от НДС.

Услуги финансовых консультантов, оценщиков, юристов и других экспертов в отношении оценки любой претензии не являются освобожденными поставками.

Статья 147. Освобождение импорта от обложения налогом на добавленную стоимость

1. Товары, вещи и иные предметы, перечисленные в части 2 настоящей статьи, а также предусмотренные в нормативных актах по таможенному законодательству, освобождаются от НДС, если их ввоз на таможенную территорию Кыргызской Республики соответствует условиям, установленным положениями таможенного законодательства.

2. Освобождаются от НДС следующие товары, вещи и иные предметы:

4) технологическое оборудование, ввозимое в качестве вклада в уставные капиталы (фонды), а также

В соответствии с ранее действующей главой IV «Акционерное общество» Закона Кыргызской Республики «О хозяйственных товариществах и обществах» уставный капитал акционерного общества определялся как суммарная номинальная стоимость выпущенных обществом акций и составлялся из вкладов акционеров, внесенных в результате приобретения ими акций общества из чего следовало, что АО наравне с ОсОО могли привлекать инвестиции в виде технологического оборудования путем выпуска акций с освобождением от НДС. Согласно принятого в 2003 году Закона Кыргызской Республики «Об акционерных обществах» изменилось определение уставного капитала акционерного общества, которое определяется как минимальный капитал общества на момент его учреждения, размер которого установлен данным Законом. Выпуск дополнительных акций не влияет на уставный капитал и влечет увеличение количества обрабатываемых акций АО.

В связи с изменением определения уставного капитала акционерного общества, указанное освобождение от налога на добавленную стоимость в отношении акционерных обществ, предусматривается только при учреждении АО. В работе отмечалось, что путем дополнительных эмиссий акций акционерными обществами привлекается большой объем инвестиций. Основная доля выпусков акций приходится на промышленность – 73,7 процентов общего объема выпусков, на транспорт и связь – 9,7 процентов, на финансовые институты – 10,5 процентов. Принимая во внима-

ние, что основной объем выпусков акций происходит в промышленности, а также транспорте и связи – секторах экономики, где наиболее востребованы инвестиции в виде технологического оборудования, для обеспечения непрерывности процесса привлечения инвестиций акционерными обществами, требуется внести поправку в статью 147 Налогового кодекса Кыргызской Республики в целях охвата данной статьей привлечения инвестиций в виде технологического оборудования акционерными обществами в оплату выпущенных дополнительных акций при первичном размещении.

Приложение 22

Практика создания международных финансовых центров¹

Стамбульская фондовая биржа. По инициативе и на основе Стамбульской фондовой биржи в 1995 г. основана Федерация Европейско-Азиатских фондовых бирж (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges), членами которой являются фондовые биржи из Азербайджана, Армении, Болгарии, Казахстана, Киргизии, Молдовы, Монголии, Узбекистана, Украины и др. Цель Федерации - создание интегрированного рынка ценных бумаг, на основе единой торговой платформы, с перекрестным членством и листингом, с льготным налоговым режимом. Штаб-квартира Федерации . на Стамбульской фондовой бирже, внутри свободной от налогов зоны торговли международными ценными бумагами (International Securities Free Trade Zone), в которой также создан Международный рынок Стамбульской фондовой биржи (Istanbul Stock Exchange International Market) как будущий центральный рынок региона².

Все операции внутри Международного рынка освобождены от любых налогов, взимаемых в Турции (в том числе полностью отменено налогообложение дивидендов, процентов и прибыли от роста курсовой стоимости). Движение капиталов и репатриация прибылей на указанном рынке свободны от ограничений. Начато насыщение международного рынка ценными бумагами, выпущенными в СНГ, например, депозитарными расписками Казкоммерцбанка (Казахстан).

Международный рынок Стамбульской фондовой биржи имеет два сегмента: акции (депозитарные расписки) и облигации, номинированные в твердой валюте. Все операции ведутся в долларах США, евро, в иенах и т.п. Листинговые требования к иностранным акциям рассчитаны на небольшие компании стран СНГ и Восточной Европы³. Листинговые требования ясно показывают, что (хо-

¹ Информация взята из докторской диссертации Миркина Я.М. См. Миркин Я.М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития//Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.10. М.:Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации, 2003, стр. 566-567.

² Нормы, регулирующие International Securities Free Trade Zone и Istanbul Stock Exchange International Market, опубликованы в: Turkish Official Gazette №22353, 1995, July 24; №22666, 1996, June 14.

³ Листинговые требования по основному рынку: а) не менее 3 лет деятельности, б) в течение 3 последовательных лет прибыли до налогообложения должны

тя об этом официально не объявляется) Международный рынок Стамбульской фондовой биржи предназначен, прежде всего, для концентрации на нем ценных бумаг региона стран СНГ, Центральной и Восточной Европы.

Центры международных финансов в Канаде (на примере Ванкувера). В конце 80-х годов правительство Канады определило **Ванкувер** и **Монреаль** в качестве центров международных финансов.. С этой целью были изданы International Financial Business Act of 1988, International Financial Business (Tax Refund) Act of 1990 и др. В качестве целей были определены «успешная конкуренция с другими юрисдикциями» и «централизация международной финансовой активности в условиях благоприятного налогового окружения»¹.

Центр международных финансов (International Finance Centre) учрежден в **Ванкувере** в форме **неприбыльной корпорации**, финансируемой региональным правительством и деловым сообществом. Чтобы получить налоговые льготы, нужно стать ее членом (в 2000 г. более 40 финансовых институтов).

Членами IFC могут быть только финансовые институты, в том числе брокеры - дилеры, находящиеся или представленные в Ванкувере, на которых могут быть распространены налоговые льготы. Налоговые льготы (снижение корпоративного налога на прибыль) применяются только по операциям с нерезидентами. Физические лица, постоянно работающие в организациях - членах International Finance Center и занятые исключительно международной финансовой деятельностью, получают льготы по подоходному налогу.

На фондовом рынке членами International Finance Centre могут стать брокерско-дилерские компании, трастовые компании, компании, управляющие инвестиционными фондами, инвестиционные консультанты. Льготы распространяются как на операции с

быть не меньше 1 млн. долл. ежегодно (при общей сумме прибылей за период не меньше 6 млн. долл.), в) выплаченный капитал должен составлять не менее 2 млн. долл., г) по меньшей мере 15% выплаченного капитала должны держаться не менее чем 500 акционерами, д) суммарные активы компании должны быть не меньше 10 млн. долл., е) соответствие принятым стандартам учета, ж) отсутствие в уставных документах позиций, ограничивающих обращение акций, з) отсутствие нарушений законодательства, относящихся к деятельности эмитента, со стороны ключевых акционеров и менеджеров. Листинговые требования, относящиеся к параллельному рынку как сегменту Istanbul Stock Exchange International Market, в существенной мере облегчены.

¹ Раскрыто на сервере IFCVancouver в Интернете www.ifcvancouver.com/ifc-idpr.html.

резидентами за собственный счет, так и на комиссионные сделки в отношении финансовых инструментов, признаваемых ценными бумагами (включая коммерческие бумаги), а также на иную деятельность (например, инвестиционное консультирование нерезидентов). Сделки, заключаемые на биржах Канады, формируют право на налоговые льготы в том случае, если они соответствуют понятию *international financial business* (по меньшей мере одной из сторон сделки выступает нерезидент).

Международный центр финансовых услуг. International Financial Services Centre (Дублин, Ирландия) (более 400 крупных финансовых институтов, значительная часть которых является нерезидентами). Компаниям, зарегистрированным в Международном центре финансовых услуг, предоставляются налоговые льготы по ряду финансовых операций, прежде всего, по торговле ценными бумагами и управлению инвестиционными фондами. В частности, по указанным операциям налог на корпоративную прибыль установлен на уровне 10% (при ставке налога на прибыль в Ирландии 32%).

Научное издание

Абдынасыров Уран Тойбаевич
Стратегия и перспективы развития
рынка ценных бумаг
в Кыргызской Республике

Технический редактор С.Т. Токобаев

Компьютерная верстка Е.Н. Кротов

Корректор А.И. Агинова

ISBN 9967-22-863-6



4 700060 010082

Подписано в печать 15.08.05. Формат 60x84/16.
Бумага офсетная. Печать офсетная.
Объем 29.25 п.л. Тираж 500 экз.

Издательство «Академия»

720071, Бишкек, пр. Чуй, 265а, к 322а

Тел./факс (312) 65-56-73, 24-26-03

www.akademia.kg, e-mail: admin@akademia.kg

Отпечатано с готового оригинал-макета в типографии ОсОО "Premier LTD",
г.Бишкек, Кыргызская Республика.